

## “稳增长”系列专题报告之六： 消费“稳”字当头，结构性亮点凸显

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

作为经济“三驾马车”之一，消费重要性不言而喻。我们认为在政策全方位作用下消费将总体保持平稳，十四五规划与地方两会中政策主线明确，结构性机会显现，推荐关注传统消费中精装修相关家电和新能源汽车板块，以及新兴消费中旅游、酒馆和直播行业。

### 摘要：

稳增长政策下，我们认为消费将整体保持平稳，建议关注结构性机会。消费对于稳增长与稳就业具有关键作用，短期承压之后筑底复苏具有一定必要性和确定性，消费将总体保持平稳。通过梳理重要政策文件中的消费主线，我们认为其中或存在结构性机会。

传统消费基本盘稳定，细分领域存亮点。我们认为，以家电和汽车为代表的传统消费将带动消费板块整体平稳发展，建议关注细分领域。

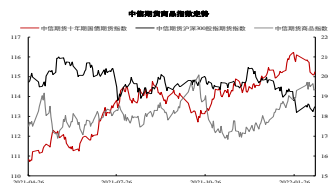
1) 短期内家电表现平淡，但长期看“稳增长”基调下，地产后周期支撑家电大盘的逻辑不变，精装政策推动结构性投资机会。近年我国精装房政策密集出台，精装房占比不断提升，精装房相关的如厨电、智能家居等配套家电投资机会亮眼。

2) 汽车行业景气度稳中向好，“稳增长”政策叠加国补退坡倒计时，我们认为，对于有能力且有意愿购买新能源汽车的潜在消费者来说，2022年是享受补贴最后机会，若补贴政策未出现再次延后情况，这或将促进一波“抢购潮”。

新兴消费存结构性亮点，激发消费活力。我们认为，政策文件中强调的新兴消费是促进消费活力与稳就业的重要抓手，存在结构性投资机会。

1) 旅游行业前两年维持弱景气度，未来存量反弹空间尚可；出境游消费大幅回流，未来增量抬高行业天花板，据我们测算消费回流每年可拉动约1792-3137亿元国内旅游经济。2021年，疫情防控政策、旅游业政策共助力，产业供需共升级。寒冬过后，复苏条件已具备，常态化旅游规模可期，2022年或迎曙光。

2) 新业态消费中，酒馆行业作为夜间经济业态的重要组成部分，受到夜间经济政策红利与Z世代夜间消费意愿加速释放的影响，酒馆行业渗透率有望进一步提升，行业规模将以19%的5年CAGR加速增长。另外，直播行业监管约束超级主播推动规范化发展，去中心化发展利好品牌店播与中小主播，结合政策扶持农村电商基础设施建设拓宽下沉市场渠道，我们预计2023年直播电商规模将超过4.9万亿元，3年CAGR达到58.34%。



### 资产配置研究团队

研究员：  
张革  
021-60812988  
从业资格号：F3004355  
投资咨询号：Z0010982

姜婧  
021-60812990  
从业资格号：F3018552  
投资咨询号：Z0013315

### 权益策略团队

研究员：  
姜沁  
021-60812986  
jiangqin@citicsf.com  
从业资格号 F3005640  
投资咨询号 Z0012407

### “稳增长”系列研究

专题报告一：从稳增长节奏看资产配置逻辑——20220220  
专题报告二：稳增长背景下基建怎么看——20220221  
专题报告三：稳增长背景下地产怎么看——20220225  
专题报告四：从终端调研看下游需求回归节奏——20220301  
专题报告五：数字经济如何发力稳增长——20220302

## 目 录

摘要:	1
一、 稳增长政策之下消费主线明确	4
1.1 消费板块的复苏具有一定的必然性与确定性	4
1.2 “稳增长”政策下结构性机会凸显	5
二、 传统消费：消费基本盘稳定，细分领域存亮点	6
2.1 家电：地产竣工上行托底家电，关注精装修板块投资机会	6
2.1.1 短期内家电表现平淡，但长期看地产后周期逻辑不变	6
2.1.2 “稳增长”下建筑业政策推升精装修渗透率	7
2.2 汽车：行业景气度趋稳，补贴退坡倒计时，新能源板块存亮点	8
三、 新兴消费：存结构性亮点，激发消费活力	9
3.1 旅游：业态供需双升级，常态化旅游规模可期，强化“内循环”逻辑	9
3.1.1 出境游消费回流，国内旅游消费受益匪浅	9
3.1.2 以史为鉴，疫后旅游回调弹性可期	10
3.1.3 疫情防控政策、旅游业政策合力助力	11
3.1.4 旅游需求创新，倒逼产业升级	11
3.1.5 复苏条件已经具备，常态化旅游恢复弹性大	12
3.2 新业态消费：挖掘政策红利下的新消费场景投资机会	13
3.2.1 小酒馆经济：夜间经济政策红利密集，Z世代夜间消费意愿加速释放	13
3.2.2 直播经济：去中心化趋势明确，政策利好下沉市场发展	15
免责声明	17

## 图目录

图表 1:	2022 年 1 月消费行业提供大量新增就业岗位	4
图表 2:	大部分省市两会文件对 2022 年社零目标增速超过前两年平均	5
图表 3:	稳增长政策文件中主线明确	6
图表 4:	2022 年 VS 2021 年各省市政府工作报告中消费政策统计	6
图表 5:	地产对家电领先性降低	7
图表 6:	目前正处竣工上行周期	7
图表 7:	精装房渗透率不断提升	8
图表 8:	智能装配置率结构	8
图表 9:	新能源汽车渗透率(=新能源销量/汽车销量)	9
图表 10:	新能源汽车 TTM 产销量(21 年取 2 年平均复合增速)	9
图表 11:	中国国际服务贸易中旅行逆差疫情后迅速收窄，消费回流抬高国内旅游市场天花板	9
图表 12:	预测出境游旅客回流对国内旅游消费的拉动作用	10
图表 13:	非典后：旅游人数较 2002 增加 26%	10
图表 14:	非典后：旅游收入较 2002 年增加 21%	10
图表 15:	旅游成为生活重要组成部分	11

图表 16:	节假日旅游恢复程度“量”>“价” .....	11
图表 17:	2021 年微度假成为新趋势 .....	12
图表 18:	2021 年都市旅游半径整体缩小 .....	12
图表 19:	我国夜间经济规模快速增长 .....	13
图表 20:	地方政策从多方面助力夜间经济 .....	14
图表 21:	2021 年小酒馆消费者年龄分布 .....	14
图表 22:	Z 世代平均可支配收入显著高于整体 .....	14
图表 23:	直播电商市场规模快速增长 .....	15
图表 24:	中国下沉市场零售市场规模庞大 .....	15
图表 25:	2018-2023 年中国企业自播占比逐步提升 .....	16

## 一、稳增长政策之下消费主线明确

### 1.1 消费板块的复苏具有一定的必然性与确定性

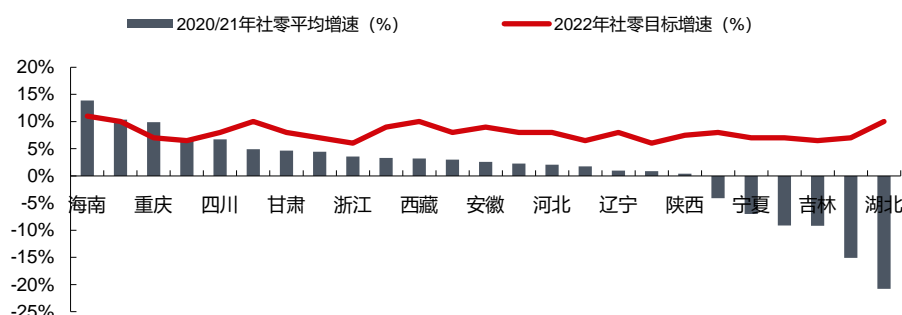
国内消费市场复苏是“稳增长”下的必然要求。后疫情时代，国内面临较大经济周期下行压力和失业率上升的担忧，在“稳字当头、稳中求进”总基调下，各地提出的 2022 年社会零售 GDP 增速目标基本都高于前两年平均增速，显示出地方对消费稳增长的诉求。国内消费市场复苏必要性具体体现在：1) **消费作为拉动经济增长“三大马车”之一，对我国经济发展起基础性作用。**人均可支配收入快速提升下，最终消费对 GDP 的贡献已提升至 2020 年的 54.4%，十四五规划更是将扩大内需提升为战略基点。2) **消费行业是“稳就业”重点行业之一。**根据 2022 年 1 月数据，批发业、零售业、商业服务、休闲酒店四大典型消费子行业新增就业人数占总就业人数的 67.41%。2 月 18 日国务院 14 个部门联合出台了促进服务业领域困难行业恢复发展的政策，消费行业是稳就业的重点行业。

图表 1： 2022 年 1 月消费行业提供大量新增就业岗位

	2022 年 1 月新增就业人数（千人）	占比
<b>非农新增就业</b>	467.00	100.00%
<b>政府部门</b>	23.00	4.93%
<b>私人部门</b>	444.00	95.07%
<b>商品</b>	4.00	0.86%
采矿业	-4.00	-0.86%
建筑业	-5.00	-1.07%
制造业	13.00	2.78%
<b>服务</b>	440.00	94.22%
批发业	16.40	3.51%
零售业	61.40	13.15%
商业服务	86.00	18.42%
休闲酒店	151.00	32.33%
运输仓储业	54.20	11.61%
公用事业	0.10	0.02%
信息业	18.00	3.85%
金融活动	9.00	1.93%
临时援助	26.30	5.63%
教育和保健服务	29.00	6.21%
医疗保健和社会救助	15.40	3.30%
其它服务业	15.00	3.21%

数据来源：Wind 中信期货研究部

图表 2： 大部分省市两会文件对 2022 年社零目标增速超过前两年平均



数据来源：各省政府两会文件 中信期货研究部

我们认为十四五期间消费复苏具有一定确定性。虽然在短期经济周期下行压力与疫情反复的担忧下，短期内整体消费压力较大，但我们认为消费的筑底复苏可以预见。

- 1) 由于具有满足个人生活需求的刚需属性，消费行业整体具有极强的韧性。即使在 2021 年疫情对大消费与整体经济增速的干扰之下，多数消费龙头股也保持了正增长。
- 2) “共同富裕”要求通过收入分配、税收等政策改善我国居民收入结构。中等收入人群是促进消费增长的重要力量，收入结构“橄榄型化”调整有助于提升居民边际消费意愿、扩大消费总量。
- 3) Z 世代成为新晋消费主体，将带动整体消费活力。尼尔森数据显示，我国“Z 世代”总人数约为 2.6 亿，其消费总额达到全部消费约 40%，将在消费需求与形式升级上体现出极大影响力。因此我们认为，消费虽不是“稳增长”最主要抓手，但是消费的稳定增长具有一定确定性。

## 1.2 “稳增长”政策下结构性机会凸显

通过梳理“十四五政策”文件我们寻找消费主线下的结构性机会。我们对国务院政策文件与 2021 年、2022 年的各省市地方两会政策进行了详细梳理归纳后得出，在“稳增长”政策下，今年政府工作报告主线明确，在传统消费领域以汽车和家电为切入点，提出了推进新能源汽车、绿色智能家电等政策稳定消费基本盘；在新兴消费领域，乡村旅游经济、夜间经济、电商与直播经济等新业态消费促进消费活力，存在结构性亮点。

图表 3：稳增长政策文件中主线明确

类型	行业	政策内容
传统消费	家电	支持绿色智能商品以旧换新。鼓励具备条件的流通企业回收消费者淘汰的废旧电子电器产品，折价置换超高清电视、节能冰箱、洗衣机、空调、智能手机等绿色、节能、智能电子电器产品，扩大绿色智能消费。有条件的地方对开展相关产品促销活动、建设信息平台 and 回收体系等给予一定支持。
	汽车	释放汽车消费潜力。实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。促进二手车流通，进一步落实全面取消二手车限迁政策，大气污染防治重点区域应允许符合在用排放标准的二手车在本省（市）内交易流通。
新兴消费	旅游经济	改善提升乡村旅游商品和服务供给，鼓励有条件的地区培育特色农村休闲、旅游、观光等消费市场。
	农村电商/直播经济	加快发展农村流通体系。改造提升农村流通基础设施，促进形成以乡镇为中心的农村流通服务网络。扩大电子商务进农村覆盖面，优化快递服务和互联网接入，培训农村电商人才，提高农村电商发展水平，扩大农村消费。
	夜间经济	活跃夜间商业和市场。鼓励主要商圈和特色商业街与文化、旅游、休闲等紧密结合，适当延长营业时间，开设深夜营业专区、24小时便利店和“深夜食堂”等特色餐饮街区。有条件的地方可加大投入，打造夜间消费场景和集聚区，完善夜间交通、安全、环境等配套措施，提高夜间消费便利度和活跃度。

数据来源：国务院《关于加快发展流通促进商业消费的意见》 中信期货研究部

图表 4：2022 年 VS 2021 年各省市政府工作报告中消费政策统计

	传统消费	旅游消费		新业态经济		
	汽车、家电下乡，以旧换新	乡村消费	文旅消费	电商+直播	（乡村）物流/网络体系建设	首店经济、夜间经济等
2022 年数量合计	27	26	27	14	26	23
2021 年数量合计	22	21	21	7	18	17

数据来源：新闻稿整理 中信期货研究部

## 二、传统消费：消费基本盘稳定，细分领域存亮点

### 2.1 家电：地产竣工上行托底家电，关注精装修板块投资机会

#### 2.1.1 短期内家电表现平淡，但长期看地产后周期逻辑不变

今年以来，家电行业整体表现平平，我们分析原因主要有三：1）当前地产交易低迷，拐点未现。我们在《“稳增长”系列报告三：稳增长背景下地产怎么看？》中提到，当前地产销售仍在探底，受制于房企资金问题，竣工虽处上行周期，但还未发力。2）自去年以来，上游原材料及海运费上涨压缩家电企业利润空间，终端提价抑制居民消费动力。3）近期俄乌危机愈演愈烈，不确定性迅速增加，投资者避险情绪上升，资金端短期部分回撤。

虽短期表现不佳，但长期来看“稳增长”基调下，地产后周期支撑家电大盘维稳，且不乏结构性亮点。从节奏上看，地产后周期或在二季度发力，托底家电。从 2015 年起，房屋竣工面积累计值/销售面积累计值（TTM）从 80%附近一路下滑，直到 2021 年 7 月份几乎折半，表明市场上存在大批已经销售却未竣工的房屋。去年竣工增速录得 11.2%，确定进入上行周期。随着地产供需两端政策趋松，叠加住建部“保交楼”，

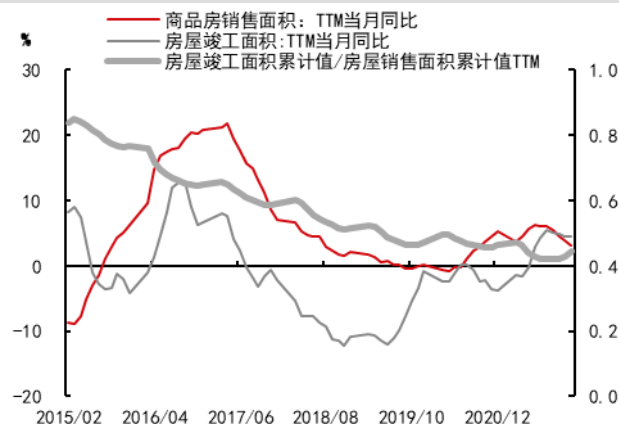
此前未完工的项目将对需求形成支撑，若房企资金紧张问题缓解，我们预计竣工端在二季度将发力，地产后周期托底家电。

图表 5： 地产对家电领先性降低



数据来源: Wind 中信期货研究部  
注: 21 年取 2 年平均复合增速

图表 6： 目前正处竣工上行周期



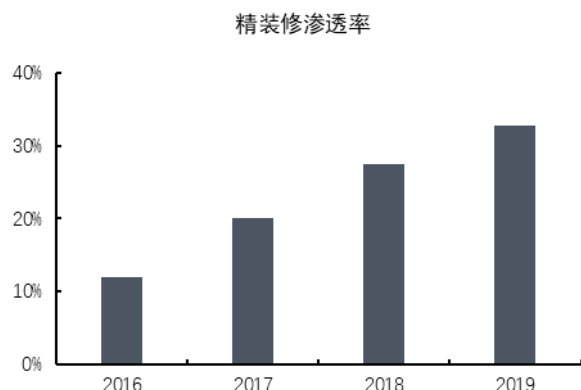
数据来源: Wind 中信期货研究部  
注: 21 年取 2 年平均复合增速

### 2.1.2 “稳增长”下建筑业政策推升精装修渗透率

从结构上看，建筑业政策带来精装房配套家电投资机会。近年我国精装房政策密集出台，精装房占比不断提升。今年《“十四五”建筑业发展规划》提出 2025 年装配式建筑占新建建筑面积比例达 30%的工作目标，我们预计在行业政策推动下，精装房渗透率会不断提升，利好精装房配套家电，如厨电和智能家电。

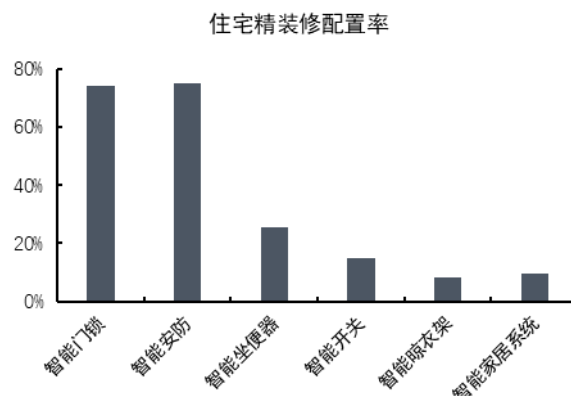
精装房对于烟机、灶具等厨电需求的提振力度最大。宅经济下，洗碗机成为新宠，21 年上半年其攀升至 17.3%，虽然仍处低配水平，但其增长速度已然进入快车道，未来可期。在 AIOT 浪潮下，智能家居成为精装市场新起之秀，配置率逐年提高。细分来看，智能门锁、智能安防配置率超 74%；智能开关、智能家居系统、智能坐便器等配套规模亦均速扩张，渗透率分别达 14.9%、9.6%和 25.8%。2022 年，智能家居将随着房地产市场大盘稳增长，配置率将得到进一步提高。

图表 7：精装房渗透率不断提升



资料来源：奥维云网 中信期货研究部

图表 8：智能装配配置率结构



资料来源：奥维云网 中信期货研究部

## 2.2 汽车：行业景气度趋稳，补贴退坡倒计时，新能源板块存亮点

**汽车行业景气度稳中向好。**在汽车缺芯问题缓解、新能源汽车爆发式增长背景下，我国汽车产销量在 2021 年分别完成 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，同比增长 3.4%、3.8%，在虎年开了一个好头。根据中汽协预测，2022 年我国汽车总销量预计达 2750 万辆，同比增长 5%左右。

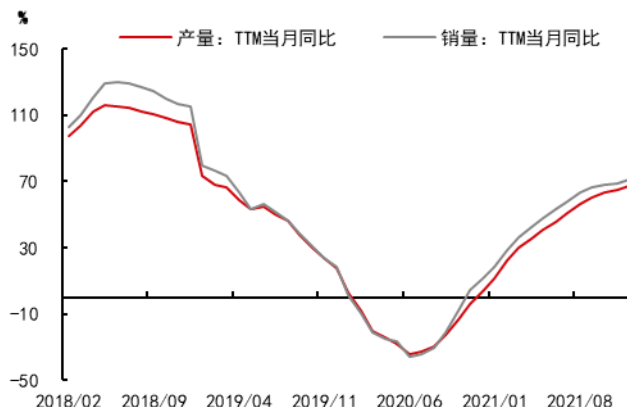
**“稳增长”政策不断强调鼓励促进新能源汽车消费，叠加今年是国补退坡时代末班车，新能源汽车消费有望出现新一轮高潮。**近年来，在国补政策的呵护下，随新能源汽车渗透率不断提高，从 2018 年的 2% 上升至近 20%，新能源汽车对于汽车行业边际复苏的提振作用愈发明显。今年年初，四部委最新发布的《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》明确以下 3 点：1) 非共区域补贴标准将在 21 年基础上退坡 30%；2) 补贴标准保持现行购置补贴技术指标体系框架及门槛要求不变，补贴规模则从原先的 200 万辆开放至无上限，并将贯穿全年；3) 2022 年 12 月 31 日补贴将彻底退出，市场正式进入市场驱动时代。我们认为，虽然补贴力度有所减弱，但对于有能力且有意愿购买新能源汽车的潜在消费者来说，2022 年是享受补贴的最后机会，若补贴政策未出现再次延后情况，这或将促进一波“抢购潮”。

图表 9： 新能源汽车渗透率（=新能源销量/汽车销量）



数据来源：Wind 中信期货研究部

图表 10： 新能源汽车 TTM 产销量(21 年取 2 年平均复合增速)



数据来源：Wind 中信期货研究部

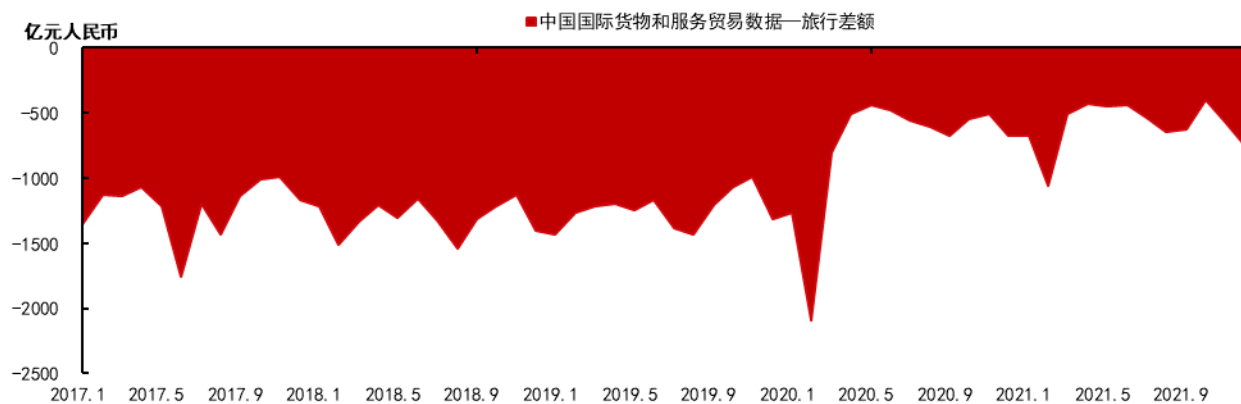
### 三、新兴消费：存结构性亮点，激发消费活力

#### 3.1 旅游：业态供需双升级，常态化旅游规模可期，强化“内循环”逻辑

##### 3.1.1 出境游消费回流，国内旅游消费受益匪浅

我们认为短期内出境政策尚难放开，出境游消费大幅回流，国内旅游消费受益匪浅。根据国家外汇管理局数据，疫情爆发后，20 年-21 年中国国际贸易“旅行”逆差近乎减半，反映了出境游回流的量级可观。根据《中国出境旅游发展年度报告》，2019 年我国出境旅游人数达 1.55 亿，境外消费超 1338 亿美元，人均消费 863 美元。据穷游网统计，国门关闭后，83%境外游用户旅游需求并不会因出境受限而消失，他们会转而选择境内游，且花销差别不大。

图表 11： 中国国际服务贸易中旅行逆差疫情后迅速收窄，消费回流抬高国内旅游市场天花板



数据来源：国家外汇管理局 中信期货研究部

在此基础上，我们对出境游回流量进行了测算，发现其可拉动 1792-3137 亿元旅游市场经济。若按照 83%为出境客户回流比例最高值、中国人均国内旅游花费/国外旅游花费比例作为出境游人群的国内外花销比最低值，我们测算得出，这部分客群将拉动 1265 亿元国内旅游消费市场。假设出境游客户回流比在 50%-70%区间，国内外花销比在 40-50%区间，保守估计这部分客群将拉动 1792-3137 亿元旅游市场经济，占整个国内旅游市场的 3-5%。因此，我们认为出境游消费回流或抬高国内旅游行业天花板。

图表 12：预测出境游旅客回流对国内旅游消费的拉动作用

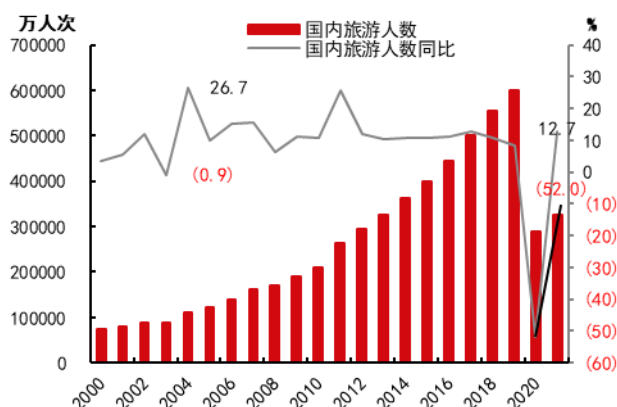
出境游客户回流比例						
出境游人群： 国内旅游花费 /国外旅游花 费		83%	70%	60%	50%	40%
	17%	1265	1067	914	762	609
	20%	1488	1255	1075	896	717
	30%	2232	1882	1613	1344	1075
	40%	2975	2509	2151	1792	1434
	50%	3719	3137	2689	2241	1792
	60%	4463	3764	3226	2689	2151
	70%	5207	4392	3764	3137	2509

数据来源：中国旅游研究院、马蜂窝 中信期货研究部

### 3.1.2 以史为鉴，疫后旅游回调弹性可期

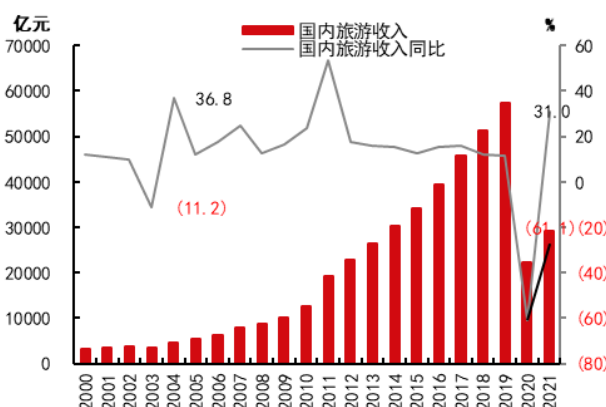
以史为鉴，若本轮新冠疫情完全进入常态化，旅游业存量反弹空间较大，回弹力度值得期待。回顾历史，战胜非典后国内积压的旅游需求得以释放，2004 年全国旅游收入和人数均出现大幅反弹，较 2002 年同期增长 21%、26%，远超此前几年的平均增长速度。

图表 13：非典后：旅游人数较 2002 增加 26%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 14：非典后：旅游收入较 2002 年增加 21%

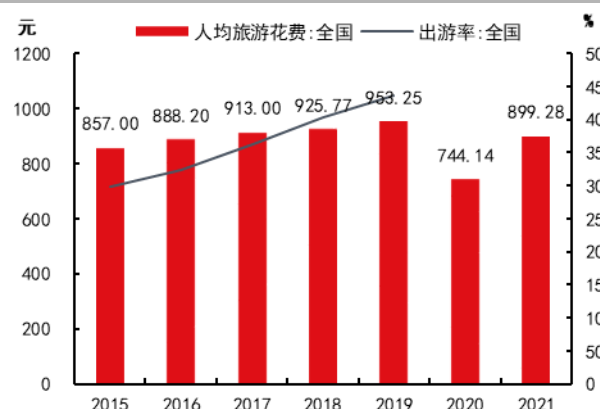


资料来源：Wind 中信期货研究部

对比非典和新冠的异同，本轮疫情时间更长，且疫情反复，20、21 年旅游数据

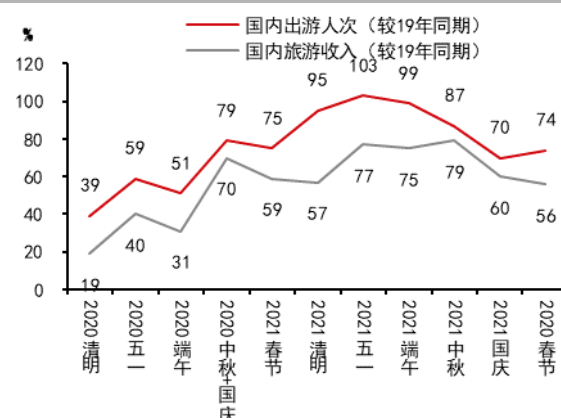
**整体表现持续平淡，需求仍在蓄力。**以今年春节为例，据文旅部数据，疫情多点散开，在“就地过年”倡导下，国内出游 2.51 亿人次，同期减少 2%，恢复至 2019 年的 73.9%；旅游收入 2891.98 亿元，同期减少 3.9%，恢复至 2019 年的 56.3%。根据交通运输部数据，春运客流低位运行，春运启动至 2 月 7 日，共计发送旅客不及 19 年客流的 4 成。**复苏尚未正式启动，需求积压量未得到完全释放。**短期来看，最近多省市通报本土疫情，有反复势头，需求释放具体时点有待确认；但长期来看，未来仍有较大回调空间和弹性。

图表 15：旅游成为生活重要组成部分



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 16：节假日旅游恢复程度“量”>“价”



资料来源: 文旅部 中信期货研究部

### 3.1.3 疫情防控政策、旅游业政策合力助力

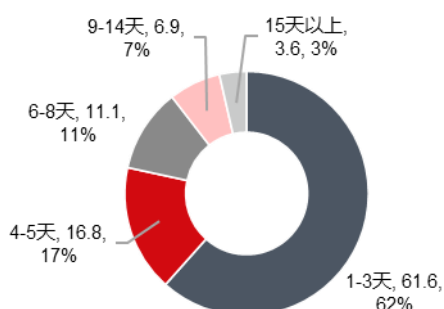
**疫情防控愈发精准：**目前疫苗覆盖率超 87%，加强针超 15%，口服特效药审批落地，疫情防控政策科学灵活，我们认为政策制定者对于公共卫生事件的学习效应会使得防疫政策的效率进一步提高。**跨省游逐渐放开：**截至 2 月 18 日，除边境口岸城市，23 个省跨省游正常接待；边境口岸城市将于 3 月 15 日后有序恢复，跨省团队旅游及“机票+酒店”业务将有序开展，但是否实际落地还要结合实际疫情情况进行判断。**旅游业政策全力扶持：**截至 21 年 2 月，我国总计公布三批全国乡村旅游重点村共计 1208 个，且促进乡村旅游成效显著。2021 年一季度，我国乡村旅游接待人次、总收入分别同比上涨 5.2%、2.1%；其中，重点村村均接待人次约为平均水平 1.8 倍。1 月 20 日印发的《“十四五”旅游业发展规划》亦强调提升国内旅游、分步有序促进入境旅游恢复、健全入境旅游宣传推广体系、推动文旅融合等目标，竭力支持旅游业复苏。

### 3.1.4 旅游需求创新，倒逼产业升级

2021 年，供需两端已悄然发生着变化，2022 年，供需双双升级为旅游业复苏奠定了基础，强化了“稳增长”下“内循环”逻辑。目前我国短期内境外旅游市场尚难摆脱困境，提升国内旅游水平成为焦点。国内游需求端的消费习惯升级主要体现在：

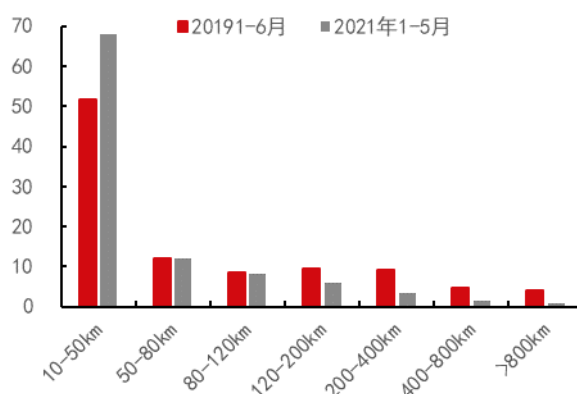
1) 追求“短、频、近”，周边游、微度假成热搜。去年，周边游搜索热度同比增加 251%，其中 1-3 天的微度假占比 62%；出行 3 次以上的游客数量同比上涨 22%；出游半径也呈收缩态势。2) 追求“安全、玩法体验、文化深度”，休闲旅游变热门。根据马蜂窝调查发现，超 95% 消费者首先考虑安全问题，疫情还未完全散去，乡村游备受青睐。2021 年 Q1，乡村游接待总人次 9.84 亿，比 19 年同期上升 5.2%；总收入 3898 亿元，较 19 年同比增长 2.1%。除了乡村游，文化演艺、特色小镇、主题乐园等文旅项目也吸人眼球，偏休闲的旅游方式愈发盛行。

图表 17：2021 年微度假成为新趋势



资料来源：马蜂窝官网 中信期货研究部

图表 18：2021 年都市旅游半径整体缩小



资料来源：中国旅游研究院 中信期货研究部

在需求创新之下，供给端产业升级紧随其后：1) OTA 产品创新，抓住风口。携程、同程等头部 OTA 顺势推出多种短途周边游等产品组合，满足新消费需求。2) 民宿“量、质”齐升，营销多元。根据中国旅游协会数据，21 年全国民宿数量逆势大增 61%。去年，首批“国字号”民宿诞生，这意味着民宿逐渐品质精细化，经营规范化，服务特色化。3) 旅游潜力可见，项目愈发吸金。需求驱动叠加政策号召，21 年文旅项目备受资本青睐，其中，重庆 129 个，总投资 8995 亿元；江苏 70 个，总投资 2858 亿元；南京 70 个，总投资近 2000 亿。

### 3.1.5 复苏条件已经具备，常态化旅游恢复弹性大

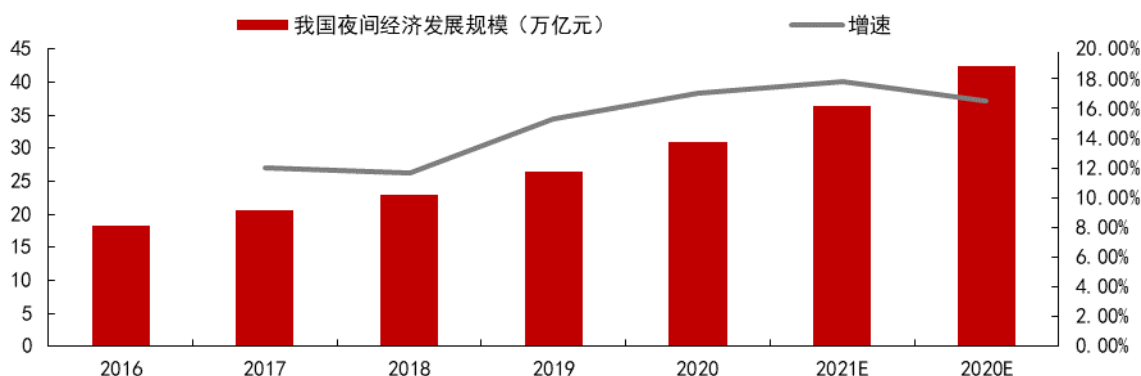
在政策加持、业态供需双升级下，我们认为复苏条件已经具备，未来消费者有**条件、有意愿、有能力**拉动常态化旅游。**有条件**：未来疫情防控更加灵活科学、跨省游政策不断放开，让多元化旅游形式和地点成为了可能。**有意愿**：微度假、周边游等休闲游形式便于上班族利用周末零碎时间，在近郊来一场踏青。其次，疫情琢磨不透，消费者偏爱“说走就走”。在此背景下，微度假可以完美配合，满足消费者决策后置的诉求。**有能力**：出境消费回流后，保守估计节省了 1792-3137 亿元旅游花销。另有城市居民 2021 年在旅游方面消费均有不同程度的下滑，更放大了这一存量。在出境游求而不得，国内游不断修复情况下，消费者有足够能力拉动国内旅游。

### 3.2 新业态消费：挖掘政策红利下的新消费场景投资机会

#### 3.2.1 小酒馆经济：夜间经济政策红利密集，Z世代夜间消费意愿加速释放

夜间经济 2020 年达到 30.9 万亿规模，预计 2022 年突破 40 万亿元。夜间经济是指发生在当日下午 6 点到次日凌晨 6 点的城市经济活动，主要分为夜间文化场景（夜间演出、文化场馆）与夜间消费场景（餐饮、酒吧）。2020 年夜间经济消费金额占比 24.87%，消费笔数占比 22.12%，是消费中重要的一环。根据艾瑞咨询统计，2020 年体量达到 30.9 万亿，同比增速 16.9%，预计 2022 年将突破 40 万亿元，CAGR 达到 10.4%以上。

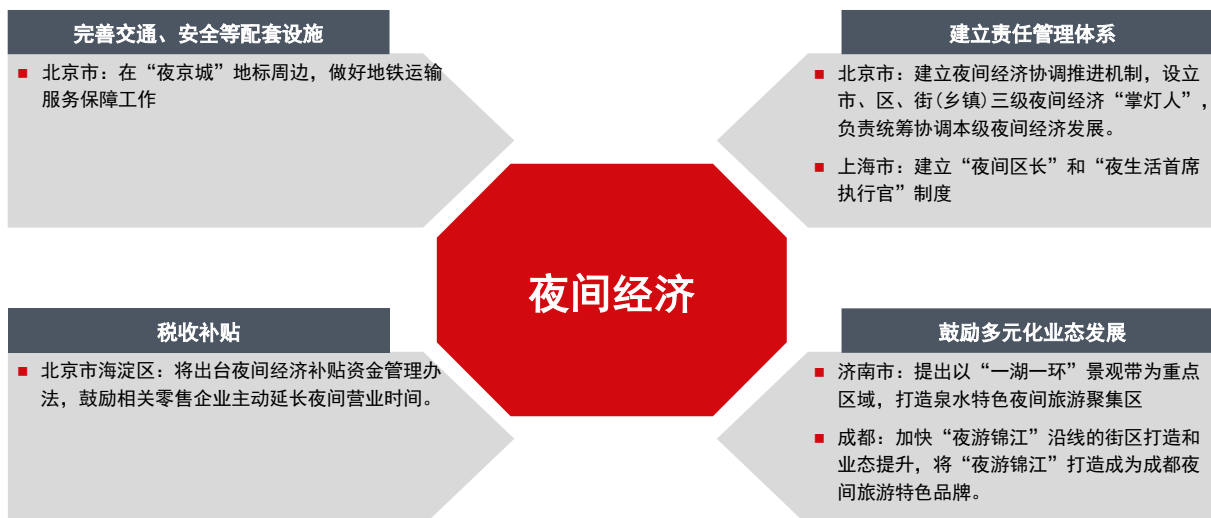
图表 19：我国夜间经济规模快速增长



资料来源：艾媒数据中心，中信期货研究部

酒馆行业作为夜间经济业态的重要组成部分，“稳增长”政策下夜间经济政策红利将持续推动中国酒馆行业的发展。从夜间经济业态消费占比看，2020 年餐饮消费占比第一，为 22%，酒吧业态占比 19%，仅次于餐饮，酒馆经济是夜间经济的重要部分。夜间经济 2020 年受益于政策红利蓬勃发展，截止 2020 年 10 月 1 日我国共出台夜间经济高度相关政策共计 197 项，2020 年前三季度发布的数量是 2019 年全年的近 4 倍，政策端从交通、管理等加码夜间经济。“稳增长”政策下对于夜间经济持续加码，将持续推动酒馆行业发展。

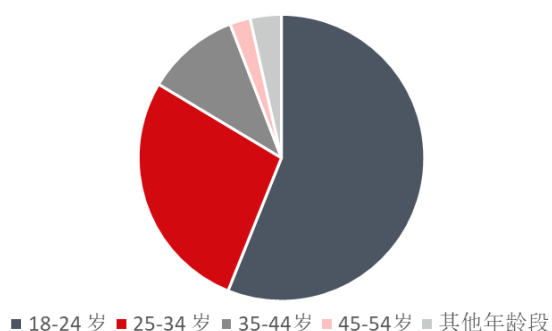
图表 20：地方政策从多方面助力夜间经济



数据来源： 中信期货研究部

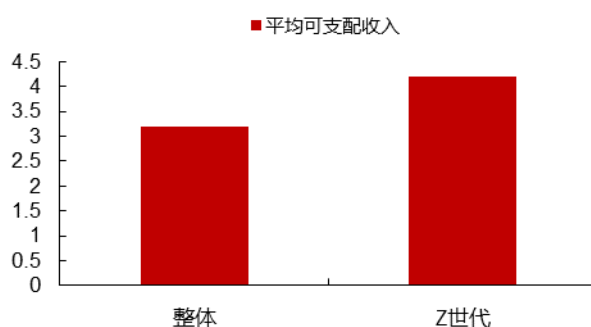
年轻一代群体逐步提高的消费水平与日间工作的快节奏强压力矛盾日益突出, 将推动夜间消费需求加速升级。根据头豹研究院, 中国酒馆/酒吧消费者中有 60% 消费者为 Z 世代。在日间消费者被工作束缚的背景下, 夜间经济已经成为推动消费升级的新引擎。据 CBNDData 统计, 2020 年中国 Z 世代人均可支配收入约 4.2 万元, 高于全国人均可支配收入 3.2 万元。我们认为随着一半以上 Z 世代已就业, 其整体消费水平有望进一步提升, 夜间消费将作为年轻一代释放日间工作的压力的主流选择之一, 消费需求有望加速升级。

图表 21：2021 年小酒馆消费者年龄分布



资料来源：观研天下 中信期货研究部

图表 22：Z 世代平均可支配收入显著高于整体



资料来源：头豹研究院 中信期货研究部

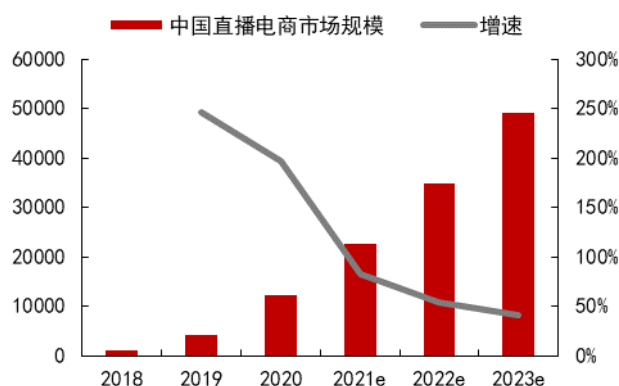
酒馆渗透率有望提高, 行业增长将按下加速键。酒馆行业在 2015-2019 年收入复合增长率达到 9.7%, 整体市场规模达到 46.7 亿人民币, 酒馆数量达到 4.21 万间酒馆。但由于传统酒馆价格高、客户粘性较低以及消费观念普及程度不高, 2019 年, 中国内地每万人仅拥有 0.3 间酒馆, 对标英国 (7.0)、美国 (2.0)、中国台湾 (1.5)、

中国香港（1.0），行业渗透率较低。按平均值 2.875 下的中性估测，我国酒馆数量空间达到 40 万间，酒馆数量仍有十倍空间。未来随着居民收入提高叠加低线城市消费潜力逐步释放，我们认为行业 2020-2025 年市场规模有望以 19% 的复合增长率加速增长。

### 3.2.2 直播经济：去中心化趋势明确，政策利好下沉市场发展

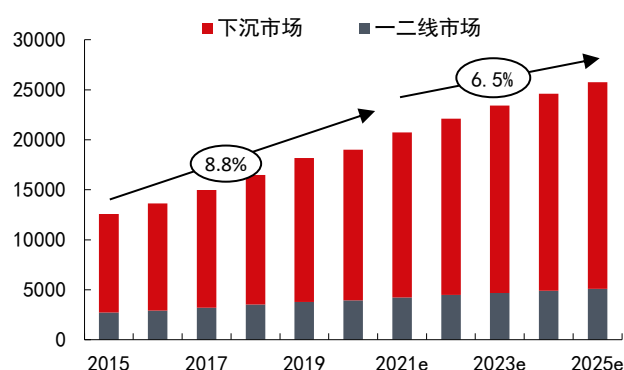
“稳增长”政策支持农村电商建设，直播下沉市场有望进一步打开。根据艾瑞数据，2020 年中国直播电商市场规模超过了 1.2 万亿元，年增长率达到 197.0%。在稳增长中加大了对电商直播基地、县域农村电商建设、农村流通服务网络建设等基础设施建设的扶持力度。我们认为政策扶持农村电商基础设施建设，有利于农村产品“走出来”，带动直播中的下沉市场发展。我们预计 2023 年直播电商规模将超过 4.9 万亿元，3 年 CAGR 达到 58.34%。

图表 23：直播电商市场规模快速增长



数据来源：艾瑞咨询，中信期货研究所

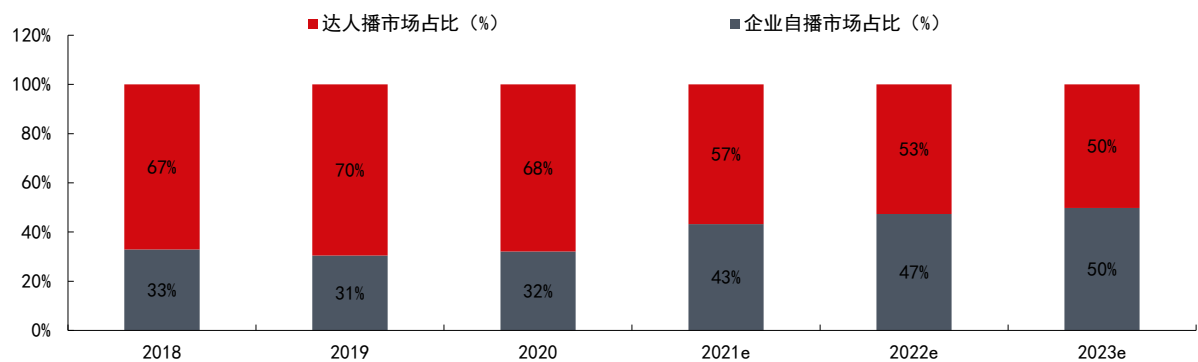
图表 24：中国下沉市场零售市场规模庞大



数据来源：汇通达招股说明书，中信期货研究所

监管约束超级主播推动规范化发展，去中心化发展利好品牌店播与中小主播。监管推动行业规范化发展，薇娅等超级头部主播涉嫌偷税漏税被处罚，长期来看流量去中心化利于品牌商重夺产业链话语权与定价权，发力店铺自播，提高盈利能力，有利于整体行业生态。对主播来说头部主播对于淘系直播的影响逐渐减弱，打破了直播行业马太效应，流量再分配之下有利于中腰部主播提高曝光量。截至 2020 年企业自播市场占比已经达到 32.1%，我们认为商家自播 GMV 占比有望持续提升，中小主播有望长期受益，增加直播渠道数量，创造更多下沉市场直播需求。

图表 25：2018-2023 年中国企业自播占比逐步提升



数据来源：艾瑞咨询 中信期货研究部

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。