



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

扩内需导向明确 部分消费板块估值有望修复 ——《提振消费专项行动方案》分析

分析师:

刘晓溪

执业证书编号: S1380524040001

联系电话: 010-88300644

邮箱: liuxiaoxi@gkzq.com.cn

2025 年 3 月 24 日

内容提要:

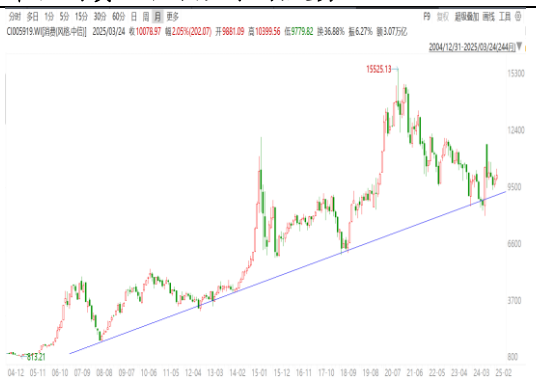
促销费、扩内需导向进一步明确。近日,中共中央办公厅、国务院办公厅正式印发《提振消费专项行动方案》(以下简称《方案》),围绕提升居民消费能力、优化供给质量、改善消费环境等核心目标,部署了 8 方面 30 项重点任务。《方案》公布后,多部门表示正在积极加紧制定和推出相应配套政策。在稳增长以及高质量发展两大内核的双重驱动下,扩大内需既是稳增长的当务之急,也是转变发展方式的长远之策。展望未来,在政策导向持续明晰的市场环境下,消费市场有望加速向品质化、多元化、数字化升级,冰雪文旅、银发经济、AI+消费等新业态有望成为增量增长引擎,叠加政策红利与市场创新,消费对经济的“主引擎”作用有望进一步凸显,推动内需扩张与经济高质量发展深度融合。

从中信五大风格指数看,消费风格指数较其他风格估值水平相对合理。通过申万消费类行业看(一级行业),财务指标方面,消费类行业营收同比增速尚未显著恢复,少数行业 2024 年归母净利润呈现积极变化,但需要关注可持续性,多数消费类行业 ROE 总体表现良好。从估值水平看,多数消费行业 PE 及 PB 分位位于近 10 年各自中位数下方。

消费板块估值后续存在修复可能。整体看,市场短期避险情绪或有抬头,市场不排除暂时步入休整阶段。然而,对于估值水平相对偏低以及政策红利加速释放的消费类板块而言,后续依然存在关注价值。进入二季度,随着潜在利空因素被市场充分消化,叠加政策端的进一步加力提质,社会预期有望进一步改善,市场后续仍有波段反弹可能。鉴于前一阶段港股市场(科技板块为主)受到资金的高度青睐,后续港股消费及医疗板块存在价值重估可能;受益于国内休闲娱乐消费有望获得更大支持,健康、养老、保健领域仍有消费增量潜力,A 股旅游、酒类、医药等消费板块估值层面亦有望修复。

风险提示:国内外经济恢复不及预期,全球地缘政治冲突升级,海外部分经济体对华政策出现重大不利变化,上市公司业绩普遍下滑,其他黑天鹅事件等。

中信消费风格指数长期走势



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

目录

1、《提振消费专项行动方案》发布	3
1.1 方案重点内容	3
1.2 扩内需对宏观经济修复起到关键作用	3
2、资本市场领域有关消费板块财务数据及估值情况	5
2.1 简要财务分析——营收及盈利情况	5
2.2 消费行业走势及估值分析	7
2.3 小结	9
3、有关消费领域市场展望以及投资建议	10
3.1 实现促进消费、扩大内需的关键环节	10

图表目录

图 1：1-2 月社消零售总额呈现温和修复	5
图 2：近年来财产性收入增速下滑明显	5
图 3：多数消费行业近年来营收(单季)同比增速呈现下行	5
图 4：2024 年部分消费行业归母净利润恢复增长	5
图 5：不同消费行业营收环比增速呈现季节性特征	6
图 6：多数消费行业一季度归母净利润环比高增	6
图 7：近年来多数消费行业 ROE 表现平稳	6
图 8：部分消费行业 ROE 连续多期同比增长但近期边际放缓	6
图 9：中信消费风格指数年内走势强于金融及稳定风格	8
图 10：消费风格指数长期仍保持趋势性走势（月 K 线）	8
图 11：相比其他风格，消费风格当前 PE 大幅低于近 10 年平均值	8
图 12：消费风格当前 PB 大幅低于近 10 年平均值	8
图 13：申万消费类二级行业 PE 分位情况（截至 3.21）	9
图 14：申万消费类二级行业 PB 分位情况（截至 3.21）	9
表 1：近年重要会议关于内需以及支持资本市场政策摘要	4
表 2：2021 年以来不同消费行业单季营收环比变化呈现的季节性特征（21Q1-24Q3）	6
表 3：近若干报告期 ROE 行业排名情况	7

1、《提振消费专项行动方案》发布

1.1 方案重点内容

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅正式印发《提振消费专项行动方案》（以下简称《方案》），围绕提升居民消费能力、优化供给质量、改善消费环境等核心目标，部署了 8 方面 30 项重点任务。其重点内容包括：**一是**促进城乡居民增收。通过就业支持、提高最低工资标准、扩大以工代赈规模等方式、保障种粮收益、盘活农村资产等方式促进城乡居民基础性收入；同时，通过稳住股市、丰富个人投资债券品种等方式拓宽财产性收入渠道。**二是**强化生育养育、教育、医疗养老等民生保障，系统性缓解居民“后顾之忧”。**三是**服务消费提质扩容。重点推进文旅、冰雪、银发等消费领域；扩大入境免签范围，增设免税店，稳步推进服务业对外开放。**四是**大宗消费更新升级。通过超长期特别国债资金支持汽车、家电、家装等大宗消费品绿色化、智能化升级，实施数码产品购新补贴；推动房地产市场止跌回稳，降低公积金贷款利率，允许提取公积金支付购房首付款，并支持城市政府收购存量商品房作保障性住房；推动二手车流通便利化，培育二手商品市场，降低换购成本。**五是**强调以高质量供给创造需求，支持内外贸一体化，加快推动新型消费发展，形成消费扩容的长效机制。**六是**改善消费环境，有序减少消费限制，进一步完善支持政策等。

1.2 扩内需对宏观经济修复起到关键作用

近年来，内需不足成为制约我国经济增长的关键因素，有关扩内需政策频繁出现在重要会议中，也体现出决策层在复杂国内外形势下对中国经济中长期发展的深层次战略考量和政策导向。在稳增长以及高质量发展两大内核的双重驱动下，扩大内需既是稳增长的当务之急，也是转变发展方式的长远之策，更有利于中国经济在内外不确定性因素交织的环境中保持韧性和长期竞争力。

从近期公布的消费数据看，2025 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，较 2024 年 11 月及 12 月连续回升，体现消费市场呈现温和复苏态势。但对比往年同期数据看，1-2 月增速仅好于 2020 年同期（疫情爆发初期）以及 2023 年同期（疫情转段）数据，消费修复力度以及内生动能不足的问题仍存。

对于内需不足的问题，习近平总书记曾在《求是》杂志发表的文章《当前经济工作的几个重大问题》提到“把恢复和扩大消费摆在优先位置……消费是收入的函数，要多渠道增加城乡居民收入，特别是要提高消费倾向高、但受疫情影响大的中低收入居民的消费能力”。2021 年以来，我国人均工资性以及财产性收入增速出现下滑，特别是 2024 年 3 季度人均财产性收入增速创有数据统计以来最低。此次《方案》将促进城乡居民增收放在首要位置，通过提高最低工资标准、提升就业水平、增加财产性收入等方式扭转居民对未来收入的预期，有助于居民逐步停止削减消费的观念，甚至有助于减缓居民端资产负债表的收

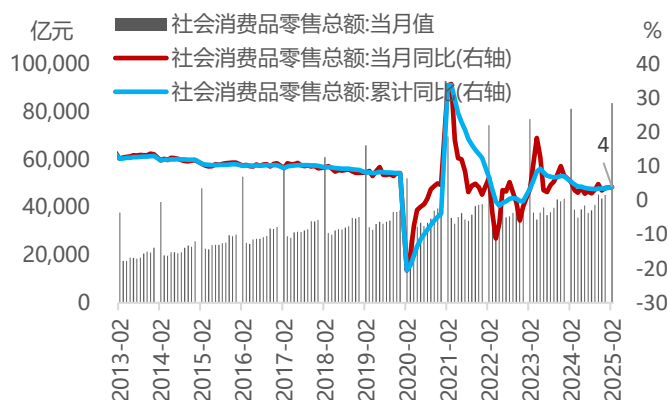
缩。

表 1：近年重要会议关于内需以及支持资本市场政策摘要

时间	会议名称	有关经济运行	有关经济部署	有关资本市场
2022.12	中央经济工作会议	我国 经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱，三重压力仍然较大 ，外部环境动荡不安给我国经济带来的影响加深。2023年经济发展面临的困难挑战很多。	着力扩大国内需求 。要把 恢复和扩大消费摆在优先位置 。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。 多渠道增加城乡居民收入 ，支持 住房改善、新能源汽车、养老服务 等消费。	
2023.3	全国人大会议	肯定过去五年发展的成就，但指出当前发展面临诸多困难挑战。外部环境不确定性加大，全球通胀仍处于高位，世界经济和贸易增长动能减弱，外部打压遏制不断上升。国内经济增长企稳向上基础尚需巩固， 需求不足仍是突出矛盾 ，民间投资和民营企业预期不稳，中小微企业和个体工商户有不少困难，稳就业任务艰巨，一些基层财政收支矛盾较大等。	着力扩大国内需求 。把 恢复和扩大消费摆在优先位置 ， 多渠道增加城乡居民收入 。稳定 汽车等大宗消费 ，推动 餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费 恢复。	
2023.4	中央政治局会议	我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。但指出我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强， 需求仍然不足 ，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。	会议强调， 恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在 。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。 要多渠道增加城乡居民收入 ，改善消费环境，促进 文化旅游等服务消费 。	
2023.7	中央政治局会议	经济运行面临新的困难挑战 ，主要是 国内需求不足 ，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。	会议强调，要 积极扩大国内需求 ，发挥 消费拉动经济增长的基础性作用 ，通过 增加居民收入扩大消费 ，通过终端需求带动有效供给，把 实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来 。要 提振汽车、电子产品、家居等大宗消费 ，推动 体育休闲、文化旅游等服务消费 。	要活跃资本市场，提振投资者信心。
2023.12	中央经济工作会议	2023年是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。会议指出，进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是 有效需求不足 、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	着力扩大国内需求 。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费， 大力发展数字消费、绿色消费、健康消费 ，积极培育 智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品” 等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费， 提振新能源汽车、电子产品等大宗消费 。 增加城乡居民收入 ，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动 大规模设备更新和消费品以旧换新 。	
2024.3	全国人大会议	新冠疫情防控实现平稳转段，取得重大决定性胜利，全年经济社会发展主要目标任务圆满完成，高质量发展扎实推进。回顾过去一年，多重困难挑战交织叠加，我国经济波浪式发展、曲折式前进。从国内看，经历三年新冠疫情影响，经济恢复发展本身有不少难题，长期积累的深层次矛盾加速显现，很多新情况新问题又接踵而至。 外需下滑和内需不足 碰头，周期性和结构性问题并存，一些地方的房地产、地方债务、中小金融机构等风险隐患凸显。	着力扩大国内需求 ，推动经济实现良性循环促进消费稳定增长。从 增加收入 、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。培育壮大新型消费， 实施数字消费、绿色消费、健康消费 促进政策，积极培育 智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品” 等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，鼓励和推动 消费品以旧换新 ， 提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费 。推动 养老、育幼、家政 等服务扩容提质，支持社会力量提供社区服务。优化消费环境，开展“消费促进年”活动，实施“放心消费行动”，加强消费者权益保护，落实带薪休假制度。	增强资本市场内在稳定性。
2024.4	中央政治局会议	经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征，经济实现良好开局。但指出经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是 有效需求仍然不足 ，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。	要 积极扩大国内需求 ，落实好 大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案 。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。	持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。
2024.7	中央政治局会议	经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势，新动能新优势加快培育，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。但指出外部环境变化带来的不利影响增多， 国内有效需求不足 ，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。	强调要以 提振消费为重点扩大国内需求 ，经济政策的 着力点要更多转向惠民生、促消费 ， 要多渠道增加居民收入 ， 增强中低收入群体的消费能力和意愿 ，把 服务消费 作为消费扩容升级的重要抓手， 支持文旅、养老、育幼、家政 等消费。	要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。
2024.9	中央政治局会议	经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。但指出当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。	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。要培育 新型消费业态 。	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
2024.12	中央经济工作会议	经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，经济社会发展主要目标任务即将顺利完成……特别是9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，使社会信心有效提振，经济明显回升。但指出外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是 国内需求不足 ，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 。实施 提振消费专项行动 ，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。 适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准 。 加力扩围实施“两新”政策 ，创新多元化消费场景， 扩大服务消费 ，促进 文化旅游业 发展。积极发展 首发经济、冰雪经济、银发经济 。	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击…… 深化资本市场投融资综合改革 ，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。
2025.3	全国人大会议	经济运行总体平稳、稳中有进，全年经济社会发展主要目标任务顺利完成，高质量发展扎实推进，新质生产力稳步发展，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强，中国式现代化迈出新的坚实步伐。指出外部环境变化带来的不利影响持续加深，国内长期积累的一些深层次结构性矛盾集中显现， 内需不振、预期偏弱 等问题交织叠加，局部地区洪涝等自然灾害频发，保持经济社会平稳运行的难度加大。	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 。促进消费和投资更好结合， 加快补上内需特别是消费短板 ，使 内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚 。 实施提振消费专项行动 。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境 专项措施 ，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。 多渠道促进居民增收 ，推动中低收入群体增收减负， 完善劳动者工资正常增长机制 。安排超长期特别国债3000亿元 支持消费品以旧换新 。从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大 健康、养老、助残、托幼、家政 等多元化服务供给。创新和丰富消费场景，加快 数字、绿色、智能等新型消费 发展。落实和优化休假制度，释放 文化、旅游、体育 等消费潜力。完善 免税店 政策，推动 扩大入境消费 。深化 国际消费中心城市 建设，健全 县域商业体系 。完善全口径消费统计制度。强化消费者权益保护，营造安全放心消费环境。	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击…… 更大力度促进楼市股市健康发展 …… 深化资本市场投融资综合改革 ，大力推动中长期资金入市，加强战略力量储备和稳市机制建设。改革优化股票发行上市和并购重组制度。加快多层次债券市场发展。

资料来源：中国政府网，国开证券研究与发展部整理

图 1：1-2 月社消零售总额呈现温和修复



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：近年来财产性收入增速下滑明显



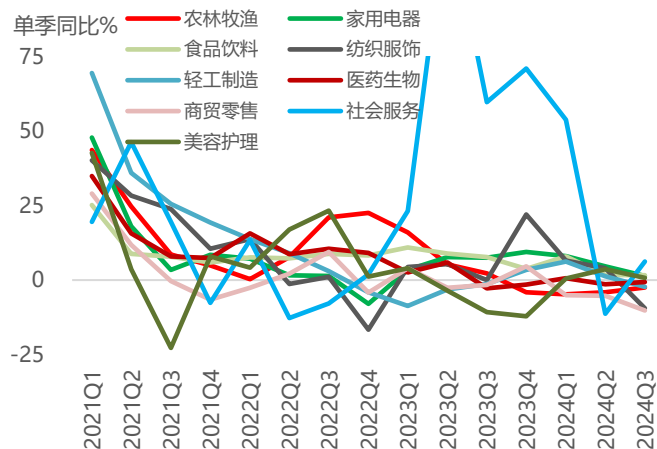
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2、资本市场领域有关消费板块财务数据及估值情况

2.1 简要财务分析——营收及盈利情况

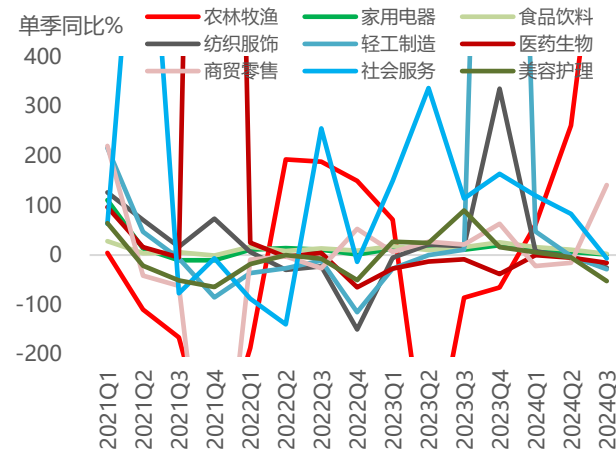
按申万一级行业划分，筛选出 9 大消费类行业。从营收角度，2021Q1 以来（至 24Q3）多数消费行业单季营收同比增速呈现下行（社服等少数行业除外），营收单季环比增速则呈现一定季节性特征（见表 2）。归母净利润同比变化角度，2021Q1 以来家电、食品饮料等传统消费行业单季归母净利润同比增速总体保持稳定增长，但进入 2024 年逐季趋缓；医药行业归母净利润增速连续多季未见显著恢复；农林牧渔、纺服、社服等行业不同季度归母净利润同比增速波动较为剧烈。不同消费行业归母净利润单季环比增速同样呈现季节性特征，多数消费行业每年第一季度利润环比增速较高。

图 3：多数消费行业近年来营收(单季)同比增速呈现下行



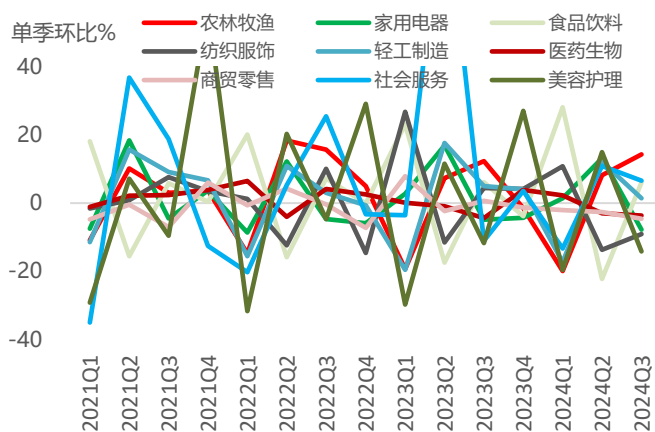
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：2024 年部分消费行业归母净利润恢复增长



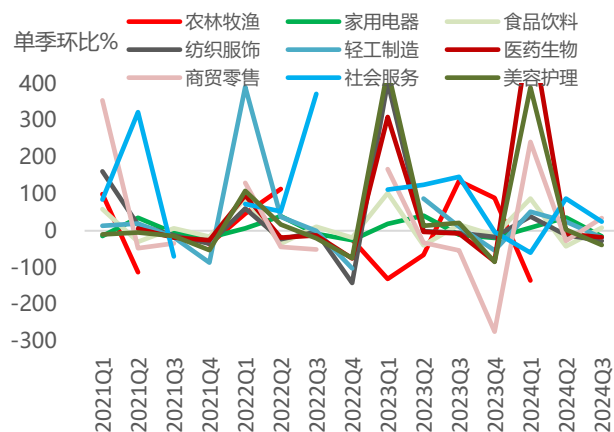
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 5：不同消费行业营收环比增速呈现季节性特征



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 6：多数消费行业第一季度归母净利润环比高增



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

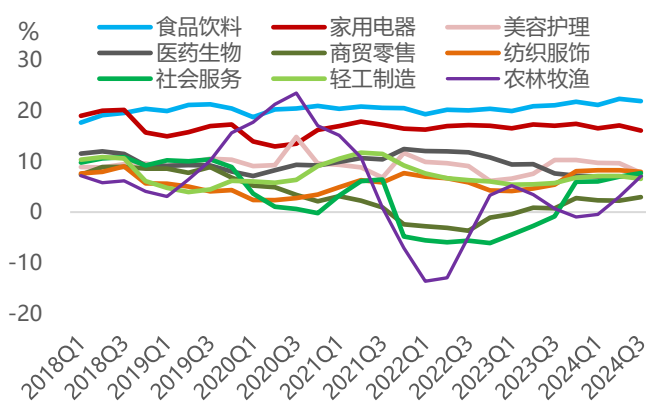
表 2：2021 年以来不同消费行业单季营收环比变化呈现的季节性特征（21Q1-24Q3）

一季度强于其他季度	二季度强于其他季度	二三季度强于一四季度	二四季度强于一三三季	一季度弱于其他季度	二季度弱于其他季度	规律不明显
食品饮料	家用电器	社会服务	美容护理	农林牧渔	纺织服装	医药生物
				轻工制造		商贸零售

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部整理

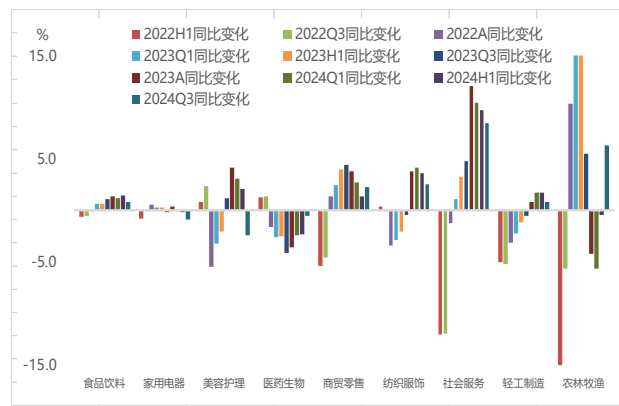
按 ROE（TTM，下同）指标看，除农林牧渔、社服、商贸零售等少数行业 ROE 呈现一定波动以外，多数消费行业近若干年 ROE 表现平稳；从同比数据看，多个行业 ROE 同比连续多个报告期呈现正增长，但 2024 年前三个报告期边际放缓，医药行业近若干报告期 ROE 同比则呈现边际修复。

图 7：近年来多数消费行业 ROE 表现平稳



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 8：部分消费行业 ROE 连续多期同比增长但近期边际放缓



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

从 ROE 行业排名看，食品饮料、家电行业连续多个报告期 ROE 稳坐全部行业头部行列；美容护理行业 ROE 排名呈现一定波动；社服、纺服近期 ROE 行业排名有所提升；轻工行业 ROE 总体排名保持全部行业中游水平；农林牧渔及商贸零售行业 ROE 长期排名靠后，但 24Q3 农林牧渔 ROE 排名提升明显；医药行业 ROE 排名逐步下滑。

表 3：近若干报告期 ROE 行业排名情况

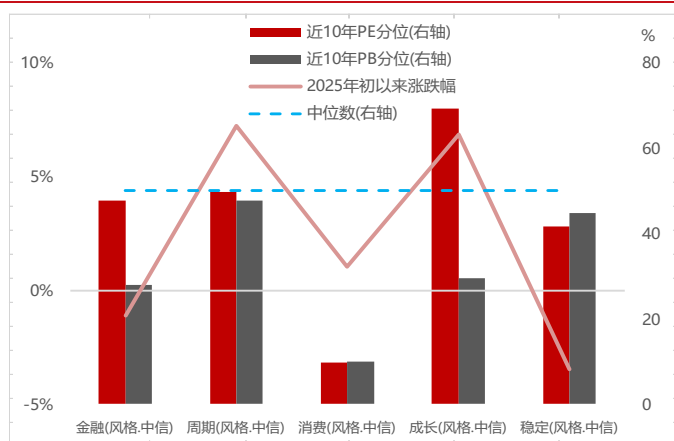
名次	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3
1	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料
2	煤炭	家用电器	家用电器	家用电器	家用电器	家用电器
3	家用电器	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭
4	电力设备	电力设备	石油石化	石油石化	石油石化	石油石化
5	有色金属	有色金属	有色金属	美容护理	有色金属	有色金属
6	石油石化	石油石化	电力设备	有色金属	美容护理	银行
7	银行	美容护理	美容护理	银行	银行	非银金融
8	医药生物	银行	银行	公用事业	公用事业	公用事业
9	通信	通信	公用事业	通信	通信	通信
10	基础化工	公用事业	通信	电力设备	汽车	汽车
11	建筑装饰	建筑装饰	建筑装饰	纺织服饰	纺织服饰	纺织服饰
12	美容护理	医药生物	纺织服饰	建筑装饰	交通运输	交通运输
13	非银金融	基础化工	汽车	交通运输	建筑装饰	美容护理
14	机械设备	交通运输	交通运输	汽车	轻工制造	社会服务
15	公用事业	非银金融	医药生物	医药生物	医药生物	建筑装饰
16	汽车	机械设备	机械设备	轻工制造	社会服务	医药生物
17	环保	汽车	轻工制造	机械设备	非银金融	农林牧渔
18	轻工制造	轻工制造	基础化工	基础化工	电力设备	轻工制造
19	建筑材料	环保	非银金融	社会服务	机械设备	机械设备
20	交通运输	纺织服饰	社会服务	非银金融	基础化工	基础化工
21	电子	建筑材料	传媒	环保	环保	电子
22	纺织服饰	国防军工	环保	传媒	电子	环保
23	国防军工	电子	建筑材料	电子	传媒	电力设备
24	计算机	计算机	国防军工	建筑材料	国防军工	传媒
25	农林牧渔	传媒	电子	国防军工	建筑材料	国防军工
26	传媒	钢铁	钢铁	钢铁	农林牧渔	商贸零售
27	商贸零售	商贸零售	计算机	计算机	钢铁	建筑材料
28	钢铁	农林牧渔	商贸零售	商贸零售	计算机	计算机
29	综合	社会服务	农林牧渔	农林牧渔	商贸零售	钢铁
30	房地产	房地产	房地产	房地产	房地产	房地产
31	社会服务	综合	综合	综合	综合	综合

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部整理

2.2 消费行业走势及估值分析

按中信不同风格指数划分，2025 年初以来（截至 3 月 21 日），消费风格指数阶段涨幅约 1%，强于金融以及稳定风格阶段表现，但弱于成长以及周期风格阶段涨幅。从长期走势看（月 K 线），消费风格指数总体保持趋势性走势。

图 9：中信消费风格指数年内走势强于金融及稳定风格



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

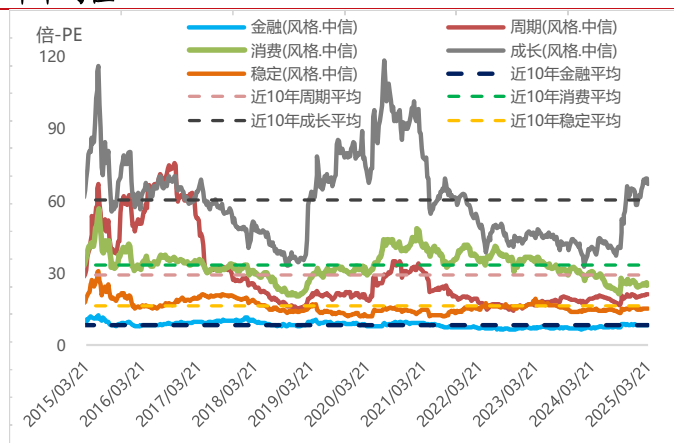
图 10：消费风格指数长期仍保持趋势性走势（月 K 线）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

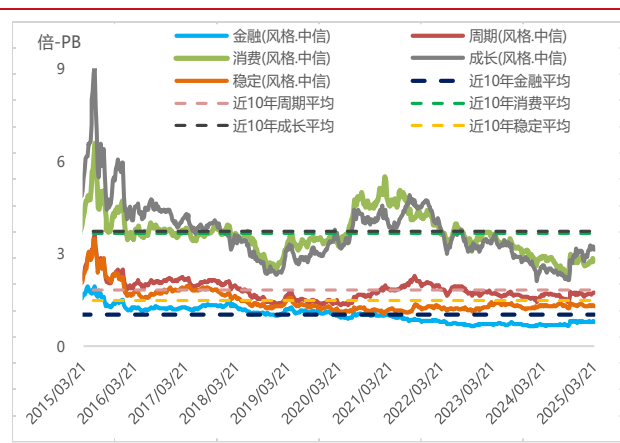
从估值水平看，当前消费风格 PE 及 PB 均处于近 10 年约 10%分位（见图 9），明显低于其他风格各自分位水平。从各自风格指数 PE、PB 倍数看，消费、周期风格指数当前 PE 倍数明显低于各自近 10 年平均，消费风格指数当前 PB 亦明显低于近 10 年均值。

图 11：相比其他风格，消费风格当前 PE 大幅低于近 10 年平均



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 12：消费风格当前 PB 大幅低于近 10 年平均

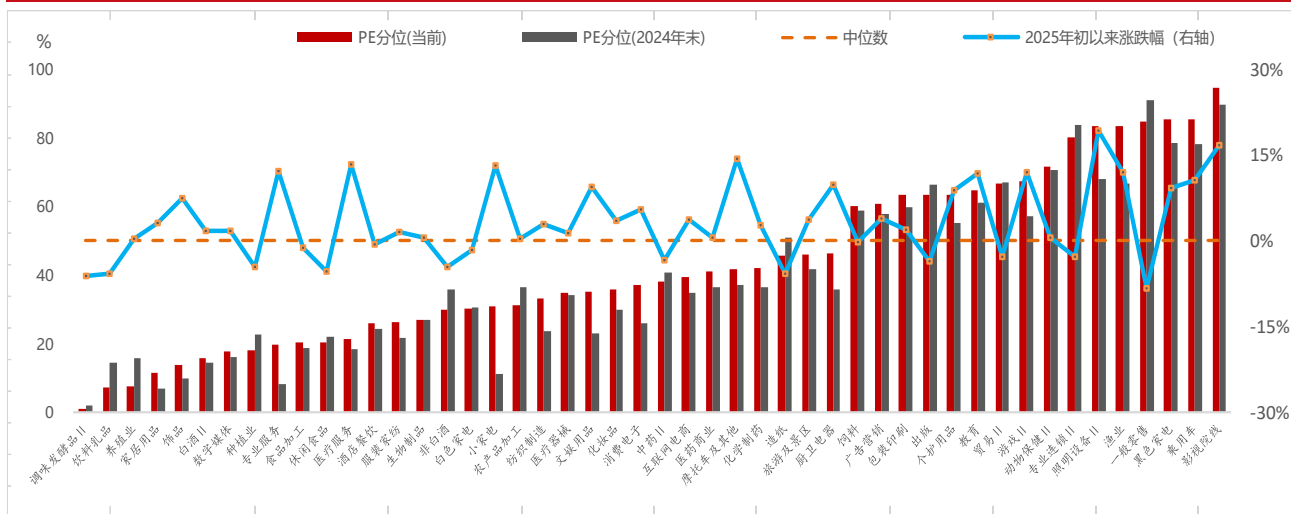


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

按申万二级行业划分，截至 3 月 21 日，124 个子行业中近半数行业 PE 分位处于各自板块近 10 年中位数下方，近 3 成行业 PB 分位处于各自板块近 10 年中位数下方。我们选取 48 个消费类二级行业（除农林牧渔、家电、食品饮料、纺织、轻工、医药、商贸零售、社服、美容护理项下全部子行业以外，将消费电子、

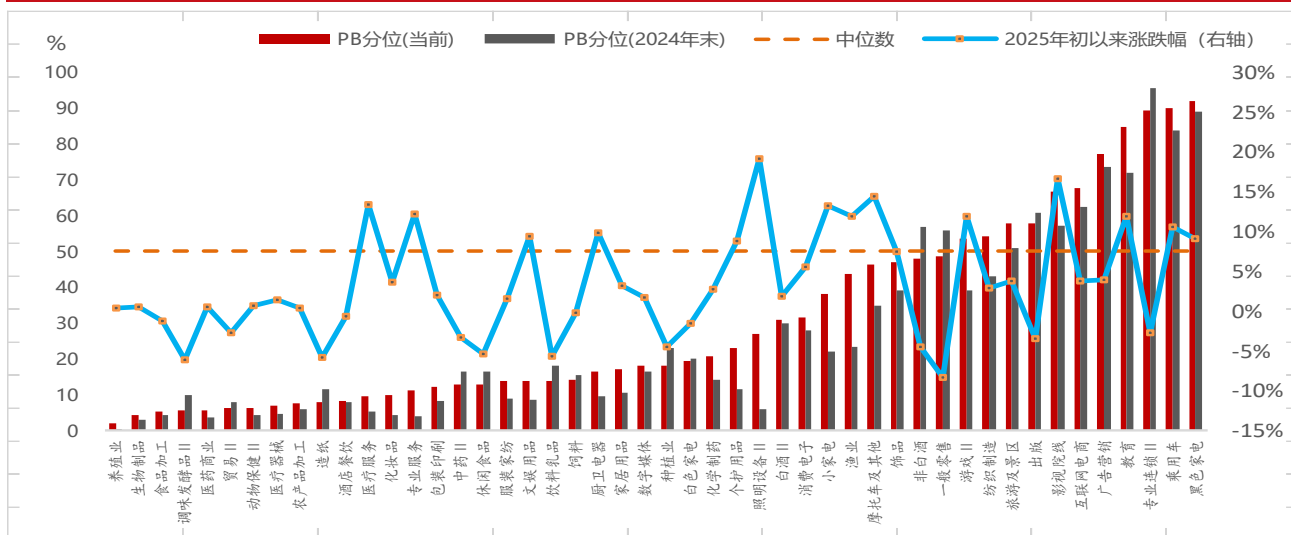
乘用车、摩托车、广告营销等行业纳入消费类子行业), 约占 1/3 消费类子行业 PE 分位处于各自板块近 10 年中位数下方, 不足 25% 的消费类子行业 PB 分位处于各自板块近 10 年中位数下方。

图 13: 申万消费类二级行业 PE 分位情况 (截至 3.21)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 申万消费类二级行业 PB 分位情况 (截至 3.21)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2.3 小结

总体上, 消费类行业营收同比增速尚未显著恢复, 少数消费行业 2024 年归母净利润呈现积极变化, 但需关注可持续性; 多数消费类行业 ROE 总体表现良好。结合前述财务分析, 从估值水平看, 消费风格指数同样相对合理, 后续具备进一步修复的可能。

3、有关消费领域市场展望以及投资建议

3.1 实现促进消费、扩大内需的关键环节

增加收入、提振信心是关键。《方案》将城乡居民增收作为首要任务，通过促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道以及多措并举促进农民增收等举措，夯实居民端消费能力。同时，《方案》要求加大就业支持力度，扎实解决拖欠中小微企业账款问题，通过持续性地促进就业水平并提升收入来源，有助于稳定市场预期，增添市场信心，形成“增收—消费”这一良性循环。

持续性疏解消费限制，充分激发市场消费意愿及潜力。《方案》明确清理消费领域诸多不合理限制，比如①推动汽车消费由“购买管理”转向“使用管理”，保障无车家庭购车需求，解决购车制度性障碍；②简化促销活动审批流程，有序放宽传统民俗类消费限制，并禁止设置所有制、商户评级等采购门槛，营造公平开放的消费环境；③鼓励夜间经济、文旅活动延时经营，进一步释放消费潜力。

强化民生保障，破除“担忧”、“顾虑”情绪。针对民生痛点，《方案》提出研究建立育儿补贴制度，扩大生育保险覆盖范围，增加儿科服务供给，减轻家庭生育养育负担；通过提高城乡居民养老金、医保补助标准，全面实施个人养老金制度，推动养老服务适老化改造和社区嵌入式托育，缓解养老焦虑；同时完善医疗资源供给，取消灵活就业人员参保户籍限制，强化低收入群体救助，系统性减少消费后顾之忧。

配套政策需要进一步完善，通过政策端打通堵点。《方案》公布后，多部门表示正在积极加紧制定和推出相应配套政策，比如中国人民银行将研究出台金融支持扩大消费专门文件；商务部将加力扩围实施消费品以旧换新，开展汽车流通消费改革试点；财政部、人社部将在补助、稳就业等方面多措并举，提升居民消费能力；市场监管总局将严格开展监管执法，针对价格欺诈等市场顽疾开展专项整治行动；金融监管总局最新文件明确，对于信用良好、有大额消费需求的客户，个人互联网消费贷款金额上限可阶段性从 20 万元提高至 30 万元；针对有长期消费需求的客户，商业银行可将个人消费贷款期限阶段性由不超过 5 年延长至不超过 7 年。通过政策端的强化引导，畅通原有阻力和堵点，为实现扩大内需规划目标给予制度性保障。

总体上，2025 年《提振消费专项行动方案》通过“增收—优供—解忧”协同发力，增强消费能力、释放消费潜力、优化消费生态，短期内以补贴政策激活大宗消费，中长期通过收入增长、民生保障和制度优化形成可持续动力。展望未来，在政策导向持续明晰的市场环境下，消费市场将加速向品质化、多元化、数字化升级，冰雪文旅、银发经济、AI+消费等新业态有望成为增量增长引擎，

叠加政策红利与市场创新，消费对经济的“主引擎”作用有望进一步凸显，推动内需扩张与经济高质量发展深度融合。

3.2 二级市场观点与建议

市场或有短暂休整，消费类板块估值有望低位修复。近一阶段，有关“择机降准降息”何时落地持续牵动市场神经，在情绪层面的带动下，A股市场依然有望保持相对活跃。然而，在“严监严管”监管新形势下，近期部分A股上市公司遭到监管调查或面临舆情风险引发市场高度关注，其中不乏部分消费类上市公司在列。叠加外部不确定性事件仍然频发，市场短期避险情绪或有抬头，市场或暂时步入休整阶段。然而，对于估值水平相对偏低以及政策红利加速释放的消费类板块而言，后续依然存在关注价值。进入二季度，随着潜在利空因素被市场充分消化叠加政策端进一步加力提质，社会预期有望进一步改善，市场后续仍有波段反弹可能。鉴于前一阶段港股市场（科技板块为主）受到资金的高度青睐，后续港股消费及医疗板块存在价值重估可能；受益于国内休闲娱乐消费有望获得更大支持，健康、养老、保健领域仍有消费增量潜力，A股旅游、酒类、医药等消费板块估值层面亦有望修复。

风险提示：国内外经济恢复不及预期，全球地缘政治冲突升级，海外部分经济体对华政策出现重大不利变化，上市公司业绩普遍下滑，其他黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

刘晓溪，统计学学士，工商管理专业金融学/会计学硕士，12年证券从业经历，2022年加入国开证券研究与发展部，从事市场策略研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层