

2020 年 05 月 20 日

## 线下消费：复苏的第二章

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

mouyiling@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）

wangkuangwei@kysec.cn

证书编号：S0790120040033

### ● 一个现象：功能型可选消费复苏超预期

4 月份社零数据出炉，消费明显复苏。“五一”假期恰逢周末，成为了消费回暖的绝佳窗口期，我们看到线上消费延续火热，涉及线下场景的功能型消费更超预期，内需恢复先于外需、好于外需。疫情的稳定使线下场景重建，“五一”期间需求的集中释放使得家电（白电、黑电）、汽车、家居的销量超预期

### ● 三层思考：需求是消失还是推迟？

**思考一：收入预期不是决定消费复苏斜率的关键因子。**收入预期显然会通过消费平滑的效应来影响到当期消费，但有三点因素使这一因子的影响弱化：（1）收入预期的回升与下行一样快，线性外推下一期是难言准确的；（2）可选消费品购买属于“社交场景”，场景重塑促使销售从无到有；（3）相较于消费的收入弹性，价格弹性可能更大，这也是开展大型促销活动背后的逻辑。

**思考二：消费有自然回升的趋势，消费券“增总量”的效果有限。**市场关心的是：4 月和 5 月体现出来的消费复苏，有多大可能是消费刺激政策下的“昙花一现”，我们通过对照发现 3 月份消费复苏的拐点来自内在驱动力，而非刺激政策决定。

**思考三：消费复苏的关键影响因素是——疫情控制、人口流动。**消费复苏过程中，消费结构的不同、经济结构的不同将带来城市间的分化。

### ● 从核心因素出发，定位消费复苏的两个阶段

消费复苏将经历两个过程：从功能性、个体消费、近距离消费，到体验型、聚集消费、远距离消费。我们跟踪的高频数据显示，功能型消费、个体消费、近距离消费的表现已经不逊于 2019 年同期。当前处于切换至体验型、聚集型、远距离消费复苏的过程中，商务消费将领先私人消费。国内的生产活动快速恢复，带来了相应的商务消费需求。虽然私人的消费意愿在提升，但仍需等待合适的时机表达，预计私人消费在暑期将明显复苏。

### ● 投资建议

我们在 5 月 17 日的策略周报《时滞与近忧》中讨论过，当前处于流动性“脱虚入实”，估值承压的阶段，分子端的验证更为重要。由于复工复产顺利推进，商务消费将率先回暖，最近的酒店次级市场的高频数据也有所体现，**推荐优先配置偏向商务的消费：白酒（次高端）、酒店、航空（需结合高频数据逐步配置）。**结合疫情控制情况、消费场景重建情况和历史的消费旺季，私人消费的明显复苏可能发生在暑假，**优先配置消费约束条件较少的啤酒、珠宝、传媒（广告）；结合高频数据逐步配置景区、旅游综合、电影院。**从个股层面来讲，城市的分化可能带来不同公司业务复苏的分化。我们观察到二线城市的消费复苏比一线城市快，意味着行业中更多布局二线的公司将率先回暖。

● **风险提示：**疫情出现反复导致防控升级，消费条件和人口流动再次受到抑制。

### 相关研究报告

《投资策略周报-再论“不确定性”的重估》-2020.5.10

《投资策略专题-逆生的力量：一季报精析》-2020.5.7

《投资策略月报-五月不易，重估“不确定”》-2020.5.5

## 目 录

1、 一个现象：功能型可选消费复苏超预期 .....	3
2、 三层思考：需求是消失还是推迟？ .....	4
2.1、 思考一：收入预期不是决定消费复苏斜率的关键因子 .....	4
2.2、 思考二：消费券“增总量”的效果有限 .....	6
2.3、 思考三：消费复苏的内在驱动力始终是——疫情控制、人口流动 .....	7
2.4、 推测：消费复苏过程中可能发生的分化 .....	8
3、 从核心因素出发，定位消费复苏的两个阶段 .....	9
4、 投资建议 .....	12
5、 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1： 白电、黑电的销售增速 3 月确认拐点 .....	3
图 2： 家电出口改善不明显，但空调出口同比由负转正 .....	3
图 3： 汽车 4 月销量改善明显，接近年初水平 .....	4
图 4： 高频的互补品数据显示汽车销售景气度高 .....	4
图 5： 汽车出口数量同比降幅在 4 月开始有改善迹象 .....	4
图 6： 除去 2008 年刺激政策影响，家电、汽车与未来收入信心正相关 .....	5
图 7： 除去 2008 年刺激政策影响，建筑材料、家具与未来收入信心正相关 .....	5
图 8： 消费的价格弹性大，价格差异可能是格力两次直播效果差异的来源 .....	6
图 9： 一线城市三月均无消费复苏的现象 .....	7
图 10： 新一线城市三月均出现消费复苏现象 .....	7
图 11： 北京节后人口累计净回流延后 .....	8
图 12： 上海节后人口累计净回流延后 .....	8
图 13： 北京上海居住支出远高于广东四川等省份 .....	9
图 14： 非典时期海南旅游收入复苏晚于全国社零复苏 .....	9
图 15： 代表“宅家”经济外卖，营业门店数高于年初水平 .....	10
图 16： 公共出行过去两周接近 2019 年同期，北京>上海 .....	10
图 17： 私人出行已超过 2019 年同期，北京>上海 .....	10
图 18： 五一节后入住率回升来源于商旅需求 .....	11
图 19： 西安高新区入住率高于整体市场均值 .....	11
图 20： 上海次级市场入住率回升 .....	11
图 21： 北京次级市场入住率回升 .....	11
图 22： 暑假是出行高峰 .....	12
图 23： 暑期的餐饮业迎来年中小高峰 .....	12
图 24： 电影业“暑期档”，票房收入较高 .....	12
表 1： 3 月份一线、新一线城市消费政策汇总 .....	7
表 2： 截至 5 月 17 日各大城市疫情概况（截至 5 月 17 日） .....	8
表 3： 不同类型的消费需要满足的核心因素不同 .....	9
表 4： 附录——各地消费政策一览 .....	13
表 5： 附录——消费券带动金额测算 .....	21

我们在4月初发布了报告《线下消费：复苏的验证》，提出对线下消费复苏来说最重要的条件是疫情管控放松和人口回流，到当前时点，我们已经观察到了随着这两个条件逐渐满足，线下消费已经出现多重复苏的迹象，这些现象启发了我们进一步的思考，显然，在解决了“有没有消费复苏”的问题之后，更需要被回答的是“怎么做”，本篇报告的目的，即是结合这些思考，找到下一阶段布局消费复苏的方向。

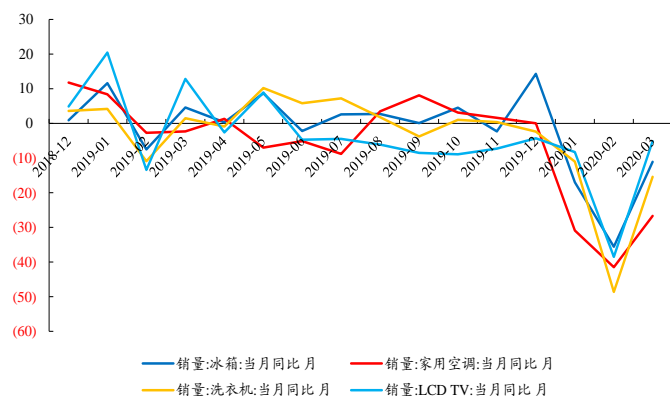
## 1、一个现象：功能型可选消费复苏超预期

2020年5月15日，4月份社零数据出炉，消费明显复苏，包含两大亮点。总量数据看4月当月社零同比增速为-7.5%，已比3月收窄8.3个百分点，限额以上零售只下降1.5个百分点。其中有两大亮点：一、汽车消费回暖，同比零增长；二、地产产业链相关的消费包括家具、建材和家电都出现回暖，都较3月有了明显比例的恢复。

尽管5月份的社零数据要到6月份才能看到，但“五一”假期恰逢周末，五天长假成为了消费回暖的绝佳窗口期，我们看到线上消费延续火热，涉及线下场景的功能型消费更超预期，内需恢复先于外需、好于外需。由于涉及到安装调试、试乘试驾等线下场景，家电（白电、黑电）、汽车、家居一季度销量冷清，但4月以来，疫情的稳定使线下场景重建，“五一”期间需求的集中释放使得这些行业的销量超预期：

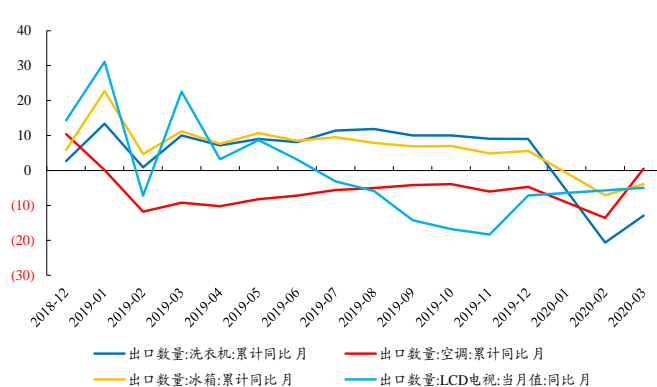
- 1) 家电：冰箱、洗衣机、电视国内销量恢复弹性较好；空调出口累计同比由负转正，洗衣机、冰箱、电视出口累计出口同比三月相对改善；
- 2) 汽车：乘用车销量稳步提升，4月份销量改善明显，4.19-4.25单周零售/批发日均销量均达到4.9万辆，同比增长12.3%和12.5%，我们以更高频的义乌小商品价格指数作为侧面的观察，作为互补品的汽车装饰品价格指数4月底以来攀升，显示汽车销售景气度高；从出口数据来看，虽然出口数量仍不及2019年，但降幅在4月开始有改善迹象。
- 3) 家居：多个家居卖场“五一”销售情况好于2019年，红星美凯龙全国商场销售额超87.06亿元，同比增长11.7%，消费人数达29.5万人；集美家居北京四家商场实际销售比预估销售超出约4倍。同时，行业线上销售也迎来增长，京东装修服务同比增长达130%，淘宝天猫生活电器、烹饪用具成交同比大增196%和89%，家装主材、灯饰分别同比增长101%和53%。

图1：白电、黑电的销售增速3月确认拐点

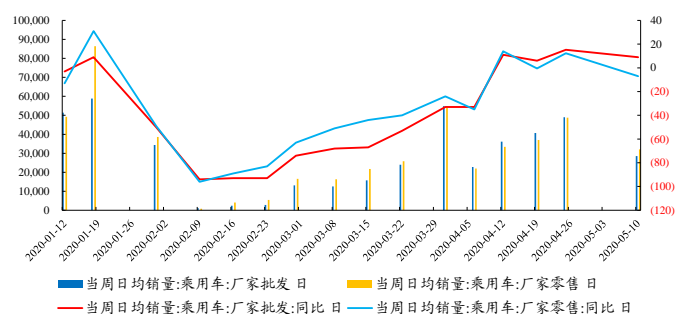


数据来源：Wind、开源证券研究所

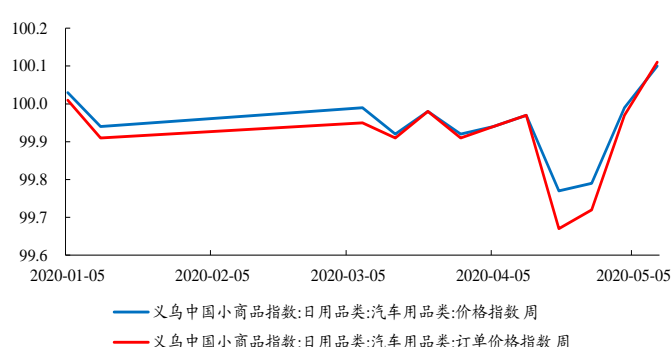
图2：家电出口改善不明显，但空调出口同比由负转正



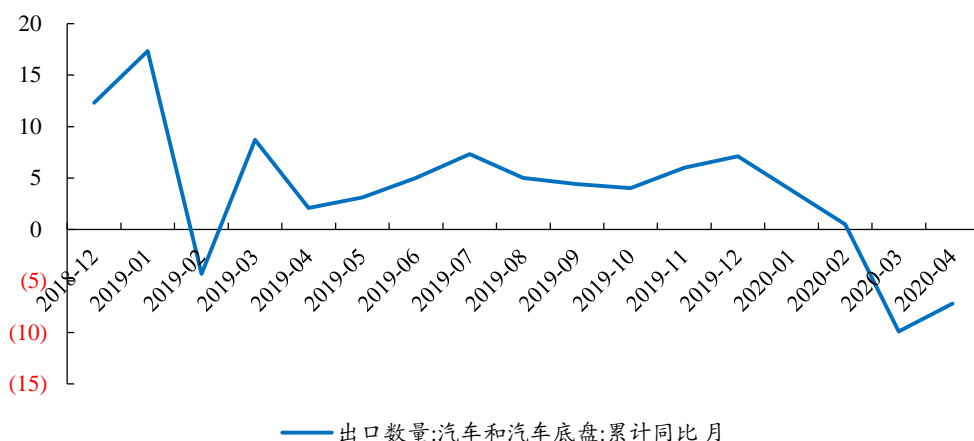
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3: 汽车 4 月销量改善明显, 接近年初水平**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: 高频的互补品数据显示汽车销售景气度高**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图5: 汽车出口数量同比降幅在 4 月开始有改善迹象**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、三层思考: 需求是消失还是推迟?

历史经验上, 仲春时节有“金三银四”, 既是劳动力市场的供需旺季, 又是房地产销售、装修的旺季, 2020 年初的疫情突袭让“金三银四”显得难以重现, 但四月、五月的家电、汽车、家居超预期复苏, 又把一个命题重新摆在了我们面前——需求是被推迟到“金五银六”, 还是消失? 要回答这个问题, 需要重新审视消费复苏的内生驱动力。

### 2.1、思考一: 短期中, 收入预期不是决定消费复苏斜率的关键因子

疫情导致的失业和收入预期降低, 是不能逃避的问题, 而收入预期显然会通过消费平滑的效应来影响到当期消费, 这是市场前期对可选消费复苏报以怀疑态度的原因, 但一点值得厘清的是, 收入预期决定的是消费的“天花板”, 并非直接影响消费“从无到有”的斜率, 而且有三点因素使这一因子的短期影响弱化:

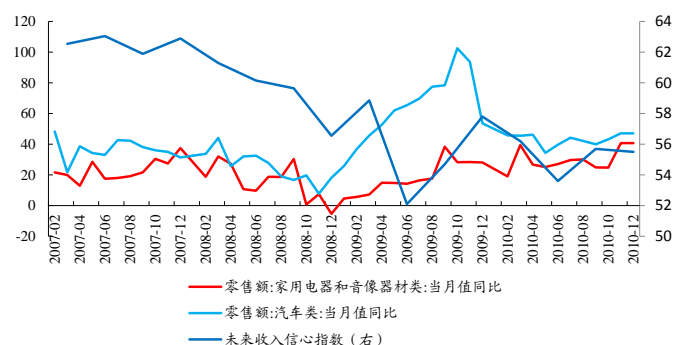
- 1) 可选消费品与收入和收入预期确实存在同步/滞后关系, 但在遭受“危机”时, 收入预期的波动总是较大, 换言之, 收入预期的回升与下行一样快, 用底部



时的收入预期线性外推下一期的收入预期和消费是难言准确的，例如此次疫情造成收入预期的大幅下滑，但消费者收入预期在 3 月就开始从冰点回升。

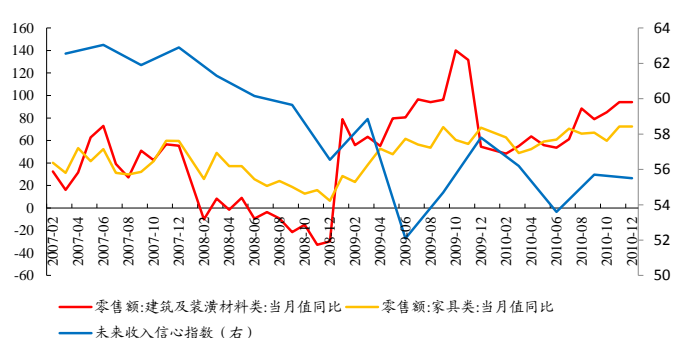
另外，大规模的刺激政策将会在一至两个季度内使可选消费品与收入预期相背离，例如 2008 年末推出的“家电下乡”、“汽车购置税免征”政策，使家电、汽车消费在 2009 年的二季度都与收入预期背离；另外，当时的流动性宽松，使房地产快速回暖，相应的房地产后周期消费品——建筑材料和家居的零售额甚至在 2008 年末就开始企稳回升，与收入预期背离时间长达两个季度。

图6：除去 2008 年刺激政策影响，家电、汽车与未来收入信心正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

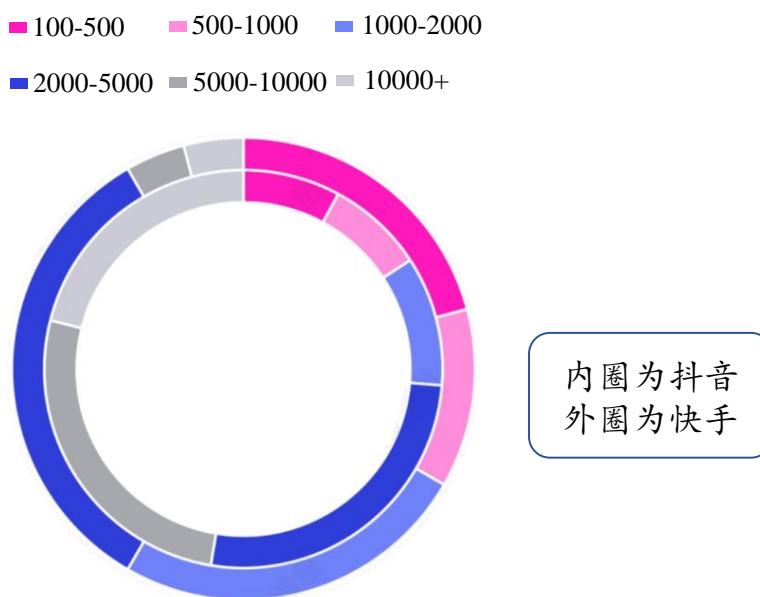
图7：除去 2008 年刺激政策影响，建筑材料、家具与未来收入信心正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2) 其次，考虑到可选消费品购买属于“社交场景”，“社交场景”重塑促使销售从无到有。冰洗、空调、电视的购买需要安装调试，汽车购买需要试驾，随着疫情严峻的减弱，不论是顾客心理对疫情安全性的担忧，或是疫情管控的硬性要求放松，都会促使销售额实现“从无到有”的突破，这是决定拐点的决定性因素。
- 3) 相较于消费的收入弹性，价格弹性可能更大，这也是商家开启大型促销活动背后的逻辑。一个有趣的案例是，格力空调董明珠的两次直播“带货”结果大相径庭：4月24日抖音直播首秀以23.25万惨淡收场，而5月10日晚快手直播中格力电器交出了3小时销售3.1亿的战报，背后的差异是后者有“直达心底”的价格优惠，以当晚销量第一、销售额达1.21亿元的1.5匹单冷定频空调为例，原价2499元，当晚直播间价格1799元，折扣达到28%。

图8：消费的价格弹性大，价格差异可能是格力电器两次直播效果差异的来源



数据来源：钛媒体、开源证券研究所

## 2.2、思考二：消费券“增总量”的效果有限

市场关心的问题是：4月和5月体现出来的消费复苏，有多大可能是消费刺激政策下的“昙花一现”，后续的回升斜率如何？答案很大程度上取决于，4月份以来的消费回暖在多大程度上依赖于消费券政策。我们认为4月以来的消费回暖更多来自于内生驱动力，而非刺激的结果。

政府发放消费券拉动内需不是一种新鲜做法，最初，消费券的主要作用是“接济”中低收入阶层<sup>1</sup>，保证这一群体在生活必需品上的购买力，本质上是财政转移支付以追求社会公平的体现。如今，消费券变成了“普惠”政策，背后的意图在于两层：一层仍然是增强购买力，同时消费券相较于直接发放现金，具有一定的乘数效应——4月9日，商务部新闻发言人高峰在新闻发布会上透露，杭州发放的消费券已核销2.2亿元，带动消费23.7亿元，乘数效应达10.7倍；郑州首期发放5000万元消费券，发放两日核销1152.4万元，带动消费1.28亿元，乘数效应达到11倍，但我们会发现消费券带动的金额仅占两地社零单月值的6%和0.3%，意味着发放消费券更重要的目的是第二层，刺激消费欲望，以及引导人们消除对疫情的恐惧，鼓励大家走出家门进行消费。

但目前我们并没有发现，消费券的两层意图对于“增总量”起到明显效果。首先，乘数效应的基数小决定了难以撼动消费的“总量”，我们统计了当前出台的5-7月份消费政策，选取了计划发放消费券的8个样本城市<sup>2</sup>来看，共发放/预计发放约25.6亿消费券，假设这些金额中的20%、60%、80%都能核销，并且达到杭州或者郑州惊人的11倍乘数效应，占整体而言也仅占样本城市3月社零总额1.5%、4.6%、6.1%。

<sup>1</sup>在2008年金融危机时期我国的东莞、广州、深圳、成都、杭州、南京等城市就有向“五保一低”人群发放消费券的案例。

<sup>2</sup>消费政策见附录表3，消费券带动金额的测算详见附录表4。为与下文保持一致，8个消费城市选取了“一线”与“新一线”城市中，出台了消费券政策的城市。

第二层，如果消费券发放能够起到刺激消费欲望，引导消费的作用，我们会看到发放了消费券的城市消费复苏会更快，但从3月份的数据来看，并没有体现出这一作用。我们分别按照“一线”与“新一线”将城市分组，希望以此来控制住城市间由于经济发展水平造成的居民支出结构不同；将每个组别中有消费刺激政策的作为实验组，无消费刺激政策的作为对照组，对比分析消费刺激政策在消费复苏中的作用，结论是3月份消费刺激政策作用不大，无法决定消费复苏的拐点。具体而言：

**(1) 一线城市在3月份消费复苏均不明显：**国内四个一线城市中，仅广州在三月发布了相关的消费刺激政策，北京上海深圳均无消费刺激政策发布，如果将社零累计同比的回升看作是消费复苏的表现的话，四个一线城市均没有出现明显消费复苏的迹象。

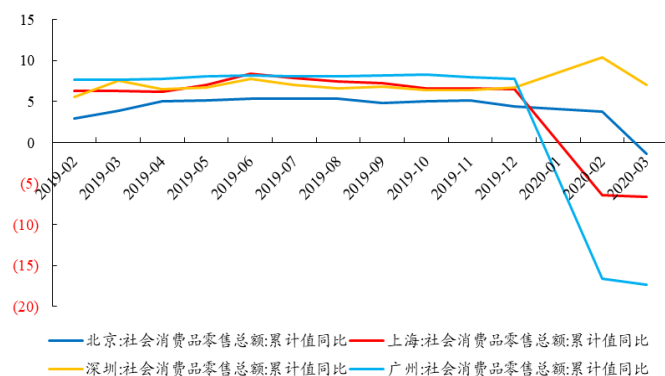
**(2) 新一线城市均在3月份出现明显的消费复苏现象：**我们从第一财经发布的新一线城市名单中选择六个城市作为研究对象，其中厦门、南京出台了消费刺激政策，昆明、郑州、福州、成都在3月及之前均无消费刺激政策出台，但上述城市在3月的社零增速均明显回升，厦门与南京也并未体现出相较其余未发放消费券的城市更陡峭的斜率优势。同样，有无消费刺激政策对这六个新一线城市消费复苏进度的影响并不明显。

**表1：3月份一线、新一线城市消费政策汇总**

城市类别	日期	城市	政策内容
一线城市	3月3日	广州	对购买新能源汽车的个人消费者每车补贴1万元
新一线城市	3月20日	厦门	苏宁发放1亿元消费券
	3月13日	南京	共3.18亿，3月15日发放第一批5000万元电子消费券

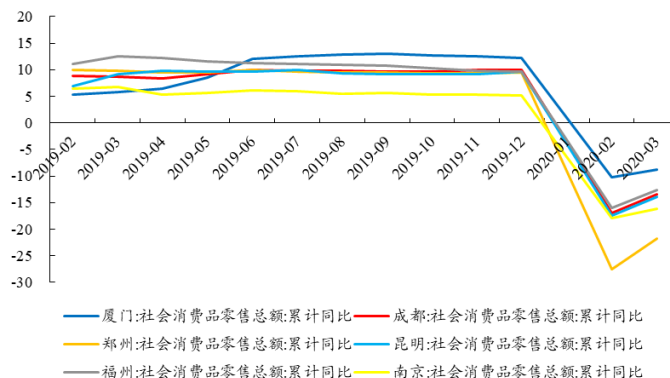
资料来源：广州、厦门、南京政府网站、开源证券研究所

**图9：一线城市三月均无消费复苏的现象**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：新一线城市三月均出现消费复苏现象**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、思考三：消费复苏的关键影响因素——疫情控制、人口流动

疫情以来，对消费最主要的约束是消费场景缺失，以及人口回流较慢导致的消费人群缺失。疫情控制与人口流动是消费复苏的内在驱动力。<sup>3</sup>一线城市由于人口基数

<sup>3</sup> 详见4月17日报告《线下消费：复苏的验证》

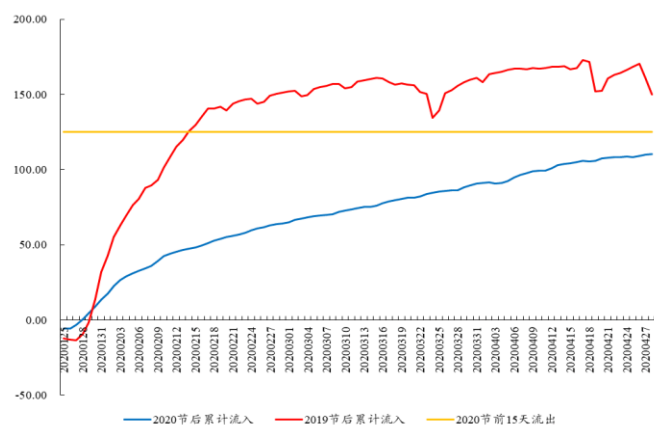
大以及流动人口较多，面临的疫情挑战更大，因此一方面造成居民的线下消费意愿更低，另一方面，也使得地方政府需要采取更严格的防控政策，而这就会限制人口流动，我们在之前的报告中提到北京上海等作为劳动力输入型城市，劳动力尚未全部回流，这一部分消费人群的缺失也使得一线城市的消费复苏进度放慢。我们可以发现，病例数更多、人口回流较慢的一线城市消费复苏三月份尚未开始，而新一线城市已纷纷出现消费复苏的迹象，预计随着一线城市的疫情也基本得到控制，人口持续回流，一线城市也将在四五月份迎来消费复苏的拐点。

**表2: 截至5月17日各大城市疫情概况（截至5月17日）**

当月新增确诊病例	1月	2月	3月	4月	5月
上海	156	257	179	136	14
北京	153	184	163	13	0
广州	137	209	94	64	1
深圳	162	247	34	11	0
福州	52	101	17	7	0
成都	0	66	14	9	0
厦门	12	18	12	5	0
昆明	21	33	7	3	0
郑州	28	23	2	0	0
南京	28	65	3	3	0

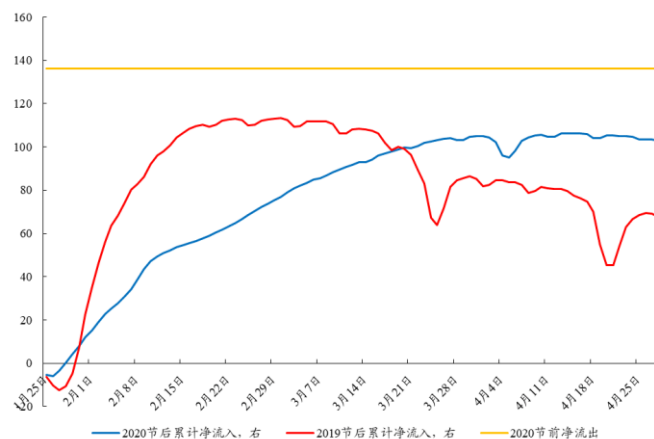
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11: 北京节后人口累计净回流延后**



数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

**图12: 上海节后人口累计净回流延后**



数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

## 2.4、推测：消费复苏过程中可能发生的分化

除了作为内在驱动力的疫情控制与人口流动会影响消费复苏外，城市的消费结构、经济结构的分化可能造成消费复苏快慢的分化。

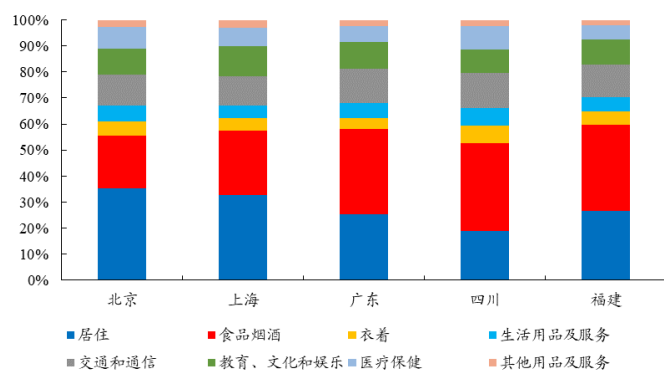
- 1) **消费结构的分化可能导致了城市间消费复苏的分化。**北上广深几个一线城市刚性的居住成本极高，无论是房贷还是房租都极大地挤压了消费的空间，而成都、重庆等城市消费文化盛行，居民也倾向于将收入投入到吃喝玩乐上，休闲娱乐餐饮等消费占比更大。受到疫情影响，居民收入与收入预期下降，



居住成本高的一线城市居民相应更多地降低消费，增加储蓄，以便应对未来的房租房贷等刚性支出。

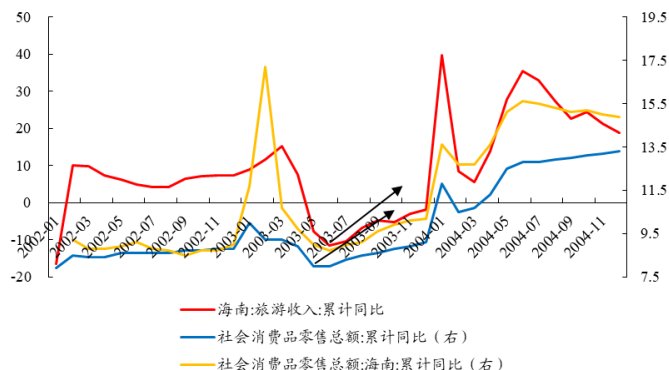
- 2) 另一方面，不同的经济结构也将导致城市间的分化，依赖人口流动的旅游型城市，消费复苏拐点相对缓至。以海口这一典型的“旅游型”城市为例，此次疫情中，海口的社零累计同比从2月的-24.4%降至3月的-30.1%，与其他消费已开始复苏的新一线城市出现分化，我们认为经济结构起到了重要影响：2019年海南旅游收入占GDP占比高达20%，而旅游业非常依赖于人口流入，虽然海口本地疫情并不严重，仍受到全国乃至全球的疫情影响，以2003年非典期间的数据来看，疫情在2003年5月开始逐渐控制下来，全国社会消费品零售增速在2003年4月见底，5月回升，但海南省的社零增速与旅游收入在6月才开始回升，复苏拐点比全国社零增速复苏拐点晚一个月。

图13：北京上海居住支出远高于广东四川等省份



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：非典时期海南旅游收入复苏晚于全国社零复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、从核心因素出发，定位消费复苏的两个阶段

消费复苏的核心因素是疫情控制和人口流动：（1）疫情的稳定影响居民在外消费的心理；（2）疫情的稳定关系到地方的管控政策，决定了消费场景的重建效率；（3）人口流动背后意味着就业和收入的正常化，前期“缺失”的消费群体将重回视野。

因此，根据依赖的核心因素：消费心理、消费场景、消费条件（人口流动）的不同，消费复苏将经历两个过程：从功能型、个体消费、近距离消费，到体验型、聚集消费、远距离消费。例如家电、汽车、家居等耐用品的消费，消费者出于需要该功能的目的制定购买计划，实施仅依赖于消费场景的重建；而相对地，体验型、聚集型消费由于需要亲临现场，还需要消费者克服心理上对疫情的障碍。相较于近距离的消费，远距离消费需要自身有意愿、景区开放，同时还要求人口的流动是相对自由的。

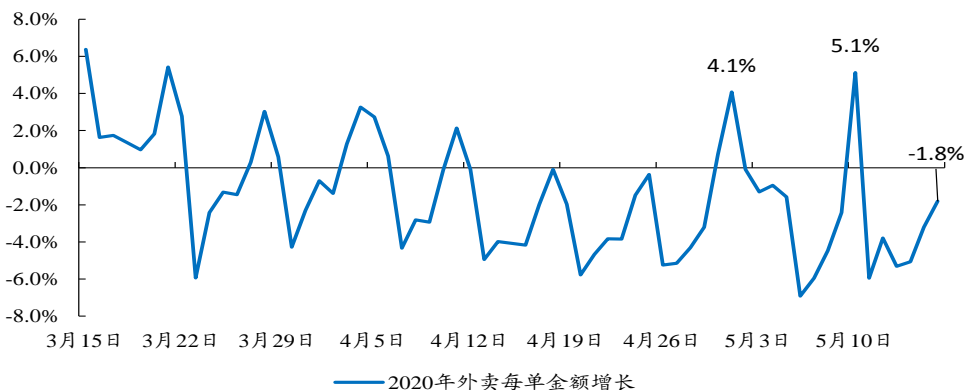
表3：不同类型的消费需要满足的核心因素不同

	功能型消费	体验型消费	个体消费	聚集消费	近距离消费	远距离消费
依赖的条件	耐用商品的购买	餐饮、电影等休闲娱乐	“宅家”经济	餐饮、KTV等休闲娱乐	商场购物、近郊游玩	长途旅游
在外消费心理		✓		✓	✓	✓
消费场景重建	✓	✓		✓	✓	✓
人口正常流动						✓

资料来源：开源证券研究所

我们跟踪的高频数据显示，功能型消费、个体消费、近距离消费的表现已经不逊于2019年同期：（1）由于当前国内疫情控制得当，消费场景“从零到一”所带来的消费复苏已经表现，我们看到家电、汽车、家居等功能性消费恢复较好；（2）代表“宅家”经济的外卖，营业门店数始终高于年初水平；（3）代表短距离移动的地铁出行也恢复到2019年同期水平。

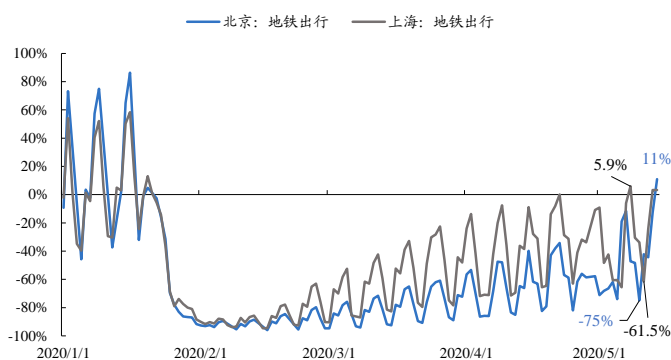
图15：代表“宅家”经济外卖，营业门店数高于年初水平



数据来源：哗啦啦、开源证券研究所

注：图中显示相对于2020年1月1日的增长率

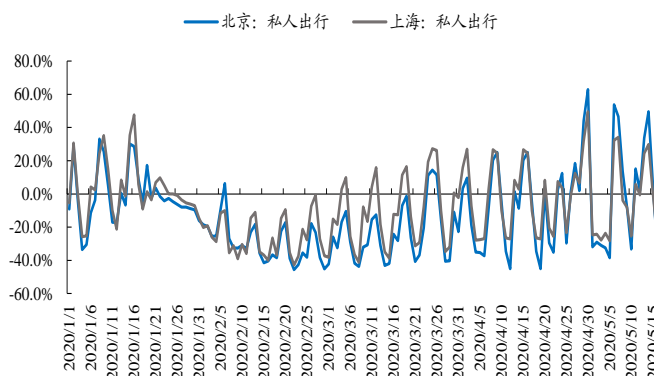
图16：公共出行过去两周接近2019年同期，北京>上海



数据来源：Wind、北京地铁官方微博、开源证券研究所

注：图中显示相对于2019年农历同期的增长率

图17：私人出行已超过2019年同期，北京>上海



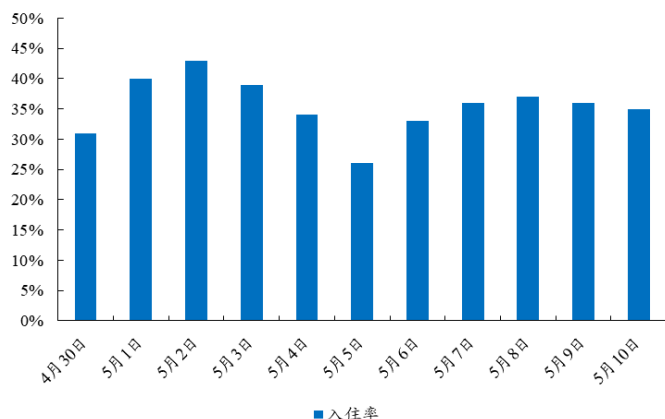
数据来源：高德、开源证券研究所

注：图中显示相对于2019年农历同期的增长率

当前处于切换至体验型、聚集型、远距离消费复苏的过程中，商务消费将领先私人消费。国内的生产活动快速恢复，带来了相应的商务消费需求，由于商务消费的需求相对私人更为刚性，所以一旦消费场景恢复、人口能够自由流动，就能够观察到商务消费迅速回暖。我们观察到被疫情搁置的商务消费近期已经在显现，一个例证是“五一”之后酒店的次级市场入住率仍然回升：五一最后一天酒店入住率跌至五一期间最低，但节后入住率出现新的高点，超过节前一周的工作日的入住率，我们认为这主要来源于商旅需求的驱动。从城市数据来看，节后北京、上海的中心商务区入住率显著提升，西安高新区整体入住率水平要远超西安市场的均值，这意味着在集中

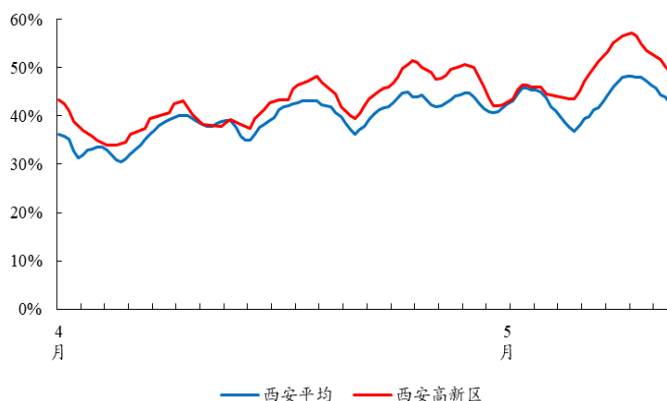
隔离和黄金周旅游后，新的商旅需求开始填补。

图18：五一节后入住率回升来源于商旅需求



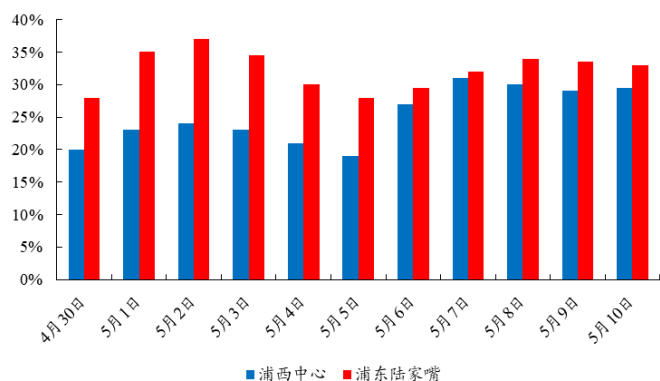
数据来源：STR 资讯、开源证券研究所

图19：西安高新区入住率高于整体市场均值



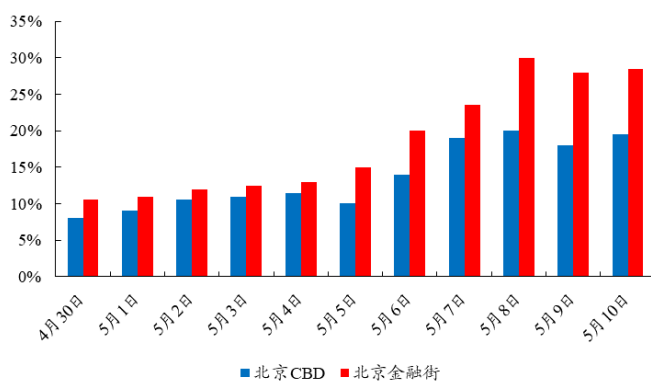
数据来源：STR 资讯、开源证券研究所

图20：上海次级市场入住率回升



数据来源：STR 资讯、开源证券研究所

图21：北京次级市场入住率回升

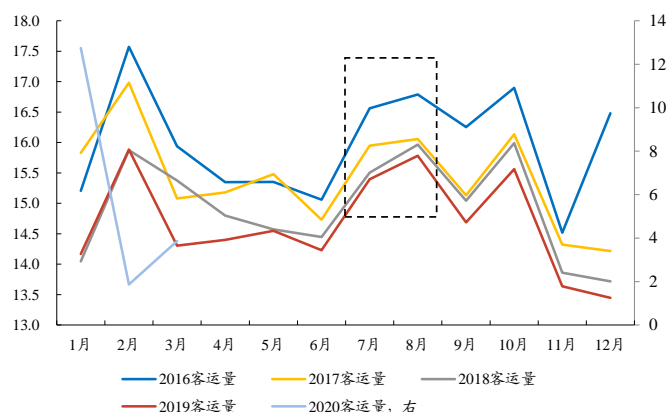


数据来源：STR 资讯、开源证券研究所

相对于商务需求来说，私人的消费还存在一个心理因素，即在外消费的意愿，同时，还必须拥有闲暇时间实现这种意愿。因此，即使居民由于疫情与各市交通管制政策被压制下来的消费意愿，正随着疫情防控政策的放松在逐渐释放<sup>4</sup>，依然需要等待一个合适的时机进行意愿的表达。我们认为私人的餐饮、休闲娱乐等消费将在暑期迎来曙光：一方面是疫情稳定向好，到暑期时应当有更多的消费场景得到恢复；其次，假期能够给予消费者实现消费意愿的时间，暑假也是历年的出行、餐饮、休闲娱乐消费旺季。

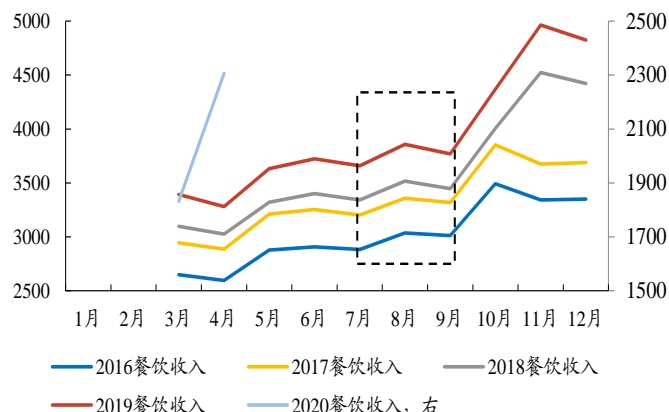
<sup>4</sup> 4月29日北京宣布不再要求居家隔离观察14天，消息发布半小时内，去哪儿网机票搜索量迅速攀升，北京出发机票预定量较上一时段暴涨15倍，民宿搜索预定量较昨天同一时间段暴涨4倍。携程数据显示，在4月29日预订“五一”出行的订单，对比4月1日-4月23日期间预定量，增长幅度超过130%。

图22: 暑假是出行高峰



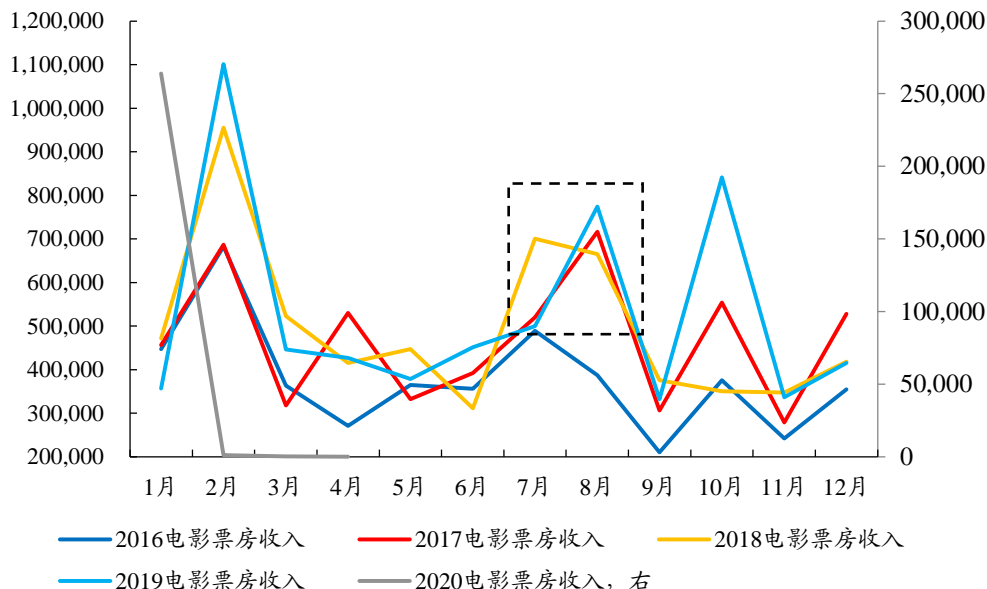
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 暑期的餐饮业迎来年中小高峰



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 电影业“暑期档”, 票房收入较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、投资建议

我们在5月17日的策略周报《时滞与近忧》中讨论过,当前处于流动性“脱虚入实”,估值承压的阶段,分子端的验证更为重要。市场表现中,前期出现超预期数据验证的行业(家电、汽车、家居)市场表现较好,未来的机会藏在数据还未验证、估值相对低的行业。

我们认为,当前处于从功能性、个体型、短距离消费切换至到体验型、聚集消费、远距离消费的过程中,由于复工复产顺利推进,商务消费预计将率先回暖,最近的酒店次级市场的高频数据也有所体现,推荐优先配置偏向商务的消费:白酒(次高端)、酒店、航空(需结合高频数据逐步配置)。



私人消费的明显复苏可能发生在暑期，从当前数据中展现出的端倪来看，近距离的体验型消费—餐饮和珠宝，已经有所回暖；接下来，随着短距离人口出行的趋于正常化，广告投放也将趋于正常化，同时，我们预计暑期时国内旅游将迎来曙光，验证的先后顺序是景区、旅游综合。**推荐按照数据验证的先后顺序，优先配置消费约束条件较少的餐饮（啤酒）、珠宝、广告；结合高频数据逐步配置景区、旅游综合、电影。**

从个股层面来讲，城市的分化可能带来不同公司业务复苏的分化。我们观察到二线城市的消费复苏比一线城市快，意味着行业中**更多布局二线的公司将率先回暖。**

## 5、风险提示

疫情出现反复导致防控升级，消费条件和人口流动再次受到抑制。

表4: 附录——各地消费政策一览

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
天津市西河区	5月17日	惠聚众商河西消费节	1000万消费券	餐饮、商超便利、休闲娱乐等	5月17日至5月26日
河北省唐山市	5月16日	《唐山市“帮文旅促消费”行动实施方案》	2600万元	文旅	
山西阳泉	5月15日	“政府奖励、企业让利”2020春季汽车促消费活动	每辆补贴4000元至8000元不等	汽车	5月15日至17日
北京丰台区	5月15日	《丰台区购车补贴政策》	购买价10万元以下的乘用车补贴1000元/辆；10万元(含)-20万元的乘用车补贴2000元/辆；20万元(含)以上的补贴3000元/辆。	汽车	
湖北省武汉市	5月14日	《促进汽车消费的实施细则》	燃油乘用车每辆补贴售价3%，5000封顶，新能源汽车每辆补贴一万元	汽车	5月14日至12月31日
江西省上饶市信州区	5月12日	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	信州区人民政府联合中国移动上饶分公司投放500万元5G手机电子消费券	数字经济和5G产业	5月1日至6月30日
山东聊城东昌府区	5月12日		500万元		5月20日-6月6日
甘肃省	5月11日	《全省商贸流通服务业应对疫情影响稳定市场消费若干措施》&《关于进一步促进消费扩大内需行动计划》	12万份电子惠民券；免费消费券；2000万元红包	商场、超市、餐饮和住宿企业等	

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
天津市	5月10日	“购天津。春风行动”	6000万元消费券（利用美团、支付宝和微信等平台）	聚焦商场、超市、餐饮、汽车、家电、百货零售、家居建材等消费领域	第二季度（4月中旬至7月底）
广东省	5月9日	《关于提振消费促进市场繁荣的若干措施》	活跃消费氛围，开展系列促销活动，优化市场供给，创新消费模式，促进消费升级，提升消费载体，壮大企业主体		
河南省洛阳市	5月9日	《洛阳市促进消费提振活力稳定增长实施方案》	5000万元消费券，购买新车每辆给予3000元补助，二手车每辆1000元补助	文化、旅游、住宿、餐饮及批发、零售	
广东省佛山禅城区	5月9日	“家用电器消费节活动”	合计派发2000万电子消费券	家电	5月15日-6月5日
北京市	5月6日	“西城消费”	5000万文化消费电子券	图书音像、文艺演出、文化旅游、广播影视、教育娱乐、文创产品、文化体育	
江苏省	5月2日		5000万元体育消费券	体育	
安徽六安市	4月30日	暖心惠民数字消费季	发放额度总计3000万元。其中汽车800万元，其他类2200万元	住餐、汽车、文旅、家电、百货	5月4日至6月30日
山东省青岛市	4月30日	“2020青岛消费季”	黄金周增发10万张惠民消费券	商超、餐饮、百货	4月28日-5月5日
山东省济南市	4月30日	“济南春夏购物节”	济南市联合阿里巴巴集团面向全体在济人员投放2000万元消费红包	住宿、餐饮、零售	5月9日开始
陕西省西安市	4月29日	《提振消费助力复工复产行动计划》	50万惠民消费券	商超、百货、餐饮、便利店、文化、旅游等民生场景展开	从4月30日起至7月31日（通过银联二维码）
青海省西宁市	4月28日		500万消费券（10万份电子消费券）	餐饮、购物、酒店、零售、超市等领域	使用期限为8天（4月28日12时开始，至5月5日24时结束）
广东省深圳市龙岗区	4月28日	《龙岗区关于促进消费增长若干措施》	发放消费券1.1亿元	零售、健身、汽车、推广龙岗优品、促进扶贫产品销售	第一批次4月30日，第二批次5月14日，第三批次5月28日
安徽省合肥市	4月28日	“魅力合肥·大家购”	消费券总投入1亿元，消费券分两到三轮投放，首轮投入6000万元，汽车每台补贴1000元，首轮补贴一万辆	餐饮、百货以及家电、汽车	汽车补贴5月6日-6月5日 第一批消费券时效15天

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
云南省昆明市	4月28日	昆明市统筹推进疫情防控和经济社会发展第十五次新闻发布会	消费券资金总计1亿元：其中：旅游消费券4500万元，体育消费券500万元，定向困难群体人群消费券1000万元	餐饮，旅游，住宿，体育等领域	5月1日至5月31日
江西省上饶市	4月27日	“五一消费黄金季”	发放累计1000万元的消费券，各县（市、区）也会开展一系列消费券发放工作，累计将发放消费券近亿元。	百货、餐饮、商超	5月-7月
内蒙古自治区	4月27日		1.1亿元消费券（9盟市）	涉及餐饮、商超、文旅等方面	发行至5月31日
浙江省义乌市	4月26日		4月29日起发放金额1亿元消费券	餐饮、购物等	有效期10日
贵州省	4月26日	《多彩贵州促消费百日专项行动方案》	第一期5000万餐饮购物消费券	餐饮，购物，酒店名宿，景区及美容美发，汽车美容，体育健身，图书销售，维修	4月29日到5月3日 第一批发放
青海省	4月26日	《青海省人民政府通过（第22号）》	5亿元	零售、百货、超市、餐饮、住宿、文旅、交通等领域	2020年5月1日至10月15日
广西壮族自治区	4月26日	“壮美广西·三月三暖心生活节”	超亿元消费券，第一批：268元消费券，第二批：暖心卡，第三批：升级版消费券	涉及餐饮，购物，汽车，文旅等方面	第一批3月26日-4月8日，第二批4月21日起
山东省	4月25日	文化和旅游惠民消费季	省市县三级落实1.38亿元资金发放文化和旅游惠民消费券	旅游、文艺演出、图书报刊、影视音像、数字文化、文创衍生、文化娱乐、体育健身、传统工艺、艺术培训、文化用品和文化体验等产品	
北京市西城区	4月25日	“西城消费”	1.5亿元	涵盖商业零售、餐饮、文化、旅游、体育、教育、通讯等各消费领域	持续三个月
浙江省义乌市	4月25日		1亿元消费券	零售，住宿，餐饮，购物，旅游等	4月29日起
深圳市南山区	4月24日	2020全球云购南山行	1900万元	现金优惠券	4月25日至6月30日
佛山市高明区	4月23日	“促消费、惠民生”活动月	2000万元	餐饮、零售、住宿、旅游等	4月25日-5月15日
上海市	4月23日	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	“一大节庆”、“五大消费”、“四个经济”和“一个环境”	休闲，汽车，购物，旅游等领域	

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
天津市河西 区	4月21日	“活力河西情暖津 门——惠聚众商 河西消费节”活动	2250万元	购物中心、餐饮、零 售等消费场所	4月25日开始发放
吉林省长春 市	4月20日	“惠满春城”	总金额1亿元 特惠型消费券总计为1000万 元，计划从4月22日起定向发 放给全市城乡低保、特困和建 档立卡贫困人员及优抚对象。 普惠型消费券总计为2000万 元，购惠型消费券总计为5500 万元，消费时可抵用 凭购物发票抽大奖活动各奖项 合计总金额为1500万元		25特惠型4月22 日开始发放，普惠 型4月25日开始 发放，购惠型4月 30日开始发放
广东省江门 市	4月20日	“乐购侨都，约惠 江门”	5670万元	餐饮等	4月28日-5月30 日
海南省	4月20日	消费一码通消费券	3000万元优惠券		
北京市亦庄	4月20日	《北京经济技术开 发区关于进一步统 筹疫情防控和经 济社会发展支持企业 共克时艰的若干措 施（2.0版）》	200元消费券/人	商贸零售	
天津市宝城 区	4月18日	“宝城区扶持餐饮 行业复苏”	300万元消费券	餐饮	4月18日至5月 18日
广东省珠海 市	4月17日	《珠海市促进消费 回补工作方案》	4月20日-5月31日发放1亿 元消费券	零售、餐饮、体育健 身、文化旅游等	有效期14日
广东省清远 市	4月17日	《清远市“互联网 +惠民消费”活动 月实施方案》	2000万元	餐饮、新型农业、旅 游	4月25日起为期一 个月
广东省珠海 市	4月17日	《珠海市促进消费 回补工作方案》	1亿元	零售、餐饮、体育健 身、文化旅游等	4月20日-5月31 日
广东省东莞 市	4月17日	“乐购东莞”	1亿元	零售、餐饮、旅游、 农业观光、文化、体 育、移动通信	第一场4月18日- 6月18日
新疆维吾尔 自治区乌鲁 木齐	4月17日		1.085亿电子消费券	商超，药店，餐饮， 旅游景区等	第一期：4月18 日至25日，第二 期：4月23日至 30日；第三期5 月1日至10日
广东省中山 市	4月16日	“促销惠民，乐购 中山”	2000万元	餐饮、零售、美容美 发、景区旅游、酒店 行业。	4月16日-5月11 日



地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
浙江省温州市	4月16日	“春暖瓯越·温享生活”	财政投入6亿元，预计参与活动商家让利12亿元，消费补贴和让利总额达18亿元		第一期4月18日-4月25日；第二期4月26日-5月10日；第三期5月11日-5月31日。
浙江省温州市	4月16日	“春暖瓯越·温享生活”	放总额18亿元的消费券，其中财政投入6亿元	零售、住宿、餐饮、旅游等	
福建省福州市	4月15日	“惠聚榕城消费季”	共计1.5亿：通用消费券1.2亿，汽车专项补贴3000万	汽车	4月23日首轮8000万，5月10日第二轮4900万
河北省石家庄市	4月15日	2020年夜经济	政府、企业累计发放金额累计达1.3亿元	百货、超市、餐饮、电器等	4月15日至5月15日
天津市和平区	4月15日	“畅享和平”促进居民消费特别活动	500万元消费券	购物中心，百货商场，餐饮，专卖店，老字号，美容美发	4月17日至4月29日
广东省佛山市三水区	4月14日	“促消费、惠民生”活动月	3000万元	餐饮、景区、住宿、美容美发等	4月17日起
陕西省神木市	4月11日		亿元“惠民生、促发展”消费代金券	餐饮、住宿及文化旅游	从4月20日起（电子消费券形式发放）
广东省佛山市顺德区	4月10日	“品美食，促消费”——世界美食之都主题活动	一次性派发1亿元额度的消费券，其中约8000万元为餐饮消费券，约2000万元为通用消费券	餐饮业、旅游景区（点）、住宿（含民宿）、零售（超市、农贸市场除外）、文体服务行业等	4月15日开始
河北省秦皇岛市	4月10日		500万奖励资金，通过线上抽奖、店内就餐兑奖的方式，在全市具备条件的餐饮企业中开展有奖销售		2020年4月1日-2020年6月10日
深圳市宝安区	4月9日	《宝安区关于促进消费的若干措施》	2亿元	文化、餐饮、消费、扶贫、零售	4月15日起2个月内
江苏省江阴市	4月9日		3000万元	餐饮、旅游、体育、图书	
江苏省溧阳市	4月9日	“春游溧阳”	3000万元	旅游	
浙江省杭州市	4月9日	《提振消费促进经济增长的若干措施》	7500万元消费券	商贸，餐饮	
广东省佛山市禅城区	4月8日	首届线上美食节活动	共计3000万元，分两批予以发放，第一批消费券资金1500万元，发放时间自4.10-4.12，4.17-4.26，共计13天；第二批消费券资金1500万元，发放时间为4.30一次性投放	餐饮	

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
辽宁省沈阳市	4月7日	“惠民消费季”	共计3000万元，餐饮消费券2000万，综合消费券1000万。	餐饮、购物等	有效期10日 第一期于4月10日发放，第二期计划于4月20日发放，第三期计划于4月30日发放
广东省深圳市光明区	4月7日	光明区主题消费活动	3000万元	餐饮、购物、文旅休闲、加油券	4月7日 18:00 - 6月10日 18:00
广东省佛山市南海区	4月7日		1亿元	餐饮、旅游、住宿、美容美发、零售、文体、生活服务	4月10日-5月7日
重庆市渝北区	4月7日	消费促进率	2000万元消费券	重点商圈，特色地区和重点商贸文旅企业	4月10日至5月31日
江西省	4月5日		2000万元	餐饮	4月16日摇号抽取，有效期1个月
山东省青岛市	4月4日	“2020青岛消费季”	6000万元，365万张“惠民券”	商超、餐饮、百货	4月4日-6月30日
福建省厦门市思明区	4月3日	“GO思明FUN心玩”安心消费节	联合美团点评给本地居民派发600万消费券	餐饮	4月3日起
湖南省张家界市	4月3日		张家界武陵源景区面向全国游客发放超过5000万元餐饮、住房消费体验券	旅游、餐饮、住宿	有效期至5月31日
浙江省衡州市	4月3日	四好衡州，放心消费	1亿元消费券	餐饮，住宿，零售	消费券使用有效期在领券之日7日内起（4.3-5.7）
湖北省武汉市	4月2日	《武汉市人民政府消费券投放工作方案》	5亿消费券：餐饮1.5亿元、商场1.7亿元、超市便利店0.6亿元、文体旅游1.2亿元	餐饮、商场、零售、文体旅游	4月20日-7月31日
河南省郑州市	4月1日		4亿消费券，第一期4月3日发放普惠型消费券5000万，第二期4月28日发放购物餐饮类消费券1.6亿	普惠型和百货、餐饮、汽车，以及向贫困对象发放红利型消费券	第一批次4月3日-4月15日 第二批次时效4月28日-5月10日
广东省佛山市	4月1日	“促销费、惠民生”活动	佛山市市级财政直接投入1亿元，各区、镇街、电商平台投入和全市商家匹配优惠额度共约6亿元。	餐饮、景区、住宿、美容美发等领域的线下商户	
江苏省南通市	4月1日	南通消费促进季暨餐饮电子消费券发放活动	2000万元	餐饮、酒店	4月初持续至5月底
广东省深圳市罗湖区	3月31日	“2020礼享罗湖”	3000万元	零售、酒店、餐饮	3月31日-6月23日
广东省深圳市龙华区	3月31日	《深圳市龙华区关于提振商贸业消费的若干措施》	5000万元	餐饮、汽车	4月5日-13日

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
广东省佛山市	3月31日	“促销费、惠民生”活动	1亿元	餐饮、住宿、景区旅游以及美容美发等	4月1日起
浙江省	3月30日	浙江省促进汽车消费的若干意见（2020—2022年）	加快老旧高排放车辆淘汰更新、释放城乡汽车消费潜力、大力推广新能源汽车和清洁能源汽车、规范二手车流通与扩大出口	汽车	
浙江省嘉兴市	3月30日	《嘉兴市云购物节消费券发放方案》	2亿元	生鲜水果，百货，食品，餐饮，汽车，家旅，房产，旅游	从3月底持续到五月底
浙江省	3月30日	《浙江省促进汽车消费的若干意见（2020-2022年）》	鼓励杭州市继续增加小客车车牌投放指标，2020年继续保持等量投放指标，并通过阶梯摇号方式进行配置。		
重庆市渝中区	3月27日		近万元7大类电子消费券	商贸，文化，旅游，餐饮，零售，休闲娱乐等	3月27日持续到6月30日
浙江省杭州市桐庐县	3月27日	“爱上桐庐”消费嘉年华活动	1000万元	餐饮，住宿，旅游，零售，文娱	3.23-4.10
广东省深圳市福田区	3月26日	“春到福田欢乐有礼——福田3000万消费券惠民活动”	3000万元	零售、汽车	4月2日-4月15日 4月3日-4月16日
海南省	3月26日	抢百元现金、送亿元豪礼”活动	四家离岛免税门店为消费者派送50元香化券和50元精品券	免税店	3月26日至9月30日
浙江省杭州市	3月26日		本轮消费券政府发放额度为5亿元，其中1500万元困难群众的消费补助，4.85亿元电子消费券发放。同时，商家匹配优惠额度11.8亿元左右，预计消费券实际总额将达16.8亿元		第一期发放时间从3月27日到4月2日，第二期发放时间4月3日至5月3日 有效期7天
浙江省绍兴市	3月25日	《关于印发绍兴市促进消费提振信心行动方案的通知》	1.8亿元	餐饮，住宿，零售，体育，交通	
江苏省常州市	3月24日	《常州市支持文旅发展促进旅游消费的八项措施》	设立2000万元贴息补助专项资金、推出3000万元“常州旅游消费券”、设立1000万元团队游客奖补资金	旅游	
辽宁省沈阳市和平区	3月21日	安心消费节	与美团合作，3月24日开始陆续发放100万元消费券		
福建省厦门市	3月20日	苏宁线下消费券	1亿元	家电	

地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
湖南省政府	3月20日	《湖南省总工会关于广泛开展关心关爱抗击疫情一线广大职工工会会员活动 引导积极消费 促进就业繁荣市场的通知》	向工会职工发放慰问消费券发放，每人不超过300元	百货商店、超市、餐饮等	
江西省	3月19日	“爱江西·健康游”	1000万元	旅游	4月1日-6月30日
江苏省南京市秦淮区	3月19日	南京市秦淮区新闻公告	每天600张消费券		3月20日起
山东省济南市	3月19日	济南市委市政府新闻发布会	面向旅游景区、旅行社、影剧院、演艺场所、书店等文旅企业推出2000万元惠民消费券	文化、旅游	
河北省	3月18日	体育消费补贴政策	1500万的体育消费券	体育	3月18日起
宁夏银川市	3月18日	西夏区消费券分发工作实施方案	4类消费券分发工作	餐饮，零售，体育，旅游	有效期自发放日至五一节前
宁夏银川市	3月18日	银川市兴庆区新闻公告	500万元消费券	餐饮	用过美团发放
湖南省长沙市	3月14日	长沙市发改委发布促进汽车消费新政策	在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆，并在长沙上牌落户，可获得裸车价款3%的一次性补贴，每台车最高补贴不超过3000元	汽车	3月11日开始，至6月30日
江苏省南京市	3月13日		3.18亿	餐饮、体育、图书、信息、旅游、帮扶贫困群众	3月15日发放第一批5000万元电子消费券
浙江省宁波市	3月13日	提信心促消费十项行动	1亿元的文化和旅游惠民消费券	文化、旅游	
浙江省	3月12日	浙江省政府新闻办网络发布会	计划推出总价达10亿元的文旅消费券和1亿元的文旅消费大红包	文娱旅游	
浙江省杭州市建德市	3月5日	建德旅游消费券发行公告	1000万元	餐饮旅游住宿零售	
广东省广州市	3月3日	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》	每车1万元	汽车	



地方政府	发布时间	政策名称	政策内容与投入金额	涉及行业、范围	时效及执行时间
广东省佛山市	2月17日	《佛山市促进汽车市场消费升级若干措施（试行）》	鼓励消费者“以旧换新”，每辆给予3000元补助。 鼓励汽车集体采购。每辆车给予5000元补助。 鼓励市民购买新车。对购车的市民每辆给予2000元补助。	汽车	3月1日起，有效期一年
澳门	2月13日	经济恢复计划	所有居民派发3000澳门元电子消费券		

资料来源：地方政府网站、开源证券研究所

**表5：附录——消费券带动金额测算**

	北京	深圳	厦门	郑州	福州	成都	昆明	南京	合计
2020年3月社零总额（万元）	9769000	4568500	1759400	3832400	3210926	6210000	2251100	5364400	36965726
消费券（万元）	30000	47000	10600	40000	12000	75000	10000	31800	256400
核销比例20%带动金额	66000	103400	23320	88000	26400	165000	22000	69960	564080
占3月社零总额比例	0.7%	2.3%	1.3%	2.3%	0.8%	2.7%	1.0%	1.3%	1.5%
核销比例40%带动金额	132000	206800	46640	176000	52800	330000	44000	139920	1128160
占3月社零总额比例	1.4%	4.5%	2.7%	4.6%	1.6%	5.3%	2.0%	2.6%	3.1%
核销比例60%带动金额	198000	310200	69960	264000	79200	495000	66000	209880	1692240
占3月社零总额比例	2.0%	6.8%	4.0%	6.9%	2.5%	8.0%	2.9%	3.9%	4.6%
核销比例80%带动金额	264000	413600	93280	352000	105600	660000	88000	279840	2256320
占3月社零总额比例	2.7%	9.1%	5.3%	9.2%	3.3%	10.6%	3.9%	5.2%	6.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835