

主要消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：李敬雷（执业 S1130511030026）

lijingl@gjzq.com.cn

联系人：龚轶之

gongyizhi@gjzq.com.cn

消费景气跟踪 23M3：温和复苏延续，行业分化加大

核心观点

- **温和复苏延续，积极信号显现。**3月处于节后消费复苏验证阶段，方向向上但板块修复节奏明显分化。当前居民失业率依然偏高，杠杆率被动上行，超额储蓄仍待释放，地产边际企稳但持续性需观察。消费意愿全面回升前，复苏面临压力。积极信号显现：1) 2-3月居民中长期贷款企稳回升，刺激政策见效；2) 1-2月社零转正，结构上场景修复带动服务类消费快速复苏，可选消费品录得5%左右的同比增长；3) 收入、就业信心指数大幅回升。
- **复苏节奏不同，库存逐步去化。**如前期预测，本轮消费复苏沿着“出行链-必选消费-可选消费”演进。线下消费修复明显更快，宴会现饮（白酒、啤酒）、户外出行（箱包、运动鞋服）、差旅（酒店、文旅）带动相关行业；随着楼市回暖，地产链条也受益。终端动销改善下，消费品库存有序去化，产成品存货同比增速自22Q4开始下行。
- **3月回调较大，强调景气优先。**3月大消费行业出现较大回调，在于预期与温和复苏的现实存在差异，科技板块热度提升亦分流资金。一季度经济、财报数据陆续出炉，行情已经从预期驱动进入业绩驱动的第二阶段。短期看，即将迎来Q2低基数和五一消费旺季，有望开启加速修复，尤其是重启提价升级。中长期看，建议关注后疫情时代已发生的趋势性变化，高居民杠杆、人口拐点来临下，未来消费板块业绩中枢可能下调，估值或相应调整。

景气跟踪

- **白酒：**3月白酒动销继续改善，库存水平降至2个月左右。市场重心从量到价，转而关注提价能否顺利落地，尤其关注4月成都春糖会的催化。当前批价修复弱于动销、库存、渠道信心的好转。3月末，茅五泸主要产品批价基本持平，次高端酒略低于去年同期10-20元。
- **啤酒：**1-2月餐饮收入同增9.2%，场景修复带动销量回升。3月起行业进入低基数，从渠道调研反馈看，青啤、华润预计3月延续双位数高增长，重啤基地市场表现良好。全年高端化再续叠加上游成本下行，带动利润弹性。
- **乳制品：**1-2月乳制品行业整体呈现温和复苏，3月需求偏淡。主要在于居民购买力不足导致可选品酸奶需求承压，但库存相对良性。公司层面，伊利、蒙牛均加强价盘把控，费投理性。上游成本回落，利润率或回升。
- **调味品：**餐饮修复带动动销改善，库存环比优化明显。1-2月期间，海天味业出货略增个位数左右，库存比环比降至20%；中炬高新同比个位数增长，库存降至1个月左右；千禾味业延续高增长，线上增速更快。
- **家电：**3月销售走弱，品类分化明显加大。空调由于需求复苏和下游渠道补库存，销售表现亮眼，3月销额同增3.3%，23Q1累计增长9.8%。高景气的洗地机、洗干套装3月也分别录得6.6%、3.4%的增长，23Q1分别同增21.2%、9.2%。其余品类大多出现中个位数到低双位数的下滑，量价齐跌，品类分化加大。
- **家居：**1-2月房屋竣工面积同比增长9.7%，标志着动行业景气出现回暖。3月百强房企销售操盘金额同增29.2%，季度销售金额22年以来首次同比转正。315大促期间行业前端接单表现较优，在去年较高基数背景下继续增长，头部品牌增速预计在15-20%。随着前期高客流和订单转化，或对二季度报表形成支撑。
- **纺服：**3月增速回落，但环比依然改善，带动行业库存去化。结构性分化也较明显，户外出行相关的户外用品、箱包表现领先，3月GMV同增32.2%、10.7%。部分运动品牌披露Q1流水，赛道景气韧性较高，折扣率回升。
- **餐饮&旅游：**量价齐升，出行数据大幅改善。累计客运量同增10.8%，3月旅游CPI同增5.3%，延续涨价趋势。

投资建议

- 行情第二阶段，23Q2开始业绩驱动行情。回归景气驱动，关注结构性机会，优选高端白酒、家电龙头、体育服饰。

风险提示

- 数据误差；消费不及预期风险；疫情反复风险。

内容目录

1、核心观点：温和复苏延续，行业分化加大.....	5
2、消费宏观：积极信号显现，信心率先回升.....	6
2.1、消费周期：贷款边际回升，23Q1 杠杆率料上行.....	6
2.2、消费能力：收入仍待恢复，居民消费信心回暖.....	6
2.3、消费需求：需求全面复苏，服务恢复弹性更大.....	8
3、食品饮料：动销温和复苏，关注后续提价.....	10
3.1、白酒：库存去化良好，关注批价回升.....	10
3.2、啤酒：现饮渠道修复，低基数期来临.....	11
3.3、乳制品：修复态势延续，促销投放缩减.....	13
3.4、调味品：动销发货提速，库存趋于消化.....	14
3.5、行业动态：白酒价盘调整，关注 IPO 事件.....	15
4、家用电器：空调表现亮眼，品类分化加大.....	16
4.1、国内市场：行业依然承压，品类分化加大.....	16
4.2、海外市场：出口大超预期，关注后续进展.....	17
4.3、空间测算：新品渗透受阻，下调预期增速.....	17
4.4、行业动态：空调排产高增，清洁电器降温.....	18
5、轻工制造：地产回暖明确，期待 Q2 表现.....	18
5.1、国内市场：地产信号企稳，竣工率先复苏.....	18
5.2、海外市场：家具出口回升，美国库存高位.....	20
5.3、行业动态：家居 IPO 增多，纸业继续去库.....	21
6、纺织服饰：延续温和复苏，库存持续去化.....	21
6.1、销售：3 月增速回落，运动户外领先.....	21
6.2、库存：库存水平优化，服装去化较快.....	22
6.3、行业动态：服装行业复苏，品牌拓店启动.....	22
7、社会服务：线下场景复苏，服务消费涨价.....	23
7.1、餐饮旅游：线下消费复苏，出行数据好转.....	23
7.2、行业动态：酒旅服务涨价，五一假期预热.....	24
8、投资建议：行情第二阶段，回归景气驱动.....	24
9、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：2023 年 3 月大消费主要行业景气跟踪.....	5
---------------------------------	---

图表 2: 消费制造业产成品存货同比 (%)	5
图表 3: 居民部门杠杆率	6
图表 4: 居民扩表意愿	6
图表 5: 调查失业率 (%)	7
图表 6: 分年龄段调查失业率 (%)	7
图表 7: 居民名义收入累计增速 (%)	7
图表 8: 居民储蓄率 (%)	7
图表 9: 居民就业预期	8
图表 10: 居民收入预期	8
图表 11: 社零总额月度同比	8
图表 12: 除汽车外社零月度同比	8
图表 13: 社零结构区分	9
图表 14: 限额以上社零分品类月度增速 (%)	9
图表 15: 核心 CPI (%)	9
图表 16: 服务业 PMI (%)	9
图表 17: 全国白酒月度产量同比 (%)	10
图表 18: 全国白酒年度产量及增速 (%)	10
图表 19: 高端白酒批价	10
图表 20: 次高端白酒批价	10
图表 21: 全国啤酒月度产量同比 (%)	11
图表 22: 全国啤酒年度产量及增速 (%)	11
图表 23: 社零餐饮收入月度同比	11
图表 24: 中国啤酒渠道结构 (%)	11
图表 25: 进口啤酒累计均价及变动	12
图表 26: 各价位啤酒市场渗透率 (%)	12
图表 27: 大麦月度均价及变动	12
图表 28: 瓦楞纸月度均价及变动	12
图表 29: 浮法玻璃月度均价及变动	12
图表 30: 铝锭月度均价及变动	12
图表 31: 全国乳制品月度产量同比 (%)	13
图表 32: 全国乳制品年度产量及增速 (%)	13
图表 33: 乳制品零售价格 (元/升)	13
图表 34: 婴幼儿奶粉零售价格 (元/公斤)	13
图表 35: 国内原奶价格 (元/公斤)	14
图表 36: 进口奶粉价格 (美元/吨)	14

图表 37: 玉米现货结算价 (元/吨)	14
图表 38: 豆粕现货结算价 (元/吨)	14
图表 39: 酱油渠道结构 (%)	15
图表 40: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)	15
图表 41: 大豆现货结算价 (元/吨)	15
图表 42: 白砂糖现货结算价 (元/吨)	15
图表 43: 2023 年 3 月食品饮料行业动态	15
图表 44: 家电主要品类月度销售情况	16
图表 45: 家用电器单月出口金额	17
图表 46: 家用电器单月出口金额同比 (%)	17
图表 47: 重点品类市场空间测算	17
图表 48: 2023 年 3 月家用电器行业动态	18
图表 49: 房屋竣工面积月度同比 (%)	18
图表 50: 房屋竣工面积年度同比 (%)	18
图表 51: 房屋销售面积月度同比 (%)	19
图表 52: 房屋销售面积年度同比 (%)	19
图表 53: 代表城市新房单日成交面积: MA7 (万平方米)	19
图表 54: 代表城市二手房单日成交面积: MA7 (万平方米)	19
图表 55: 中国城镇化率 (%)	20
图表 56: 中国新房精装修比例 (%)	20
图表 57: 中国家具出口月度变动	20
图表 58: 中国家具出口金额累计同比 (%)	20
图表 59: 美国家具市场月度销售同比 (%)	20
图表 60: 美国家具市场月度库销比	20
图表 61: 2023 年 3 月轻工制造行业动态	21
图表 62: 纺服线上 GMV 月度跟踪	21
图表 63: 主要运动品牌季度流水跟踪	22
图表 64: 纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)	22
图表 65: 纺织业产成品存货同比 (%)	22
图表 66: 2023 年 3 月纺织服装行业动态	22
图表 67: 社零餐饮收入月度同比 (%)	23
图表 68: CPI 月度分项变动: 旅游 (%)	23
图表 69: 全国交通客运量月度变动	23
图表 70: 全国交通客运量累计变动	23
图表 71: 主要节假日旅游数据恢复程度	23

1、核心观点：温和复苏延续，行业分化加大

温和复苏延续，积极信号显现。3月处于节后消费复苏的验证阶段，方向依然向上，但板块间修复节奏明显分化。当前居民失业率依然偏高，杠杆率被动上行，超额储蓄仍待释放，地产虽然边际企稳但持续性需要观察。消费意愿全面回升前，复苏面临压力。但也应观察到积极信号：1) 2-3月居民中长期贷款企稳回升，刺激政策开始见效；2) 1-2月社零转正，结构上场景修复带动服务类消费快速复苏，可选消费品也录得5%左右的同比增长；3) 收入、就业信心指数大幅回升。

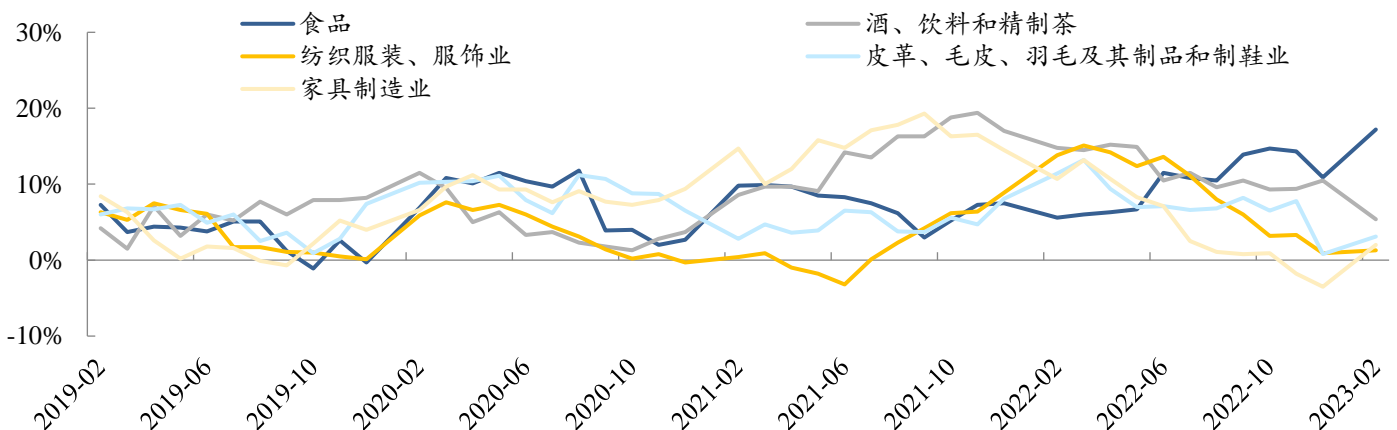
图表1：2023年3月大消费主要行业景气跟踪

大类	行业	赛道	景气趋势	行业动态
基础消费	食品饮料	白酒	↑	库存降至约2个月，批价震荡持平
		啤酒	↑	销量个位数增长，现饮助力高端化
		乳制品	—	3月需求偏淡，费用投放趋于理性
		调味品	↑	餐饮需求复苏，库存明显下降
可选消费	家用电器	空调	↑	Q1销额同增9.8%，排产数据亮眼
		冰箱	—	Q1销额同降2.4%，产品提价继续
		洗衣机	↓	Q1销额同降13.2%，洗干套装较优
		清洁电器	↓	扫地机销售下滑，产品渗透受阻
	厨房电器	↓	洗碗机韧性较强，集成灶销售承压	
	轻工制造	家居	↑	315表现良好，地产竣工复苏
	纺织服饰	运动服饰	↑	流水增长强劲，赛道景气领先
休闲消费	社会服务	品牌服饰	—	节后增速趋缓，户外/箱包表现较好
		酒店餐饮	↑	餐饮收入大幅改善，酒店Revpar回升
		旅游	↑	出行数据向好，旅游服务涨价

来源：国金证券研究所整理

复苏节奏不同，库存逐步去化。如前期预测，本轮消费复苏沿着“出行链-必选消费-可选消费”演进。可观察到线下消费修复明显更快，宴会现饮（白酒、啤酒）、户外出行（箱包、运动鞋服）、差旅（酒店、文旅）带动相关行业；此外随着楼市逐月回暖，地产链条也受益。终端动销改善下，消费品库存逐步去化，产成品存货同比增速自22Q4开始下行。

图表2：消费制造业产成品存货同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

3月回调较大，强调景气优先。行情上看3月大消费行业出现较大回调，在于早前预期与温和复苏的现实存在差异，同时科技板块热度提升分流资金。一季度经济、财报数据陆续出炉，复苏行情已经从预期驱动进入业绩驱动的第二阶段。短期看，即将迎来Q2低基数和五一消费旺季，有望开启加速修复，尤其是重启提价升级。中长期看，我们建议关注后疫情时代已发生的趋势性变化，高居民杠杆、人口拐点来临下，未来消费板块业绩中枢可能下调，估值或相应调整。

2、消费宏观：积极信号显现，信心率先回升

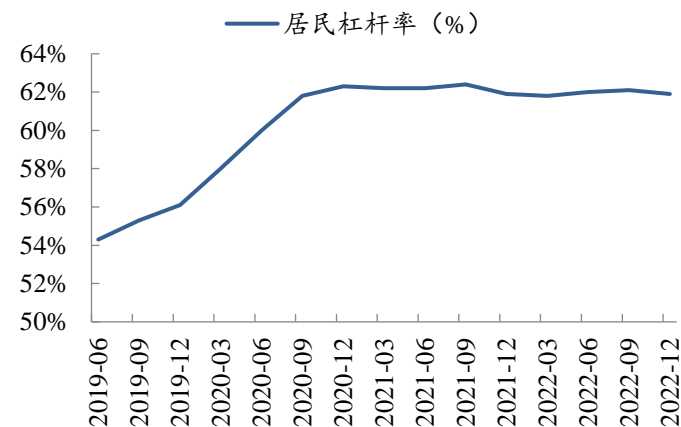
2.1、消费周期：贷款边际回升，23Q1 杠杆率料上行

过去三年疫情对中国经济增长带来深远影响，长周期视角下看过去十余年的居民加杠杆模式受到挑战，行至高位的杠杆率意味着继续增加负债面临压力且需要不断偿还利息，对居民消费意愿形成明显压制，尤其是在收入预期尚未恢复阶段，可能阻碍消费复苏进程。

边际上看，2023 年 2 月起居民新增中长期贷款恢复增长，2、3 月分别同比多增 1322 亿元、2613 亿元，结束了前期持续下滑的势头，显示出居民扩表意愿的边际企稳。可能是受到地产“三支箭”政策落地影响或前期堆积的房产交易需求释放所致，持续性还有待观察。

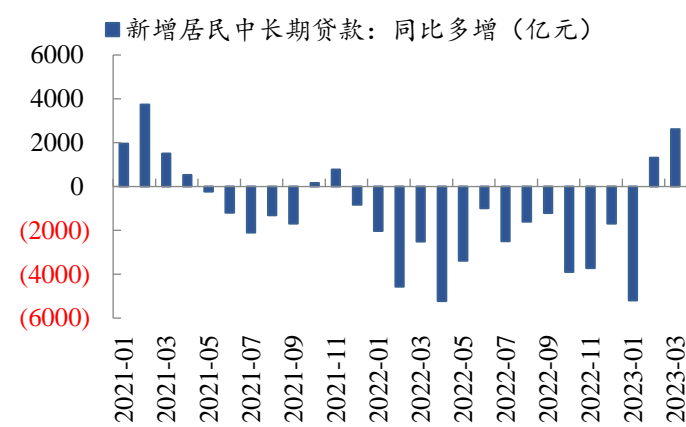
汇总来看，2020-2023 年一季度居民中长期贷款分别增加 12600 亿元、19800 亿元、10700 亿元、9442 亿元，可见居民信贷尚未恢复到疫情前水平，2023 年 2-3 月的同比增长部分来源于春节错位。预计 23Q1 居民贷款总量同比增长 7.1%，而当前 GDP 增速一致预期约 4.1%，因此居民杠杆率或将继续上行。不同于以往主动加杠杆，当前杠杆率上行或源于经济弱复苏下的被动增长。

图表3：居民部门杠杆率



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2022Q4）

图表4：居民扩表意愿



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 3 月）

2.2、消费能力：收入仍待恢复，居民消费信心回暖

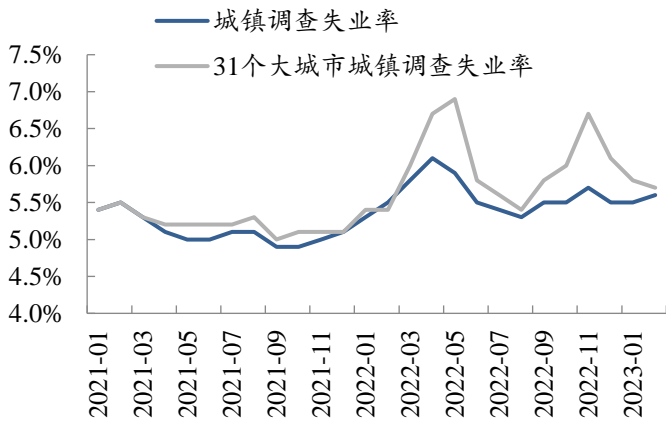
■ 就业端：失业率再次上升，年轻群体压力明显

就业作为收入的前置决定因素，直接影响居民消费能力。从城镇调查失业率看，23Q1 或再次出现边际上行。

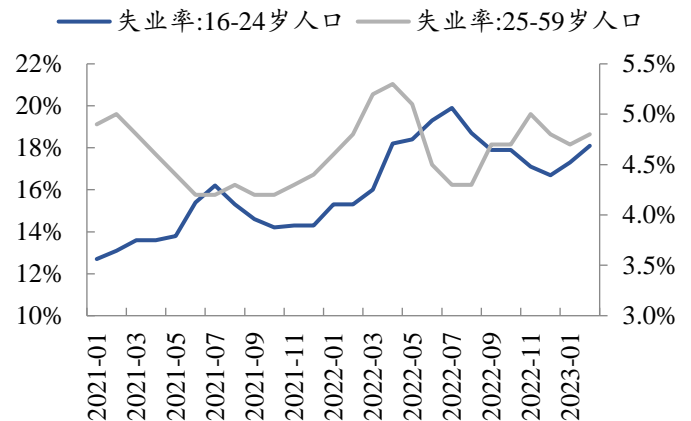
截至 2023 年 2 月，城镇调查失业率 5.6%，环比上升 0.1pct；31 个大城市调查失业率 5.7%，环比下滑 0.1pct。

分年龄段看，16-24 岁年轻群体失业率出现明显上行，2023 年 2 月回升至 18.1%，环比上行 0.8pct，触及近半年高位；25-59 岁人口失业率维持在 4.8% 的水平。

图表5: 调查失业率 (%)



图表6: 分年龄段调查失业率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

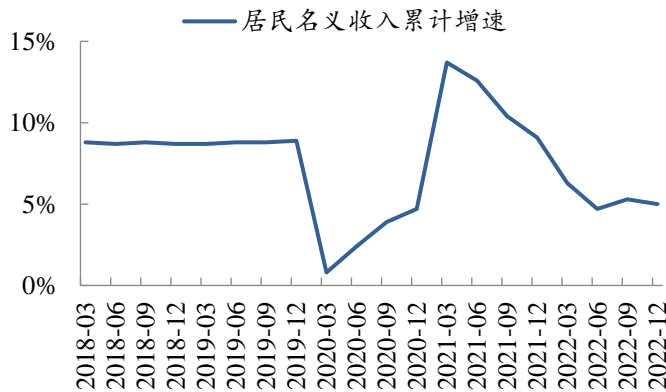
■ 收入端: 预计收入温和增长, 超额储蓄继续累积

中国居民近 6 成收入源于工资性收入, 就业端的波动直接导致居民收入波动, 在失业率边际上行情况下, 料 23Q1 收入增速也将呈温和增长态势。

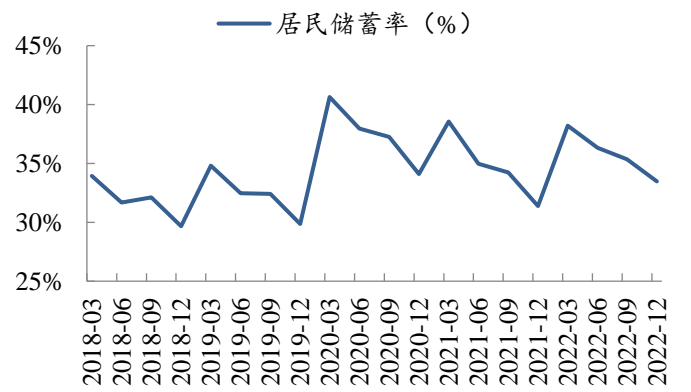
后疫情时代, 居民收入增速中枢随着失业率中枢上行和经济增速中枢下行同步进入下行区间。2019-2022 年居民收入 CAGR3 约为 6.3%, 相较于疫情前接近 9.0% 的平均水平已出现明显下滑。

收入波动影响了收入稳定性, 疫情期间居民积累了约 5.1 万亿元超额储蓄以应对经济不确定性。截至 2022 年四季度居民储蓄率约为 33.5%, 2023 年一季度居民存款继续新增 9.9 万亿元, 同比多增 2.1 万亿元, 为 2019 年以来最高水平。在就业、收入企稳前, 储蓄率或将维持偏高水平, 超额储蓄的释放时点还需观察。

图表7: 居民名义收入累计增速 (%)



图表8: 居民储蓄率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年四季度)

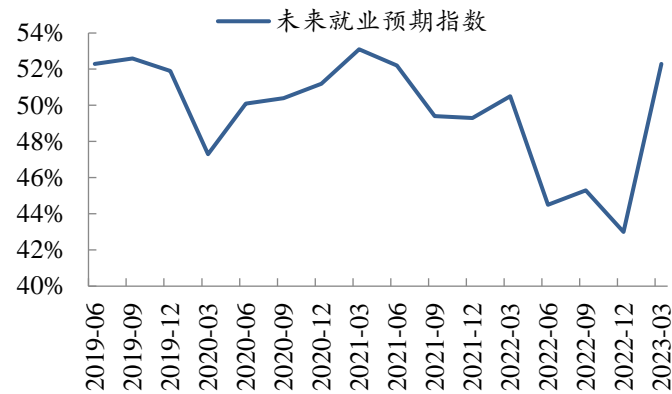
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022 年四季度)

■ 居民预期: 就业/收入预期回暖, 信心明显恢复

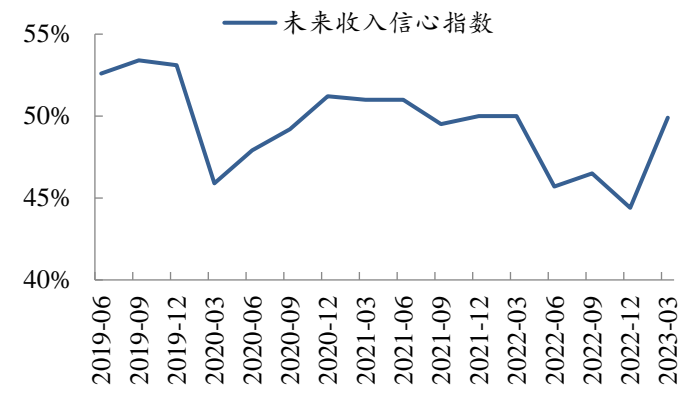
从居民部分对未来就业、收入的预期指数看, 截至 2023 年一季度分别为 52.3%、49.9%, 相较于去年底分别大幅上行 9.3pct、5.5pct, 信心明显回升。

虽然当前就业、收入数据的还存在压力, 但前置指标的大幅回暖或预示着边际拐点在 23Q2 有望到来, 经济复苏向居民部门传导中。

图表9：居民就业预期



图表10：居民收入预期



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年一季度）

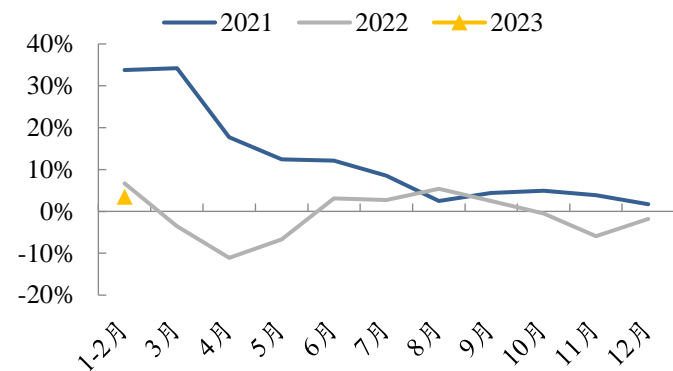
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年一季度）

2.3、消费需求：需求全面复苏，服务恢复弹性更大

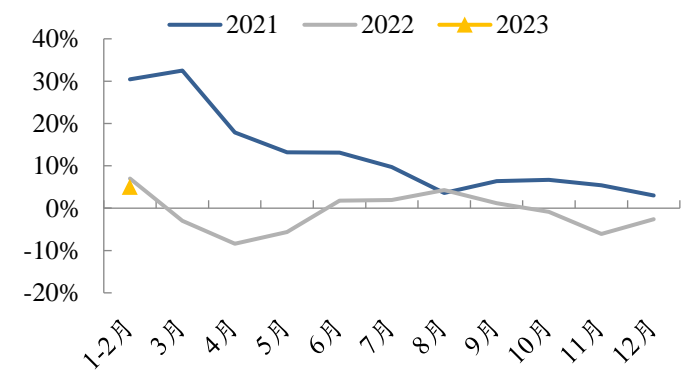
从终端需求上看，2023年1-2月社零总额月度同比上升3.5%，环比止跌回升5.3pct，标志着消费已进入复苏通道；除汽车以外同比上升5.0%，环比上升7.6pct，改善幅度更大。

方向上看，消费场景修复是大势所趋，疫情反复带来硬性约束的概率下降，关注居民购买力增长的软性约束。幅度上看，消费复苏以温和态势演进，一季度整体表现需要3月数据确认。

图表11：社零总额月度同比



图表12：除汽车外社零月度同比



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

从结构上看，可以看到以下几点特征：

- 整体强于头部：疫情期间限额以上单位社零总额增速更高、韧性也相对更强，但修复阶段增速弱于整体，2023年1-2月限上社零同增2.1%，低于同期社零整体增速1.4pct。
- 线上强于线下：线上消费继续维持较高增速，新兴电商业态如直播电商、生鲜电商加速渗透，2023年1-2月实物商品网上零售额同比增长5.3%，占社零总额比例22.7%创近三年历史同期新高。
- 服务强于商品：分服务模式看，线下餐饮为代表的服务业前期受到疫情打击较大，场景恢复后增长弹性也更大，2023年1-2月餐饮收入同比增长9.2%，包括旅游、出行在内的其他接触类消费高频数据也指向快速复苏。

图表13: 社零结构区分

类型区分	指标	年初至今累计	2023.1-2	2022.12	2022.11	2022.10	2022.9	2022.8
分规模	社会消费品零售总额	3.5%	3.5%	-1.8%	-5.9%	-0.5%	2.5%	5.4%
	限额以上社零总额	2.1%	2.1%	-1.3%	-5.8%	-0.5%	6.1%	9.3%
分渠道	实物商品网上零售额	5.3%	6.7%	15.6%	3.9%	22.1%	14.5%	12.8%
	推算线下社零总额	2.6%	2.6%	-7.3%	-10.5%	-7.8%	-1.2%	3.1%
分类型	商品零售	2.9%	2.9%	-0.1%	-5.6%	0.5%	3.0%	5.1%
	餐饮收入	9.2%	9.2%	-14.1%	-8.4%	-8.1%	-1.7%	8.4%
分地区	城市	3.4%	3.4%	-1.8%	-6.0%	-0.6%	2.5%	5.5%
	乡村	4.5%	4.5%	-1.3%	-5.2%	0.2%	2.3%	5.0%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

具体来看不同品类限上商品零售表现, 必选、可选消费品出现同步复苏。必选消费品景气延续, 粮油食品、饮料、烟酒 2023 年 1-2 月分别同增 9.0%、5.2%、6.1%。可选消费品也开启复苏, 增速中枢约为 5%, 但家用电器和音像器材、文化办公用品录得小幅下滑, 后续或紧跟着开启修复。休闲消费的表现最为亮眼, 前期受损最大, 修复阶段弹性也最强, 2023 年 1-2 月限上餐饮收入同增 10.2%。

图表14: 限额以上社零分品类月度增速 (%)

大类	细分	年初至今累计	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
基础消费	粮油、食品类	9.0%	9.0%	10.5%	3.9%	8.3%	8.5%	8.1%
	饮料类	5.2%	5.2%	5.5%	-6.2%	4.1%	4.9%	5.8%
	烟酒类	6.1%	6.1%	-7.3%	-2.0%	-0.7%	-8.8%	8.0%
可选消费	家用电器和音像器材类	-1.9%	-1.9%	-13.1%	-17.3%	-14.1%	-6.1%	3.4%
	家具类	5.2%	5.2%	-5.8%	-4.0%	-6.6%	-7.3%	-8.1%
	服装、鞋帽、针纺织品类	5.4%	5.4%	-12.5%	-15.6%	-7.5%	-0.5%	5.1%
	金银珠宝类	5.9%	5.9%	-18.4%	-7.0%	-2.7%	1.9%	7.2%
	化妆品类	3.8%	3.8%	-19.3%	-4.6%	-3.7%	-3.1%	-6.4%
	日用品类	3.9%	3.9%	-9.2%	-9.1%	-2.2%	5.6%	3.6%
	文化办公用品类	-1.1%	-1.1%	-0.3%	-1.7%	-2.1%	8.7%	6.2%
休闲消费	餐饮收入	10.2%	10.2%	-17.8%	-7.5%	-7.7%	0.1%	12.9%

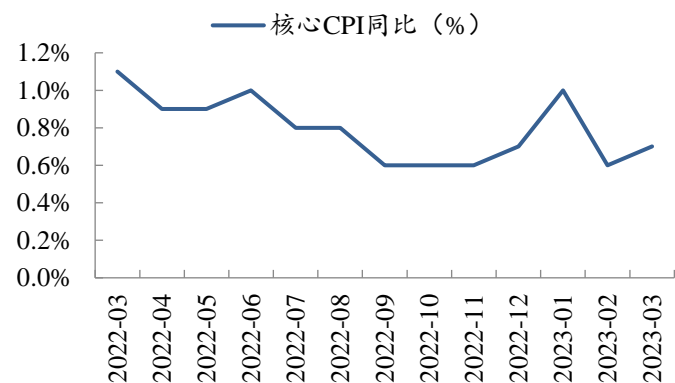
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

从辅助指标上看, 消费复苏的信号已经明确, 并且服务类消费强于商品消费, 与 1-2 月社零数据一致。

首先从核心 CPI 看, 经历春节错位带来的短期上升后 2 月有所回落, 2023 年 3 月继续上升 0.1pct 达到 0.7%, 主要受到消费品的拖累。

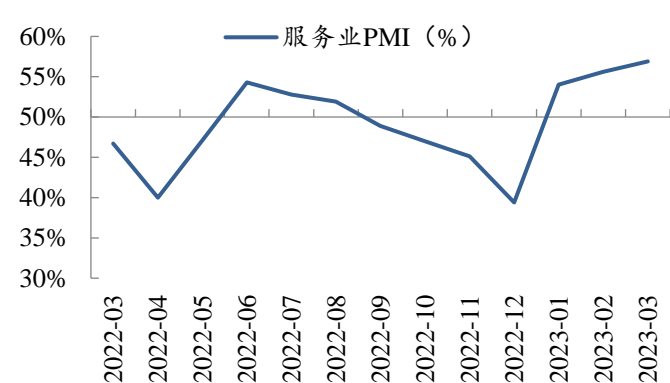
服务业 PMI 在 2023 年一直维持环比改善态势, 3 月进一步升至 56.9%, 为近年来最高值, 主要受旅游出行、住宿等前期受阻需求释放的推动。

图表15: 核心 CPI (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 3 月)

图表16: 服务业 PMI (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 3 月)

3、食品饮料：动销温和复苏，关注后续提价

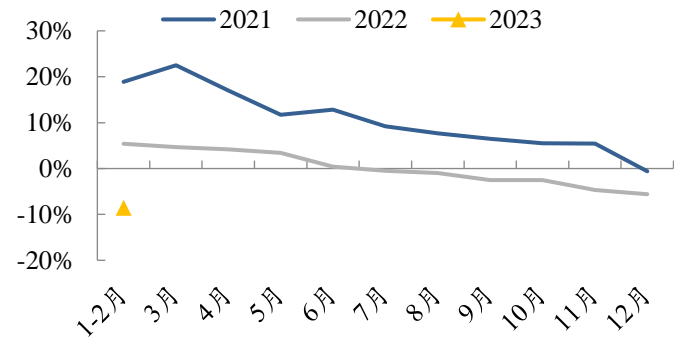
3.1、白酒：库存去化良好，关注批价回升

■ 产量：延续下滑态势，品质升级为主

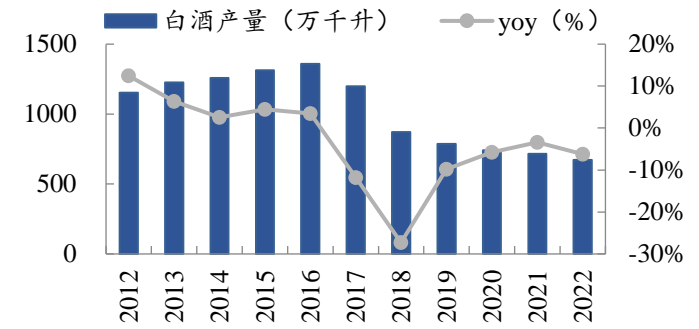
中国白酒产量自 2017 年起已进入下行通道，以品质升级“喝好酒”为主旋律。

2023 年 1-2 月，中国白酒产量 112.4 万千升，同比下滑 8.5%，缩量幅度扩大，预计未来仍将延续下行趋势。

图表17：全国白酒月度产量同比 (%)



图表18：全国白酒年度产量及增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 2 月）

来源：Wind，国金证券研究所

■ 动销：库存去化良好，关注批价修复

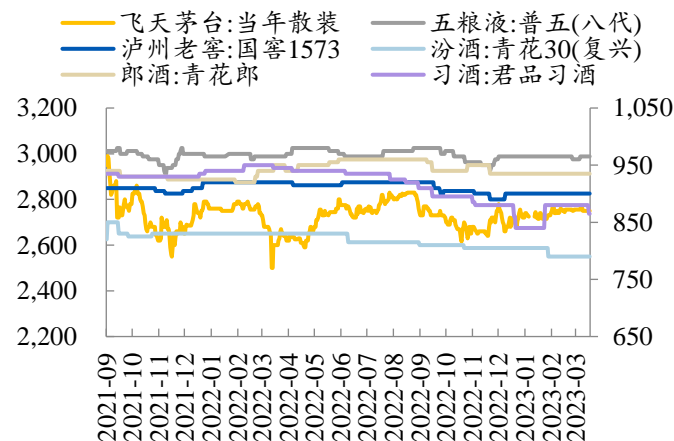
3 月白酒继续改善，重心从“量”转到“价”，关注二阶修复行情。白酒自 2 月起受到春节利好及线下消费场景修复，已经实现了动销的明显改善，从前期的以价换量消化库存逐步过渡到头部厂商的控货挺价，尤其是高端酒率先出现批价回升。3 月行业基本延续前期消化库存的节奏，库存水平降至 2 个月左右，市场关注转向提价能否顺利落地，尤其关注 4 月成都春糖会的催化，期待二阶段行情的展开。

然而从数据上看，批价修复明显弱于动销、库存、渠道信心的好转。截至 3 月末，高端酒茅五泸主要产品批价分别为 2750 元、960 元、900 元，基本持平；次高端酒近期也大多维持不变，但低于去年同期 10-20 元。

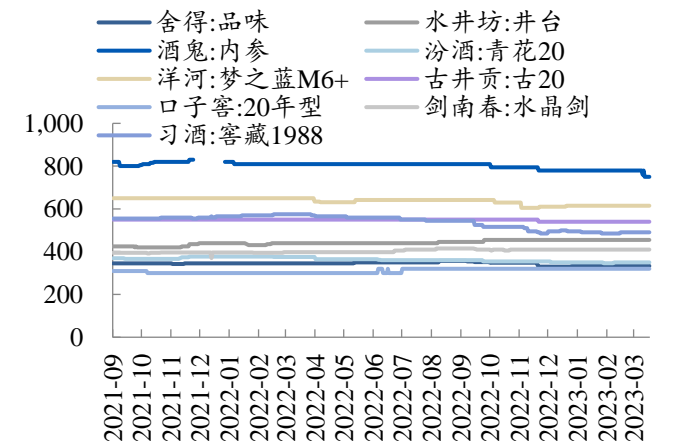
短期来看，若批价后续出现明显回升、渠道利润改善，或许预示着第二阶段修复行情开启，当前的期待在于春糖会、五一端午的催化，Q2 开始进入观察期。

中长期看，由于宏观经济和居民消费能力承压，不同价格带之间的分化会更加明显。真实动销是核心，部分公司的经营压力和库存风险仍存，虽然行业景气上行但可能不会是齐涨的格局，重点关注茅五泸+区域次高端。

图表19：高端白酒批价



图表20：次高端白酒批价



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 3 月 31 日）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 3 月 31 日）

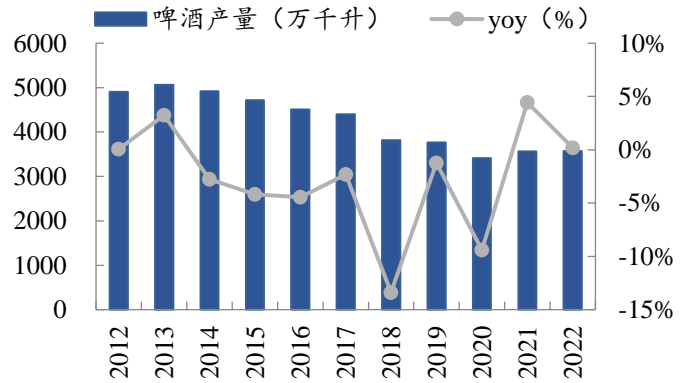
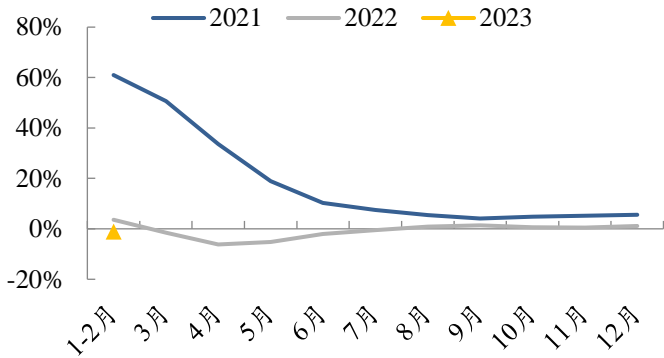
3.2、啤酒：现饮渠道修复，低基数期来临

■ 产量：产量保持平稳，转向品质升级

2023年1-2月中国啤酒总产量524.8万千升，同降1.2%。随着产量增长趋缓，产品提质升级是行业扩容核心驱动力。

图表21：全国啤酒月度产量同比 (%)

图表22：全国啤酒年度产量及增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

来源：Wind，国金证券研究所

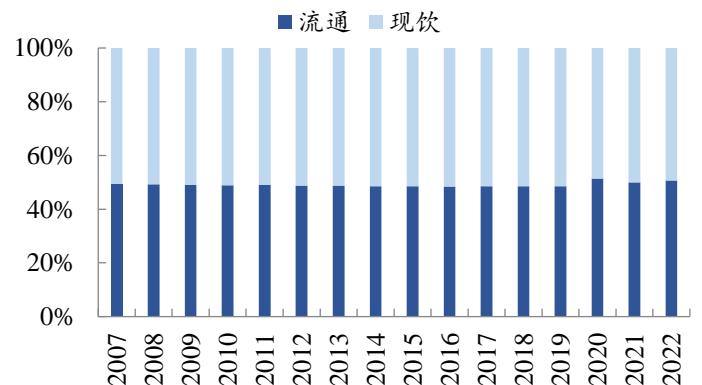
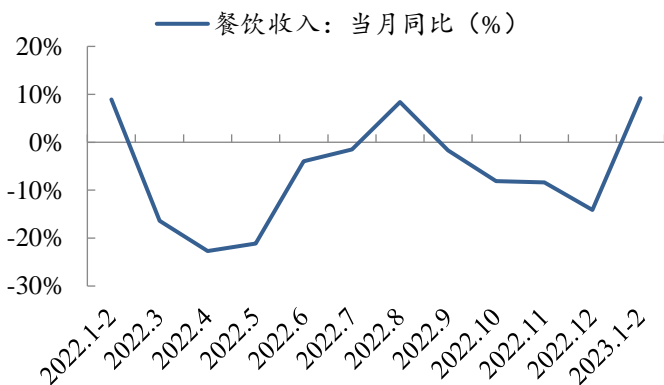
■ 动销：现饮修复良好，产品升级可期

啤酒板块消费倚重现饮渠道，年初至今线下餐饮消费快速复苏有效帮助啤酒动销改善。2023年1-2月餐饮收入同增9.2%，服务业PMI录得56.9，均指向线下接触类消费的明显改善。

从渠道调研反馈也可以得到印证，1-2月合并看，青啤、华润销量同增中个位数，燕京同增中高个位数，重啤中低个位数。3月起行业进入低基数，虽然环比增速偏淡，销量仍有望持续高增。青啤、华润预计3月延续双位数高增长，重啤基地市场表现良好。

图表23：社零餐饮收入月度同比

图表24：中国啤酒渠道结构 (%)



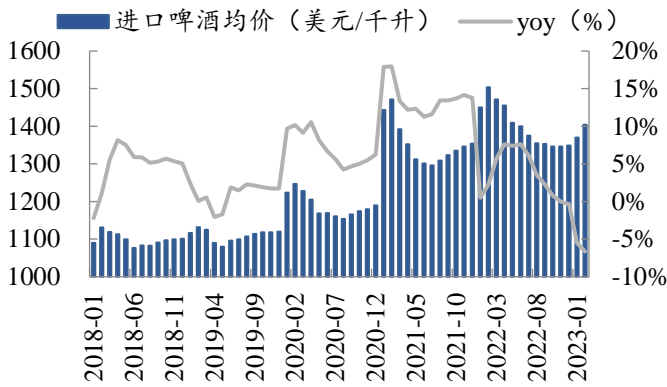
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

来源：欧睿，国金证券研究所

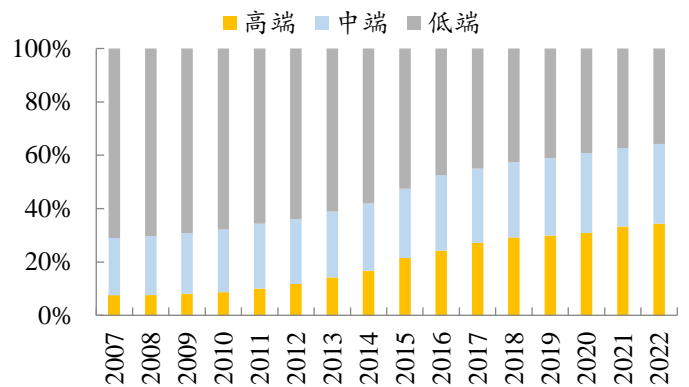
另一方面，由于高端啤酒大多以现饮渠道为主，餐饮恢复背景下酒企继续推出中高价格带产品。2月底餐饮、夜场已接近100%开放，高端化是2023年的看点，尤其是前期受影响较大的乌苏、1664、SuperX等大单品，业绩弹性显现。

从进口啤酒均价看，截至2023年2月为1404美元/千升，同比下降6.7%但环比呈现上升趋势，站稳更高价格带。

图表25: 进口啤酒累计均价及变动



图表26: 各价位啤酒市场渗透率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

来源: 欧睿, 国金证券研究所

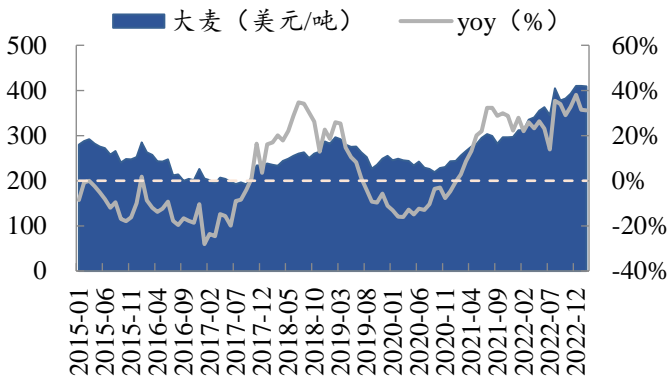
■ 原材料: 大麦价格较高, 包材成本回落

由于地缘冲突加剧了粮食供应紧张格局, 2022 年啤酒主要原材料大麦持续上涨, 截至 2023 年 2 月升至近 409 美元/吨的历史高位, 同比增长 31.1%, 由于全年锁价已完成, 对毛利率影响较小。

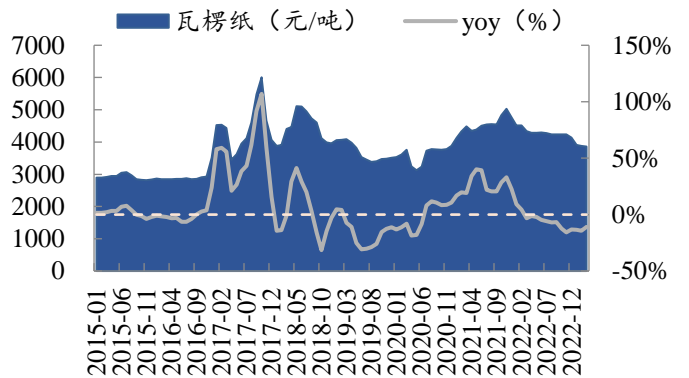
另一方面包材价格则有所回落, 2023 年 3 月末, 瓦楞纸价格 3860 元/吨, 同降 11.0%; 浮法玻璃价格 1767 元/吨, 同降 21.1%; 铝锭价格 18355 元/吨, 同降 18.7%。

综合来看, 原料价格继续维持高位而包材成本回落, 吨成本或仍上行但幅度小于 22 年。

图表27: 大麦月度均价及变动



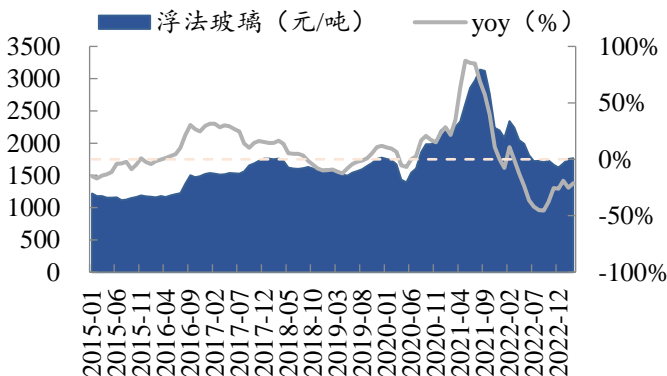
图表28: 瓦楞纸月度均价及变动



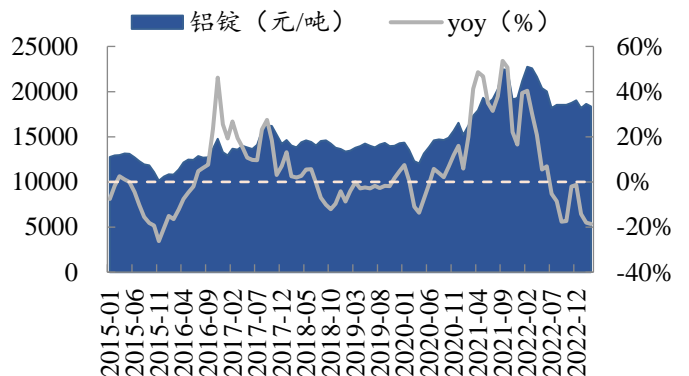
来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 23 年 2 月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 23 年 3 月)

图表29: 浮法玻璃月度均价及变动



图表30: 铝锭月度均价及变动



来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 23 年 3 月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 23 年 3 月)

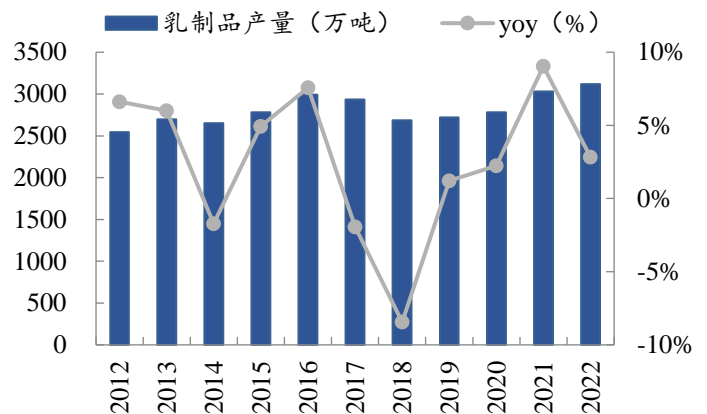
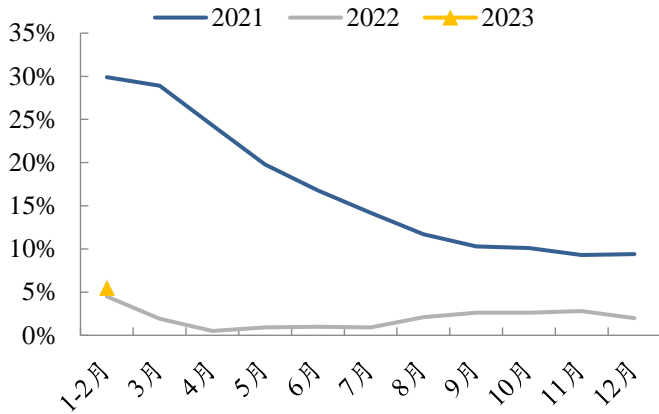
3.3、乳制品：修复态势延续，促销投放缩减

■ 产量：健康意识提升，消费量继续增加

2023年1-2月中国乳制品总产量520.6万吨，同增5.5%。疫情期间居民健康意识提升，乳制品需求量实现企稳回升，新兴高价值品类的推广也促进了消费量的增加。

图表31：全国乳制品月度产量同比 (%)

图表32：全国乳制品年度产量及增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

来源：Wind，国金证券研究所

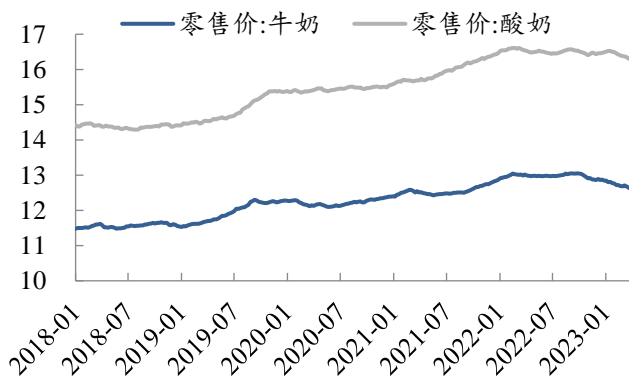
■ 动销：需求温和复苏，费用理性投放

1-2月乳制品行业整体呈现温和复苏，3月需求偏淡，主要在于居民购买力不足导致可选品酸奶需求承压，但库存相对良性。公司层面，伊利、蒙牛均加强价盘把控，竞争趋缓理性投放费用。

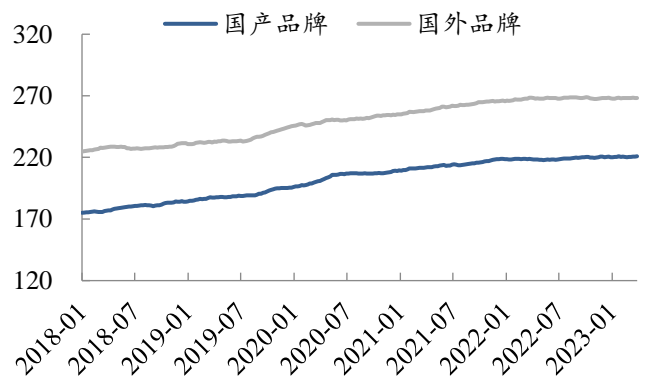
中长期看，产品高端化、多元化趋势仍将持续，支持中长期利润率提升。截至2023年3月，牛奶、酸奶零售价分别达到12.6元/升、16.3元/升；国产、国外婴幼儿奶粉价格分别为220.9元/公斤、268.1元/公斤。随着消费信心恢复，有望延续产品提价升级态势。

图表33：乳制品零售价格 (元/升)

图表34：婴幼儿奶粉零售价格 (元/公斤)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/3/31）

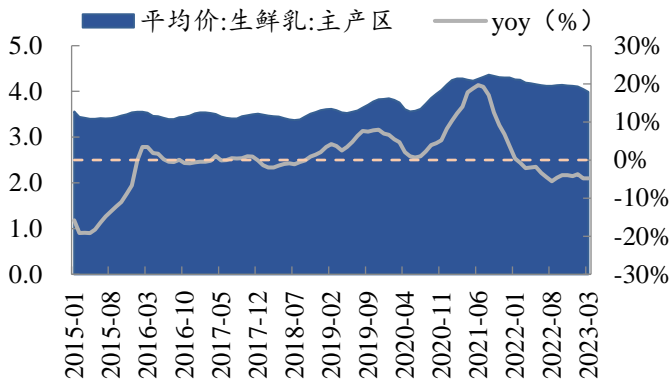


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/3/31）

■ 原材料：奶价高位回落，成本压力缓解

奶价高位回落，截至2023年3月，国内生鲜乳价格4.0元/公斤，同比下滑4.8%，疫情期间流通受阻导致需求下滑；海外市场GDT全脂奶粉3252.5美元/吨，同比亦下滑30.5%。

图表35: 国内原奶价格 (元/公斤)



图表36: 进口奶粉价格 (美元/吨)

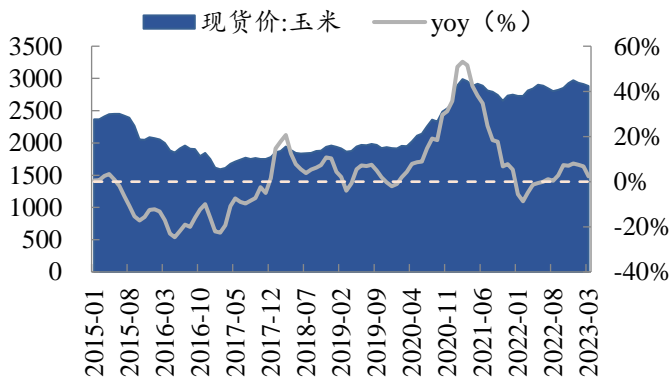


来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至23年3月)

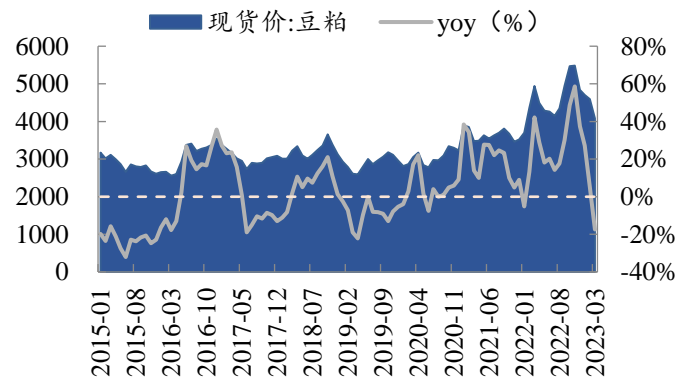
来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至23年3月)

展望后市, 奶价与饲料价格相关性高, 2023年3月玉米、豆粕结算价分别为2880.7元/吨、4085.8元/吨, 分别同比上升2.4%、同比下降17.4%, 因此成本端压力缓解, 有助于下游乳企毛利率回升。

图表37: 玉米现货结算价 (元/吨)



图表38: 豆粕现货结算价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至23年3月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至23年3月)

3.4、调味品: 动销发货提速, 库存趋于消化

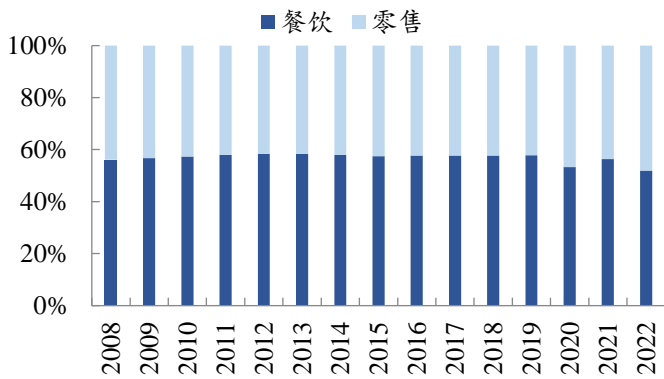
■ 动销: 终端动销提速, 库存趋于消化

餐饮渠道是调味品重要消费场景 (疫情前占比约 57.8%), 疫情防控优化后宴席聚会等场景修复有效带动动销改善, 发货普遍好转, 高库存趋于消化, 经营压力有所改善。

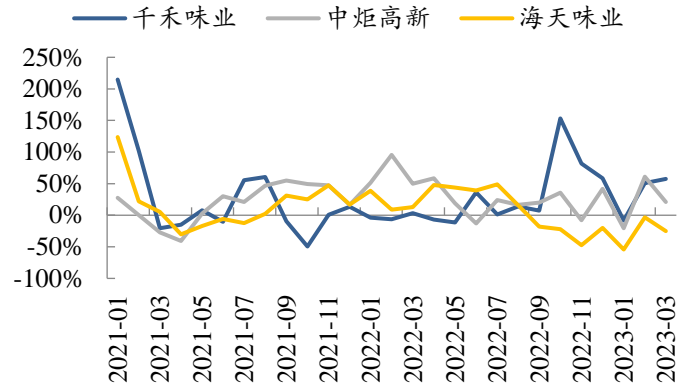
根据渠道调研反馈, 1-2月期间, 海天味业出货略增个位数左右, 库存环比降至 20%; 中炬高新同比个位数增长, 库存降至 1 个月左右; 千禾味业延续高增长, 线上增速更快。

从线上零售端佐证来看, 23年3月千禾味业、中炬高新、海天味业 GMV 同增 57.6%、同增 20.8%、同降 25.0%, 一季度整体分别同增 22.4%、同增 12.7%、同降 34.8%。

图表39: 酱油渠道结构 (%)



图表40: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)



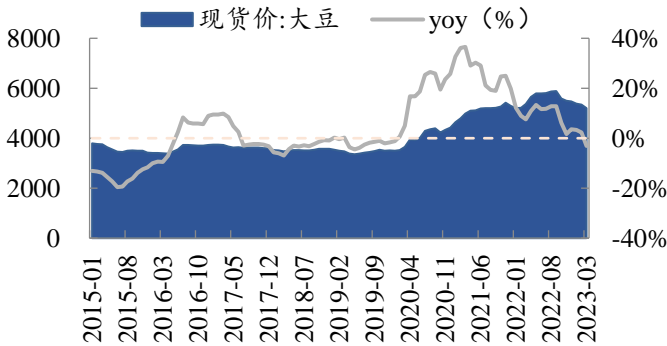
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 萝卜投研, 国金证券研究所 (注1: 淘系口径; 注2: 截至23年3月)

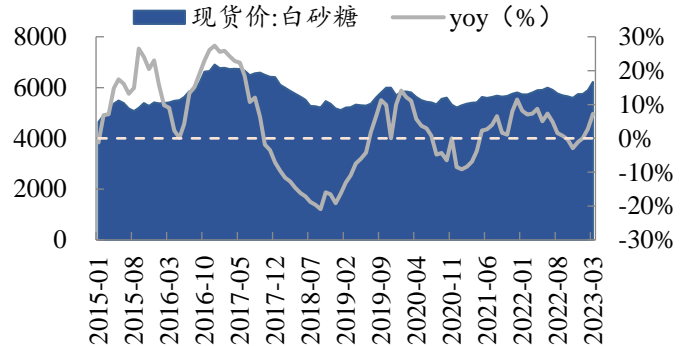
■ 原材料: 成本边际下探, 盈利有望改善

截至2023年3月, 大豆、白砂糖结算价分别为5201.3元/吨、6222.2元/吨, 分别同比下降3.1%、上升7.3%, 主要原材料成本下探, 盈利有望改善。

图表41: 大豆现货结算价 (元/吨)



图表42: 白砂糖现货结算价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至23年3月)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至23年3月)

3.5、行业动态: 白酒价盘调整, 关注 IPO 事件

图表43: 2023年3月食品饮料行业动态

行业	日期	内容	来源
白酒	2023/3/8	国缘四开停货	(微酒)
	2023/3/28	珍酒李渡集团通过港交所上市聆讯	(小食代)
	2023/3/28	泸州老窖: 3月31日起, 38度国窖1573经典装经销商结算价上调30元/瓶	(微酒)
	2023/3/29	酱酒整体价格回落, 300-600元成为酱酒核心价格带	(权图酱酒工作室)
啤酒	2023/3/5	百威携手BrewDog拓展中国精酿市场	(酒业家)
	2023/3/8	乌苏啤酒加码餐饮赛道	(快速消费品精英俱乐部)
乳制品	2023/3/12	荷兰合作银行: 2023年七大出口地区的牛奶产量将同比增长0.7%	(乳业资讯网)
	2023/3/17	2022年, Oatly亚洲市场销量增长32%	(FoodTalks 食品资讯)
软饮料	2023/3/12	香飘飘组建即饮新团队, 转战主流瓶装饮料市场	(FoodTalks 食品资讯)
	2023/3/28	22年无糖茶饮增速7.9%高于含糖茶饮, 预计未来五年复合增长率达10.2%	(36氪)
	2023/3/31	汇源成功重组, 官宣新战略, 目标3年后实现百亿营收	(FBIF 食品饮料创新)
茶饮&咖啡	2023/3/7	市场份额第二的澜沧古茶再启上市计划, 冲击“普洱茶第一股”	(FoodTalks 食品资讯)
食品&预制菜	2023/3/2	阿宽食品继续推进A股IPO: 跃居内资方便面品牌前3, 主打「红油面皮」产品	(IPO早知道)
	2023/3/8	水产品预制菜公司鲜美来冲刺上交所, 年营收10.6亿, 拟募资6.06亿	(FoodTalks 食品资讯)
	2023/3/13	海天味业在官方旗舰店推出两款预制菜产品	(FBIF 食品饮料创新)

来源: 微酒, 小食代, 权图酱酒工作室, 酒业家, 快速消费品精英俱乐部, 乳业资讯网, FoodTalks, 36氪, FBIF 食品饮料创新, IPO早知道, 国金证券研究所

4、家用电器：空调表现亮眼，品类分化加大

4.1、国内市场：行业依然承压，品类分化加大

2023年一季度，家电行业在经过2月的短暂回暖后再次陷入3月的销售走弱，同时不同品类间的分化明显加大。2月短期增速上扬或许来自于春节错位，从1-2月社零可以看到家用电器依然录得-1.9%的下滑，显示出行业整体销售在春节期间的复苏有限。

分品类来看，空调由于需求复苏和下游渠道补库存，销售表现亮眼，3月同增3.3%，一季度累计增长9.8%。高景气的洗地机、洗干套装3月分别录得6.6%、3.4%的增长，23Q1整体分别同增21.2%、9.2%。其余品类中仅饮水机、燃气热水器、电蒸锅等录得小幅增长外大多出现中个位数到低双位数的下滑，品类分化加大。

从量价拆分角度看，空调、冰箱依然在推进高端化升级，新兴品类中清洁电器、洗碗机、集成灶也有持续提价，而其他品类则出现量价齐跌的局面。

图表44：家电主要品类月度销售情况

赛道分类		销额				销量			
使用场景	品类	年初至今	2023-03	2023-02	2023-01	年初至今	2023-03	2023-02	2023-01
起居室	彩电	-22.3%	-11.0%	6.7%	-37.6%	-18.1%	-8.8%	5.2%	-30.7%
	空调	9.8%	3.3%	46.9%	-18.7%	9.7%	1.6%	50.5%	-18.9%
	清洁电器	-9.8%	-8.2%	2.2%	-17.1%	-15.4%	-15.5%	-6.0%	-20.8%
	扫地机器人	-13.6%	-4.1%	-1.1%	-24.8%	-14.0%	-3.9%	-1.0%	-25.0%
	洗地机	21.2%	6.6%	39.6%	21.7%	37.9%	23.0%	59.0%	36.9%
	加湿器	-38.3%	N/A	-26.1%	-43.2%	-52.8%	N/A	-43.8%	-56.6%
	挂烫机	-13.6%	-6.0%	9.9%	-39.6%	-17.7%	-8.6%	8.2%	-47.0%
	饮水机	-3.0%	4.9%	5.9%	-14.3%	0.2%	7.6%	9.4%	-11.1%
卫生间	洗衣机	-13.2%	-13.5%	15.4%	-29.9%	-9.2%	-7.3%	9.4%	-23.1%
	干衣机	-26.6%	-19.7%	7.2%	-54.4%	-27.1%	-17.8%	-11.2%	-47.0%
	洗干套装	9.2%	3.4%	38.0%	0.0%	17.3%	11.0%	48.3%	6.4%
	燃气热水器	-1.0%	5.5%	39.3%	-33.3%	1.5%	6.7%	36.8%	-26.8%
	智能马桶分体机	-20.0%	N/A	-12.8%	-26.3%	-22.3%	N/A	-18.4%	-25.4%
	智能马桶一体机	-4.7%	N/A	22.4%	-26.6%	-13.4%	N/A	6.9%	-29.5%
厨房	冰箱	-2.4%	-5.4%	39.5%	-20.8%	-5.7%	-10.5%	21.9%	-19.3%
	油烟机	-2.6%	2.5%	43.3%	-37.4%	-1.6%	6.2%	34.2%	-33.3%
	燃气灶	-7.5%	-2.6%	28.4%	-33.7%	-4.1%	-0.1%	21.9%	-23.3%
	集成灶	-8.3%	-0.9%	22.0%	-57.0%	-5.6%	-2.7%	32.9%	-51.1%
	洗碗机	-0.3%	-1.5%	46.1%	-30.0%	-6.8%	-5.9%	22.6%	-29.0%
	微波炉	-17.4%	-2.4%	1.4%	-37.0%	-13.1%	0.7%	8.7%	-34.5%
	电蒸锅	35.7%	36.6%	54.9%	21.1%	20.1%	17.4%	38.9%	5.8%
	电饭煲	-7.6%	-7.0%	10.7%	-19.4%	-8.8%	-9.5%	7.7%	-20.7%
	电压力锅	-11.4%	-7.2%	8.6%	-23.6%	-15.5%	-10.6%	0.2%	-26.7%
	豆浆机	-9.7%	-2.1%	5.9%	-29.7%	5.4%	14.4%	21.7%	-17.6%
	料理机	-14.2%	-9.7%	0.9%	-28.0%	-16.5%	-7.3%	-1.6%	-32.2%
	电水壶	-7.4%	0.2%	2.5%	-18.8%	-12.2%	-2.3%	-1.0%	-27.2%
	煎烤机	-16.9%	-5.6%	1.4%	-32.6%	-14.8%	-2.1%	5.6%	-33.8%
	榨汁机	-7.4%	-8.7%	9.1%	-18.8%	-3.4%	-6.0%	15.2%	-15.3%
	电炖锅	-13.8%	-10.5%	1.7%	-27.7%	-14.3%	-10.1%	1.8%	-30.2%
	搅拌机	-19.4%	-7.9%	-8.0%	-33.0%	-22.5%	-11.6%	-9.0%	-37.0%
空气炸锅	-41.0%	-54.8%	-27.4%	-37.7%	-34.7%	-49.2%	-17.2%	-32.5%	

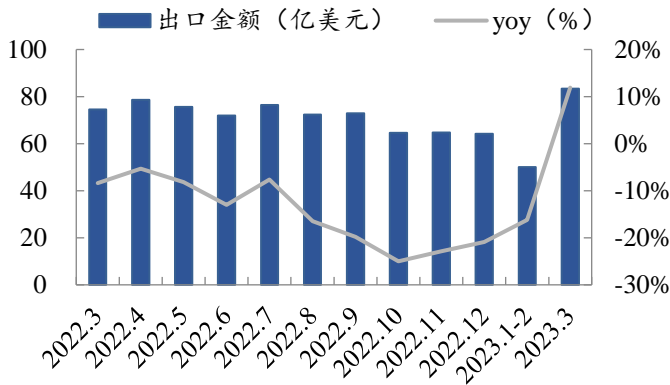
来源：AVC，国金证券研究所（注：加湿器、智能马桶分体机、智能马桶一体机3月数据尚未更新，年初至今累计值以1-2月数据计算）

4.2、海外市场：出口大超预期，关注后续进展

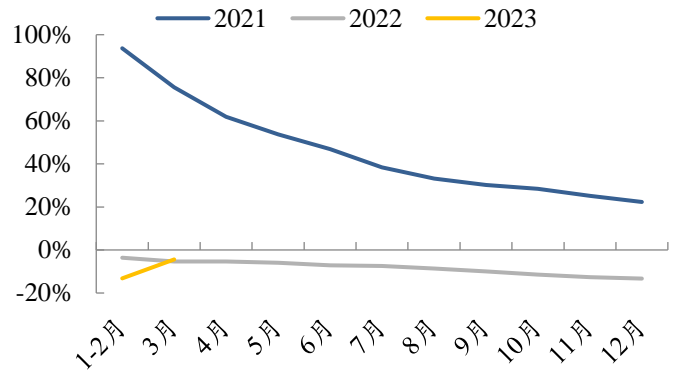
海外市场由于货币政策收紧持续偏弱，2022年全年家用电器出口相较2021年均有明显回落且降幅不断加大。

但2023年3月单月家电出口83.4亿美元，同比增长11.9%，大超预期。一季度合计出口205.4亿美元，同比下降4.4%。

图表45：家用电器单月出口金额



图表46：家用电器单月出口金额同比 (%)



来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至2023年3月）

来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至2023年3月）

4.3、空间测算：新品渗透受阻，下调预期增速

基于截至2023年3月的数据，我们测算了重点家电品类未来市场空间。以当前渗透率为指标，从类型上可分为成熟品类（以更新需求为主）、新兴品类（持续用户渗透）两大阵营。

成熟品类主要包括“彩冰空洗”及烟灶，当前相对渗透进度已接近理论上限，市场规模增长相对缓慢但由于产品本身购买顺序在家电中靠前，受地产下行、收入预期波动影响相对较小。展望2022-2025年，预计仍将以3-5%左右的年化增速增长，绿色智能产品及高端化升级或提振增速。

然而2023年一季度数据显示居民消费力下滑对新兴品类的渗透构成较大影响，销售额增速上看扫地机(-13.6%)、干衣机(-26.6%)、洗碗机(-0.3%)、集成灶(-8.3%)均有明显下滑，我们依然看好产品力带来显著使用效率提升逻辑支撑下这些品类未来有望成长为千亿规模，但短期下调了2023年全年的增速预期。

图表47：重点品类市场空间测算

分类	品类	理论渗透率 (%)					市场规模 (亿元)				
		2022	2023E	2024E	2025E	Δ22-25	2022	2023E	2024E	2025E	CAGR3
成熟品类	空调	96%	97%	98%	98%	3%	2754	2982	3020	2967	2.5%
	冰箱	97%	97%	97%	97%	0%	1035	1063	1108	1153	3.7%
	洗衣机	94%	95%	96%	96%	2%	783	778	826	864	3.3%
	彩电	95%	95%	95%	95%	0%	1129	1124	1217	1268	3.9%
	油烟机	60%	61%	62%	62%	3%	232	238	258	271	5.3%
	燃气灶	99%	96%	94%	92%	-6%	255	265	283	297	5.3%
新兴品类	扫地机	6%	7%	8%	9%	3%	133	144	169	200	14.7%
	洗地机	1%	2%	3%	4%	3%	75	107	146	198	38.0%
	干衣机	1%	1%	2%	2%	2%	49	66	105	162	49.2%
	洗碗机	2%	3%	4%	5%	3%	111	157	227	322	42.5%
	集成灶	3%	4%	5%	7%	4%	290	413	602	845	42.9%
	电动牙刷	39%	40%	41%	42%	3%	77	89	107	116	14.7%
	智能马桶	1%	2%	3%	3%	2%	57	69	86	104	21.9%

来源：欧睿，AVC，产业在线，国家统计局，国金证券研究所（注1：成熟品类渗透率为相对理论上限测算，并非百户渗透率；注2：参考数据截至2023年3月）

4.4、行业动态：空调排产高增，清洁电器降温

图表48：2023年3月家用电器行业动态

行业	日期	内容	来源
彩冰空洗	2023/3/12	预计23年国内空调市场内销出货同比增长3.7%，全渠道零售额规模同比增长4.5%	(奥维云网)
	2023/3/13	2023年2月，中国电视市场品牌整机出货量达到241万台，同比增长26.8%	(洛图科技)
	2023/3/30	4月空调排产1741万台；内销1003万台，同增34.3%；出口738万台，同增6.8%	(奥维云网)
清洁电器	2023/3/25	清洁小家电赛道大降温，扫地机器人、洗地机细分品类增速新低	(36氪未来消费)
安防家电	2023/3/5	2023年1月，中国监控摄像头线上市场销量同降26.9%，销额同降11.2%	(洛图科技观研)
	2023/3/18	2022年中国家用智能门锁市场全渠道销量1805万套，线上市场约占32%，同比增长17.4%	(奥维云网)
智能微投	2023/3/8	预测2026年全球投影机出货规模达到2526万台，CAGR5为10.3%	(洛图科技观研)
	2023/3/23	海信Vidda投影加快激光布局，再发三色激光新品	(洛图科技观研)
卫浴电器	2023/3/31	美的美颐享沐养热水器首发，针对老年皮肤创新沐浴科技	(AgeClub)
个护电器	2023/3/4	22年“洗剪吹”三品类零售额同增6.9%，其中电吹风实现29.7%增长	(家电网)

来源：奥维云网，洛图科技，36氪，AgeClub，家电网，国金证券研究所

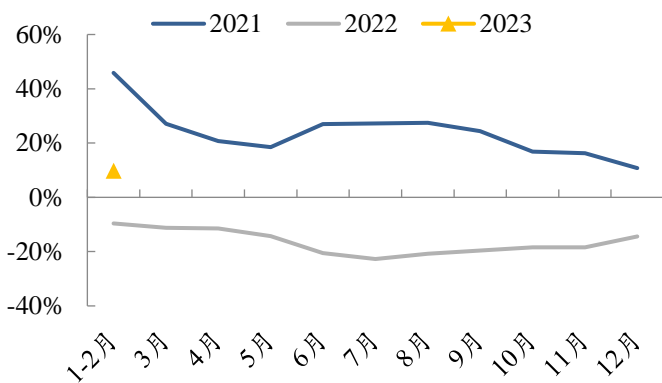
5、轻工制造：地产回暖明确，期待Q2表现

5.1、国内市场：地产信号企稳，竣工率先复苏

回顾2022年，房企经营压力较大，在新房交付上面临一定压力。2023年开始，楼市在政策支持下出现复苏迹象，尤其是竣工端相较于销售端率先开始复苏。

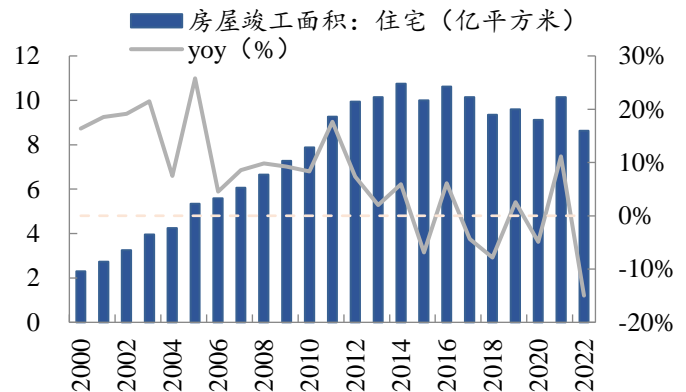
竣工端与家居板块业绩相关性高，随着疫情结束以及大量房地产支持政策落地，2023年1-2月房屋竣工面积同比增长9.7%，标志着动行业景气出现回暖，前期堆积的装修需求有望开始释放。

图表49：房屋竣工面积月度同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

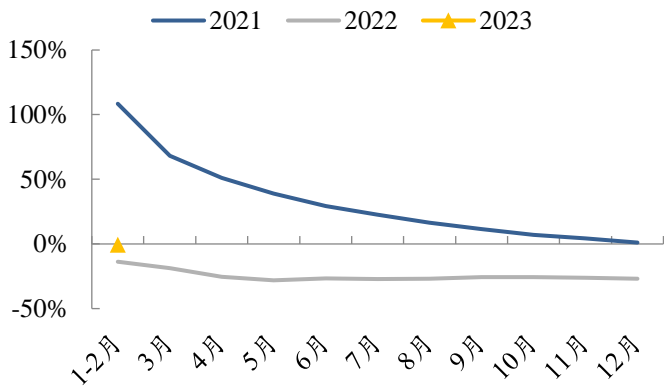
图表50：房屋竣工面积年度同比 (%)



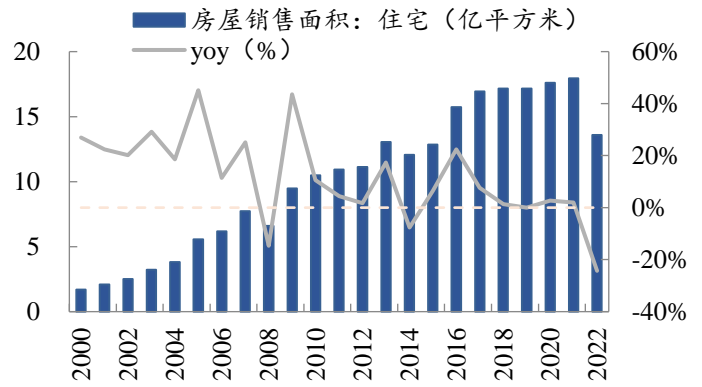
来源：Wind，国金证券研究所

房屋新销售面积决定家居板块未来市场需求，2022年新销售面积累计销售11.5亿平方米，同比下滑26.8%，创近年新低。2023年1-2月，新房销售面积同减0.6%，止住下滑趋势，说明政策刺激开始见效。

图表51: 房屋销售面积月度同比 (%)



图表52: 房屋销售面积年度同比 (%)



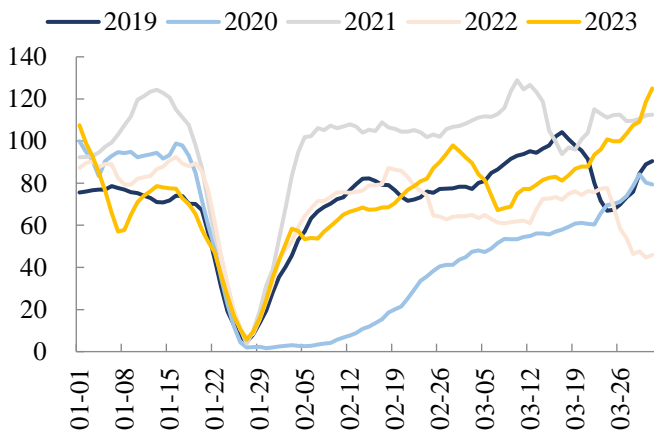
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

来源: Wind, 国金证券研究所

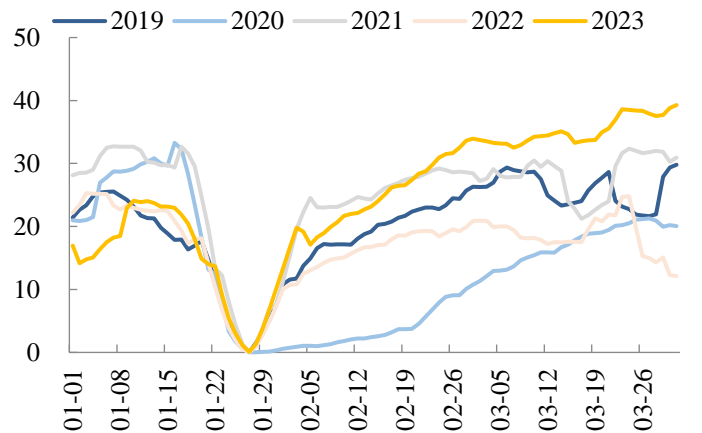
2023 年初以来房地产市场持续回暖, 接近疫情前水平。对比来看, 样本城市新房、二手房日均成交面积分别在 3 月底达到 125.0 万平方米、39.3 万平方米, 为 2019 年以来最高水平, 这在居民中长贷数据回升上也可以得到印证。此外 CRIC 数据显示, 3 月百强房企销售操盘金额 6608.6 亿元, 同比增长 29.2%, 环比增长 42.3%, 带动一季度销售金额同比逆势转正, 实现 2022 年以来首次增长。

315 大促期间行业前端接单表现较优, 在去年较高基数背景下继续增长, 头部品牌增速预计在 15-20%。随着前期高客流和订单转化, 或对二季度报表形成支撑。

图表53: 代表城市新房单日成交面积: MA7 (万平方米)



图表54: 代表城市二手房单日成交面积: MA7 (万平方米)



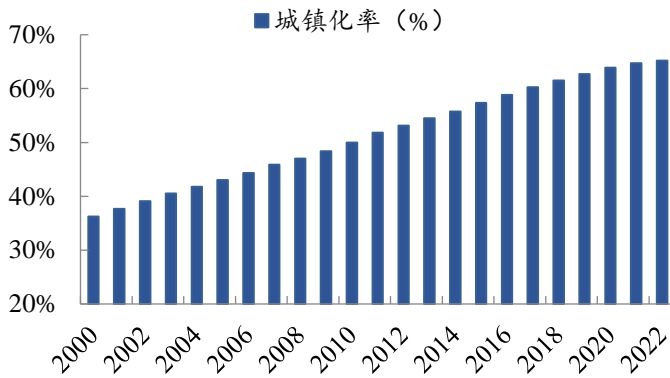
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 以历年春节为基准调整, 横轴为 23 年日期)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 以历年春节为基准调整, 横轴为 23 年日期)

中长期来看, 随着中国城镇化率在 2022 年末达到 65.2% 新高, 逐步接近发达国家 75% 的平均水平, 后续城镇化继续提升的空间、节奏大概率会放缓, 因此大家居行业整体将进入存量时代, 以满足更替需求为主。“量”的角度看, 未来年均需求总额约 11 亿平米。

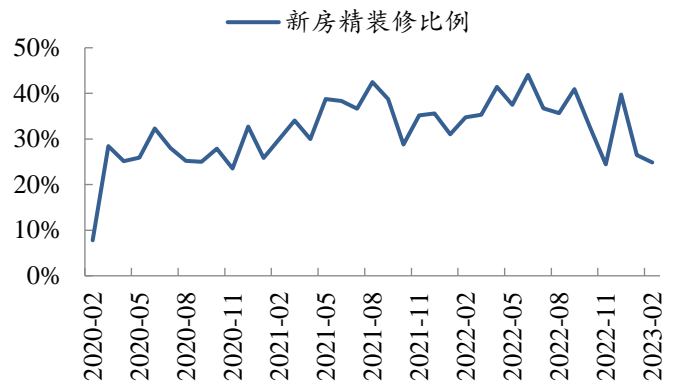
值得关注的是新房中精装修比例在政策推动下持续提升, 行业渠道结构发生变化, 橱柜、木门、衣柜等配套率接近 100%, 2023 年 2 月新房精装修比例 24.9% 略有下滑。

图表55: 中国城镇化率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 中国新房精装修比例 (%)



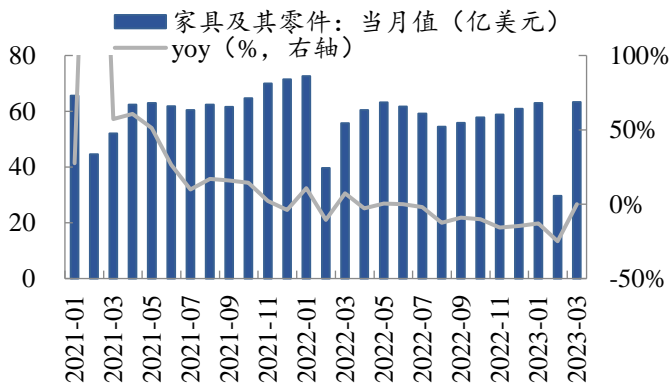
来源: AVG, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

5.2、海外市场: 家具出口回升, 美国库存高位

由于海外市场需求在 2022 年的地缘冲突和美元加息背景下陷入低迷, 中国家具出口在 2021 年的突飞猛进后也同步陷入调整, 2022 年下半年起出口累计同比已转负。

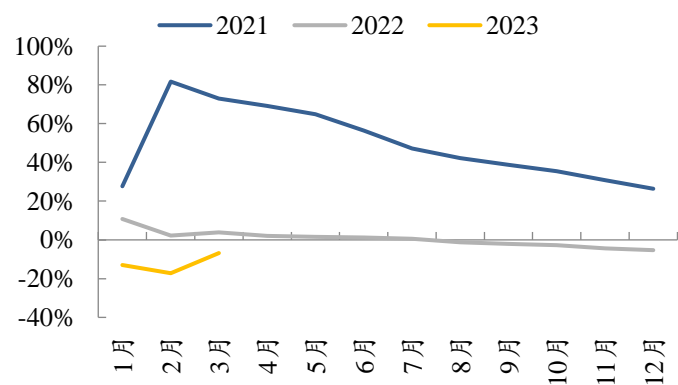
2023 年 1-2 月家具出口累计同比下滑 17.2%, 但 3 月单月出口 63.3 亿美元, 同增 13.7%, 带动 23Q1 累计出口回升至 -6.8%, 超出预期。

图表57: 中国家具出口月度变动



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 3 月)

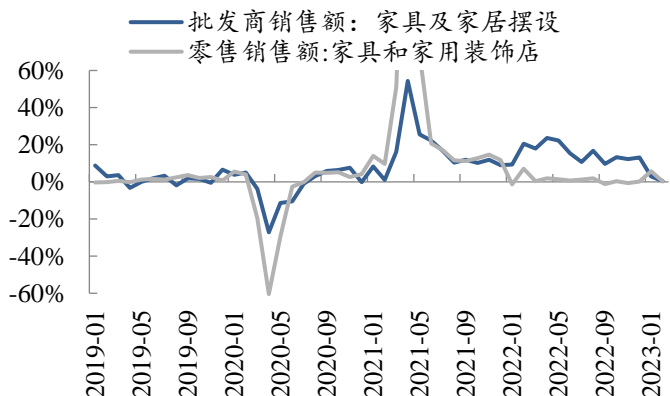
图表58: 中国家具出口金额累计同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 3 月)

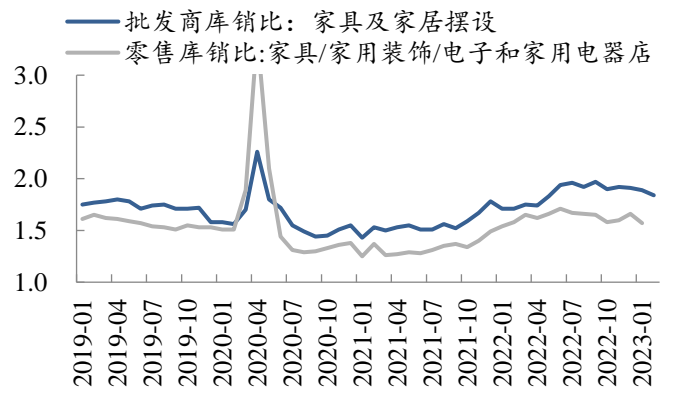
从海外主要消费市场美国看, 零售端需求增速回落也较为明显, 2023 年 2 月家具和家用装饰批发、零售口径销售额同比上升 0.4、0.1%, 增长动能趋缓。且前期库存累计的影响也逐步凸显, 2 月批发端库销比达 1.84, 处于 2019 年以来最高值。

图表59: 美国家具市场月度销售同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

图表60: 美国家具市场月度库销比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

5.3、行业动态：家居 IPO 增多，纸业继续去库

图表61：2023年3月轻工制造行业动态

行业	日期	内容	来源
家居	2023/3/2	预计 2023 年我国定制家居行业规模将达 5271 亿元	(家居建材圈子)
	2023/3/3	全屋定制家居企业玛格家居申请深交所主板 IPO 获受理	(家居建材圈子)
	2023/3/4	皇派、千年舟、马可波罗、悍高、时代装饰 IPO 获深交所受理	(家居建材圈子)
	2023/3/21	司米厨柜宣布切入高端整家定制赛道	(家居建材圈子)
造纸	2023/3/2	山鹰华中纸业产能将达到 340 万吨，将成华中之最	(中纸在线)
	2023/3/9	中国纸浆主流港口样本库存量：207.3 万吨，较上期下降 2.2 万吨，继续呈现去库的状态	(中纸在线)
	2023/3/20	特种纸行业明显供过于求，集体性涨价难持续	(纸业观察)
宠物	2023/3/7	福贝更新招股书：2021 年营收近 10 亿，代工占比超 6 成，猫粮代工贡献 73%	(宠业家)
	2023/3/16	Alltech 数据：去年全球宠食产量增长 7.2%	(宠业家)
	2023/3/17	新瑞鹏更新招股书：去年营收超 57 亿元，宠物护理服务占比过半	(宠业家)

来源：家居建材圈子，中纸在线，纸业观察，宠业家，国金证券研究所

6、纺织服饰：延续温和复苏，库存持续去化

6.1、销售：3月增速回落，运动户外领先

节后纺服终端销售开始调整，可以看到2月单月线上GMV增速虽然亮眼但1-2月合计来看多数品类依然录得双位数下滑，显示出前期的增长可能来自于春节错位。进入3月后，同比增速明显回落，但环比依然改善。由于去年同期受疫情影响基数较低，预计二季度起GMV增速可能上升。

分品类看，结构性分化也较为明显，户外出行相关的户外用品、箱包表现领先于其他品类，3月分别同增32.2%、10.7%，一季度累计分别同增19.3%、3.9%，受益场景修复最为明显。

图表62：纺服线上GMV月度跟踪

时间	男装	女装	男鞋	女鞋	童装	童鞋	运动服	运动鞋	户外用品	内衣	家纺	箱包
2022-03	-19.5%	-5.7%	-18.4%	-14.0%	-8.7%	-9.9%	-14.6%	-10.2%	-8.6%	-15.1%	-14.1%	-16.1%
2022-04	-25.9%	-18.4%	-23.4%	-19.4%	-16.7%	-5.3%	-3.3%	2.7%	25.4%	-12.9%	-14.2%	-33.1%
2022-05	-24.8%	-8.8%	-12.5%	-10.5%	-19.9%	-6.6%	-2.8%	9.5%	18.5%	-13.2%	-18.3%	-15.3%
2022-06	-14.5%	-7.5%	-7.1%	-7.7%	-1.9%	5.5%	21.1%	19.6%	30.3%	6.7%	16.4%	-14.0%
2022-07	-9.2%	-12.3%	-4.4%	-8.9%	-7.8%	-8.2%	-4.2%	-10.9%	18.5%	-6.7%	-6.7%	-31.7%
2022-08	-1.6%	-24.1%	-1.7%	-14.8%	-4.0%	-0.4%	0.1%	-3.7%	15.2%	-5.2%	3.3%	-21.7%
2022-09	-3.7%	-6.1%	1.9%	-8.9%	6.5%	9.6%	1.1%	2.1%	26.5%	-9.8%	9.6%	-25.7%
2022-10	-13.4%	-13.7%	-6.3%	-13.6%	-15.1%	-14.7%	-15.7%	-11.0%	22.0%	-14.3%	-5.8%	-35.0%
2022-11	-24.3%	-22.9%	-20.8%	-23.8%	-20.8%	-12.1%	-12.9%	5.0%	6.3%	-16.3%	-10.1%	-22.9%
2022-12	-4.7%	-21.6%	-9.0%	-16.9%	-3.7%	-0.4%	-2.5%	-10.7%	7.7%	13.2%	12.3%	-23.3%
2023-01	-32.3%	-34.8%	-31.6%	-35.5%	-41.0%	-42.6%	-25.7%	-26.2%	-7.3%	-26.2%	-26.1%	-17.6%
2023-02	15.7%	16.3%	17.0%	24.8%	15.7%	25.7%	0.9%	12.4%	36.8%	13.6%	15.2%	20.2%
2023-03	3.2%	7.0%	7.2%	3.1%	-3.2%	2.2%	-6.5%	3.9%	32.2%	-2.4%	1.9%	10.7%
1-2月合计同比	-17.2%	-15.1%	-13.7%	-10.9%	-25.1%	-19.5%	-15.6%	-10.5%	12.1%	-10.9%	-9.0%	0.4%
年初至今累计	-10.9%	-7.5%	-6.4%	-5.2%	-17.9%	-11.0%	-12.2%	-5.0%	19.3%	-8.0%	-5.3%	3.9%

来源：魔镜数据，国金证券研究所（注1：包括淘宝天猫、京东平台数据；注2：数据截至2023年3月）

纺服行业景气最高的运动服饰赛道在2022年依然展现出较强韧性，从头部上市公司（安踏体育、李宁、特步国际、361度）季度运营情况上看，除疫情影响最大的二、四季度终端流水出现中高单位数下滑外，始终保持韧性。

根据运动品牌近日公布的一季度流水，安踏旗下安踏品牌/FILA/其他品牌零售流水分别取得中单位数/高单位数/75-80%增长；特步国际同比增长约20%，折扣率回升到七至七五折，率先实现复苏。

图表63: 主要运动品牌季度流水跟踪

公司	时间	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
安踏	安踏	中单位数	高单位数	中单位数	中单位数	10-20%高段	10-20%中段	10-20%低段	35-40%	40-45%
	FILA	高单位数	10-20%低段	10-20%低段	高单位数	中单位数	高单位数	中单位数	30-35%	75-80%
	其他	75-80%	10-20%低段	40-45%	20-25%	40-45%	30-35%	35-40%	70-75%	115-120%
李宁	整体		10-20%低段	10-20%中段	高单位数	20-30%高段	30-40%低段	40-50%低段	90-100%低段	80-90%高段
	线上		中单位数	20-30%中段	中单位数	30-40%中段	40-50%低段	50-60%中段	90-100%高段	100%
	零售		10-20%中段	20-30%低段	高单位数	30-40%中段	20-30%高段	30-40%中段	80-90%高段	90-100%低段
	批发		20-30%低段	10-20%低段	高单位数	20-30%低段	20-30%高段	30-40%高段	90-100%低段	80-90%低段
特步	零售	约 20%	高单位数	20%-25%	中双位数	30%-35%	20%-25%	中双位数	30%-35%	约 55%
361度	主品牌		大致持平	中双位数	低双位数	高双位数	高双位数	低双位数	15-20%	高双位数
	童装		低单位数	20-25%	20-25%	20-25%	25-30%	15-20%	30-35%	20-30%低段

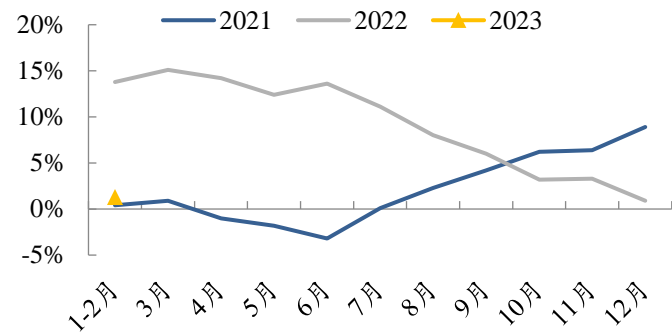
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注1: 同比涨跌由颜色表示, 红色代表同增, 绿色代表同降; 注2: 李宁、361度尚未公布一季度数据)

6.2、库存: 库存水平优化, 服装去化较快

随着终端销售的改善, 行业库存上升趋缓。2022 年由于疫情影响, 行业库存堆积明显, 对企业现金流和终端折扣率构成压力。

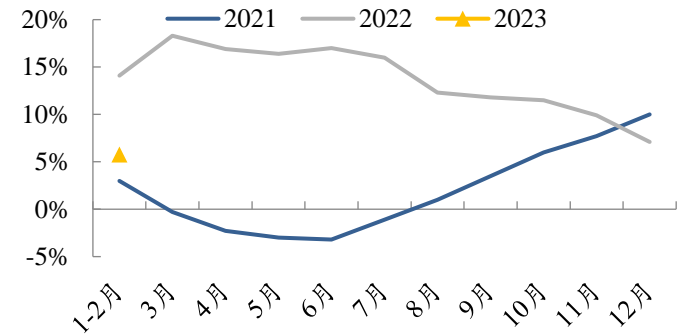
2023 年 1-2 月, 服装、服饰产成品存货同比增速降至 1.3%, 并明显低于季节性水平, 反映出库存水平开始优化。纺织业产成品存货同比增速也有所下降, 1-2 月录得 5.8%。

图表64: 纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

图表65: 纺织业产成品存货同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 2 月)

6.3、行业动态: 服装行业复苏, 品牌拓店启动

图表66: 2023 年 3 月纺织服装行业动态

行业	日期	内容	来源
	2023/3/3	都市丽人 3 月新开门店数将超 100 家, 未来开店速度将继续提速	(时尚商业 Daily)
	2023/3/4	2023 年 lululemon 规划全球新开 40 家门店, 大部分将设立在中国内地	(纺织面料平台)
	2023/3/5	欲投资 12 亿大扩张的乔丹体育冲刺 IPO: 门店 6269 家, 去年上半年营收近 31 亿	(第一纺织网)
	2023/3/5	优衣库计划今年春夏将开近 40 家新店	(零售商业财经)
	2023/3/9	森马、鸭鸭的指定代工厂古麒绒材冲刺 IPO	(第一纺织网)
	2023/3/15	乔丹体育冲刺 IPO, 去年上半年营收近 31 亿	(时尚商业 dai ly)
纺织	2023/3/6	北江纺织冲刺 IPO: 牛仔面料年营收超 11 亿, 以纯/森马/利郎/优衣库是其大客户	(第一纺织网)
	2023/3/27	2 月国内 3128B 级棉花月均价每吨 15712 元, 环比涨 3.2%, 同比跌 31.2%。	(中国棉花协会)

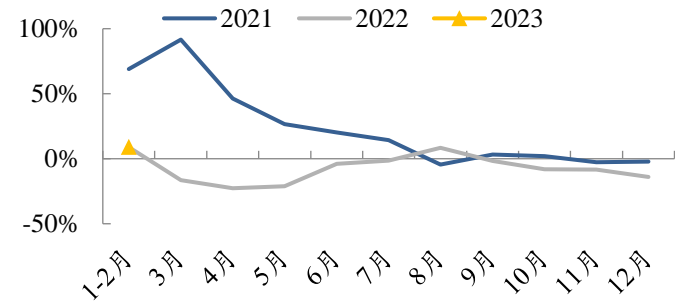
来源: 时尚商业 Daily, 纺织面料平台, 第一纺织网, 零售商业财经, 中国棉花协会, 国金证券研究所

7、社会服务：线下场景复苏，服务消费涨价

7.1、餐饮旅游：线下消费复苏，出行数据好转

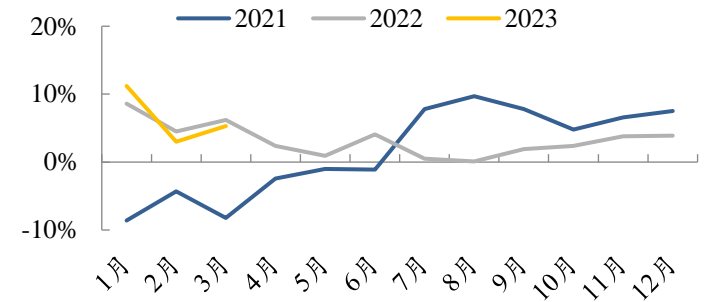
2023 年出行相关板块迎来明显拐点，包括旅游、酒店、餐饮在内的接触性服务都有明显修复，并且由于前期供给出清资本开支不足，疫后阶段服务类消费出现涨价。1-2 月，社零餐饮收入同增 9.2%，出现大幅回升。同时可以看到一季度旅游服务价格不断上行，3 月同比上升 5.3%，环比下降 0.4%高于季节性变动。

图表67：社零餐饮收入月度同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

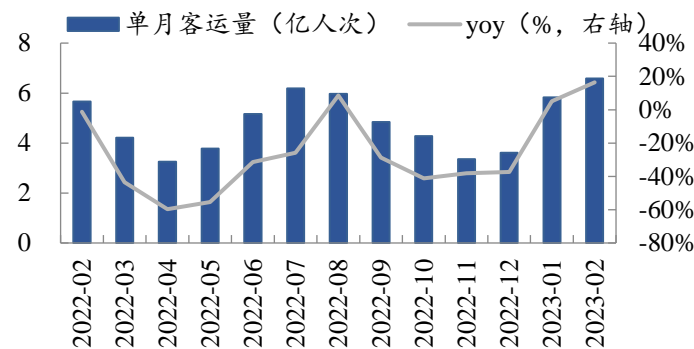
图表68：CPI 月度分项变动：旅游 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

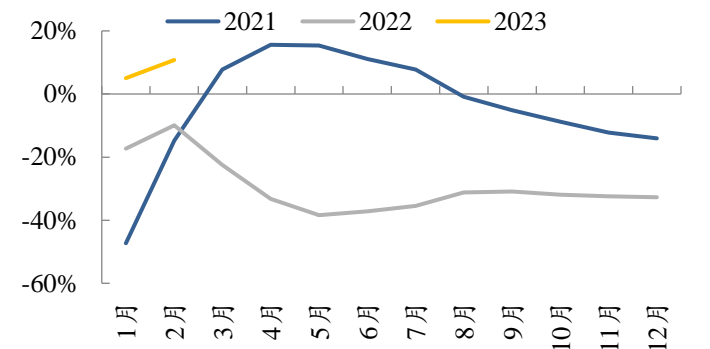
出行数据上看，2月全国交通客运量 6.6 亿人次，同比上升 16.4%，年初至今累计上升 10.8%，出行恢复带来板块确定性量增。

图表69：全国交通客运量月度变动



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 2 月）

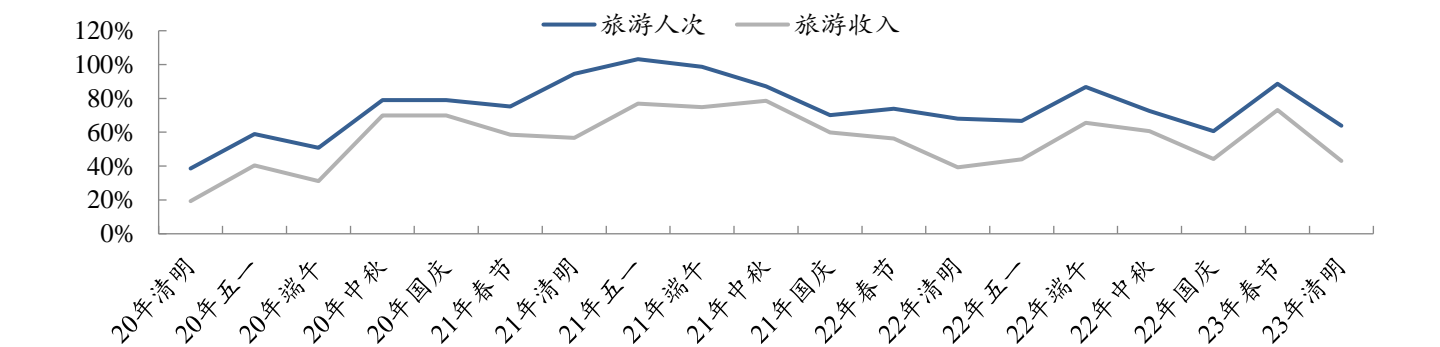
图表70：全国交通客运量累计变动



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 2 月）

从消费旺季数据看，23 年春节表现较优，出行人数恢复至疫情前 88.6%，旅游收入至 73.1%；23 年清明继续同比大幅改善 20%以上，分别恢复至疫情前约 83.4%、50.6%的水平，

图表71：主要节假日旅游数据恢复程度



来源：文旅部，国金证券研究所（注：恢复程度相较于 2019 年计算）

7.2、行业动态：酒旅服务涨价，五一假期预热

图表72：2023年3月社会服务行业动态

行业	日期	内容	来源
酒店	2023/3/17	快捷型经济型酒店价格集体上涨	(新零售老板要参)
酒店	2023/3/27	万豪国际集团 2023 年预计在亚太区增设 100 家酒店	(迈点)
酒店	2023/3/27	截至 2023 年 2 月，全国电竞酒店门店总数已突破 2 万家，电脑终端数量超过 62 万台	(迈点)
餐饮	2023/3/6	抖音外卖全国 18 城上线，含闭环和合作两种模式	(亿邦动力)
餐饮	2023/3/11	海底捞供应商鲜美来冲刺 IPO	(食研汇 FTA)
旅游	2023/3/1	ForwardKeys: Q1 中国出境自由行旅客占比超过 2019 年同期水平	(迈点)
旅游	2023/3/10	“五一”旅游热提前：已有热门酒店“五一”满房	(迈点)
旅游	2023/3/21	3 月 26 日，上海虹桥机场将恢复国际、港澳台航线	(环球资讯)
旅游	2023/3/21	国际机票订单攀升，同比增长超 9 倍	(环球资讯)
旅游	2023/3/26	携程：五一海外跟团预订上涨 167%	(免税零售专家)

来源：新零售老板要参，迈点，亿邦动力，食研汇 FTA，环球资讯，免税零售专家，国金证券研究所

8、投资建议：行情第二阶段，回归景气驱动

3 月回调较大，景气/估值两手抓。3 月大消费行业出现较大回调，在于早前预期与温和复苏的现实存在差异，同时科技板块热度提升分流资金。一季度经济、财报数据陆续出炉，复苏行情已经从预期驱动进入业绩驱动的第二阶段。基本面角度看，短期即将迎来 Q2 低基数，增速读数大概率上行；五一消费旺季来临，全面修复可期。估值角度看，3 月回调部分在于增速不及预期，低估值板块防御性或更强。

中长期看，我们对全 2023 年依然维持相对谨慎态度，预计仍以恢复疫前常态为主要目标。一方面海外市场经验证明消费“疤痕效应”，复苏将会边际趋缓；另一方面从消费大周期角度看，后疫情时代已发生的趋势性变化，居民杠杆处高位、人口拐点已至，未来消费板块业绩中枢可能下调，估值或相应调整。

行业配置上，23Q2 开始业绩驱动行情，回归景气驱动，关注结构性机会，优选高端白酒、家电龙头、体育服饰。

9、风险提示

- 数据误差：本文涉及较多指标，数据口径、样本选择、准确度不一，可能不完全反映真实情况。
- 消费不及预期风险：居民收入水平和消费能力的修复节奏、幅度仍存在不确定性，可能不及市场预期。
- 疫情反复风险：若疫情再次流行，可能对消费景气构成较大负面影响。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402