

首席证券分析师:

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师:

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

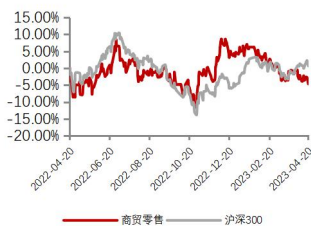
低基数致社零提速明显，复苏持续

——3月社零报告专题

投资要点:

➢ 受去年疫情封控低基数因素影响，社零环比提速且可选明显好于必选（去年可选基数较低），餐饮提速明显，且渠道均表现为环比提速。一方面，较快的社零增长在Q2低基数下有望延续热度，社服、餐饮，以及跟餐饮相关的饮食行业数据有望继续转暖；另一方面，结合糖酒会反馈，我们认为部分行业在中小品牌库存较高的背景下，行业恢复红利更多被龙头品牌抢占，今年马太效应将更加明显。

➢ 低基数下，3月社零好于预期。①本月社零同比高于预期。受益疫情政策优化后消费场景复苏以及去年低基数，2023年3月社零同比增速为10.6%（环比+7.1pct），高于市场预期7.27%。②本月社零相比2019CAGR环比变化有限。去除掉基数因素，3月较2019年同期CAGR达4.8%，较上月提升0.7pct。③城镇乡村增速均提速：2023年3月城镇社零同比增速为10.7%，较上月环比提升7.3pct；2023年3月乡村社零同比增速达10%，较上月环比提升5.5pct。④线上、线下当月同比提速，线下更强劲：2023年3月网上商品和服务零售额累计同比达8.6%，较上月提升2.4pct，3月网上实物零售额累计同比增长7.3%，较上月提升2pct。2023年3月线下社零当月同比为7.9%，较上月环比提升4.9pct，趋势向好。

**相关研究**

- 2月社零专题：持续复苏，向上仍存空间
- 11月社零专题：短期扰动，长期回暖不改
- 10月社零专题：底部已现，静待春天
- 9月社零专题：疫情影响餐饮及线下，9月社零略平淡
- 8月社零专题：结构性超预期，整体修复仍缓

➢ 餐饮消费、商品零售同比恢复明显。①餐饮消费迎来连续2个月同比正增长，3月增速大幅上升。2023年3月社零餐饮服务总额当月同比上涨26.3%，较上月提升17.1pct。首先因为低基数，其次在疫情政策优化下，消费场景同样复苏明显，环比持续恢复。②商品零售增速环比提速明显。2023年3月社零商品零售总额当月同比上涨9.1%，较上月提升6.2pct，商品零售增速持续回升。③分品类看，可选弹性大，食品粮油、烟酒等存在实质性提速：可选多数行业环比提速快主要取决于去年同期疫情封控的影响强度，必选整体维持高位，去除掉疫情基数因素后，食品粮油、烟酒仍在实质性提速，表现稳健。

➢ CPI、PPI同比增速较上月均回落。①食品、非食品价格增速环比均下降。食品、非食品CPI同比增长分别达2.4%（-0.2pct）、0.3%（-0.3pct）。消费品CPI同比、服务CPI同比分别达0.5%（-0.7pct）、0.8%（+0.2pct）。②PPI-CPI剪刀差绝对值扩大：PPI-CPI剪刀差为-3.2pct（环比-0.8pct），有利于消费下游企业减轻压力提升收益。③分品类：鲜菜、牛肉、羊肉、水产品价格同比走弱：猪肉价格同比回暖，但是环比下降4.2%，仍处低位。季节性高位，鲜菜价格CPI增速环比下降7.3pct，同比为-11.1%。衣着和教育文化和娱乐增速环比提升0.1pct、0.2pct，居住、交通和通信、生活用品及服务增速环比下降0.2pct、2pct、0.7pct。

➢ 失业率环比下降，2023年一季度居民人均收入同比增长5.1%。①就业：3月全国城镇调查失业率5.3%，环比下降0.3pct。大城市失业率降低，大城市城镇调查失业率5.5%，较上月下降0.2pct。②收入和支出：2023年一季度居民人均收入同比达5.1%，较上期累计环比提升0.1pct。2023年一季度全国居民实际消费支出累计同比达4%，较上期提升4.2pct。

投资建议：长期来看，“坚持实施扩大内需战略”政策驱动需求，短期来看，场景修复从餐饮向旅游、购物中心、街边客流传导仍在持续，Q2低基数下，消费市值变化从估值走向业绩，从贝塔走向阿尔法明确。今年我们对消费特征的判断为，第一为消费升级持续，导致部分趋势性行业，如零食、益生菌、啤酒等维持较快增长；第二位集中度加速提升，主要针对成熟型行业，如白酒，看好省区龙头、一线名酒加速对小品牌的替代。重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、科拓生物、安井食品、味知香、干味央厨

等。

- 风险提示：政策影响；原材料价格的影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响。

正文目录

1. 整体社零：3月社零同比增长10.6%，表现高于预期	6
2. 分品类：餐饮、零售持续增长，消费修复显著	8
3. 价格表现：CPI、PPI同比增速较上月回落	14
4. 就业情况：3月失业率回落	16
5. 居民收入和居民支出：2023年第一季度居民人均收入同比增长 5.1%，居民消费意愿回升	18
6. 投资建议	23
7. 风险提示	24

图表目录

图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速	6
图 2 对比 2019 年的社零 CAGR	6
图 3 当期及去年社零对比 2019 年月度增长情况	6
图 4 对比 2020 年社零环比趋势	6
图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR	7
图 6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况	7
图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况	7
图 8 分渠道社零同比增速	8
图 9 线上社零累计同比增速	8
图 10 线上社零吃穿用累计同比增速	8
图 11 网上商品和服务零售额对比 2019 CAGR	8
图 12 近两年社零商品零售同比增速	9
图 13 近两年社零餐饮收入同比增速	9
图 14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR	9
图 15 对比 2019 年的餐饮收入社零 CAGR	9
图 16 商品零售及餐饮收入对比 2019 年 CAGR 增长情况	9
图 17 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例	9
图 18 不同类型社零同比增速	10
图 19 2022 年以来不同品类对社零增长贡献比例	10
图 20 不同品类对社零增长贡献比例	10
图 21 不同品类对社零增长贡献比例排名	10
图 22 2022-2023 年不同品类社零同比增速	12
图 23 2022-2023 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR	12
图 24 近两个月分行业社零同比增速对比	13
图 25 不同品类对社零增长贡献比例	13
图 26 不同品类对社零增长贡献比例排名	13
图 27 CPI 及 PPI 当期值	14
图 28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况	14
图 29 CPI 及 PPI 变化趋势	14
图 30 PPI-CPI 剪刀差变化趋势	14
图 31 分品类 CPI 当期值	15
图 32 食品类 CPI 当期值	15
图 33 分品类 CPI 同比增速环比变化情况	15
图 34 2019 年至今城镇调查失业率	16
图 35 不同年龄段城镇调查失业率	16
图 36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率	16
图 37 31 个大城市城镇调查失业率	17
图 38 不同户籍城镇调查失业率	17
图 39 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率	17
图 40 农民工就业情况	18
图 41 人均收入及对 2019 年 CAGR 增速	18
图 42 人均收入及分项收入增速	19
图 43 人均收入及分项对比 2019CAGR	19
图 44 人均收入月度同比增速环比变化情况	19
图 45 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况	19
图 46 人均支出及对 2019 年 CAGR 增速	20

图 47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速	20
图 48 城镇及农村居民消费性支出实际累计增长对比 2019CAGR 数据	20
图 49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比	20
图 50 整体收入-社零剪刀差	21
图 51 城镇居民收入-支出剪刀差	21
图 52 乡村居民收入-支出剪刀差	21
图 53 人均收入及工企利润对比	22
图 54 2021 年第一、第二、第三产业人数占比	22
图 55 2021 年农民工在总人口中占比	22
图 56 2021 年农民工在劳动人口中占比	22
图 57 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速	23
图 58 农民工收入近两年复合增速	23
表 1 社零各大类增速比较	10
表 2 社零数据细分小类增速比较	11

1.整体社零：3月社零同比增长10.6%，表现高于预期

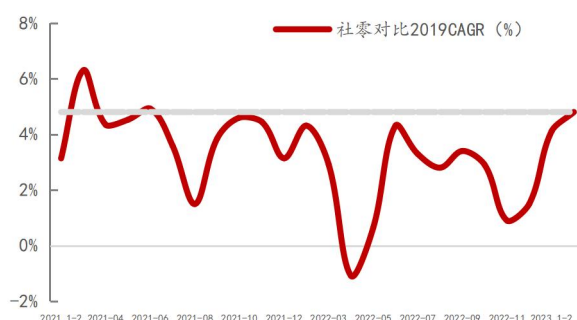
(1) 总体情况：2023年3月社零同比增长10.6%，表现高于预期(+7.27%) ①本月社零同比高于预期。受益疫情政策优化后消费场景复苏以及去年低基数，2023年3月社零同比增速为10.6%（环比+7.1pct），高于市场预期7.27%。②本月社零相比2019CAGR环比提升。去除掉基数因素，2023年3月较2019年同期CAGR达4.8%，较上月提升0.7pct。③3月社零对2019CAGR相比2022年，超过2022年最高水平。去除掉疫情对社零的干扰因素，本月社零对2019CAGR大于2022年对2019CAGR最高水平。整体来看，2023年3月社零正增长，自2021年7月以来，因低基数，社会消费品零售总额首次重回两位数增幅，3月消费复苏较为强劲。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



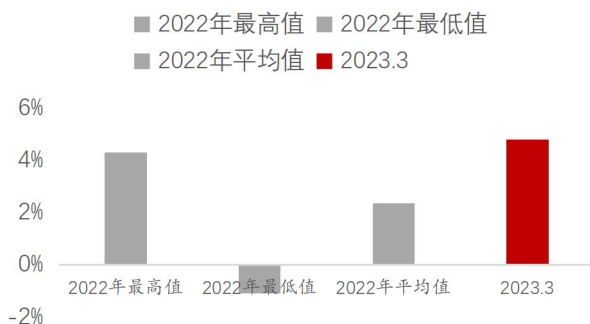
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 对比2019年的社零CAGR



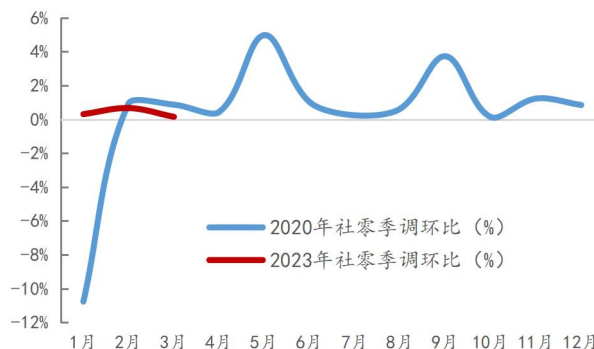
资料来源：wind，东海证券研究所

图3 当期及去年社零对比2019年月度增长情况



资料来源：wind，东海证券研究所

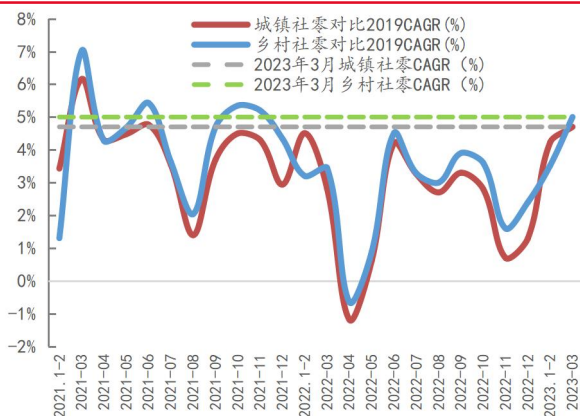
图4 对比2020年社零环比趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

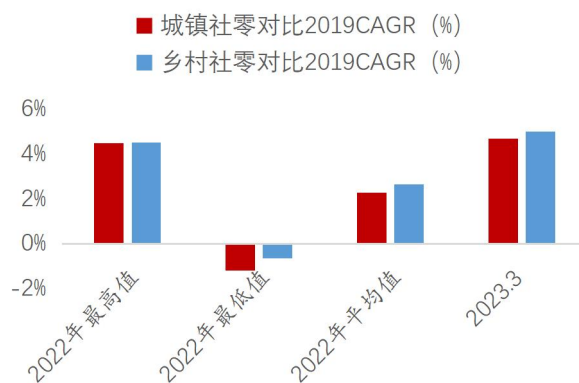
(2) 分地域：城镇乡村增速均提速。①城镇：2023年3月城镇社零同比增速为10.7%，较上月环比提升7.3pct；对比2019CAGR达4.7%，超过2022年全年最高值(4.5%)，较上月4.2%提升0.5pct。②乡村：2023年3月乡村社零同比增速达10%，较上月环比提升5.5pct；对比2019CAGR达5%，高于2022年全年最高值(4.5%)，较上月3.5%环比提升1.5pct。整体来看，受低基数影响，2023年3月城镇和乡村社零增速均从底部继续回升，增速开始扩大。

图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR



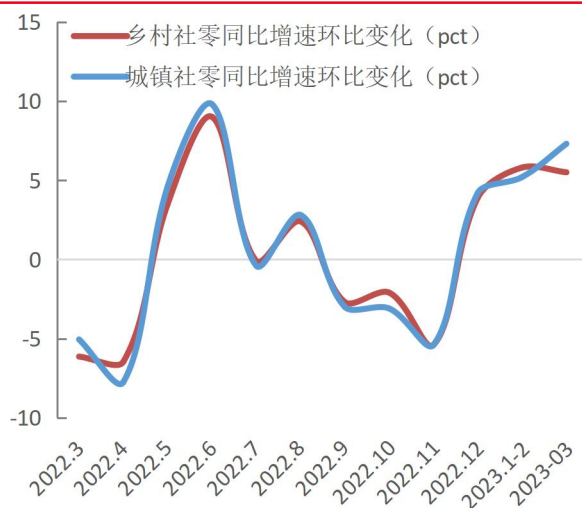
资料来源：wind，东海证券研究所

图 6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

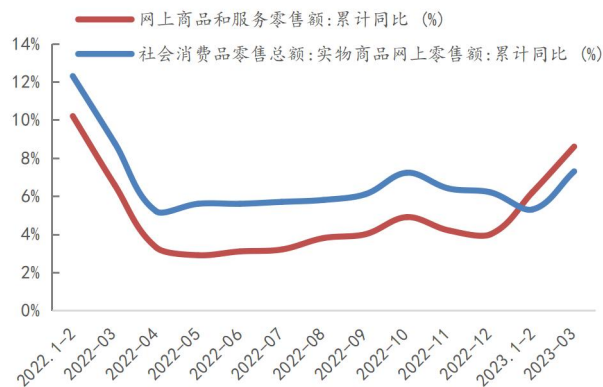
(3) 分渠道：线上、线下当月同比均提速，线下增速强劲。①线上、线下当月同比增速环比均提升。总体看，线上消费增速强于线下消费。2023 年 3 月网上商品和服务零售额累计同比达 8.6%，较上月提升 2.4pct，3 月网上实物零售额累计同比增长 7.3%，较上月提升 2.0pct。分品类来看，3 月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长 7.3%、8.6%、6.9%，较上月增速环比+2.0pct、+4.6pct、+1.2pct。吃类网上实物零售额累计增速相比今年 1-2 月提升，穿类累计增速相比今年 1-2 月大幅提升，用类累计增速相比今年 1-2 月提升。从趋势上看，整体消费持续复苏，对比 2019CAGR 自 2021 年中以来，网上商品和服务零售额累计增速整体趋缓，但是 2023 年 3 月开始增速有加速上升趋势；吃、穿、用三个品类对比 2019CAGR，穿品类呈现环比大幅上升，其他品类环比略降。②线下消费持续复苏。根据社零、网上商品及服务零售额推算，2023 年 3 月线下社零当月同比为 7.9%，较上月环比提升 4.9pct，在低基数效应下，趋势向好。整体看，由于疫情政策优化，消费恢复基本符合预期，Q2 在低基数效应下，数据表现往往较好。

图 8 分渠道社零同比增速



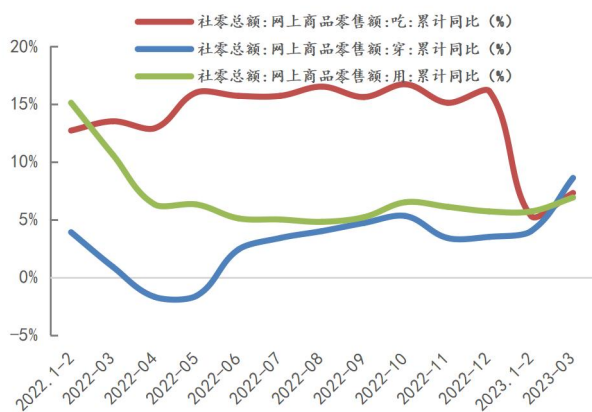
资料来源：wind，东海证券研究所

图 9 线上社零累计同比增速



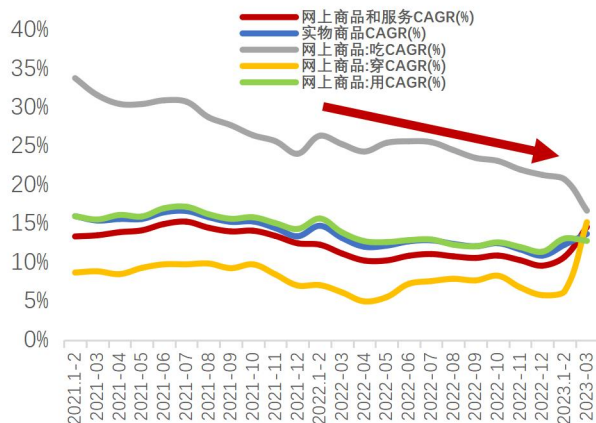
资料来源：wind，东海证券研究所

图 10 线上社零吃穿用累计同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 11 网上商品和服务零售额对比 2019 CAGR

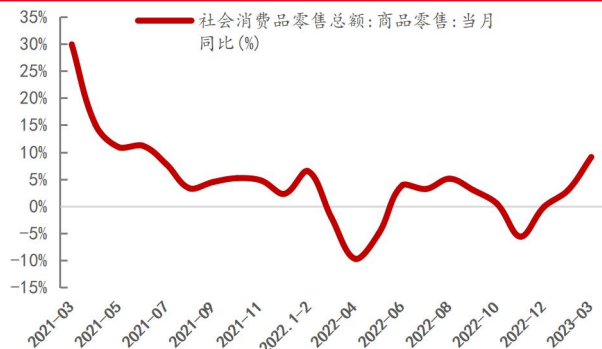


资料来源：wind，东海证券研究所

2.分品类：餐饮、零售持续增长，消费修复显著

(1) 分商品及服务：餐饮消费、商品零售同比均出现提速。①餐饮消费迎来连续 2 个月同比正增长，3 月增速大幅上升。2023 年 3 月社零餐饮服务总额当月同比上涨 26.3%，较上月提升 17.1pct，主因低基数效应，其次为疫后消费场景复苏，带动线下餐饮服务总额大幅上升。去除疫情影响，2023 年 3 月餐饮消费对比 2019CAGR 为 1.9%，增速环比下降 1.5pct，高于 2022 年各月对 2019CAGR 的最高值 1.5%，餐饮消费复苏需求旺盛。②商品零售同比上涨。2023 年 3 月社零商品零售总额当月同比上涨 9.1%，较上月提升 6.2pct，商品零售增速持续回升。从去除疫情影响角度，2023 年 3 月商品零售对比 2019CAGR 达 5.1%，较上月提升 0.9pct，且高于 2022 各月对 2019CAGR 的最高值 4.9%。整体来看，整体餐饮消费和商品零售恢复符合预期，去除基数效应后，餐饮增长相对亮眼，未来空间仍在。

图 12 近两年社零商品零售同比增速



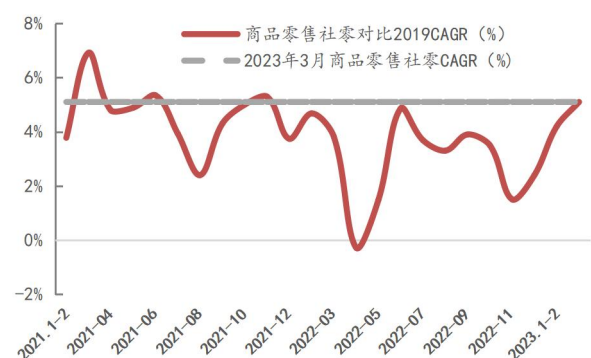
资料来源：wind，东海证券研究所

图 13 近两年社零餐饮收入同比增速



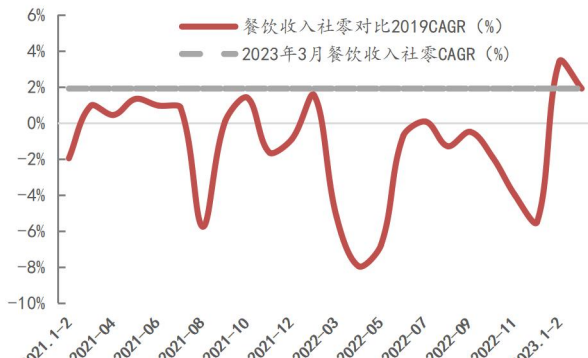
资料来源：wind，东海证券研究所

图 14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR



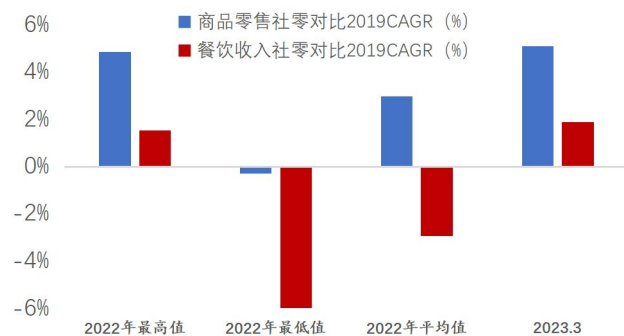
资料来源：wind，东海证券研究所

图 15 对比 2019 年的餐饮收入社零 CAGR



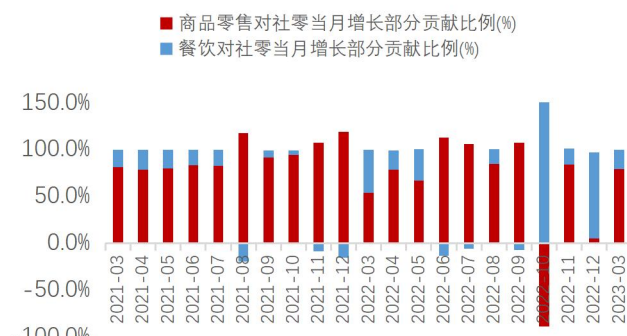
资料来源：wind，东海证券研究所

图 16 商品零售及餐饮收入对比 2019 年 CAGR 增长情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图 17 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例



资料来源：wind，东海证券研究所

*贡献率通过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额替代

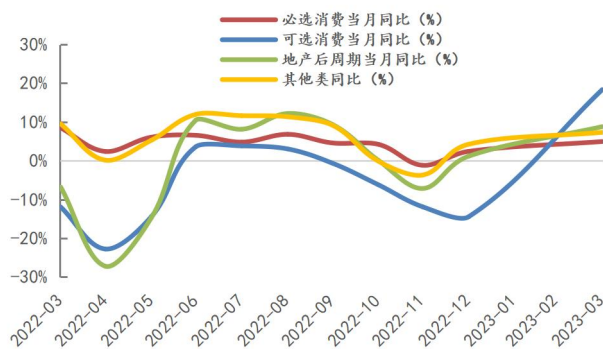
(2) 大类表现：环比提速，可选最为明显。2023 年 3 月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达 4.96%、18.35%、8.80%、7.33%，分别较上月环比提升 2.5pct、32.8pct、7.6pct、3.1pct，受去年疫情影响剧烈，3 月可选表现强劲。

表 1 社零各大类增速比较

项目	必选消费	可选消费	地产后周期类	其他类
1-2 月同比增速 (%)	2.43	-14.44	1.19	4.26
3 月同比增速 (%)	4.96	18.35	8.80	7.33
增速环比改善 (pct)	2.5	32.8	7.6	3.1
3 月对社零同比增长贡献率 (%)	12.47	27.02	38.32	22.20

资料来源: wind, 东海证券研究所

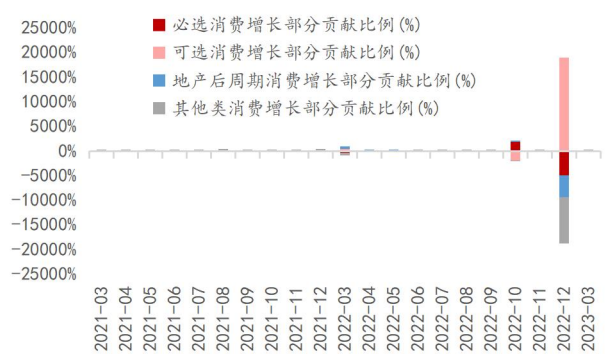
图 18 不同类型社零同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算, 因分品类为限额以上数据, 社零并非限额以上数据, 为调整口径差异, 社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

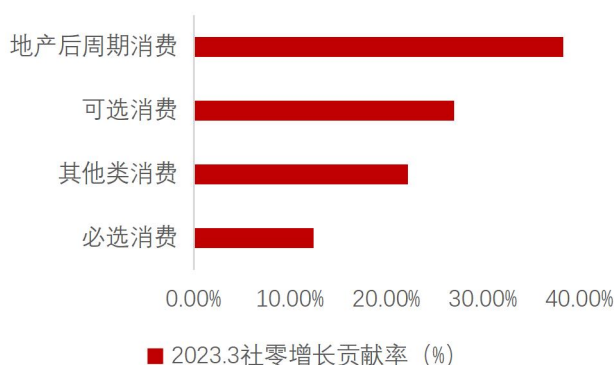
图 19 2022 年以来不同品类对社零增长贡献比例



资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算, 因分品类为限额以上数据, 社零并非限额以上数据, 为调整口径差异, 社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

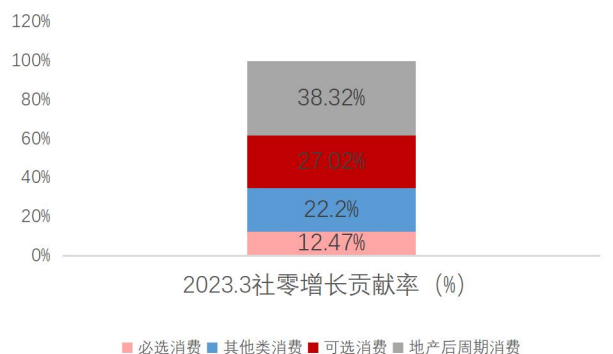
图 20 不同品类对社零增长贡献比例



资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算, 因分品类为限额以上数据, 社零并非限额以上数据, 为调整口径差异, 社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

图 21 不同品类对社零增长贡献比例排名



资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算, 因分品类为限额以上数据, 社零并非限额以上数据, 为调整口径差异, 社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

(3) 具体品类分析：主因低基数，可选复苏弹性明显好于其他品类。

①**必选情况：**烟酒及日用品增速回暖明显，粮油、食品类维持高位，饮料略有下行。对比 2019CAGR，粮油食品以及烟酒增速略有提升，饮料、日用品增速略有下降。

②**可选情况：**首先，主因低基数因素，可选表现亮眼，细分品类增速主要取决于去年同期影响程度，但对比 2019CAGR 实际环比增长并不明显，部分品类有所下降，进一步说明基数是提速主因。

③**地产后周期：**汽车、家具同比增长，其他同比减少。家具同比上涨 3.5%，增速环比下降 1.7pct，建筑及装潢材料类同比增速下降显著，增速为-4.7%，增速环比下降 3.8pct。去除疫情影响，2023 年 3 月对比 2019 年 3 月 CAGR 除家用电器和音响器材类外，增速均为正。

④**其他：**中西药品受甲流、疫情反复的担忧影响 3 月同比增长幅度较大，但是环比增速有所放缓。石油及制品类同比上涨 9.2%，增速环比下降 1.7pct。通讯器材类同比上涨 1.8%，增速环比提升 10pct，增速环比提升最大，其余品类增速环比均下降。去除疫情影响，四个子品类增速均为正。

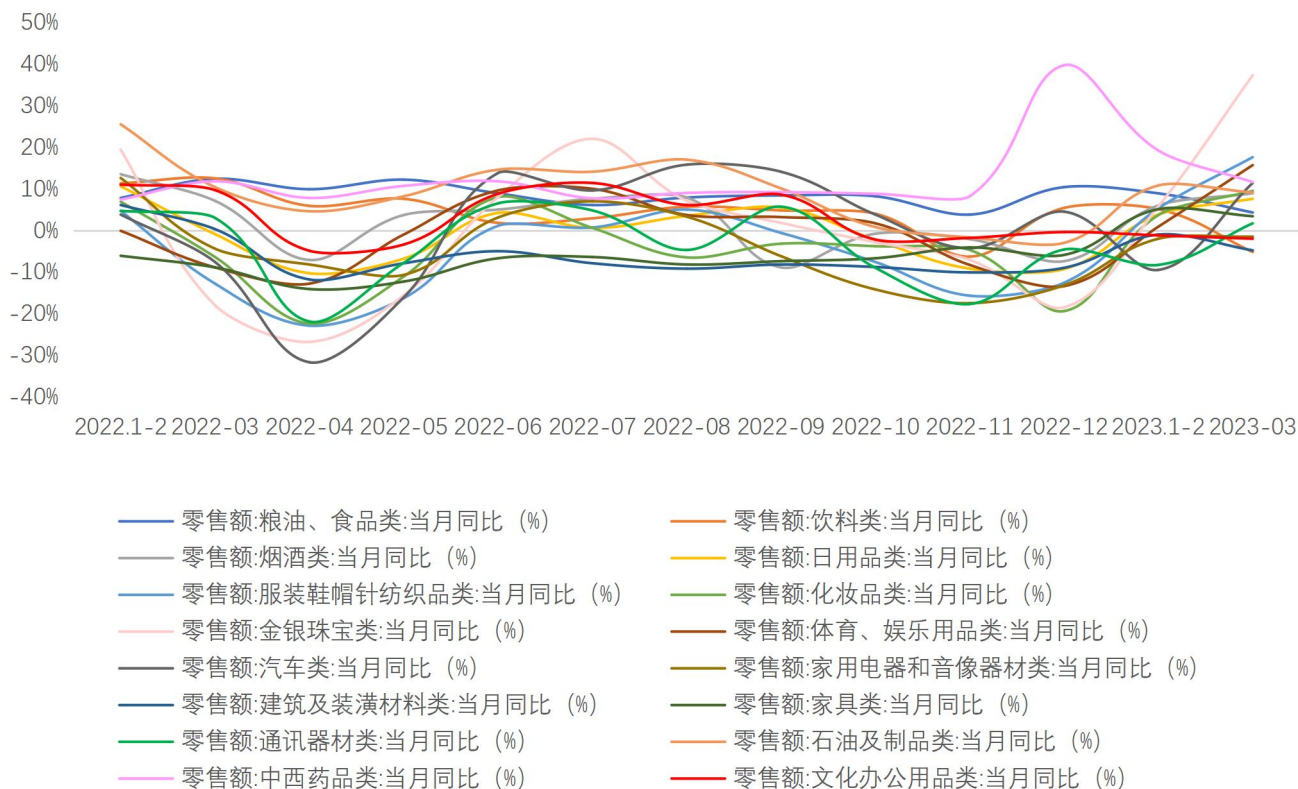
整体看，本月细分品类增幅高低取决于去年同期疫情封控期间影响强弱，对比 2019CAGR 本月与上月基本持平，变化有限，而餐饮、社服类消费恢复相对更快。根据糖酒会交流信息看，疫情带来遗留问题较多，消费整体表现为符合预期，缓慢稳健恢复中。

表 2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	3 月同比增速 (%)	1-2 月同比增速 (%)	增速环比改善 (pct)	2023 年 3 月对比 2019CAGR (%)	2023 年 1-2 月对比 2019CAGR (%)
必选消费	粮油、食品类	4.4	9.0	-4.6	11	9.4
	饮料类	-5.1	5.2	-10.3	10.9	13.4
	烟酒类	9	6.1	2.9	11.8	10
	日用品类	7.7	3.9	3.8	8.8	9.7
可选消费	服装鞋帽、针、 纺织品类	17.7	5.4	12.3	3.2	3.0
	化妆品类	9.6	3.8	5.8	6.6	7.6
	金银珠宝类	37.4	5.9	31.5	9.6	10.3
	体育、娱乐用品 类	15.8	1	14.8	9.1	-
地产后周 期类	汽车类	11.5	-9.4	20.9	5.9	1.3
	家用电器和音 响器材类	-1.4	-1.9	0.5	-2	2.6
	建筑及装潢材 料类	-4.7	-0.9	-3.8	4.3	2.8
	家具类	3.5	5.2	-1.7	1	1.1
其他类	通讯器材类	1.8	-8.2	10	8.4	7.7
	石油及制品类	9.2	10.9	-1.7	5.5	5.8
	中西药品类	11.7	19.3	-7.6	10.8	10.7
	文化办公用品 类	-1.9	-1.1	-0.8	8.7	8.5

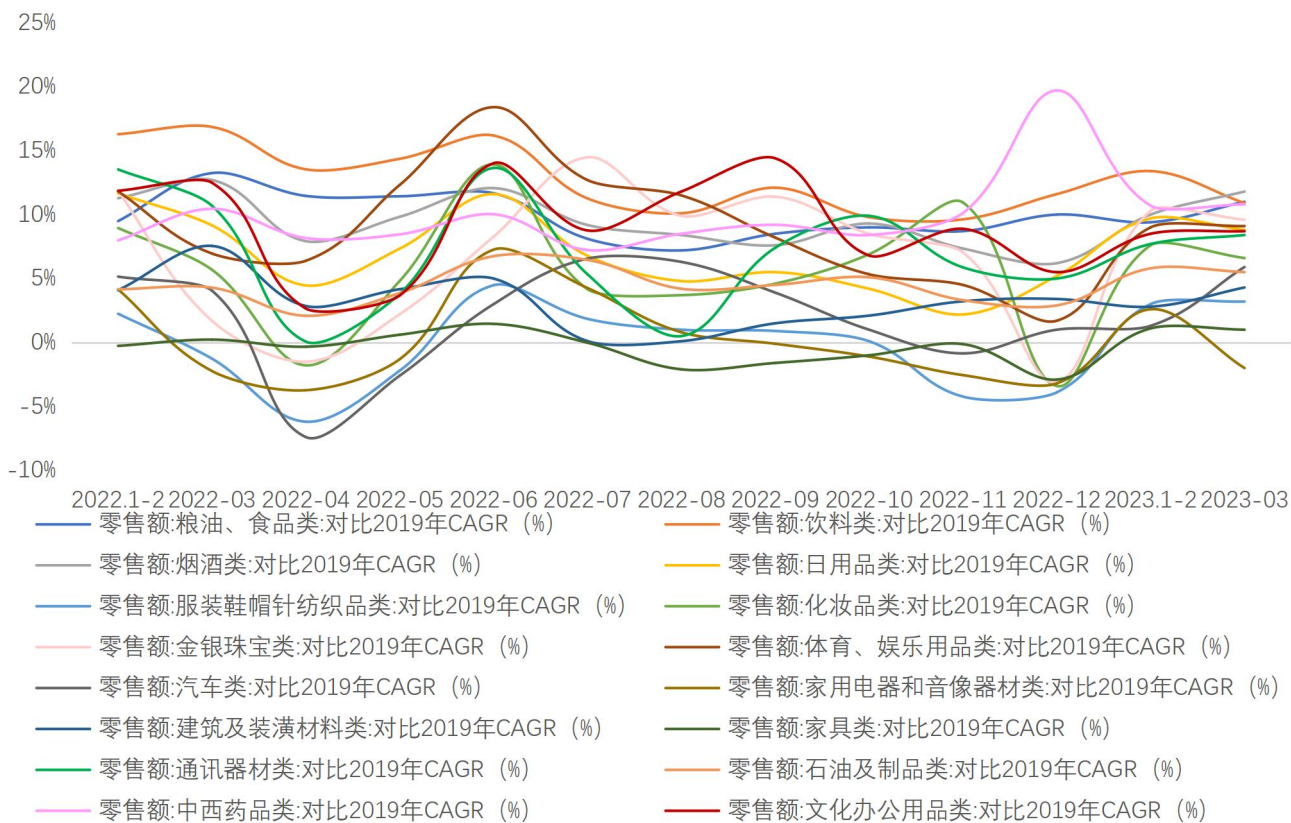
资料来源：wind，东海证券研究所

图 22 2022-2023 年不同品类社零同比增速



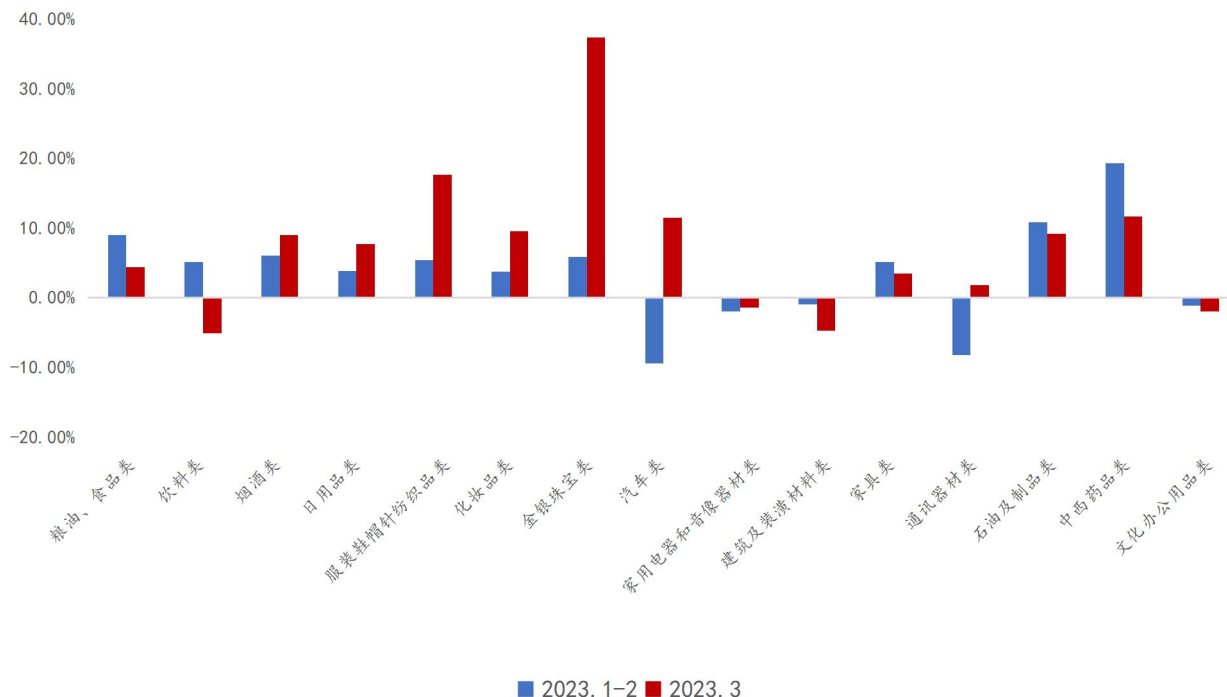
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 23 2022-2023 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR



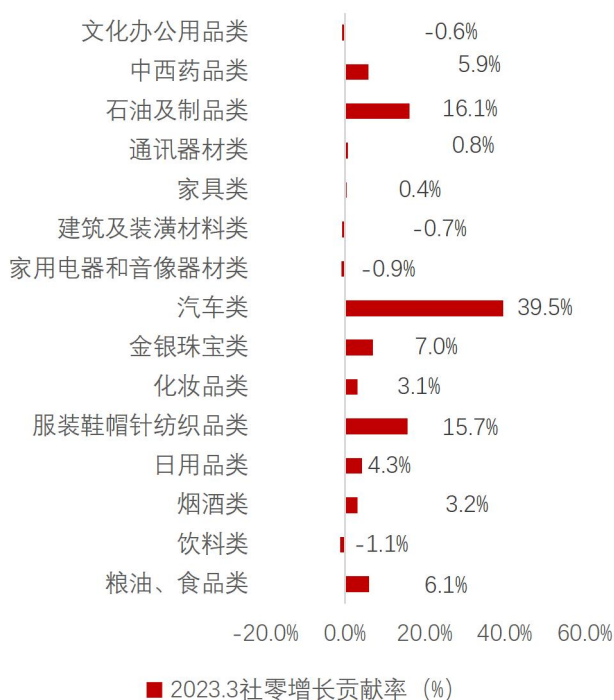
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 24 近两个月分行业社零同比增速对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

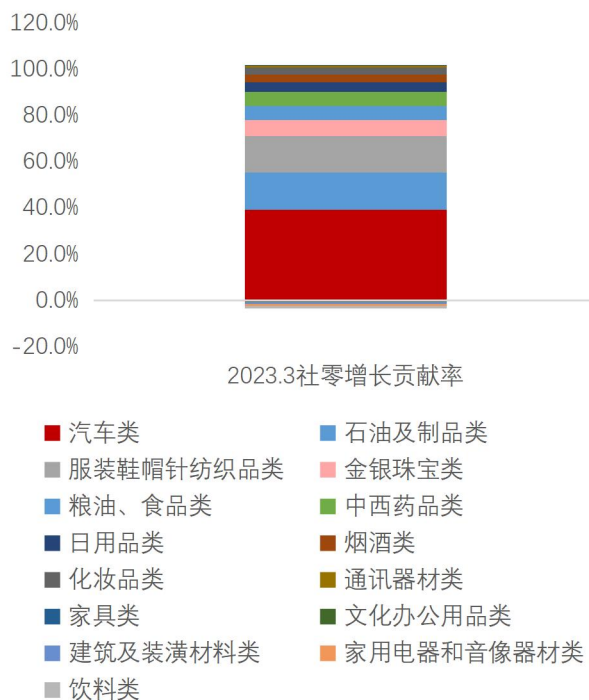
图 25 不同品类对社零增长贡献比例



资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算, 因品类为限额以上数据, 社零并非限额以上数据, 为调整口径差异, 社零增长部分用已公布品类增长部分总额

图 26 不同品类对社零增长贡献比例排名



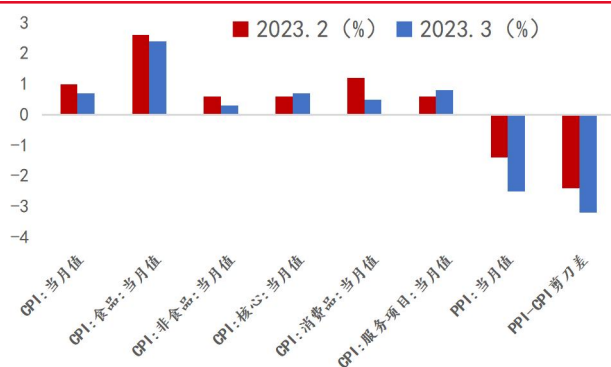
资料来源: wind, 东海证券研究所

*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算, 因品类为限额以上数据, 社零并非限额以上数据, 为调整口径差异, 社零增长部分用已公布品类增长部分总额

3.价格表现：CPI、PPI 同比增速较上月回落

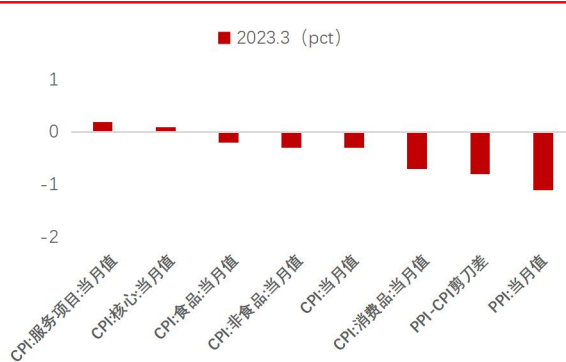
(1) 整体情况：CPI、PPI 同比增速较上月均回落。①CPI 同比增速环比下降。2023 年 3 月 CPI 同比增长 0.7%，增速环比下降 0.3pct。②食品、非食品价格增速环比均下降。食品、非食品 CPI 同比增长分别达 2.4% (-0.2pct)、0.3%(-0.3pct)，去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.7%，增速环比提升 0.1pct。③消费品价格增速环比下降，服务价格增速环比提升。2023 年 3 月消费品 CPI 同比、服务 CPI 同比分别达 0.5% (-0.7pct)、0.8% (+0.2pct)。④PPI 增速环比下降，PPI-CPI 剪刀差绝对值扩大。3 月 PPI 同比-2.5% (-1.1pct)。2023 年 3 月 PPI-CPI 剪刀差为-3.2pct(环比-0.8pct)，PPI-CPI 剪刀差绝对值扩大。整体看，3 月原材料价格增长放缓，能源以及汽车价格下降；猪价超预期走弱拖累食品价格，CPI 同比增速环比回落并低于预期。在政府目标（3%）、生猪养殖持续亏损散户加速去化猪价或有反弹、线下消费服务价格进一步提升下，CPI 具备向上动能。

图 27 CPI 及 PPI 当期值



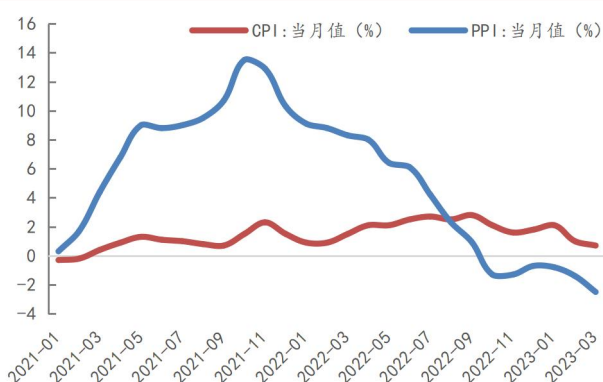
资料来源：wind，东海证券研究所

图 28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



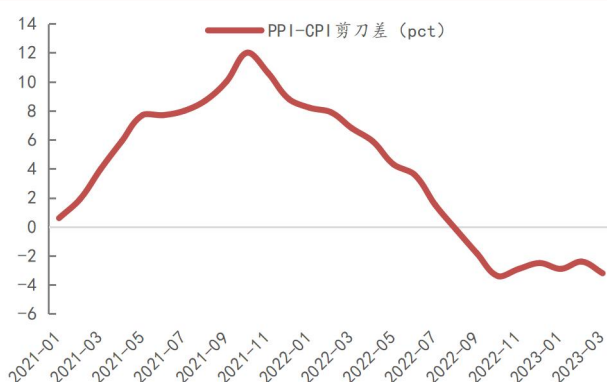
资料来源：wind，东海证券研究所

图 29 CPI 及 PPI 变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

图 30 PPI-CPI 剪刀差变化趋势

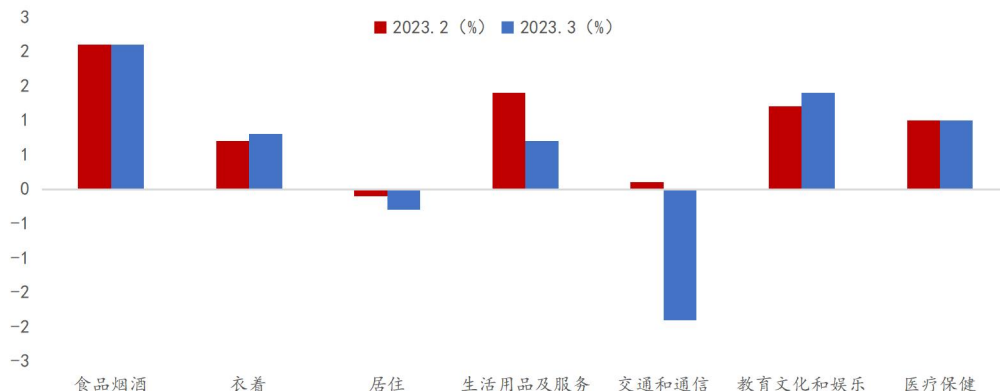


资料来源：wind，东海证券研究所

(2) 分品类：鲜菜、牛肉、羊肉、水产品价格同比走弱。食品类方面，节后猪肉市场需求降低，3 月份为猪肉消费淡季，整体处于供大于求的状态，猪肉价格仍保持疲软。3 月猪肉价格同比增长 9.6%，增速环比提升 5.7pct，同比略有回暖但是猪肉价格环比下降 4.2%，仍处于低位。3 月畜肉类 CPI 同比增速较上月环比提升 2.7pct，同比为 4.6%，牛肉增速环比提升 0.7pct，同比为-0.3%，羊肉增速环比提升 1.3pct，同比为-2.8%；节后消费需求回落，加之天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，鲜菜价格 CPI 增速环比下降 7.3pct，同比为-11.1%。非食品类方面，衣着和教育文化和娱乐增速环比提升 0.1pct、0.2pct，

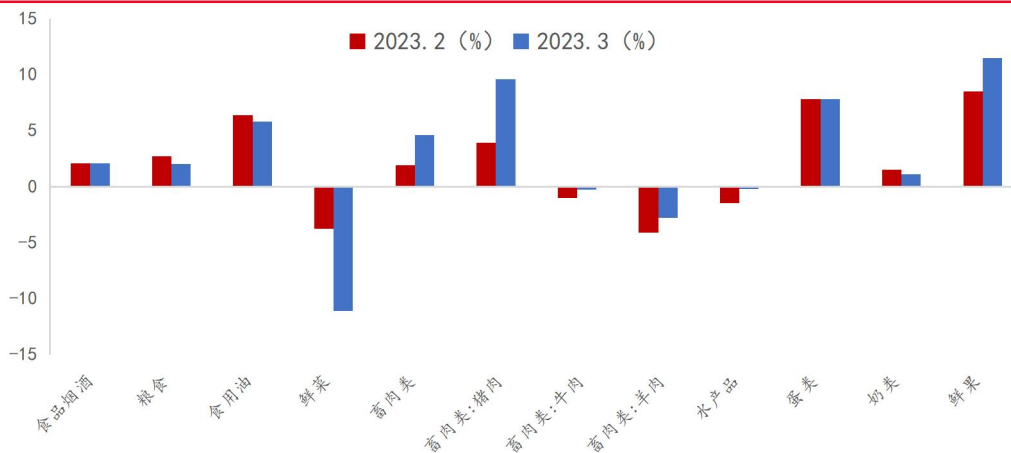
居住、交通和通信、生活用品及服务增速环比下降 0.2pct、2.0pct、0.7pct，其他品类与上月持平。

图 31 分品类 CPI 当期值



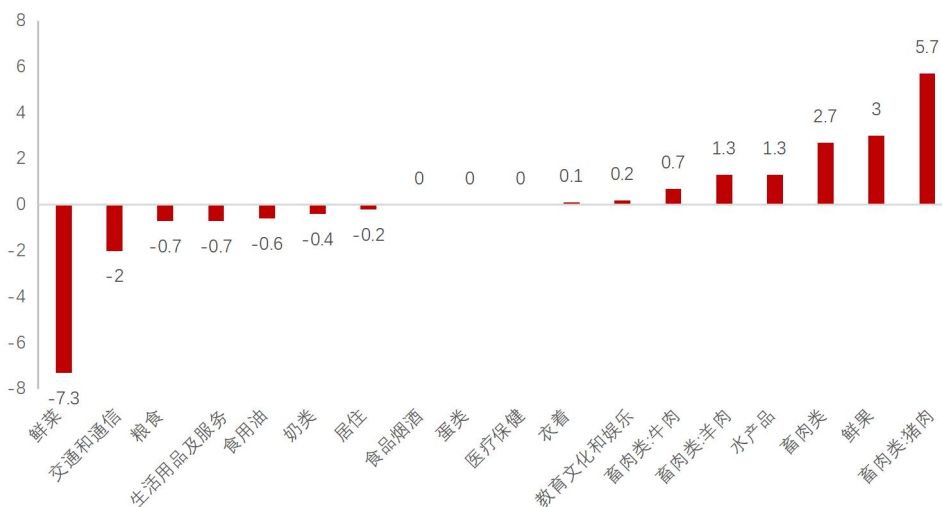
资料来源：wind，东海证券研究所

图 32 食品类 CPI 当期值



资料来源：wind，东海证券研究所

图 33 分品类 CPI 同比增速环比变化情况

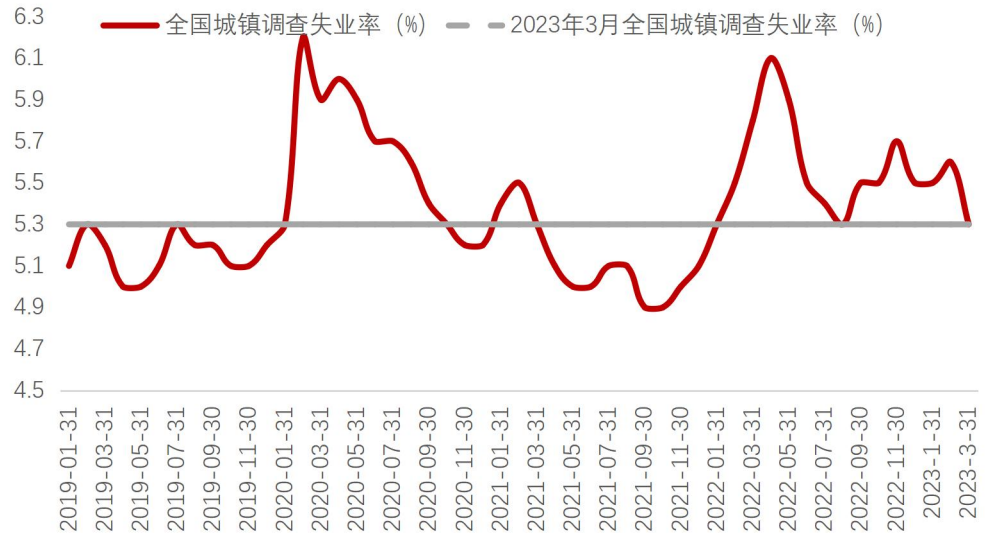


资料来源：wind，东海证券研究所

4.就业情况：3月失业率回落

(1) 整体情况：2023年3月城镇失业率低于2023年2月城镇失业率0.3pct，处于同期偏低位置。①失业率回落。2023年3月全国城镇调查失业率5.3%，环比下降0.3pct。②处于同期偏低位置。与去年同期失业率5.8%相比，回落0.5pct，排除新冠疫情的影响，与2019年同期相比，失业率仍然高0.1pct。

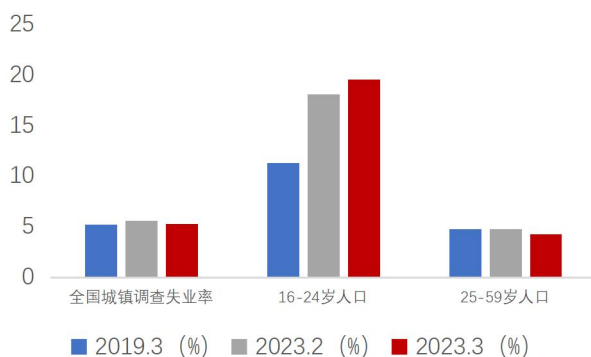
图 34 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

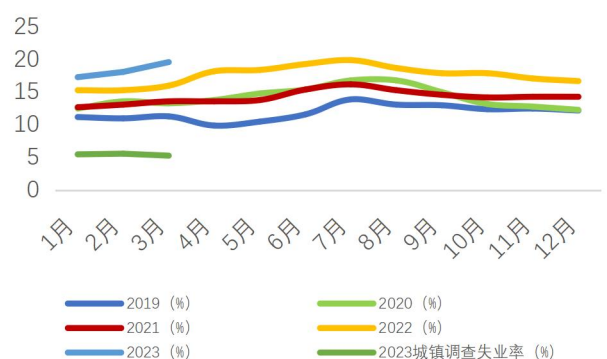
(2) 按年龄结构：16-24岁失业率仍处高位。①16-24岁年龄段失业率环比上升，仍处高位。2023年3月16-24岁人口城镇调查失业率达19.6%，环比上升1.5pct。剔除疫情影响，与2019年同期相比高8.3pct，同时明显高于2020、2021。应届毕业生规模和增量连年创下历史新高，就业压力还将持续，高校就业率持续承压。随着国家“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置”等指导方针实施预计后续失业率将有所缓和。②25-59岁人群失业率环比下降：2023年3月25-59岁人口城镇调查失业率4.3%，环比下降0.5pct，低于新冠疫情前2019年同期0.5pct。

图 35 不同年龄段城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

图 36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率

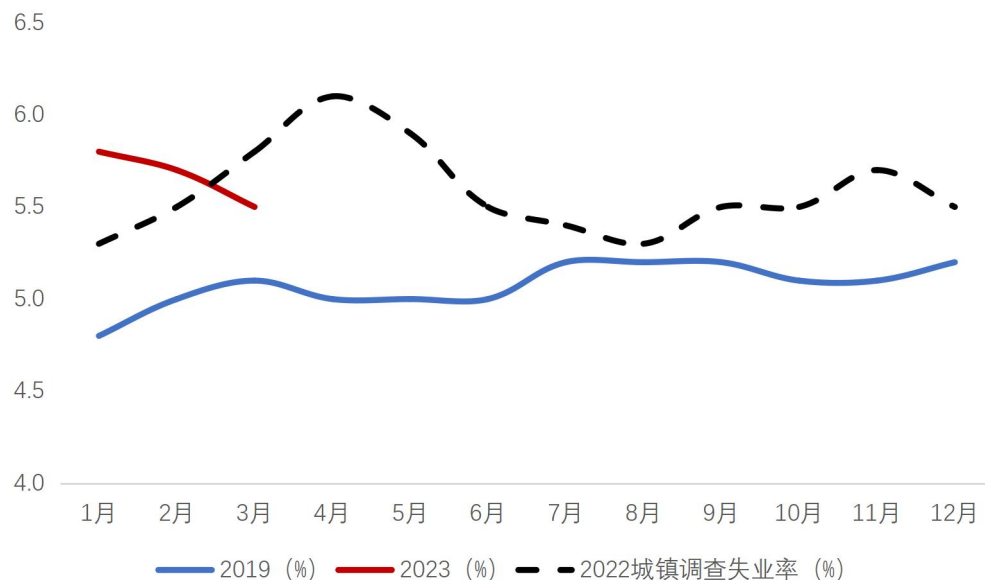


资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 大城市失业率：2022年12月受疫情管控放开影响，大城市失业率持续回落，后期恢复弹性大。①失业率环比下滑。2023年3月，全国31个大城市城镇调查失业率5.5%，

较上月下降 0.2pct，较城镇调查失业率高出 0.2pct。②高线城市失业率恢复弹性大。与此前疫情影响期间相比，高线城市影响较大，恢复也更快，核心原因为疫情影响高线城市更为明显，疫情期间失业率更高、消费影响更为剧烈。随着经济持续复苏，高线城市恢复预计也将更快。

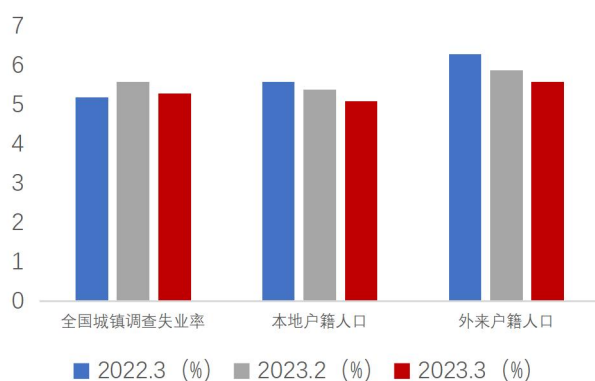
图 37 31 个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

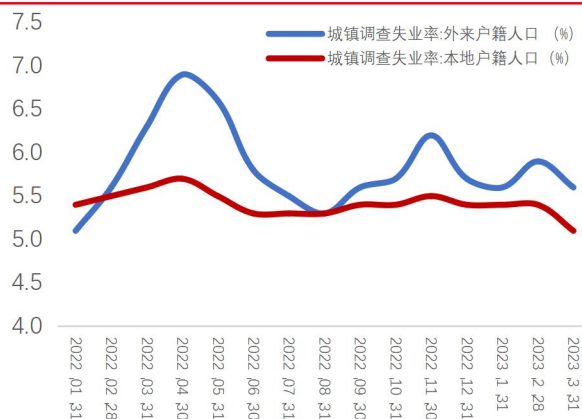
(4) 按户籍结构：外来人口失业率 3 月略降。①外来户籍人口失业率较去年 11 月高点明显好转，3 月持续回落。2023 年 3 月外来户籍人口失业率为 5.6%，较上月下降 0.3pct，低于去年同期 0.7pct。本地户籍失业率为 5.1%，环比下降 0.3pct，低于去年同期 0.5pct。**②农民工失业率回落。**2023 年 3 月外来农业户籍人口失业率 5.3%，环比下滑 0.7pct。与同期全国城镇调查失业率持平，而且好于同期外来大城市失业率。

图 38 不同户籍城镇调查失业率



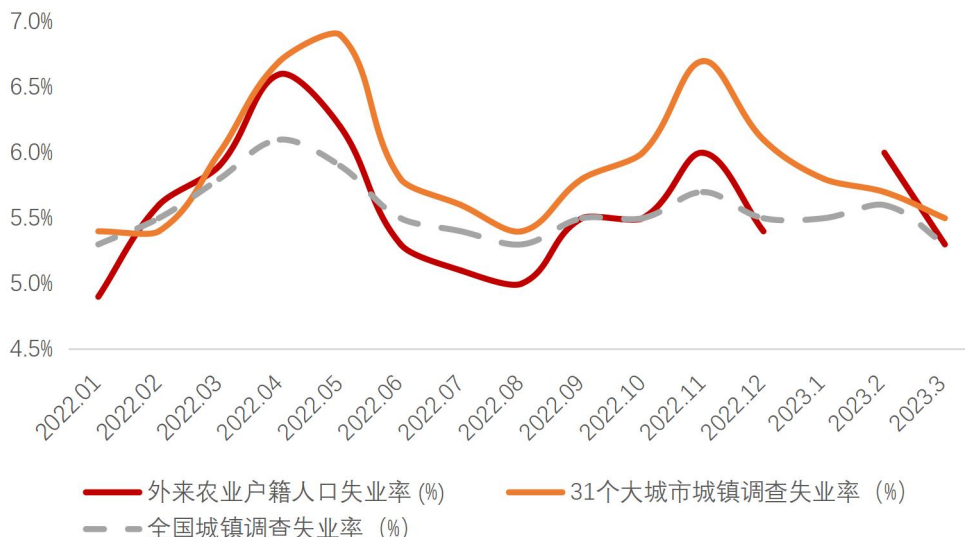
资料来源：wind，东海证券研究所

图 39 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

图 40 农民工就业情况



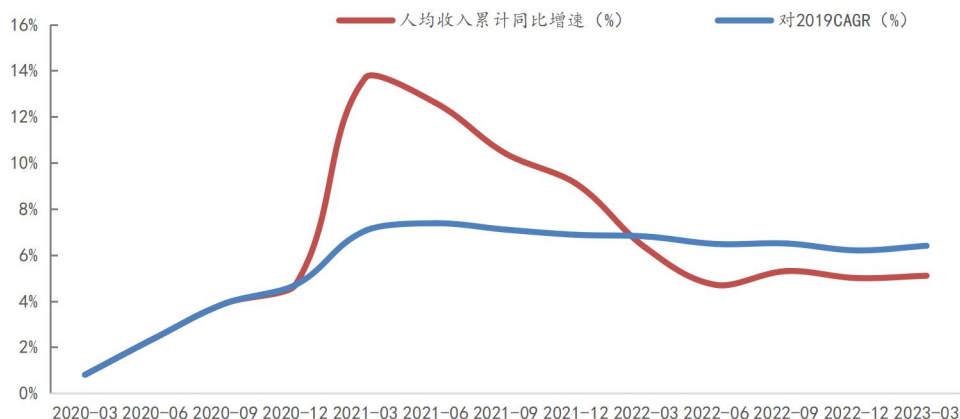
资料来源：wind，东海证券研究所

5.居民收入和居民支出：2023 年第一季度居民人均收入同比增长 5.1%，居民消费意愿回升

(1) 居民收入：2023 年第一季度居民人均收入同比增长 5.1%，经营净收入影响较大。

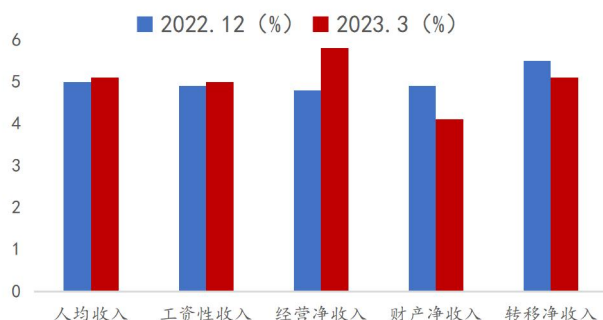
①**增速环比提升。**2023 年第一季度居民人均收入同比达 5.1%，较上期累计环比提升 0.1pct，去除掉疫情影响因素，2023 年第一季度居民累计人均收入较 2019CAGR 达 6.4%，较上期环比提升 0.2pct。②**经营净收入影响较大，剔除疫情影响经营净收入环比下降，其他类环比提升。**具体来看，截至 3 月居民收入经营净收入影响较大，累计同比增长达 5.8%，环比提升 1.0pct，影响最为显著，其他三类收入影响有限。截至 3 月居民收入工资性收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 5.0% (+0.1pct)、4.1%(-0.8pct)、5.1%(-0.4pct)。去除掉疫情影响因素，2023 年截至 3 月居民工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.2%(0pct)、5.4%(-0.2pct)、7.3%(+0.1pct)、7.2%(+0.5pct)，财产净收入和转移净收入影响显著，工资性收入、财产净收入、转移净收入环比上升。

图 41 人均收入及对 2019 年 CAGR 增速



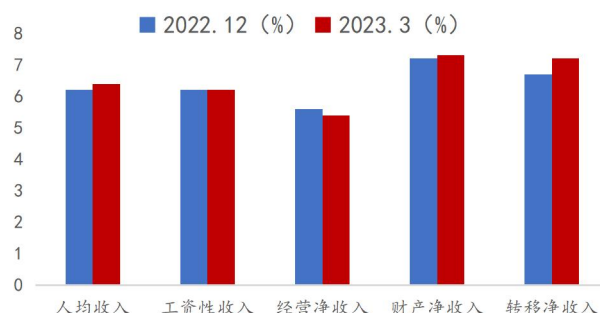
资料来源：wind，东海证券研究所

图 42 人均收入及分项收入增速



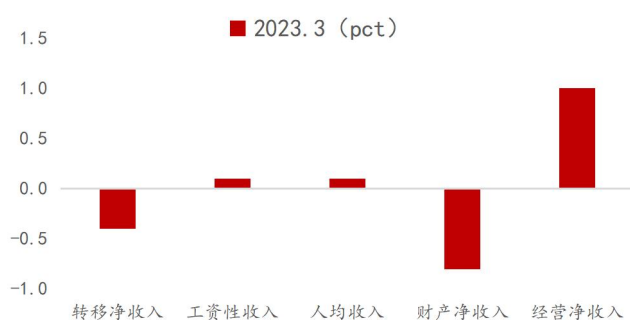
资料来源：wind，东海证券研究所

图 43 人均收入及分项对比 2019CAGR



资料来源：wind，东海证券研究所

图 44 人均收入月度同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

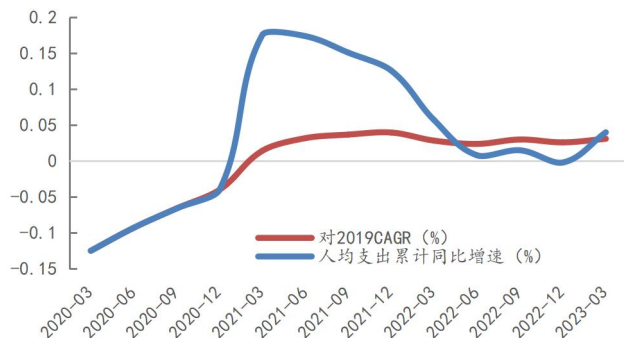
图 45 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

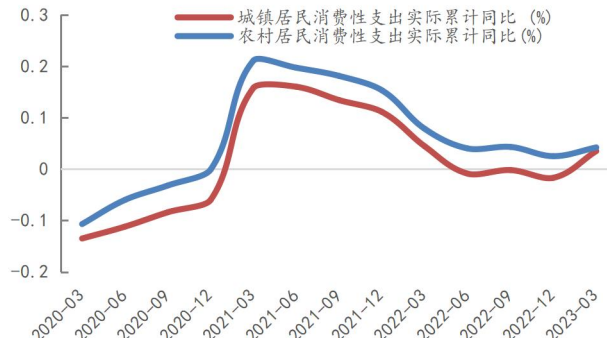
(2) 居民支出：截至今年 3 月，因疫情影响持续减弱，环比提升，消费意愿回升。①居民消费支出环比提升。2023 年第一季度全国居民实际消费支出累计同比达 4%，较上期提升 4.2pct。②农村居民消费性支出实际累计同比高于城镇居民。2023 年第一季度城镇、农村居民消费性支出实际累计同比分别达 3.5% (+5.2pct)、4.2%(+1.7pct)。去掉疫情因素及基数因素的话，按照对 2019 年支出 CAGR 计算，城镇环比提升 1.1pct，农村环比下滑 0.7pct。③居民收入支出剪刀差本季度下降，表明消费意愿回升。通过“居民收入支出剪刀差”衡量，（因居民消费支出无名义数据，仅有去掉价格因素的实际增速，和居民人均收入非同口径，这里我们用居民人均收入累计同比增速减去社零累计同比增速做剪刀差衡量的替代），居民收入支出剪刀差自 2020 疫情明显提升，疫情中消费支出明显谨慎，2021 年下降主要为基数原因，2022 年 3 月以来重新回升，同时明显高于疫情前的 2019 年情况，表明消费蓄水池进一步回升。但 2022 年 12 月收入-社零剪刀差环比上季度上升 0.6pct，表明居民消费意愿回落，核心原因主要为疫情管控放开以来的外出恐慌心理以及感染人数上升。2023 年第一季度收入-社零剪刀差环比上期下降 5.9pct。随着疫情影响日益减弱，消费信心提升，消费开始复苏，居民消费意愿回升。预计随着消费信心提振，后期消费意愿将持续回升。

图 46 人均支出及对 2019 年 CAGR 增速



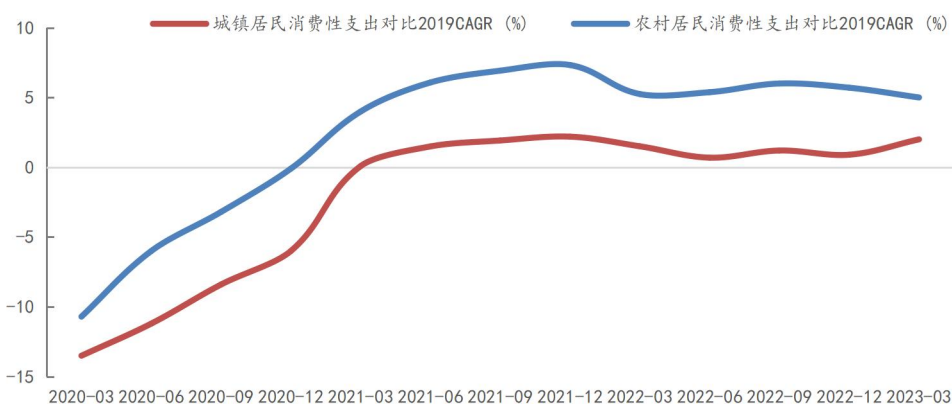
资料来源：wind，东海证券研究所

图 47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速



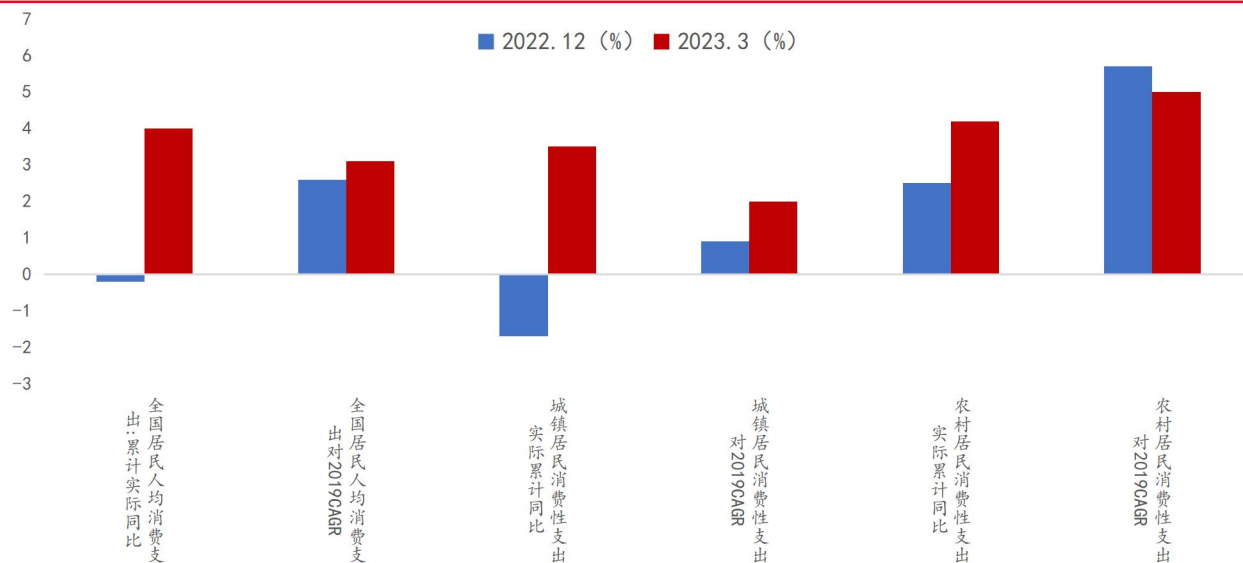
资料来源：wind，东海证券研究所

图 48 城镇及农村居民消费性支出实际累计增长对比 2019CAGR 数据



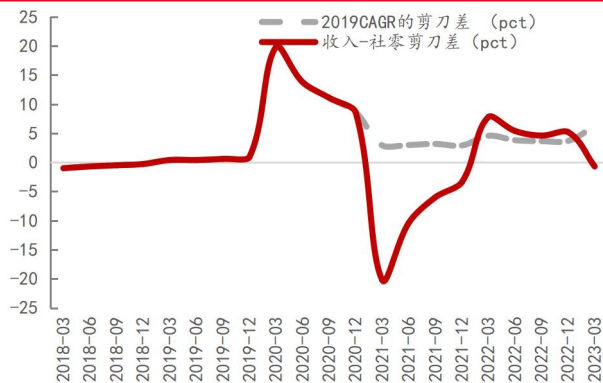
资料来源：wind，东海证券研究所

图 49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比



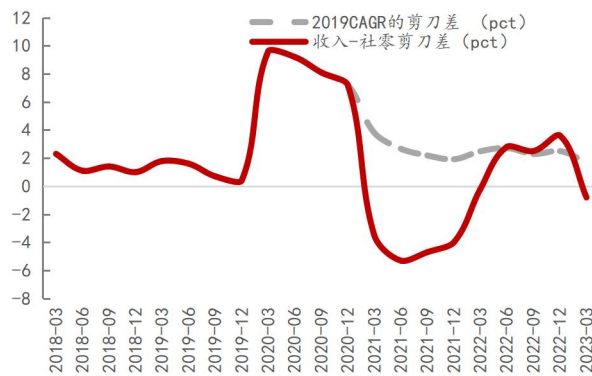
资料来源：wind，东海证券研究所

图 50 整体收入-社零剪刀差



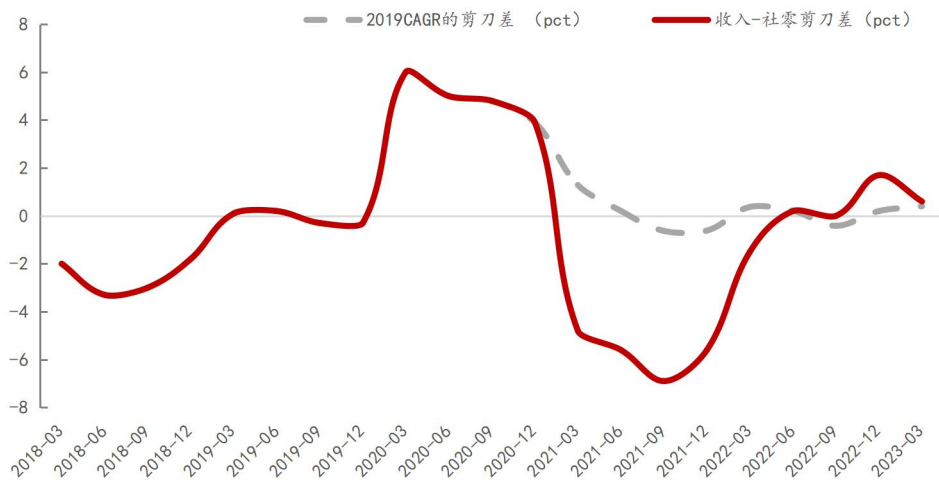
资料来源：wind，东海证券研究所

图 51 城镇居民收入-支出剪刀差



资料来源：wind，东海证券研究所

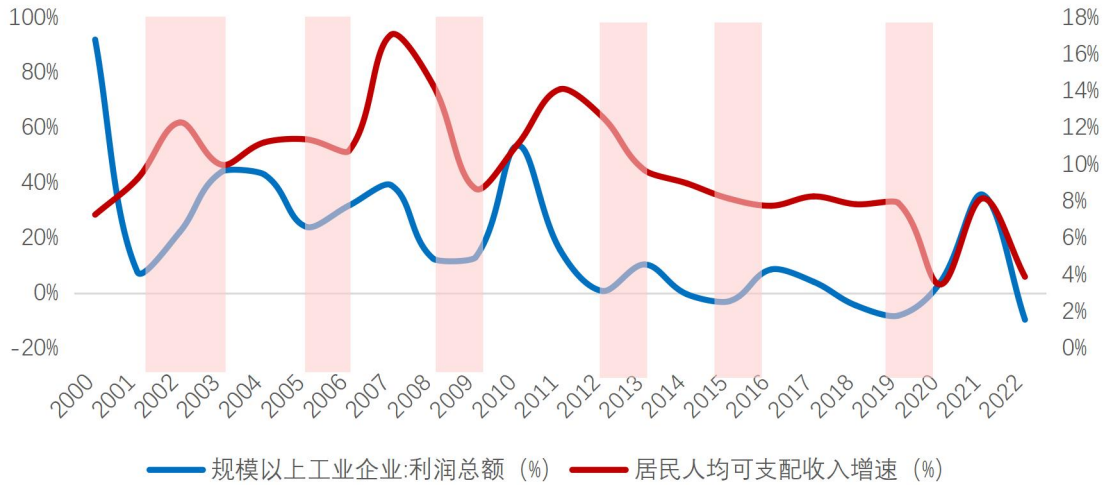
图 52 乡村居民收入-支出剪刀差



资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 需求短期仍有回升动能，长期存在一定影响。①**工业生产增速放缓。**2022 年全国规模以上工业企业利润下降 9.57%。2023 年 1-2 月受感染高峰的影响，2023 年 1-2 月累计工业企业利润同比下跌 23.36%。预计随着疫情管控放开、影响日益减弱和后续稳增长一揽子政策的实施，工业企业利润将企稳回升。对大部分从业人员而言，企业经济效益也就是利润恢复往往意味着第二年收入的回升。2021 年工业所在的第二产业从业人数占比约 29.1%，工业企业利润往往领先人均收入 1-1.5 年，并具备较好的拟合度。不同于疫情前，工企利润增速自 2020 年末转正并维持较高增速，2021 年受到疫情影响但表现同样好于 2019 年同期，带动 2021 年以来人均收入回升相对明显，但 2022 年工企利润趋势向下，从历史经验看，随着疫情基数影响结束后，人均收入稳态增速今年下半年以后可能承压。②**低收入人群就业及工资仍存驱动：**2021 年农民工达 2.93 亿人，人口占比、劳动人口占比分别达 21%、39%，是人口的主要组成部分，受疫情影响农民工外出务工减弱带动 2021 年农民工工资收入增长 8.84%，较上年同比提升 6.06pct，服务业、制造业、餐饮业较 2019 年两年复合增速均超 2019 年同期情况。在疫情政策放开、基建投资加大的情况下，服务、制造、建筑等行业就业及工资仍有可能表现积极，有望进一步推动低收入人群的消费需求。

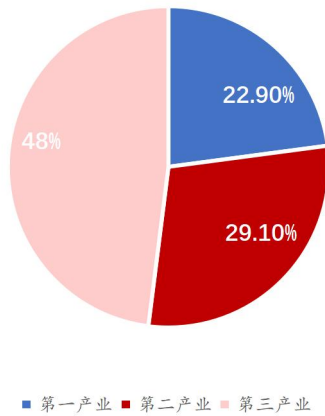
图 53 人均收入及工企利润对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

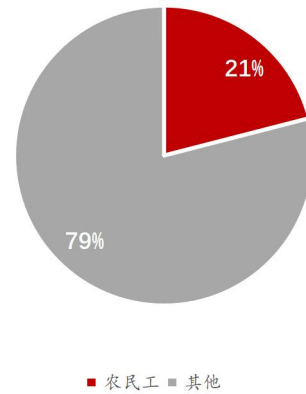
*2013 年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

图 54 2021 年第一、第二、第三产业人数占比



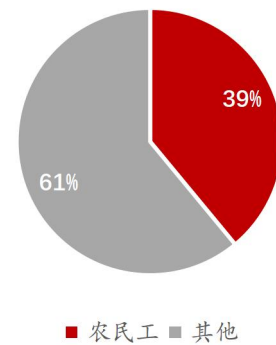
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 55 2021 年农民工在总人口中占比



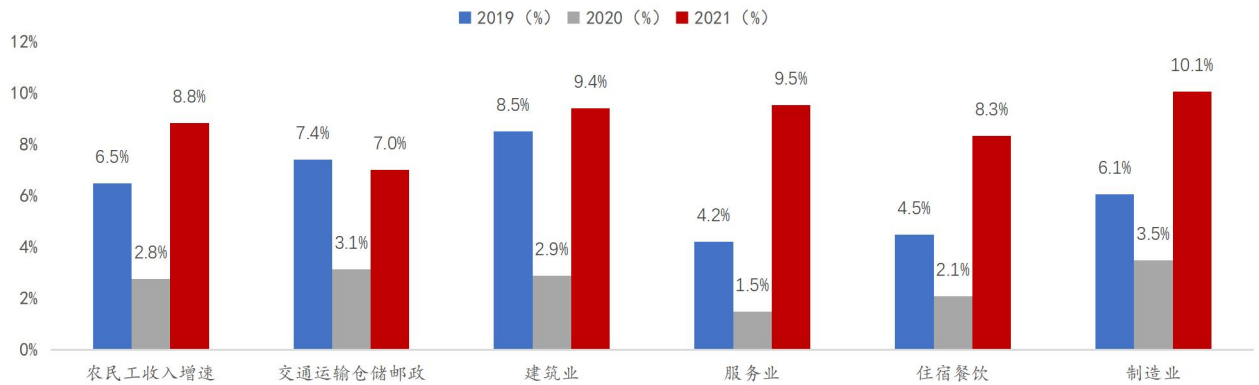
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 56 2021 年农民工在劳动人口中占比



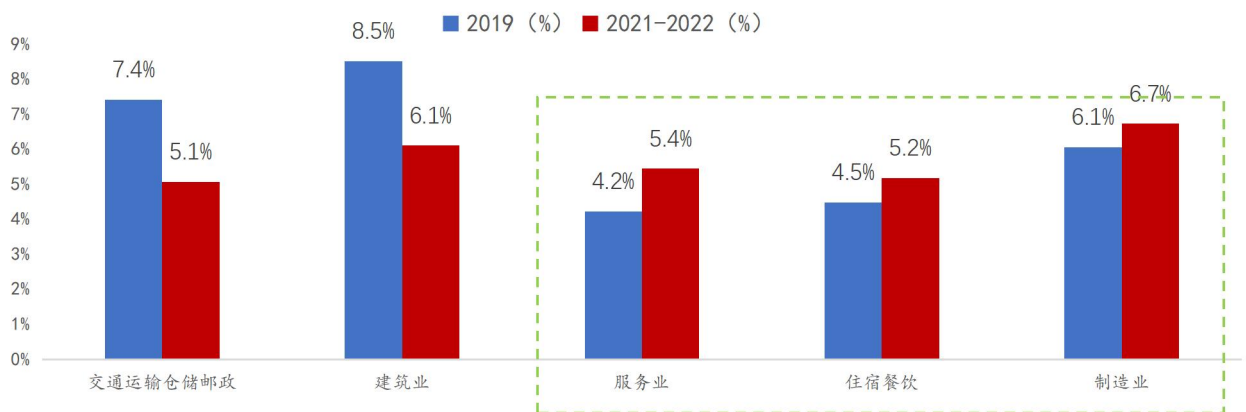
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 57 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 58 农民工收入近两年复合增速



资料来源：wind，东海证券研究所

6.投资建议

长期来看，“坚持实施扩大内需战略”政策驱动需求，短期来看，场景修复从餐饮向旅游、购物中心、街边客流传导仍在持续，Q2 低基数下，消费市值变化从估值走向业绩，从贝塔走向阿尔法明确。今年我们对消费特征的判断为，第一为消费升级持续，导致部分趋势性行业，如零食、益生菌、啤酒等维持较快增长；第二位集中度加速提升，主要针对成熟型行业，如白酒，看好省区龙头、一线名酒加速对小品牌的替代。**重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、科拓生物、安井食品、味知香、干味央厨等。**

7.风险提示

- (1) **政策影响**：目前政策方向整体积极，以“扩内需”为重点，如果政策变化，仍有可能对整体消费产生系统性影响。
- (2) **原材料价格影响**：若后续疫情反复，可能对用工、开工情况产生影响进而进一步影响部分原材料市场价格。
- (3) **竞争加剧的影响**：去年以疫情以来，白酒、食品等部分行业受到需求减少影响，部分品牌竞争有所加剧，集中度有所提升，如果竞争进一步剧烈，可能对部分公司业绩产生实际影响。
- (4) **消费需求的影响**：疫情对部分人群消费力产生了明显影响，仍有可能进一步对未消费产生继续影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089