

主要消费产业行业研究

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 23M4：修复斜率趋缓，机会正在酝酿

核心观点

- **复苏持续推进，居民去化杠杆。**4月消费板块景气继续改善，低基数导致同比增速读数上升，但修复幅度相对温和，略低于年初预期。当前消费需求依然有修复空间，地产销售回调和新增贷款转负体现出居民消费信心有待提振，超额储蓄部分流向还贷，“居民去杠杆”或是全年主线，需后续数据确认，以及观察政策层面操作。
- **基数效应显现，关注真实修复。**以21年为基础，4月社零2年复合增速2.6%，较上月收窄0.7pct。分板块看修复进度，1-4月多数行业终端销售已达21年同期水平，餐饮表现最为突出（117%），烟酒食品等必选品延续增长（110-120%），可选耐用品中珠宝/服装/化妆品也接近110%，但家电/汽车/通讯器材基本持平，地产链的家具（90%）/建材装潢（89%）则仍待修复。从节奏上看，除餐饮服务外各行业4月增速环比都出现下滑。
- **进入疫后时代，增速中枢调整。**疫情带来短期波动之外更改变了消费板块的底层逻辑，债务拐点、人口拐点都已经出现，我们预计消费需求增速中枢可能出现调整，或至5-8%区间，这些判断正在逐步兑现。
- **板块继续回调，机会正在酝酿。**4月大消费继续回调，反映复苏斜率趋缓的事实。公募基金大消费23Q1持仓23.0%，其中食品饮料占比16.1%，超配7.6pct，其他消费行业则低配。短期来看，预期还在修正，关注618/端午等旺季表现。中长期看，后疫情时代消费板块风格或从“进攻性”回归“防御性”，利好高股息、需求确定的价值标的。需求增速中枢调整带来估值水平调整，等待风险收益比重归均衡，机会也会在下跌中酝酿而生。

景气跟踪

- **白酒：**尽管Q2处于消费淡季，动销仍有改善，婚宴场景恢复较好，库存水平降至2个月左右。4月末，茅五泸主要产品批价略有下滑，次高端酒受益于婚宴消费维持稳定。
- **啤酒：**4月餐饮收入大增43.8%，场景修复叠加气温升高带动销量显著回升。低基数效应显现，4月行业单月销量预计保持中高个位数到双位数增长，产品结构升级延续。从渠道调研反馈看，青啤、华润预计分别实现约10%、中高个位数销量增长，重啤、燕京也有双位数增长。
- **乳制品：**22年基数较高，销量增速承压，但4月受五一备货和需求复苏带动有个位数增长，行业库存降至20天左右。龙头公司伊利、蒙牛更侧重利润率考核，费用投放理性。成本端原奶价格继续下行，支撑利润率。
- **调味品：**餐饮需求保持较快复苏，但随着促销力度减弱单月增速环比收窄，行业库存略升至4个月左右。酱油行业主打“零添加”，市场格局变化。4月千禾味业/中炬高新/海天味业线上GMV分别+21.6%/+9.2%/-22.7%。
- **家电：**品类分化较大，传统大家电和厨电韧性更强，其他可选属性强或尚处渗透早期品类则承压。空调4月销售额同增45.8%最为突出，可能与地产复苏带动装修需求释放以及渠道商预判气温上升备货有关。
- **家居：**4月房屋竣工面积同比增长28.3%，上游景气持续回暖，新房销售回落。国内市场需求增速环比下行；海外需求则在3月大超预期后明显回落，年初至今累计出口金额下滑4.8%，外需偏弱。
- **纺织：**前期受损的纺织板块整体出现边际回升，各板块线上GMV均有双位数增长，环比3月扩大。剔除基数影响，童装/童鞋/运动服/运动鞋/户外用品/家纺实质改善。运动服饰Q1流水恢复良好，中单位数到双位数增长。
- **餐饮&旅游：**量价齐升，餐饮收入同增43.8%，旅游CPI同增9.1%，五一带来催化，已恢复至2019年水平。

投资建议

- 估值消化阶段，机会正在酝酿，重视防御属性，关注结构性机会，优选高端白酒/乳制品/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：修复斜率趋缓，机会正在酝酿	5
2、消费宏观：边际修复向上，居民杠杆向下	6
2.1、消费周期：贷款再次转负，居民消化杠杆	6
2.2、消费能力：就业持续改善，超额储蓄释放	7
2.3、消费需求：基数效应显现，可选增速上行	8
3、食品饮料：餐饮领衔修复，动销增速收窄	10
3.1、白酒：淡季延续复苏，基数效应显现	10
3.2、啤酒：现饮渠道修复，销售旺季来临	11
3.3、乳制品：原奶价格下行，利润率望回升	13
3.4、调味品：动销略有放缓，市场格局变化	15
3.5、行业动态：咖啡高速增长，食品融资增多	16
4、家用电器：空调表现亮眼，品类分化加大	16
4.1、国内市场：复苏冷热不均，传统家电较优	16
4.2、海外市场：出口增速回落，海外需求偏弱	17
4.3、空间测算：新品渗透受阻，下调预期增速	18
4.4、行业动态：空调排产高增，新兴品类承压	19
5、轻工制造：地产销售回落，需求修复趋缓	19
5.1、国内市场：竣工持续复苏，新房销售承压	19
5.2、海外市场：家具出口回落，美国需求疲软	20
5.3、行业动态：家居渠道拓展，造纸利润下滑	21
6、纺织服饰：边际销售改善，运动全面复苏	21
6.1、销售：基数效应显现，受损品种高增	21
6.2、库存：库存继续改善，服装去化较快	22
6.3、行业动态：运动品牌发力，棉花价格回调	23
7、社会服务：数据修复明显，板块量价齐升	23
7.1、餐饮旅游：餐饮收入大增，出行服务涨价	23
7.2、行业动态：淄博烧烤出圈，境外旅行火热	24
8、投资建议：重视防御属性，板块风格切换	25
9、风险提示	25

图表目录

图表 1：2023 年 4 月大消费主要行业景气跟踪	5
图表 2：限额以上社零对比 2021 年水平（%）	5
图表 3：消费需求增速中枢调整（%）	6
图表 4：1-4 月分行业限上社零累计增速（%）	6
图表 5：公募基金大消费持仓（%）	6
图表 6：公募基金超配比例（%）	6

图表 7: 居民部门杠杆率	7
图表 8: 居民扩表意愿	7
图表 9: 调查失业率 (%)	7
图表 10: 分年龄段调查失业率 (%)	7
图表 11: 居民名义收入累计增速 (%)	8
图表 12: 居民储蓄率 (%)	8
图表 13: 居民就业预期	8
图表 14: 居民收入预期	8
图表 15: 社零总额月度同比	9
图表 16: 除汽车外社零月度同比	9
图表 17: 社零结构区分	9
图表 18: 限额以上社零分品类月度增速 (%)	9
图表 19: 核心 CPI (%)	10
图表 20: 服务业 PMI (%)	10
图表 21: 全国白酒月度产量同比 (%)	10
图表 22: 全国白酒年度产量及增速 (%)	10
图表 23: 高端白酒批价	11
图表 24: 次高端白酒批价	11
图表 25: 全国啤酒月度产量同比 (%)	11
图表 26: 全国啤酒年度产量及增速 (%)	11
图表 27: 社零餐饮收入月度同比	12
图表 28: 中国啤酒渠道结构 (%)	12
图表 29: 进口啤酒累计均价及变动	12
图表 30: 各价位啤酒市场渗透率 (%)	12
图表 31: 大麦月度均价及变动	13
图表 32: 瓦楞纸月度均价及变动	13
图表 33: 浮法玻璃月度均价及变动	13
图表 34: 铝锭月度均价及变动	13
图表 35: 全国乳制品月度产量同比 (%)	13
图表 36: 全国乳制品年度产量及增速 (%)	13
图表 37: 乳制品零售价格 (元/升)	14
图表 38: 婴幼儿奶粉零售价格 (元/公斤)	14
图表 39: 国内原奶价格 (元/公斤)	14
图表 40: 进口奶粉价格 (美元/吨)	14
图表 41: 玉米现货结算价 (元/吨)	15
图表 42: 豆粕现货结算价 (元/吨)	15
图表 43: 酱油渠道结构 (%)	15
图表 44: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)	15
图表 45: 大豆现货结算价 (元/吨)	16
图表 46: 白砂糖现货结算价 (元/吨)	16
图表 47: 2023 年 4 月食品饮料行业动态	16

图表 48: 家电主要品类月度销售情况	17
图表 49: 家用电器单月出口金额	18
图表 50: 家用电器出口金额累计同比 (%)	18
图表 51: 重点品类市场空间测算	18
图表 52: 2023 年 4 月家用电器行业动态	19
图表 53: 房屋竣工面积累计同比 (%)	19
图表 54: 房屋竣工面积年度同比 (%)	19
图表 55: 房屋销售面积累计同比 (%)	20
图表 56: 房屋销售面积年度同比 (%)	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 (%)	21
图表 60: 美国家具市场月度库销比	21
图表 61: 2023 年 4 月轻工制造行业动态	21
图表 62: 纺服线上 GMV 月度跟踪	22
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 (%)	23
图表 65: 纺织业产成品存货同比 (%)	23
图表 66: 2023 年 4 月纺织服装行业动态	23
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	24
图表 70: 全国交通客运量累计变动	24
图表 71: 主要节假日旅游数据恢复程度	24
图表 72: 2023 年 4 月社会服务行业动态	24

1、核心观点：修复斜率趋缓，机会正在酝酿

复苏持续推进，居民去化杠杆。4月消费板块景气继续改善，由于低基数导致同比增速读数上升，但修复幅度相对温和，略低于年初预期。当前消费需求依然有修复空间，地产销售回调和新增贷款转负体现出居民消费信心有待提振，超额储蓄也开始部分流向提前还贷，预计“居民去杠杆”或是全年主线，需后续数据确认，以及观察政策层面操作。

图表1：2023年4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	↑	淡季动销依然改善，库存继续去化
		啤酒	↑	高温叠加低基数，销量双位数增长
		乳制品	-	销量个位数回升，龙头更重视利润
		调味品	-	促销退坡库存略升，市场格局变化
可选消费	家用电器	空调	↑	4月销额同增45.8%，5月排产仍强
		冰箱	-	4月销额同增12.4%，产品提价继续
		洗衣机	-	4月销额同增6.7%，洗干套装高增
	轻工制造	清洁电器	↓	板块以价换量，洗地机双位数增长
		厨房电器	↓	烟灶/洗碗机韧性，集成灶继续下滑
休闲消费	纺织服饰	家居	-	竣工高增新房下滑，修复斜率降低
		运动服饰	↑	Q1板块流水普遍回正，景气较优
	社会服务	品牌服饰	↑	低基数抬高读数，销售边际回暖
		酒店餐饮	↑	餐饮大幅改善，淄博烧烤出圈
		旅游	↑	五一假期催化，旅游服务涨价

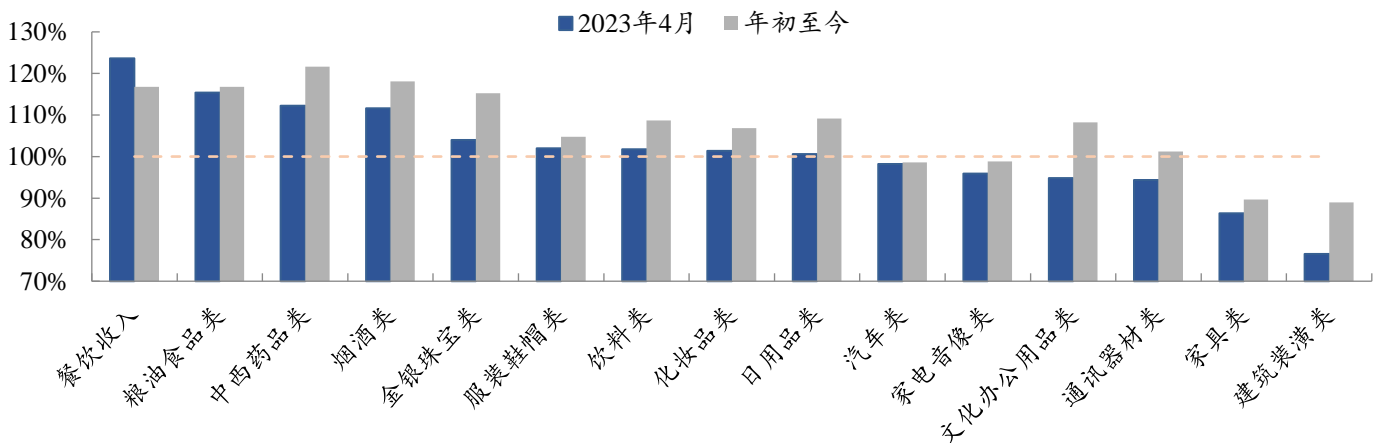
来源：国金证券研究所整理

基数效应显现，关注真实修复。由于22年基数波动可能影响同比增速判断，以21年为基数更能体现真实修复情况。整体上看，4月社零2年复合增速2.6%，较上月继续下滑0.7pct，连续两个月低于5.0%。

分板块看修复进度，今年1-4月多数行业终端销售已经达到21年同期水平，餐饮服务表现最为突出（117%），烟酒食品等必选品延续增长（110-120%），可选品中珠宝、服装、化妆品也接近110%，但金额较大的家电、汽车、通讯器材基本持平（约100%），地产链的家具（90%）、建材装潢（89%）则仍待修复。

此外从节奏上看，除了餐饮服务以外各行业4月增速环比都有所收窄，导致单月修复进度低于年初至今累计值，反映出当前温和复苏的现实。

图表2：限额以上社零对比2021年水平（%）

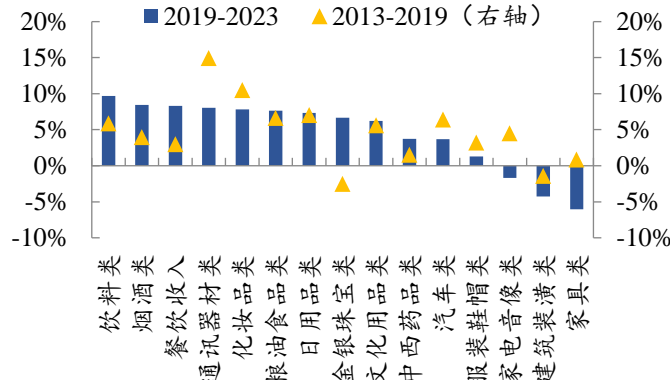
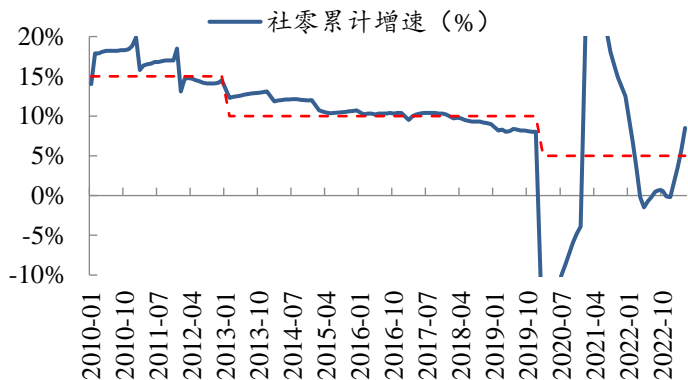


来源：Wind，国金证券研究所（注1：以2021年水平=100%；注2：统计限额以上单位；注3：统计局数据跨年口径有调整，增速计算值与公布数据可能不同）

进入疫后时代，增速中枢调整。拉长视角，疫情在带来短期波动之外更改变了消费板块的底层逻辑，债务拐点、人口拐点都已经出现，因此我们预计消费需求增速中枢可能出现调整，或降至 5-8% 区间，当下看这些判断正在逐步兑现（详见《消费前瞻专题》系列报告）。分板块看，多数行业近四年增速较前期已有下滑，增速明显上升的仅有饮料、烟酒、金银珠宝、中西药品，餐饮收入增速上升主要系堆积需求释放所致。

图表3：消费需求增速中枢调整（%）

图表4：1-4月分行业限上社零累计增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

来源：Wind，国金证券研究所

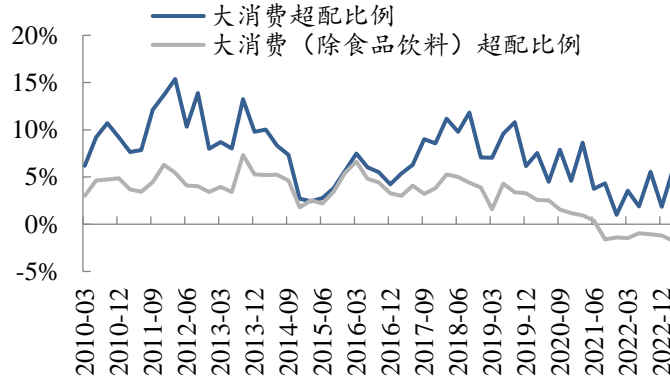
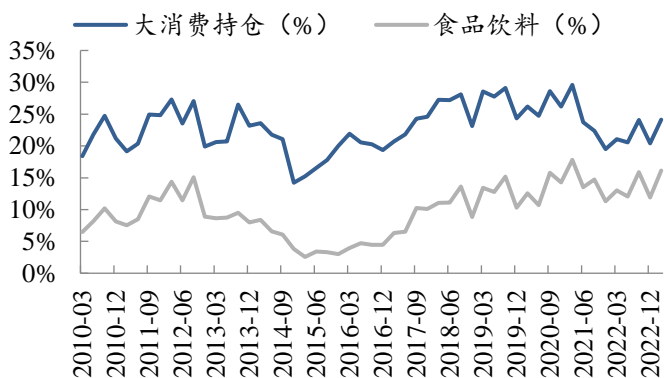
板块继续回调，机会正在酝酿。4月大消费板块延续3月的下行趋势，回调依然明显，主要在反应修复斜率下行的事实。从公募基金持仓情况上看，大消费板块整体 23Q1 占比 23.0%，接近十年平均水平。但值得关注的是消费持仓中食品饮料占比 16.1%，相较于大盘超配 7.6pct，但其他消费行业延续低配，反映出机构对确定性的重视相对高于对疫后复苏弹性的追求。

短期来看，消费复苏方向依然明确，但随着斜率放缓可能需要修正预期，重点关注例如 618、端午以及中秋国庆等消费旺季的表现。中长期看，我们建议关注后疫情时代的趋势性变化，消费板块风格可能从“进攻性”回归到“防御性”，利好高股息、需求确定的价值标的。

基本面之外，估值也很重要。未来需求增速的中枢性调整势必带来估值水平的调整，等待风险收益比重归均衡，机会也会在下跌中酝酿而生。

图表5：公募基金大消费持仓（%）

图表6：公募基金超配比例（%）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据截至 2023Q1；注 2：超配比例相较于流通市值占比计算）

2、消费宏观：边际修复向上，居民杠杆向下

2.1、消费周期：贷款再次转负，居民消化杠杆

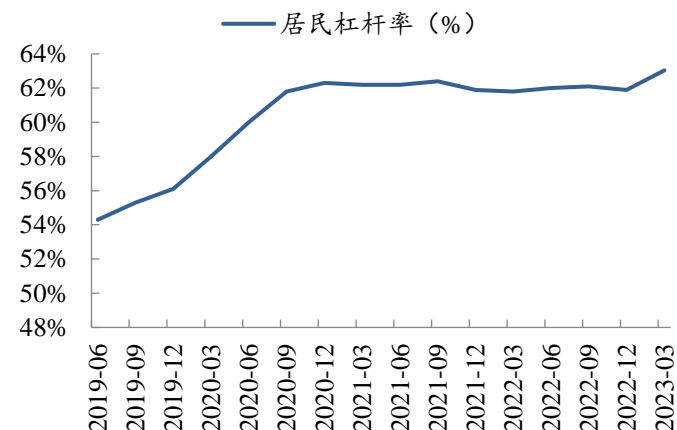
过去三年疫情对中国经济增长带来深远影响，长周期视角下看过去十余年的居民加杠杆模式受到挑战。

边际上看，2023年4月楼市在年初回暖后再次出现回调，相应的以住房按揭贷款为主的居民中长期贷款同样出现回落，经过2、3月的同比大幅多增后4月同减842.3亿元再次

转负，一方面贷款增量减少，另一方面居民存款同步减少可能反映部分流向偿还贷款。

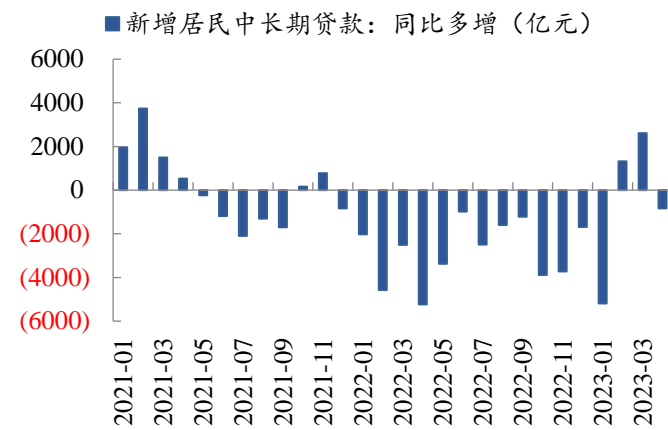
综合来看，居民由加杠杆转向去杠杆的信号进一步明确，据我们测算 2023Q1 居民杠杆率继续上升至约 63.0%，主要在于经济增速相较于贷款增速较低，杠杆率被动上行。整体下行周期，较高的杠杆水平或对消费复苏构成较大制约。

图表7：居民部门杠杆率



来源：Wind，国金证券研究所（注：2023Q1 为推算值）

图表8：居民扩表意愿



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

2.2、消费能力：就业持续改善，超额储蓄释放

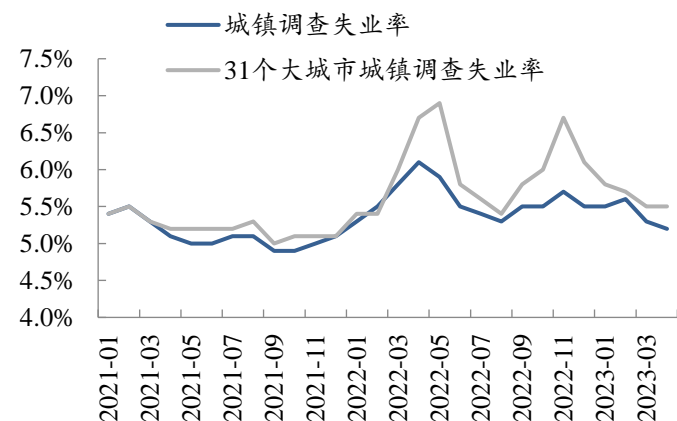
■ 就业端：失业率略下行，结构压力仍存

就业作为收入的前置决定因素，直接影响居民消费能力。

截至 2023 年 4 月，城镇调查失业率 5.2%，环比回落 0.1pct；31 个大城市调查失业率 5.5%，环比持平，边际来看就业情况有所改善。

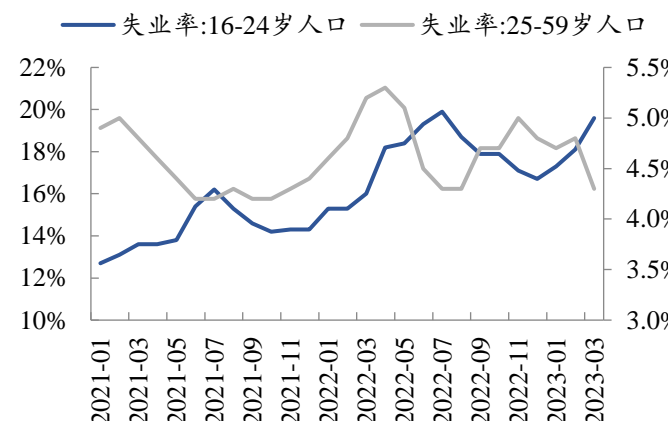
分年龄段看，结业分化明显，结构性压力仍存。16-24 岁年轻群体失业率出现明显上行，2023 年 4 月回升至 20.4%，环比上行 0.8pct，为历史最高水平；25-59 岁人口失业率小幅下行 0.1pct 至 4.2%。

图表9：调查失业率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

图表10：分年龄段调查失业率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

■ 收入端：收入温和增长，超额储蓄释放

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。

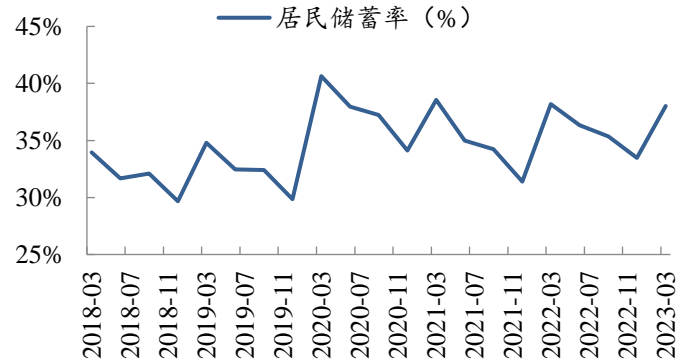
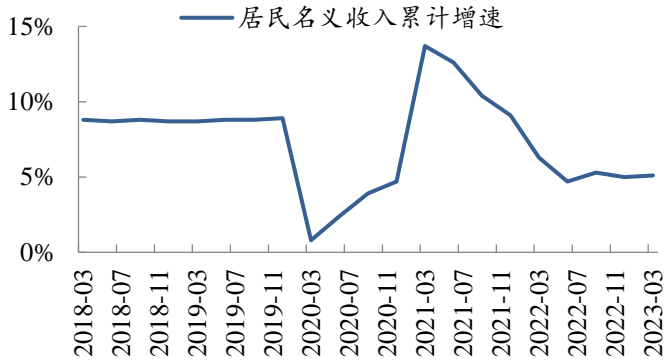
2023 年一季度，中国居民人均可支配收入名义同比增长 5.1%，保持温和增长态势，验证我们对后疫情时代收入增速中枢下行的判断，预计未来仍将保持在中个位数水平。

随着经济修复推进，收入波动性开始收敛，或许能提振居民的消费信心，但这还需要更多时间。截至 2023 年一季度居民储蓄率约为 38.0%，低于疫情期间水平但依然显著高于疫情前水平，符合我们的预期。

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，预计累积的超额储蓄来到 6.1 万亿元。值得注意的是，在收入恢复的过程中，4 月居民存款减少 1.2 万亿元，或许代表着超额储蓄开始释放，但是要关注未来流向。

图表11: 居民名义收入累计增速 (%)

图表12: 居民储蓄率 (%)



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)

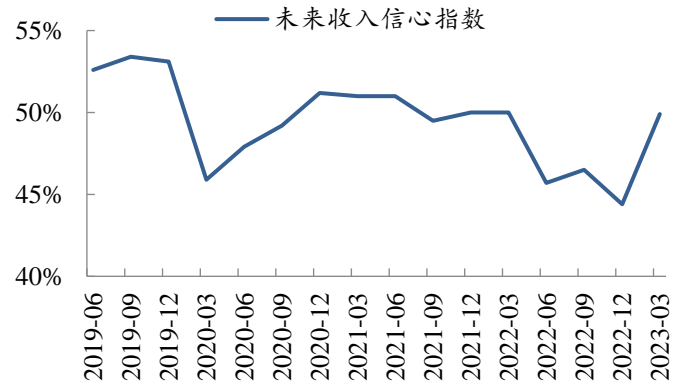
■ 居民预期: 就业/收入预期回暖, 信心明显恢复

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%, 相较去年底分别大幅上行 9.3pct、5.5pct, 信心明显回升。

当前就业、收入数据还在稳步修复, 经济复苏向居民部门传导中。

图表13: 居民就业预期

图表14: 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)

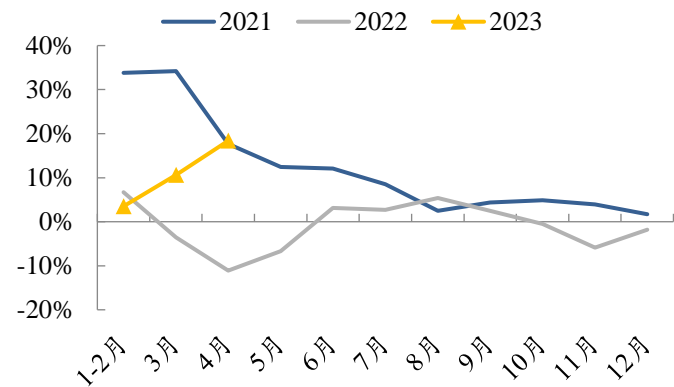
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年一季度)

2.3、消费需求: 基数效应显现, 可选增速上行

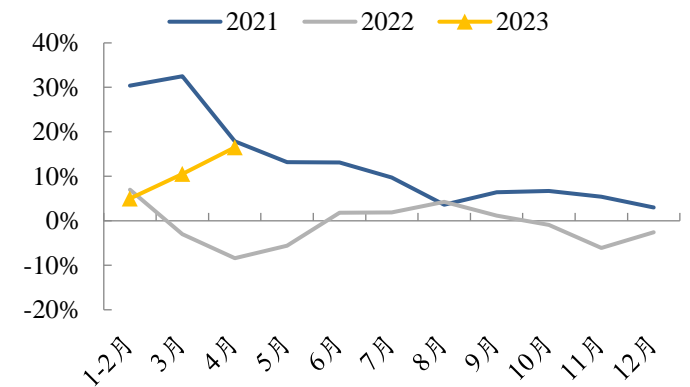
从终端需求上看, 2023 年 4 月社零总额月度同比增长 18.4%, 环比回升 7.8pct; 除汽车以外同比上升 16.5%, 环比上升 6.0pct。低基数到来, 月度增速读数上升。

方向上看, 消费修复是大势所趋, 疫情反复的概率下降, 关键在于幅度。

图表15: 社零总额月度同比



图表16: 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 2023/4/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

从结构上看, 可以看到以下特征:

- 线上强于线下: 线上消费继续维持较高增速, 2023 年 4 月实物商品网上零售额同比增长 22.3%, 单月占社零总额比例 26.7%, 刷新历史新高, 反映出电商渠道渗透率依然在提升。
- 服务强于商品: 分消费模式看, 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 4 月餐饮收入同比增长 43.8%, 年初至今累计同增 19.8%, 五一假期的催化作用显现。

图表17: 社零结构区分

类型区分	指标	年初至今累计	2023.4	2023.3	2023.1-2	2022.12	2022.11	2022.10
分规模	社会消费品零售总额	8.5%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%	-5.9%	-0.5%
	限额以上社零总额	7.8%	19.0%	10.1%	2.1%	-1.3%	-5.8%	-0.5%
分渠道	实物商品网上零售额	10.4%	22.3%	16.6%	6.7%	15.6%	3.9%	22.1%
	推算线下社零总额	7.0%	17.1%	8.5%	2.6%	-7.3%	-10.5%	-7.8%
分类型	商品零售	7.3%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	-5.6%	0.5%
	餐饮收入	19.8%	43.8%	26.3%	9.2%	-14.1%	-8.4%	-8.1%
分地区	城市	8.4%	18.6%	10.7%	3.4%	-1.8%	-6.0%	-0.6%
	乡村	8.6%	17.3%	10.0%	4.5%	-1.3%	-5.2%	0.2%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

具体来看不同品类限上商品零售表现, 必选、可选消费品走势分化, 低基数造成扰动。

必选消费品依旧有韧性但增速回落, 可能受到高基数影响, 粮油食品、饮料、烟酒 2023 年 3 月分别同增 1.0%、-3.4%、14.9%。

可选消费品开启复苏, 低基数下单月同比增速走高。金银珠宝、服装鞋帽针纺织品、化妆品分别录得 44.7%、32.4%、24.3% 的增长。但由于地产承压, 家用电器和音像器材、家具消费录得低个位数增长。

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 4 月限上餐饮收入同增 44.6%, 预计 Q2 低基数下高增长仍将持续一段时间, 五一后端午假期即将到来或继续形成催化。

图表18: 限额以上社零分品类月度增速 (%)

大类	细分	年初至今累计	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10
基础消费	粮油、食品类	6.0%	1.0%	4.4%	9.0%	10.5%	3.9%	8.3%
	饮料类	0.6%	-3.4%	-5.1%	5.2%	5.5%	-6.2%	4.1%
	烟酒类	8.3%	14.9%	9.0%	6.1%	-7.3%	-2.0%	-0.7%
可选消费	家用电器和音像器材类	-0.3%	4.7%	-1.4%	-1.9%	-13.1%	17.3%	14.1%
	家具类	4.3%	3.4%	3.5%	5.2%	-5.8%	-4.0%	-6.6%
	服装、鞋帽、针纺织品类	13.4%	32.4%	17.7%	5.4%	-12.5%	15.6%	-7.5%
	金银珠宝类	18.5%	44.7%	37.4%	5.9%	-18.4%	-7.0%	-2.7%
	化妆品类	9.3%	24.3%	9.6%	3.8%	-19.3%	-4.6%	-3.7%
	日用品类	6.2%	10.1%	7.7%	3.9%	-9.2%	-9.1%	-2.2%
	文化办公用品类	-2.2%	-4.9%	-1.9%	-1.1%	-0.3%	-1.7%	-2.1%
休闲消费	餐饮收入	23.9%	44.6%	37.2%	10.2%	17.8%	-7.5%	-7.7%

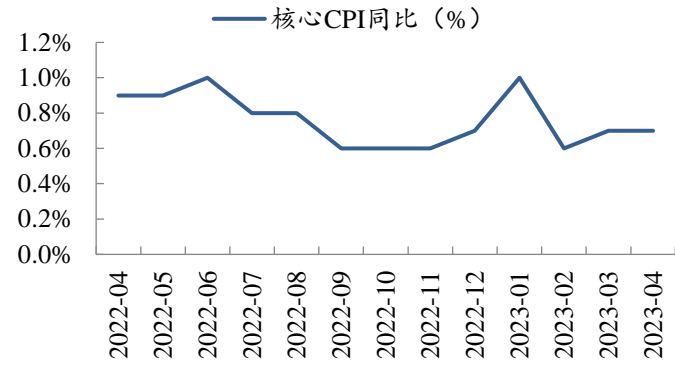
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

从辅助指标上看，消费复苏仍在复苏通道，但是幅度减弱，并且可以印证服务类消费强于商品消费。

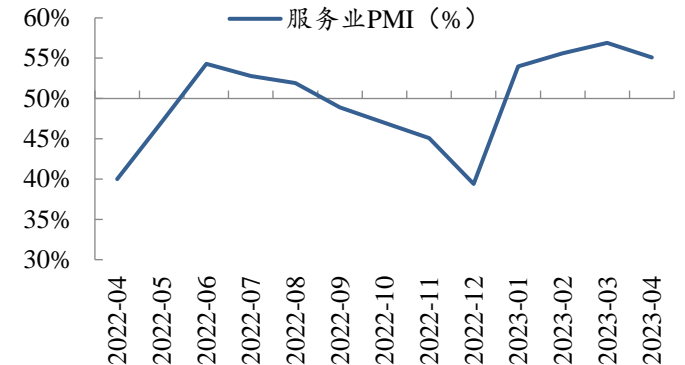
首先从核心 CPI 看，3、4 月通胀整体回落，带来“通缩”的担忧，主要由于高基数和当前供给较充足导致，而核心 CPI 与 3 月持平，保持在 0.7% 的水平，继续呈现弱复苏态势。

服务业 PMI 在 2023 年始终维持环比改善态势，4 月录得 55.1% 有所回落但维持在扩张区间，主要受旅游出行、住宿等前期受阻需求释放的推动。

图表19: 核心 CPI (%)



图表20: 服务业 PMI (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

3、食品饮料: 餐饮领衔修复, 动销增速收窄

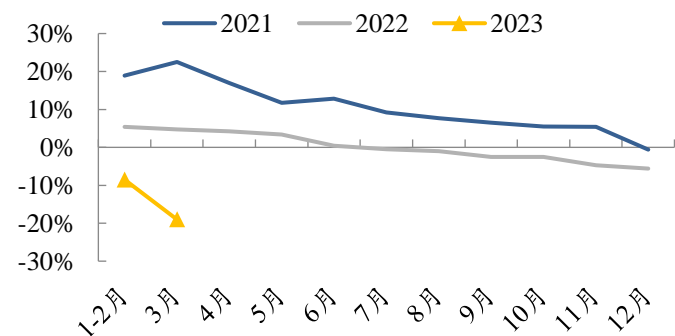
3.1、白酒: 淡季延续复苏, 基数效应显现

■ 产量: 供给继续缩量, 品质升级为主

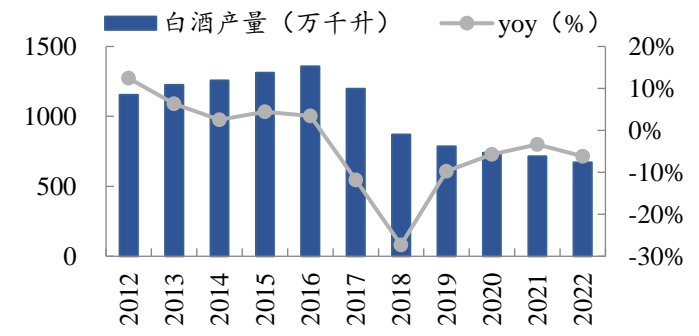
中国白酒产量自 2017 年起已进入下行通道, 以品质升级“喝好酒”为主旋律。

2023 年 3 月, 中国白酒产量 49.8 万千升, 同比下滑 29.2%; 年初至今累计生产 148.3 万千升, 同比下滑 19.0%。供给端看, 白酒缩量幅度扩大, 预计未来仍将延续下行趋势。

图表21: 全国白酒月度产量同比 (%)



图表22: 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 2023/3/31)

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 动销: 淡季温和复苏, 五一符合预期

淡季供需缺口较大, 批价小幅回落。一般而言, 二季度为白酒消费淡季, 且主要集中在五一、端午假期, 虽然 22 年疫情带来低基数但仍应关注修复的持续性。4 月整体需求仍处温和复苏阶段, 渠道偏谨慎, 尤其是春糖会后延续以价换量策略, 导致价盘出现小幅下滑。截至 4 月末, 高端酒茅五泸主要产品批价分别为 2760 元、955 元、895 元; 次高端酒近期也大多维持不变。

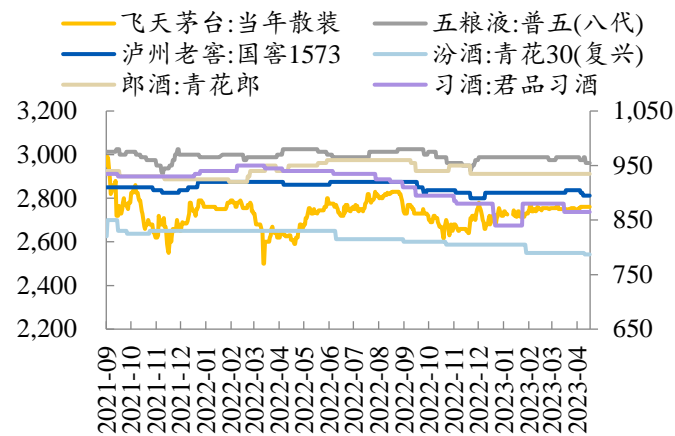
五一表现符合预期, 呈现温和复苏。作为疫情后首个小长假, 居民旅游、探亲意愿较高, 出行订单、车票预售均较为火爆, 疫情期间积压的婚宴需求也得释放。总体来看, 根据文旅部数据, 五一期间国内出游人次、旅游收入分别回升至 2019 年可比口径的 119.09%/100.66%, 基本恢复至疫情前水平, 量的修复快于价。此外五一全国重点零售和

餐饮企业销售额同比增长 18.9%，烟酒销售额同比增长 15.1%，也印证了温和复苏的事实。

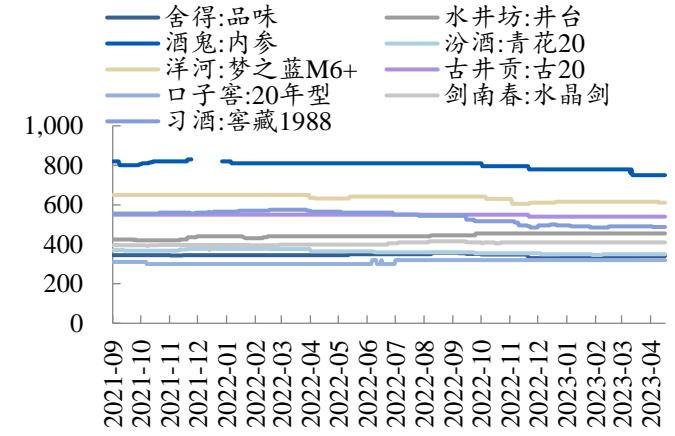
具体而言：1) 动销端，温和复苏，同比实现增长，环比 3-4 月亦有好转。分地区看，江苏、安徽等华东地区基数效应更为明显，动销双位数增长，其余地区相对温和。分场景看，婚宴表现更好，而商务宴请、团购、零售表现一般。2) 库存端，环比略消化。五一后渠道库存环比消化 10-15 天，保持 2 个月左右水平。3) 批价端，较节前维持平稳。五一期间行业价盘基本持平。飞天整箱/散瓶批价 2920/2750 元，受发货节奏影响较节前略下滑 10-15 元，普五 4 月放缓发货速度后修复至 945 元，国窖稳定在 895-900 元。青花 30 复兴版及青 20 略修复至 785/350 元。次高端受益于婚喜宴，批价相对稳定。

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23: 高端白酒批价



图表24: 次高端白酒批价



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

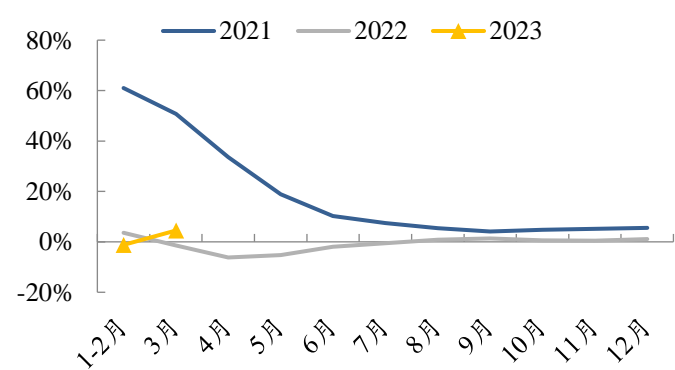
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

3.2、啤酒：现饮渠道修复，销售旺季来临

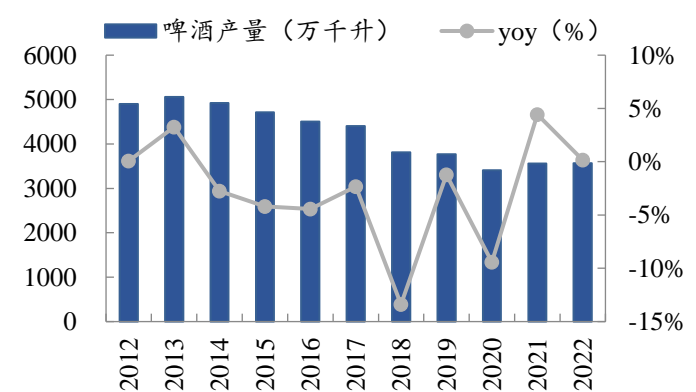
■ 产量：产量保持平稳，转向品质升级

2023 年 3 月中国啤酒总产量 343.3 万千升，同比上升 20.4%；年初至今累计生产 852.7 万千升，同比上升 4.5%。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25: 全国啤酒月度产量同比 (%)



图表26: 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 2023/3/31)

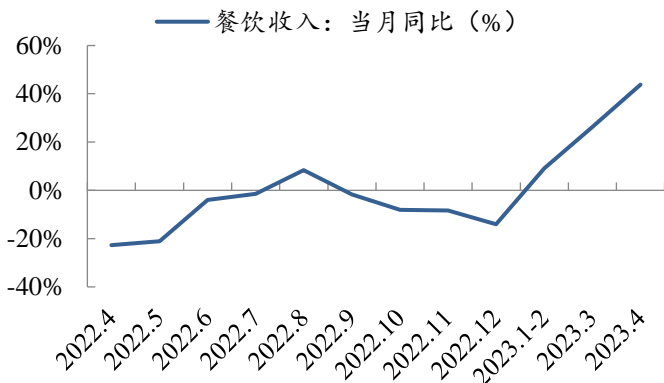
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 动销：旺季即将来临，产品结构升级

动销景气持续，迎来消费旺季。整体上看，餐饮渠道的修复依然明确，低基数效应逐步显现，叠加夏季临近气温升高，啤酒迎来消费旺季。4 月行业单月销量预计保持中高个位数到双位数增长，并且结构升级延续，量价齐升。

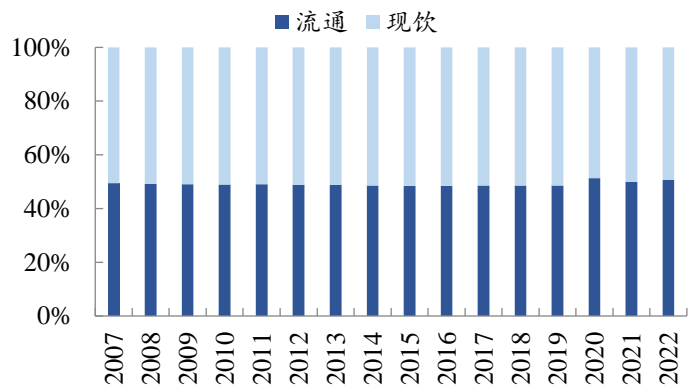
根据渠道调研反馈：1) 青岛啤酒：4 月销量同增约 10%，1-4 月累计双位数增长，高端产品经典、纯生增长明显；2) 华润啤酒：4 月销量增长中高个位数；3) 重庆啤酒：4 月销量实现双位增长，其中乌苏增速低于整体增速，1664 实现大双位数增长；4) 燕京啤酒：预计 4 月份全国销量实现增长 10%，其中 U8 销量同增 35%+。

图表27: 社零餐饮收入月度同比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

图表28: 中国啤酒渠道结构 (%)

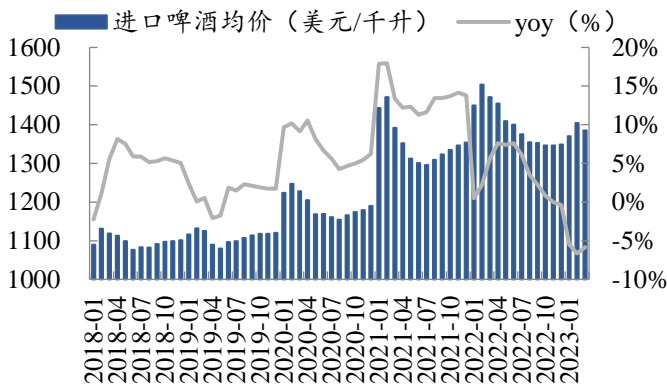


来源: 欧睿, 国金证券研究所

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。

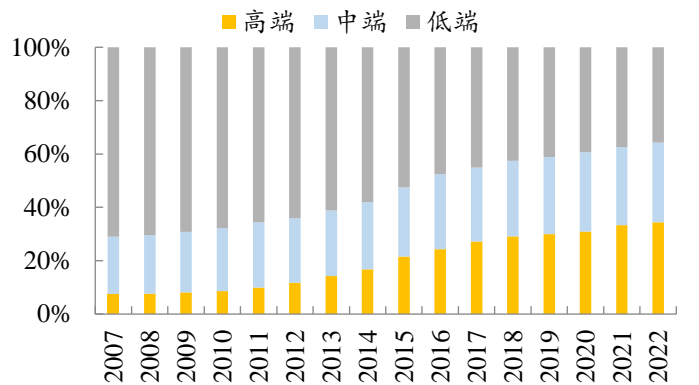
从进口啤酒均价看, 截至 2023 年 3 月为 1385 美元/千升, 同比下降 5.9%, 站稳更高价格带。

图表29: 进口啤酒累计均价及变动



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/3/31)

图表30: 各价位啤酒市场渗透率 (%)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

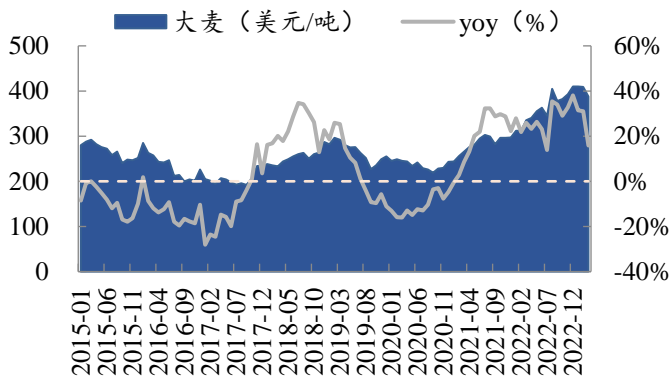
■ 原材料: 大麦价格较高, 包材成本回落

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, 包材价格则持续回落, 2023 年 4 月末, 瓦楞纸价格 3860 元/吨, 同降 10.0%; 浮法玻璃价格 1952 元/吨, 同降 4.7%; 铝锭价格 18676 元/吨, 同降 13.7%。

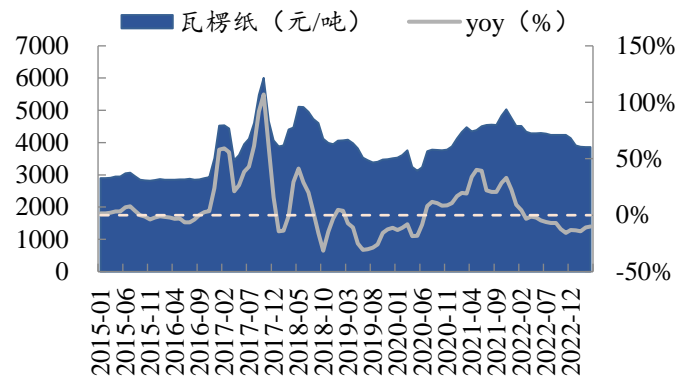
综合来看, 原料价格继续维持高位而包材成本回落, 吨成本或仍上行但幅度小于 22 年。

图表31: 大麦月度均价及变动



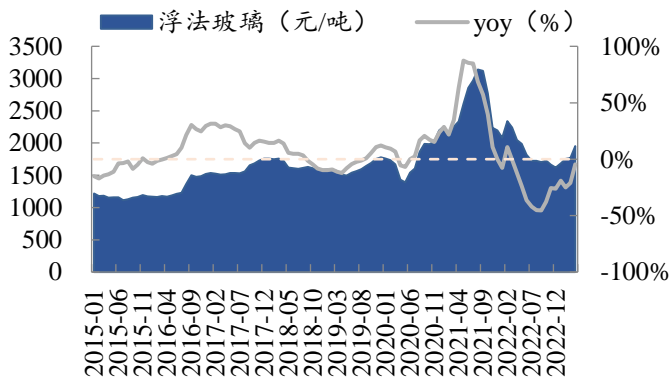
来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据变频处理; 注2: 截至 2023/3/31)

图表32: 瓦楞纸月度均价及变动



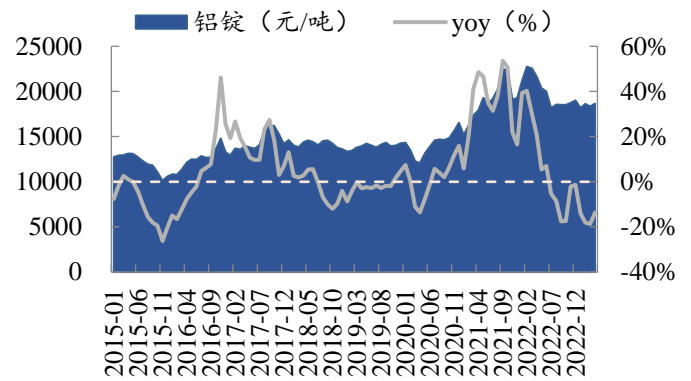
来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据变频处理; 注2: 截至 2023/4/30)

图表33: 浮法玻璃月度均价及变动



来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据变频处理; 注2: 截至 2023/4/30)

图表34: 铝锭月度均价及变动



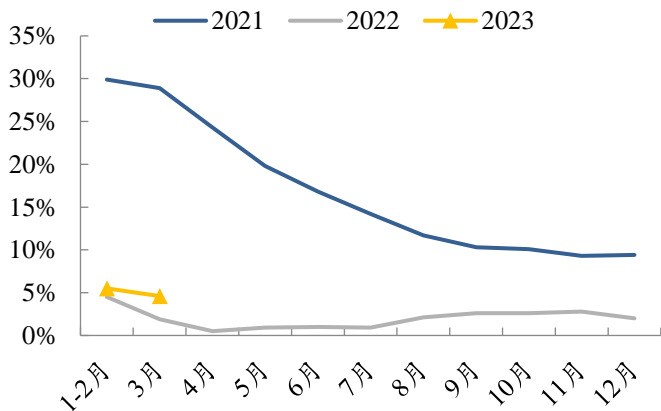
来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据变频处理; 注2: 截至 2023/4/30)

3.3、乳制品：原奶价格下行，利润率望回升

■ 产量：健康意识提升，消费量继续增加

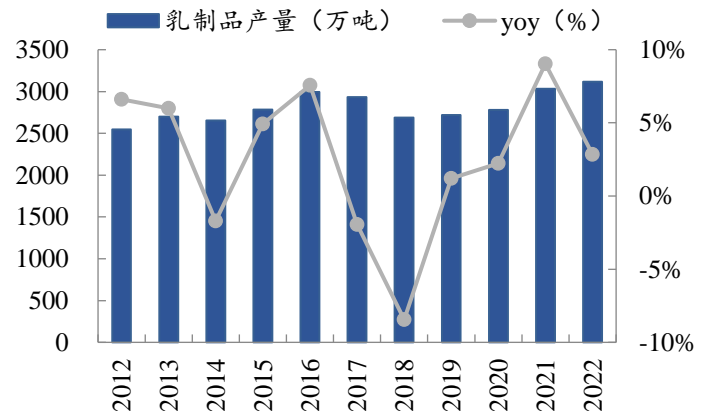
2023年3月中国乳制品总产量268.8万吨，同增7.4%；年初至今累计生产767.9万吨，同增4.6%。疫情期间居民健康意识提升，乳制品需求量实现企稳回升，新兴高价值品类的推广也促进了消费量的增加。

图表35: 全国乳制品月度产量同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/3/31)

图表36: 全国乳制品年度产量及增速 (%)



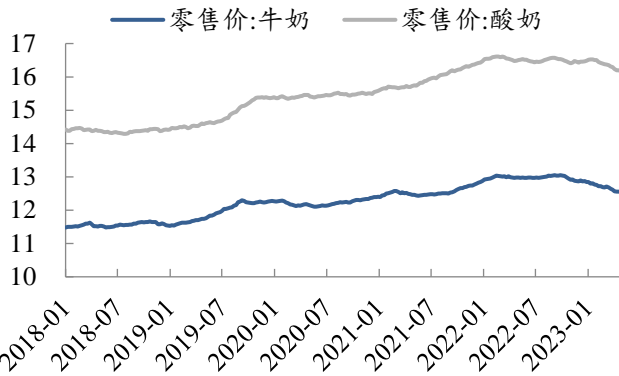
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 动销：需求温和复苏，费用理性投放

由于2022年基数较高，乳制品销量增速面临压力，但4月受五一备货和需求复苏影响实现个位数增长，行业库存降至20天左右。龙头公司伊利、蒙牛更侧重利润率考核，费用投放理性。

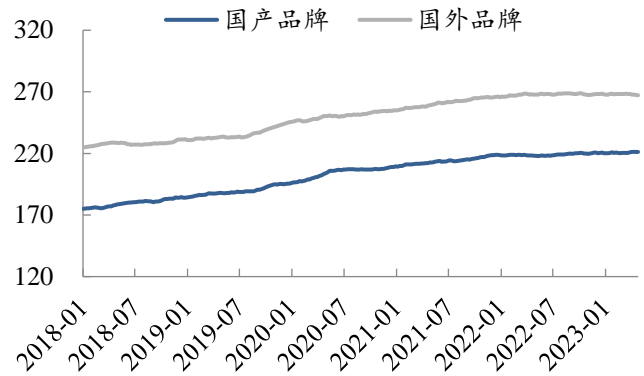
中长期看，产品高端化、多元化趋势仍将持续，支持中长期利润率提升。截至2023年4月，牛奶、酸奶零售价分别达到12.6元/升、16.2元/升；国产、国外婴幼儿奶粉价格分别为221.2元/公斤、267.3元/公斤。

图表37：乳制品零售价格（元/升）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/4/30）

图表38：婴幼儿奶粉零售价格（元/公斤）

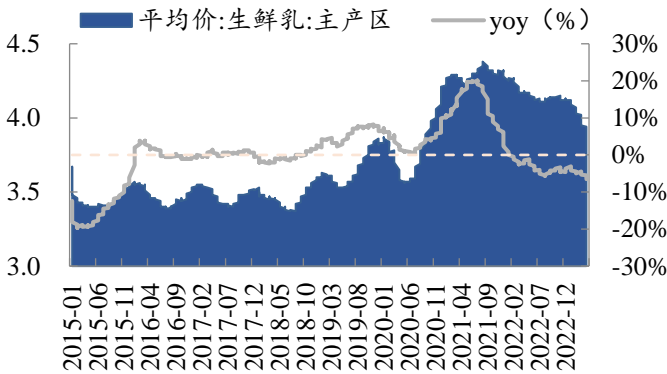


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/3/31）

■ 原材料：奶价继续下行，成本压力缓解

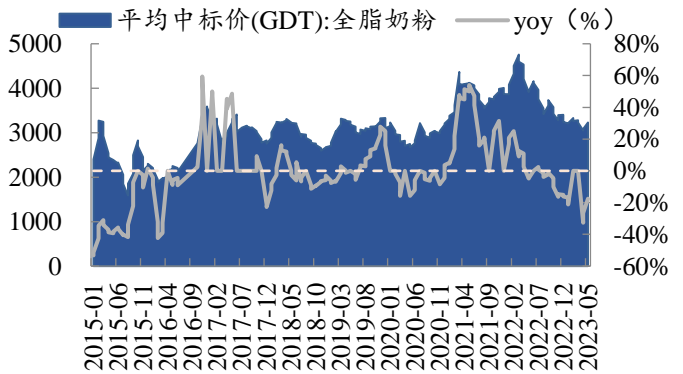
奶价高位回落，截至2023年4月，国内生鲜乳价格3.9元/公斤，同比下滑6.5%；海外市场GDT全脂奶粉3230.0美元/吨，同比亦下滑17.5%。

图表39：国内原奶价格（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据经变频处理；注2：截至2023/4/30）

图表40：进口奶粉价格（美元/吨）



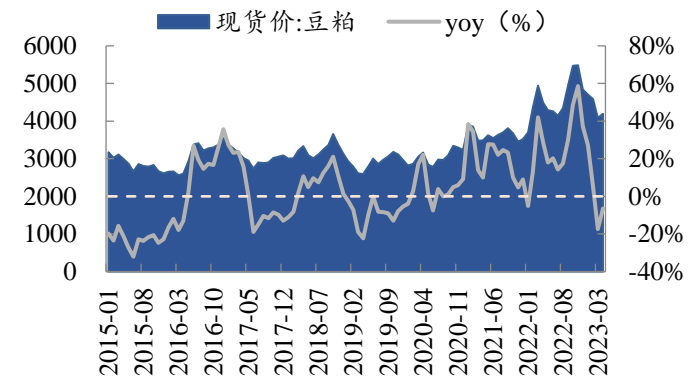
来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据经变频处理；注2：截至2023/4/30）

全年来看，原料奶价格还处于下行通道，供给端释放较多。展望后市，奶价与饲料价格相关性高，2023年4月玉米、豆粕结算价分别为2823.0元/吨、4197.0元/吨，分别同比下降0.8%、同比下降6.5%，成本端压力缓解，有助于下游乳企利润率回升。

图表41: 玉米现货结算价 (元/吨)



图表42: 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 2023/4/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 2023/4/30)

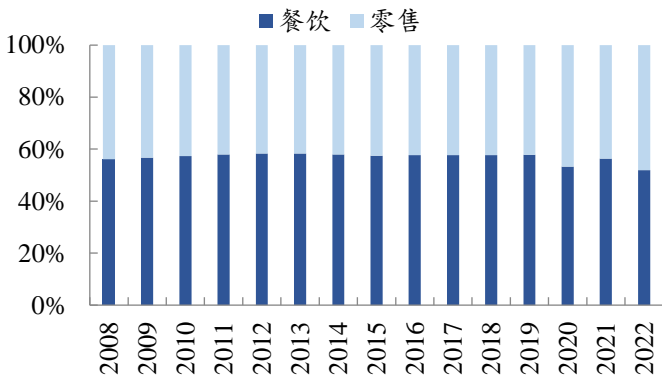
3.4、调味品: 动销略有放缓, 市场格局变化

■ 动销: 销售增速放缓, 库存略有上升

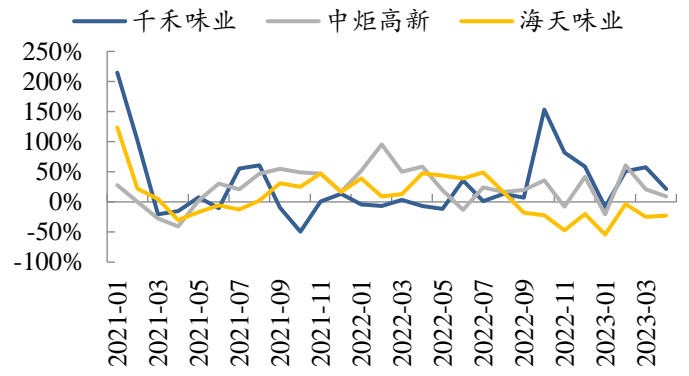
餐饮渠道是调味品重要消费场景 (疫情前占比约 57.8%), 疫情防控优化后宴席聚会等场景修复有效带动动销改善, 进入 4 月后餐饮需求依然保持较快复苏, 五一期间表现也较为良好, 但随着促销力度减弱单月增速环比收窄, 行业库存略有上升至 4 个月左右。

结构上看, 市场洗牌, 健康化趋势流行。去年 10 月食品添加剂事件以来, 酱油行业主打“零添加产品”, 市场格局发生变化。淘系平台线上 GMV 增速对比来看, 23 年 4 月千禾味业、中炬高新、海天味业 GMV 同增 21.6%、同增 9.2%、同降 22.7%。

图表43: 酱油渠道结构 (%)



图表44: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)



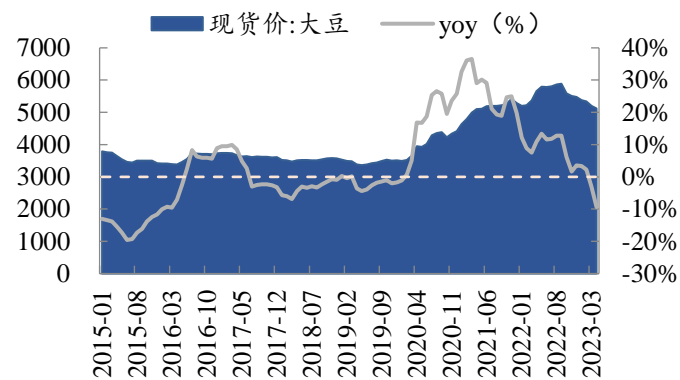
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 萝卜投研, 国金证券研究所 (注 1: 淘系口径; 注 2: 截至 2023/4/30)

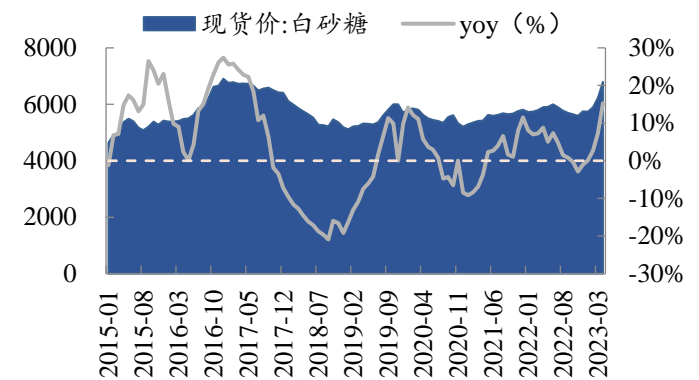
■ 原材料: 成本边际下探, 盈利有望改善

截至 2023 年 4 月, 大豆、白砂糖结算价分别为 5122.9 元/吨、6793.5 元/吨, 分别同比下降 9.4%、上升 15.3%, 主要原材料成本下探, 盈利有望改善。

图表45: 大豆现货结算价 (元/吨)



图表46: 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 2023/4/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 数据经变频处理; 注 2: 截至 2023/4/30)

3.5、行业动态: 咖啡高速增长, 食品融资增多

图表47: 2023 年 4 月食品饮料行业动态

行业	日期	内容	来源
白酒	2023/4/3	今世缘: 目前国缘四开暂无提价计划	(微酒)
	2023/4/13	2023 年全国糖酒商品交易会: 白酒企业集体拓展下沉市场	(新消费日报)
	2023/4/26	i 茅台用户突破 4000 万	(酒业家)
	2023/4/30	珍酒李渡于 4 月 27 日港交所主板上市	(IPO 早知道)
啤酒	2023/4/10	青岛啤酒百万千升高端特色啤酒生产基地项目重磅落子崂山	(啤酒板)
乳制品	2023/4/2	妙可蓝多推出新品慕斯奶酪杯	(FBIF 食品饮料创新)
	2023/4/2	2023 年 1-3 月, 家庭月人均液体乳消费量集中在 3 升-6 升, 约占 62.4%	(乳业资讯网)
	2023/4/21	天润乳业 3.26 亿收购新农乳业	(小食代)
软饮料	2023/4/17	百事推出国内首款“无糖生可乐”, 瞄准成熟消费者	(FBIF 食品饮料创新)
茶饮&咖啡	2023/4/8	Tims 中国今年将再拓展约 10 个新加盟城市	(零售商业财经)
	2023/4/15	一季度天猫“速溶咖啡”GMV 连续两个季度下滑, “咖啡豆”五个季度连续增长	(IPO 早知道)
	2023/4/17	今年 COSTA 中国的销售将再创新高, 规模将达 2019 年 3 倍左右	(小食代)
食品&预制菜	2023/4/4	十月稻田赴港上市, 去年营收超 45 亿元	(消研所 trendmaker)
	2023/4/7	火锅食材供应商锅圈递表赴港主板上市	小食代
	2023/4/8	乡村基更新招股书, 冲击“中式快餐第一股”	(餐企老板内参)

来源: 微酒, 新消费日报, 酒业家, IPO 早知道, 啤酒板, FBIF 食品饮料创新, 乳业资讯网, 小食代, 零售商业财经, 消研所, 餐企老板内参, 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: 复苏冷热不均, 传统家电较优

4 月家电行业品类分化依然较大, 终端销售恢复冷热不均, 传统大家电和厨电韧性更强, 在去年低基数基础上实现明显修复, 而其他可选属性更强或尚处于渗透早期的品类则由于居民消费意愿偏弱而承压。

从具体销售额上看, 彩电、冰箱、空调、洗衣机分别实现了 4 月单月同比增长 1.3%、12.4%、45.8%、6.7%, 其中空调数据改善最为突出, 可能与地产复苏带动装修需求释放以及渠道商预判气温上升备货有关。厨电中油烟机、燃气灶接近同步修复, 分别增长 15.7%、6.7%, 但是集成灶继续保持下行态势, 单月同减 16.4%, 反映出品类替代进程受阻。清洁电器内部同样出现分化, 当前价格更便宜、使用体验较好的洗地机明显优于扫地机器人, 虽然板块整体销售下行 7.8%但前者同降 1.4%幅度较小。其余品类中, 干衣机、洗干套装 4 月销量改善也较为明显, 分别同增 39.4%、69.1%, 小家电中电蒸锅、电水壶也有较好表现, 其余小家电品类则大多出现下滑。

全年视角下, 正增长品类仅有空调 (+19.3%)、冰箱 (+0.8%)、洗地机 (+16.1%)、洗干套装 (+21.1%)、燃气热水器 (+6.3%)、油烟机 (+2.0%)、电蒸锅 (+31.6%), 逆势表现

除相对韧性。

从量价拆分角度看，空调、冰箱依然在推进高端化升级，厨电则小幅降价；新兴品类中清洁电器进入以价换量阶段，干衣机、集成灶价格持平，洗碗机则持续提价；小家电中则大多出现量价齐跌的局面。

图表48：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	2023-04	2023-03	2023-02	年初至今	2023-04	2023-03	2023-02
起居室	彩电	-18.0%	1.3%	-11.0%	6.7%	-16.1%	-6.8%	-8.8%	5.2%
	空调	19.3%	45.8%	3.3%	46.9%	18.5%	41.8%	1.6%	50.5%
	清洁电器	-9.4%	-7.8%	-8.2%	2.2%	-13.6%	-6.8%	-15.5%	-6.0%
	扫地机器人	-13.4%	-12.7%	-4.1%	-1.1%	-12.7%	-7.3%	-3.9%	-1.0%
	洗地机	16.1%	-1.4%	6.6%	39.6%	34.5%	22.6%	23.0%	59.0%
	加湿器	-30.8%	5.6%	-10.7%	-26.1%	-45.7%	-14.3%	-29.4%	-43.8%
	挂烫机	-9.5%	1.2%	-6.0%	9.9%	-12.9%	-0.6%	-8.6%	8.2%
	饮水机	-0.1%	12.0%	4.9%	5.9%	1.3%	5.8%	7.6%	9.4%
卫生间	洗衣机	-9.5%	6.7%	-13.5%	15.4%	-7.0%	2.6%	-7.3%	9.4%
	干衣机	-16.6%	39.4%	-19.7%	7.2%	-17.0%	54.4%	-17.8%	-11.2%
	洗干套装	21.1%	69.1%	3.4%	38.0%	28.5%	69.6%	11.0%	48.3%
	燃气热水器	6.3%	33.7%	5.5%	39.3%	6.9%	28.7%	6.7%	36.8%
	智能马桶分体机	-15.2%	N/A	-4.8%	-12.8%	-16.0%	N/A	-0.7%	-18.4%
	智能马桶一体机	9.0%	N/A	28.0%	22.4%	6.4%	N/A	38.0%	6.9%
厨房	冰箱	0.8%	12.4%	-5.4%	39.5%	-5.3%	-4.1%	-10.5%	21.9%
	油烟机	2.0%	15.7%	2.5%	43.3%	3.1%	17.5%	6.2%	34.2%
	燃气灶	-4.2%	6.7%	-2.6%	28.4%	-2.7%	2.3%	-0.1%	21.9%
	集成灶	-10.9%	-16.4%	-0.9%	22.0%	-10.0%	-18.9%	-2.7%	32.9%
	洗碗机	-1.0%	-2.9%	-1.5%	46.1%	-8.8%	-14.3%	-5.9%	22.6%
	微波炉	-14.8%	-1.0%	-2.4%	1.4%	-10.7%	1.7%	0.7%	8.7%
	电蒸锅	31.6%	17.6%	36.6%	54.9%	16.3%	3.4%	17.4%	38.9%
	电饭煲	-5.4%	4.4%	-7.0%	10.7%	-7.2%	-0.5%	-9.5%	7.7%
	电压力锅	-8.8%	5.7%	-7.2%	8.6%	-12.7%	3.5%	-10.6%	0.2%
	豆浆机	-12.3%	-20.3%	-2.1%	5.9%	1.4%	-11.1%	14.4%	21.7%
	料理机	-16.1%	-21.8%	-9.7%	0.9%	-18.7%	-25.4%	-7.3%	-1.6%
	电水壶	-5.4%	3.8%	0.2%	2.5%	-9.1%	5.1%	-2.3%	-1.0%
	煎烤机	-15.6%	-11.0%	-5.6%	1.4%	-13.1%	-6.8%	-2.1%	5.6%
	榨汁机	-9.6%	-16.3%	-8.7%	9.1%	-5.9%	-13.2%	-6.0%	15.2%
	破壁机	-14.7%	-20.1%	-12.2%	4.0%	-4.6%	-12.8%	1.1%	15.0%
	电炖锅	-14.9%	-19.2%	-10.5%	1.7%	-32.0%	-17.1%	-10.1%	1.8%
	搅拌机	-21.5%	-27.9%	-7.9%	-8.0%	-24.5%	-30.6%	-11.6%	-9.0%
	空气炸锅	-50.6%	-71.3%	-54.8%	-27.4%	-45.9%	-68.9%	-49.2%	-17.2%

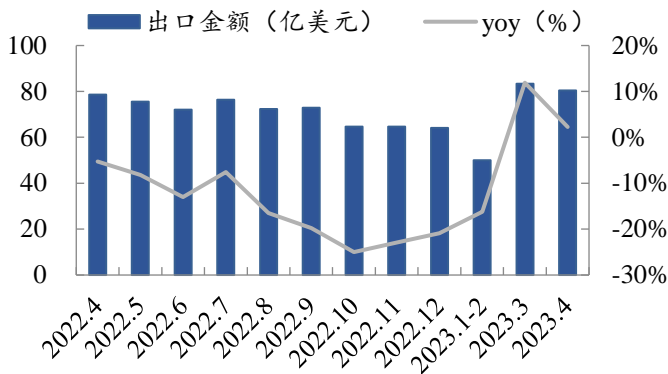
来源：AVC，国金证券研究所（注：智能马桶分体机、智能马桶一体机3月数据尚未更新，年初至今累计值以1-2月数据计算）

4.2、海外市场：出口增速回落，海外需求偏弱

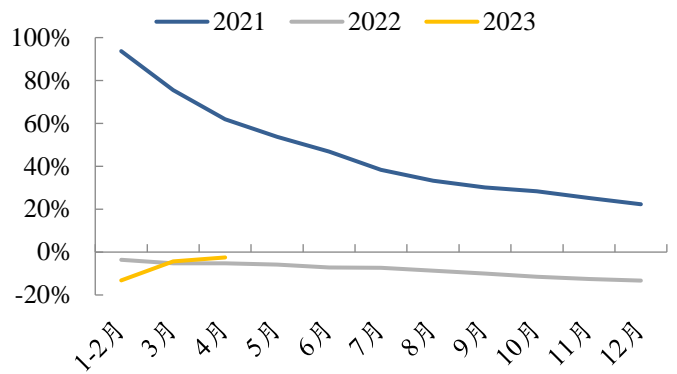
海外市场由于货币政策收紧持续偏弱，2022年全年家用电器出口相较2021年均有明显回落且降幅不断加大。

但2023年4月单月家电出口80.4亿美元，同比增长2.2%；年初至今累计出口285.8亿美元，同比下降2.5%。

图表49：家用电器单月出口金额



图表50：家用电器出口金额累计同比 (%)



来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至 2023/4/30）

4.3、空间测算：新品渗透受阻，下调预期增速

基于截至 2023 年 4 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，短期内我们调高了空调的预期增速。

然而 2023 年初至今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，即便如扫地机、洗地机等清洁电器已经开始以价换量但销量仍有明显下滑。长维度下，我们依然看好产品升级带来销售增长，但短期继续下调了 2023 全年市场规模增速预期。

图表51：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	Δ 22-25	2022	2023E	2024E	2025E	CAGR3
成熟品类	空调	96%	97%	98%	98%	3%	2754	3108	3168	3249	5.7%
	冰箱	97%	97%	97%	97%	0%	1035	1025	1103	1157	3.8%
	洗衣机	94%	95%	96%	96%	2%	783	770	808	837	2.2%
	彩电	95%	95%	95%	95%	0%	1129	1112	1191	1227	2.8%
	油烟机	60%	61%	62%	62%	3%	232	236	252	262	4.2%
	燃气灶	99%	96%	94%	92%	-6%	255	256	277	288	4.1%
新兴品类	扫地机	6%	7%	8%	9%	3%	133	123	156	178	10.3%
	洗地机	1%	1%	2%	3%	3%	75	92	117	156	27.5%
	干衣机	1%	1%	1%	1%	1%	49	48	61	75	15.5%
	洗碗机	2%	2%	3%	4%	2%	111	115	149	189	19.3%
	集成灶	3%	3%	4%	5%	2%	290	259	308	388	10.2%
	电动牙刷	39%	40%	41%	42%	3%	77	89	107	128	18.4%
	智能马桶	1%	2%	2%	3%	2%	57	56	73	92	17.0%

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 2023/4/30）

4.4、行业动态：空调排产高增，新兴品类承压

图表52：2023年4月家用电器行业动态

行业	日期	内容	来源
	2023/4/6	家用空调性能新国标将于5月1日实施	(电器微刊)
	2023/4/12	2023年Q1白电主要品类价格下滑，空调、冰箱、洗衣机均价同比分别下降3.6%、0.9%、6.1%	(Gfk 中怡康)
彩冰空洗	2023/4/13	2023年Q1空调行业整体零售额400亿元同比增长9.8%	(奥维云网)
	2023/4/26	2023年Q1中国智能门锁线上市场销量为70.7万套，同比增长1.2%，环比下降43.3%	(洛图科技)
	2023/4/27	2023年5月空调企业内销排产1128万套，同比增长25%	(家电网)
卫浴电器	2023/4/22	2023年Q1智能坐便器零售额同比上涨3.4%；零售量同比下滑2.3%	(奥维云网)
厨房电器	2023/4/16	2023年一季度洗碗机市场全渠道零售额20亿元，同比增长3.1%。	(奥维云网)

来源：电器微刊，GFK，奥维云网，洛图科技，家电网，国金证券研究所

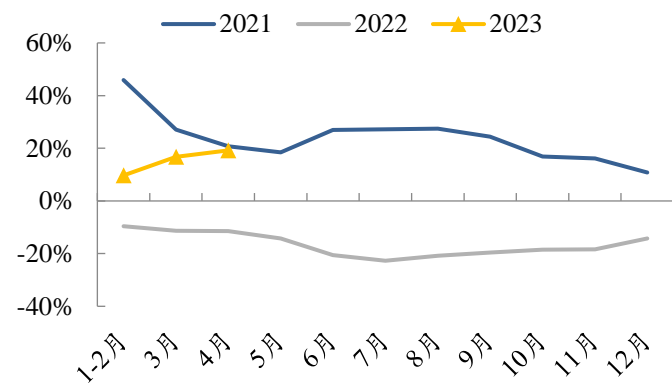
5、轻工制造：地产销售回落，需求修复趋缓

5.1、国内市场：竣工持续复苏，新房销售承压

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。

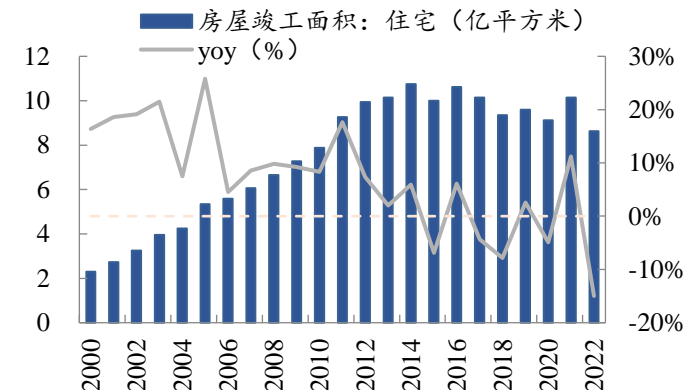
竣工端与家居板块业绩相关性高，随着疫情结束以及大量房地产支持政策落地，2023年4月房屋竣工面积同比增长28.3%，年初至今累计增长19.2%，上游行业景气持续回暖，前期堆积的装修需求有望开始释放。

图表53：房屋竣工面积累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/4/30）

图表54：房屋竣工面积年度同比 (%)

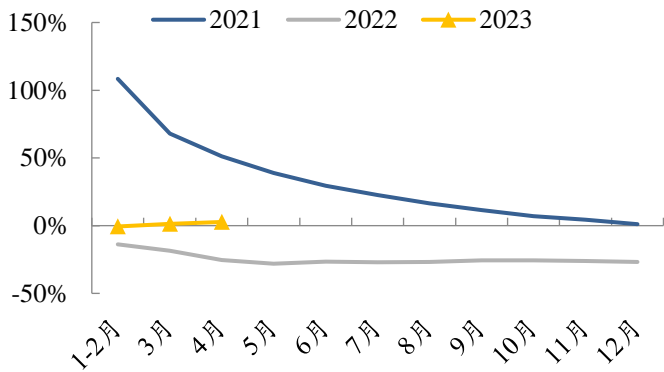


来源：Wind，国金证券研究所

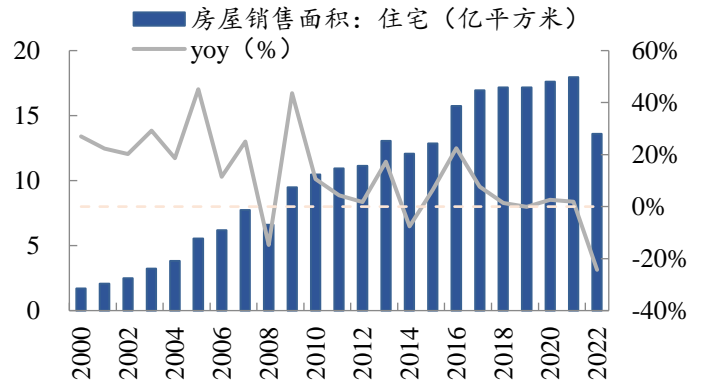
房屋新销售面积决定家居板块未来市场需求，2022年新房累计销售11.5亿平方米，同比下滑26.8%，创近年新低。

2023年4月，新房销售面积6715万平方米，同降9.5%，较3月有所下滑，年初至今累计同增2.7%，维持正增长。4月百强房企销售金额2.31万亿元，同比增长8.7%，增速继续走高，优于行业整体水平。

图表55: 房屋销售面积累计同比 (%)



图表56: 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 2023/4/30)

来源: Wind, 国金证券研究所

年初至今家居终端零售经历了 1-2 月强复苏和 3 月的环比下行, 4 月修复依然偏温和, 限额以上家具类社零同增 3.4%, 年初至今累计增长 4.3%。后续随着基数走低同比增速可能向上, Q2 预计仍将保持复苏态势。

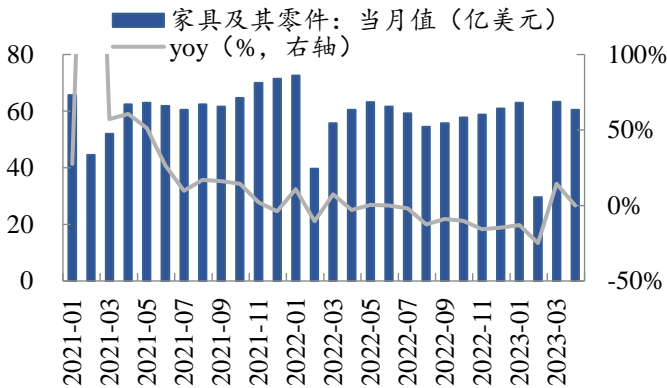
中长期来看, 随着中国城镇化率在 2022 年末达到 65.2%新高, 逐步接近发达国家 75% 的平均水平, 后续城镇化继续提升的空间、节奏大概率会放缓, 因此大家居行业整体将进入存量时代, 以满足更替需求为主。“量”的角度看, 未来年均需求总额约 11 亿平米。

5.2、海外市场: 家具出口回落, 美国需求疲软

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。

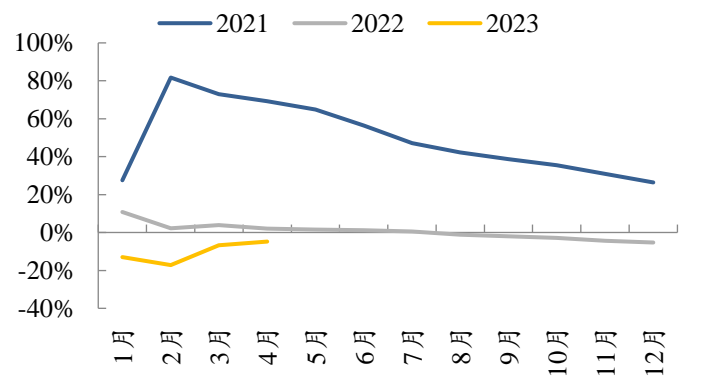
2023 年 4 月家具及零件出口 60.5 亿美元, 同比持平, 在 3 月数据大超预期后环比下滑明显; 年初至今累计下降 4.8%, 外需依然偏弱。

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 2023/4/30)

图表58: 中国家具出口金额累计同比 (%)



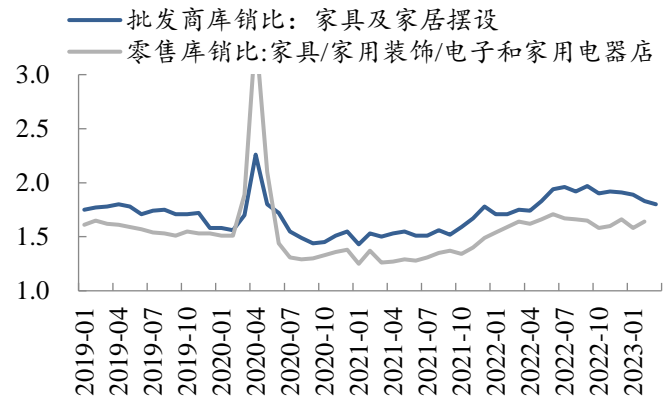
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

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 3 月家具和家用装饰批发、零售口径销售额同比下降 1.0%、2.4%, 需求依然疲软。且前期库存累计的影响也逐步凸显, 3 月批发端库销比达 1.80, 处于历史高位水平。

图表59: 美国家具市场月度销售同比 (%)



图表60: 美国家具市场月度库存比



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)

5.3、行业动态：家居渠道拓展，造纸利润下滑

图表61: 2023年4月轻工制造行业动态

行业	日期	内容	来源
家居	2023/4/12	索菲亚: 未来司米将重点发力设计师渠道	(家居建材圈子)
	2023/4/16	兔宝宝与抖音开启全方位深度合作	(家居建材圈子)
造纸	2023/4/5	造纸业面临提价压力, 特种纸一枝独秀, 白卡、箱板与瓦纸不尽人意	中纸在线
	2023/4/26	民士达登陆北交所 芳纶纸第一股诞生	(中纸网)
	2023/4/29	2023年1—3月造纸和纸制品业利润总额62.2亿元 同比下降46.0%	(纸业观察)
宠物	2023/4/20	预计中国宠物消费市场2023年市场规模约为3924亿元, 2019-2023年复合增长率可达33%	(金融观察家)

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：边际销售改善，运动全面复苏

6.1、销售：基数效应显现，受损品种高增

如前期预料，随着二季度低基数效应显现，前期受损较多的纺服板块整体需求出现明显回升，尤其是男装、女装、男鞋、女鞋、箱包线上GMV均有双位数增长，环比3月增速明显上升。

然而应该注意到真实的需求修复应以常态为参照，对比疫情稍缓的2021年，童装(+3.9%)、童鞋(+4.6%)、运动服(2.2%)、运动鞋(17.7%)、户外用品(39.6%)、家纺(7.1%)边际实质改善，持续性可能更强。年初至今视角下，仅有户外用品(+30.4%)、女装(+1.6%)相较于2021年实现增长，其余品类则出现中高个位数到双位数下降。

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
2022-04	-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%	-7.3%	-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%	-6.5%	-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%	-42.3%	-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%	3.9%	3.9%	32.2%	-2.4%	1.9%	10.7%
2023-04	14.7%	22.1%	7.3%	12.1%	24.7%	10.4%	5.7%	14.6%	11.4%	11.2%	24.7%	33.6%
4月同比2021	-15.0%	-0.4%	-17.7%	-9.6%	3.9%	4.6%	2.2%	17.7%	39.6%	3.1%	7.1%	-10.6%
年初至今	-5.4%	-0.8%	-3.0%	-0.5%	-8.1%	-5.0%	-8.0%	-0.6%	16.7%	-3.8%	1.5%	10.2%
年初至今同比2021	-16.2%	1.6%	-10.4%	-7.4%	-15.2%	-5.8%	-6.5%	-13.6%	30.4%	-11.1%	-7.5%	-1.7%

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 2023/4/30)

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。

根据运动品牌一季度流水, 需求恢复良好。其中: 1) 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; 2) 李宁整体流水实现中单位数增长。线下表现更优; 3) 特步国际同比增长约 20%, 折扣率回升到七至七五折; 4) 361 度主品牌实现低双位数增长, 童装品牌实现 20-25%同比增长。

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		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%
安踏	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	中单位数	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	10-20%低段	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	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	中单位数	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	低双位数	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	20-25%	低单位数	20-25%	20-25%	20-25%	25-30%	15-20%	30-35%	20-30%低段

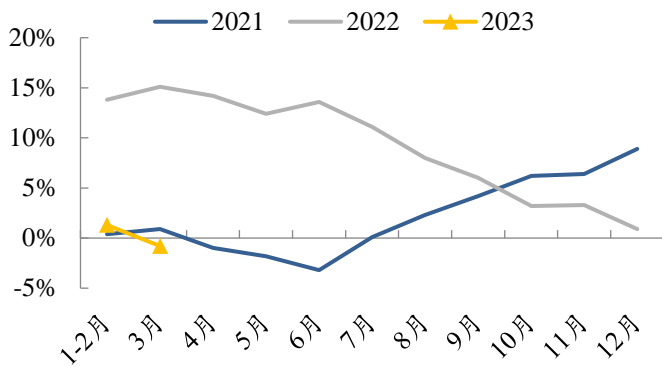
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注1: 同比涨跌由颜色表示, 红色代表同增, 绿色代表同降)

6.2、库存: 库存继续改善, 服装去化较快

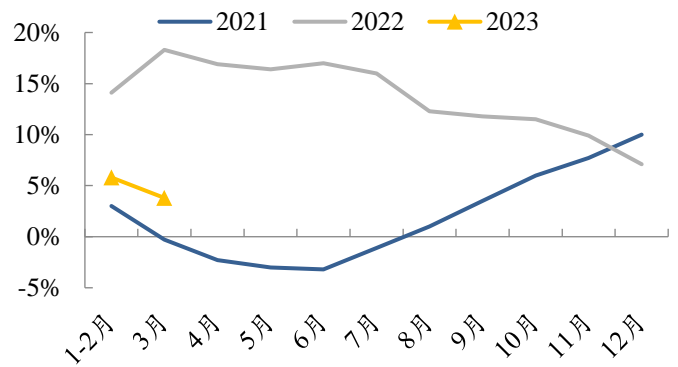
随着终端销售的改善, 行业库存上升趋势。2022 年由于疫情影响, 行业库存堆积明显, 对企业现金流和终端折扣率构成压力。

2023 年 3 月, 服装、服饰产成品存货同比增速降至-0.8%, 并明显低于季节性水平, 反映出库存继续优化。纺织业产成品存货同比增速也有所下降, 3 月录得 3.8%。

图表64: 纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)



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 2023/3/31)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/3/31)

6.3、行业动态: 运动品牌发力, 棉花价格回调

图表66: 2023年4月纺织服装行业动态

行业	日期	内容	来源
服装	2023/4/1	23年 lululemon 预计在北美以外市场开设 30-35 家新门店, 大部分计划在中国开设	(时尚商业 Daily)
	2023/4/24	361 度计划约 5.5 亿收购合资电商公司剩余股权	(中服圈)
	2023/4/25	Adidas 发布新战略 目标要赢回中国消费者	(时尚商业 Daily)
纺织	2023/4/19	3 月末, 中国棉花价格指数为 15347 元/吨, 环比下跌 43 元	(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

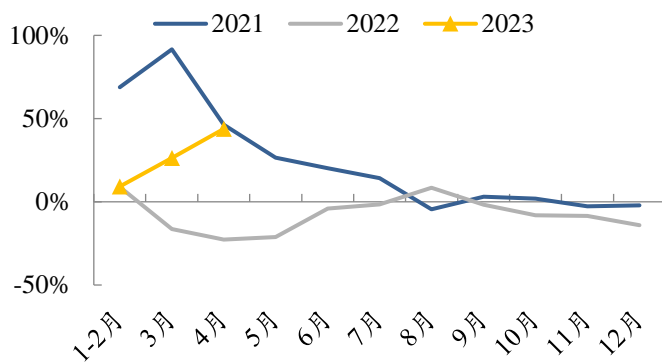
7、社会服务: 数据修复明显, 板块量价齐升

7.1、餐饮旅游: 餐饮收入大增, 出行服务涨价

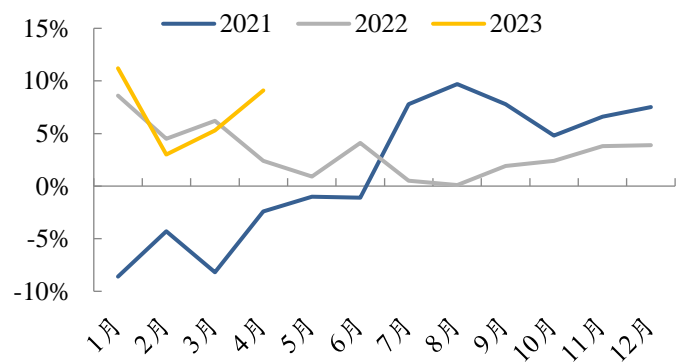
2023 年出行相关板块迎来明显拐点, 包括旅游、酒店、餐饮在内的接触性服务都有明显修复, 并且由于前期供给出清资本开支不足, 疫后阶段服务类消费出现涨价。

4 月, 社零餐饮收入同增 43.8%, 低基数影响下出现大幅回升。同时可以看到旅游服务价格不断上行, 4 月同比上升 9.1%。

图表67: 社零餐饮收入月度同比 (%)



图表68: CPI 月度分项变动: 旅游 (%)

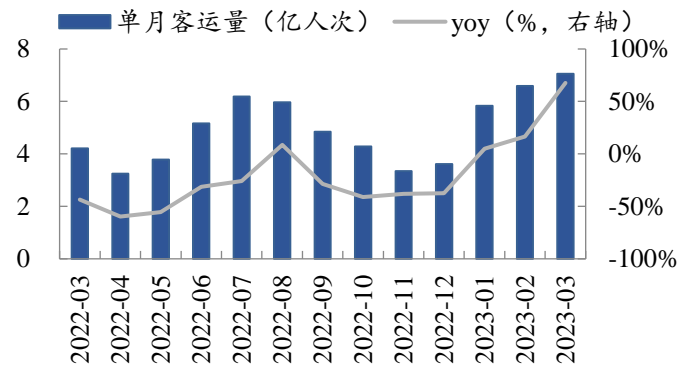


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

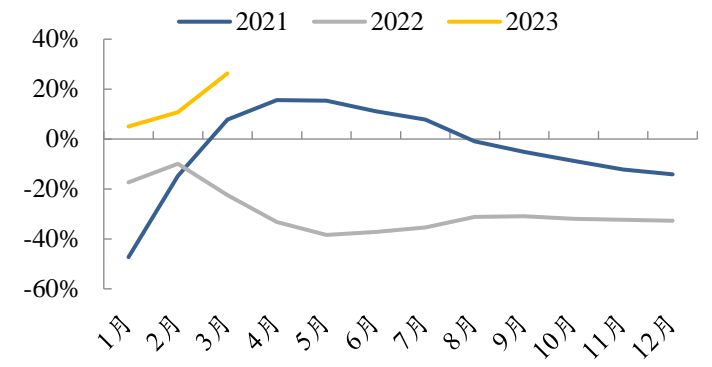
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

出行数据上看, 3 月全国交通客运量 7.1 亿人次, 同比上升 67.7%, 年初至今累计上升 26.3%, 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



图表70：全国交通客运量累计变动

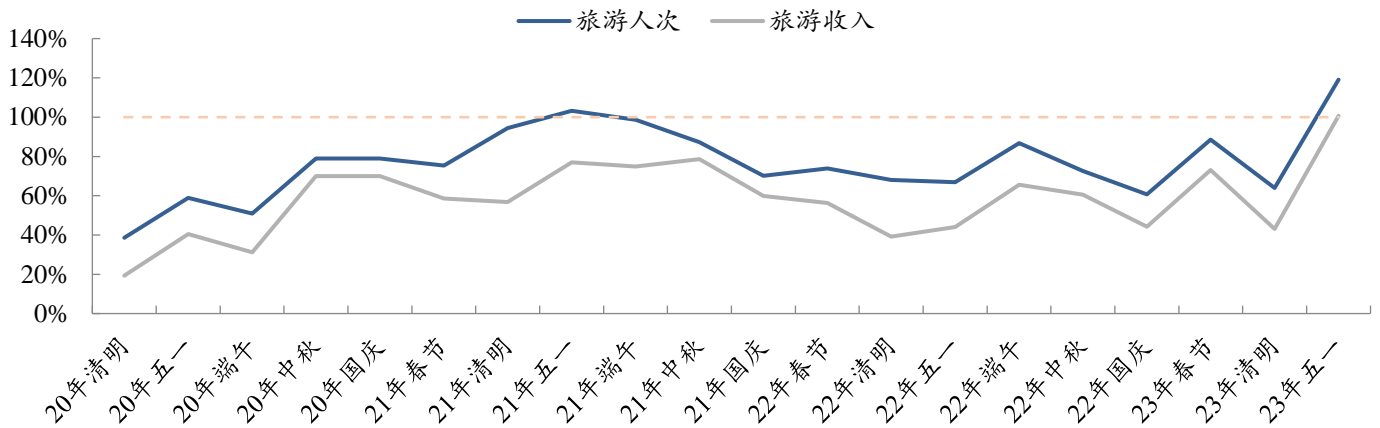


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/3/31）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/3/31）

从消费旺季数据看，23年五一假期修复良好，旅游人数、旅游收入分别同增70.8%、128.9%，首次超越2019年同期水平，可比口径下分别达到119.1%、100.7%。

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：淄博烧烤出圈，境外旅行火热

图表72：2023年4月社会服务行业动态

行业	日期	内容	来源
旅游	2023/4/9	携程：五一假期内地出境游预订同比增长超18倍	(亿邦动力)
	2023/4/17	中国大陆旅客在欧洲的旅游购物恢复率已达49%	(免税零售专家)
	2023/4/24	多地开展酒店旅游市场价格审查	(迈点)
	2023/4/24	淄博烧烤带火山东文旅消费，一季度整体旅游订单量同比增45%	(迈点)
酒店	2023/4/5	飞猪：2023年第一季度平台国际酒店预订量、签证办理量同比去年劲增超5倍	(新消费日报)
	2023/4/26	华住 Q1 RevPAR 恢复至2019年的118%，新签约酒店达670多家	(迈点)
餐饮	2023/4/25	全国堂食线上订座量较疫情前同期增长205%	(新消费日报)
	2023/4/29	2023年一季度共有55家品牌全国首店开业，其中中餐饮共新开23家，占比42%	(联商网)

来源：亿邦动力，免税零售专家，迈点，新消费日报，联商网，国金证券研究所

8、投资建议：重视防御属性，板块风格切换

板块风格切换，等待机会酝酿。经济数据纷至沓来，可以看到 4 月消费复苏延续但环比收窄，市场调整预期带动板块持续回调，估值水平下降。我们认为消费板块在疫情后可能从“进攻性”回归“防御性”。

短期来看，消费复苏方向依然明确，但随着斜率放缓可能需要修正预期，低基数期来临增速中枢可能上升，重点关注例如 618、端午以及中秋国庆等消费旺季的表现。全年视角下，我们依然维持相对谨慎态度，预计以恢复疫前常态为主要目标。

中长期看，建议关注后疫情时代的趋势性变化，消费板块风格变化可能利好高股息、需求确定的价值标的。未来需求增速的中枢性调整势必带来估值水平的调整，等待风险收益比重归均衡，机会也会在下跌宕中酝酿而生。

行业配置上，23Q2 开始业绩确定性和持续性更重要，关注结构性机会，优选高端白酒、乳制品、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。

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
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
 嘉里建设广场 T3-2402