

预期充分，优中择优

——大消费行业2023中期策略

行业评级：看好

2023年6月12日

分析师	马莉
邮箱	mali@stocke.com.cn
证书编号	S1230520070002

1、当下消费

- 影响当下消费的核心是信心不足，核心是能否形成收入向上的预期（依赖于经济发展，背后是出口、地产链、政府消费及居民消费韧性），一旦信心具备，叠加超额储蓄释放，消费会迸发出全面活力。
- 出口：海外高通胀叠加库存调整，外需回落，出口短期承压，按美元计价23年5月中国出口同比-7.5%。一方面来自于海外去库存，另一方面受制造基地全球化布局影响。目前海外去库存分化，部分优质制造拐点已经出现。
- 地产链：从前端的房地产投资，到商品房销售、地产链消费（家具等），都呈现一定压力，期待政策发力。
- 社零消费：23年以来低基数下同比高增长，分行业看，粮油食品等刚需消费稳健，餐饮等场景消费复苏。

2、行业复盘

- 23年3月以来消费基本面呈现弱复苏，情绪面逐渐悲观（消费者信心指数较低），消费板块回调明显，食品饮料行业市盈率处于近五年历史低位。我们认为当下悲观情绪预期充分，边际向上可能性更大。
- 消费龙头公司走势与行业整体相关性较高，但在经济不确定性增加下，龙头公司如茅台逐渐被作为“避险资产”，超额收益明显。

3、投资建议

- **优质白马资产**：业绩稳定性较强，当下估值处于历史较低位置，看好未来反弹收益机会。
- **地产后周期**：地产政策影响较大，我们认为已经隐含悲观预期。中长期看，基于我国龙头市占率较低，能够提供一站式解决方案、效率不断优化、发展空间较大、存在长牛股诞生的基础，建议关注顾家家居、志邦家居等。
- **持续成长&低估值标的**：今年以来一些低估值但成长性较好标的超额收益明显，近期同样呈现景气变弱趋势，但大部分估值水平依然不高。
- **高增长公司**：虽然业绩增速亮眼，相较于优质白马更高的估值，也代表了市场对于高增长容错性要求非常高，在今年宏观环境下回调明显。伴随估值体系消化，一旦市场稳定，业绩释放将会带来更强的股价弹性。
- **优质制造资产**：自22年下半年海外去库存至今，叠加部分海外龙头对23年悲观预期指引，导致大部分优质制造龙头一直处于调整之中；龙头接单一旦呈现出较快增长、股价将呈现出较大弹性，对此我们保持紧密跟踪。

- 1、**国内消费修复不及预期：**消费者信心恢复不及预期，从而影响消费修复；
- 2、**海外需求不及预期：**海外消费持续下行，终端动销不及预期，库存去化不及预期，影响出口制造企业订单；
- 3、**地产行业修复不及预期：**地产行业可能虽有政策托底，但在经济承压大环境下，地产销售和竣工数据不达预期；
- 4、**新兴消费行业竞争加剧：**行业竞争加剧可能影响新消费公司盈利情况；
- 5、**原材料价格波动：**制造型企业受原材料价格波动影响较大，若上游原材料价格上行，可能影响企业盈利情况。

目录

CONTENTS

01 当下消费

02 行业复盘

03 投资建议

01

当下消费

表1：中国居民收入、储蓄、消费者信心数据

	居民消费者信心	同比	可支配收入(元)	同比	住户存款(亿)	同比	更多储蓄占比	同比变动	更多消费占比	同比变动	更多投资占比	同比变动
2020-1	126.4	2%			855,388	13%						
2020-2	118.9	-6%			854,188	11%						
2020-3	122.2	-2%	8,561	1%	877,723	13%	53.0%	8.0%	22.0%	-3.9%	25.0%	-4.2%
2020-4	116.4	-7%			869,727	13%						
2020-5	115.8	-6%			874,546	13%						
2020-6	112.6	-11%	7,105	4%	896,318	14%	52.9%	7.5%	23.4%	-3.0%	23.8%	-4.4%
2020-7	117.2	-6%			889,123	14%						
2020-8	116.4	-5%			893,096	14%						
2020-9	120.5	-3%	8,115	7%	912,537	14%	50.4%	5.9%	23.5%	-4.2%	26.1%	-1.7%
2020-10	121.7	-2%			902,967	14%						
2020-11	124.0	0%			909,302	14%						
2020-12	122.1	-4%	8,408	7%	925,986	14%	51.4%	5.7%	23.3%	-4.7%	25.3%	-1.0%
2021-1	122.8	-3%			940,838	10%						
2021-2	127.0	7%			973,409	14%						
2021-3	122.2	0%	9,730	14%	992,778	13%	49.1%	-3.9%	22.3%	0.3%	28.6%	3.6%
2021-4	121.5	4%			977,069	12%						
2021-5	121.8	5%			978,141	12%						
2021-6	122.8	9%	7,912	11%	1,000,474	12%	49.4%	-3.5%	25.1%	1.7%	25.5%	1.7%
2021-7	117.8	1%			986,915	11%						
2021-8	117.5	1%			990,253	11%						
2021-9	121.2	1%	8,623	6%	1,010,914	11%	50.8%	0.4%	24.1%	0.6%	25.1%	-1.0%
2021-10	120.2	-1%			998,862	11%						
2021-11	119.5	-4%			1,006,170	11%						
2021-12	119.8	-2%	8,863	5%	1,025,012	11%	51.8%	0.4%	24.7%	1.4%	23.5%	-1.8%
2022-1	121.5	-1%			1,079,150	15%						
2022-2	120.5	-5%			1,076,227	11%						
2022-3	113.2	-7%	10,345	6%	1,103,202	11%	54.7%	5.6%	23.7%	1.4%	21.6%	-7.0%
2022-4	86.7	-29%			1,096,170	12%						
2022-5	86.8	-29%			1,103,564	13%						
2022-6	88.9	-28%	8,118	3%	1,128,280	13%	58.3%	8.9%	23.8%	-1.3%	17.9%	-7.6%
2022-7	87.9	-25%			1,124,900	14%						
2022-8	87.0	-26%			1,133,186	14%						
2022-9	87.2	-28%	9,187	7%	1,157,130	14%	58.1%	7.3%	22.8%	-1.3%	19.1%	-6.0%
2022-10	86.8	-28%			1,152,027	15%						
2022-11	85.5	-28%			1,174,574	17%						
2022-12	88.3	-26%	9,233	4%	1,203,387	17%	61.8%	10.0%	22.8%	-1.9%	15.5%	-8.0%
2023-1	91.2	-25%			1,265,275	17%						
2023-2	94.7	-21%			1,273,201	18%						
2023-3	94.9	-16%	10,870	5%	1,302,280	18%	58.0%	3.3%	23.2%	-0.5%	18.8%	-2.8%
2023-4					1,290,294	18%						

消费整体基本面何时向上？

- 1) 从收入水平看，伴随收入水平提升会促进消费，而收入水平则依赖于经济的增长。23年一季度GDP（现价）同比增速为5.5%，全国居民支配收入收入提高5.1%。
- 2) 从消费者信心指数看，伴随疫后经济逐渐复苏，消费者信心环比有所增长；但在弱复苏背景下，消费者信心指数仍处于较低水平。
- 3) 从超额储蓄看，23年以来住户存仍保持较高增长（4月同比+18%）。**影响当下消费的核心是信心不足，核心是能否形成收入向上的预期（依赖于经济发展，背后是出口、地产链、政府消费及居民消费韧性），一旦信心具备，叠加超额储蓄释放，消费会迸发出全面活力。**

□ 海外高通胀叠加库存调整，外需回落，出口短期承压，按美元计价，23年5月中国出口同比-7.5%。一方面来自于海外去库存（去库存逐步结束），另一方面受制造基地全球化布局影响。

□ 分行业看：前五大重要商品5月均同比增速负增长

• 其中高新技术产品、劳动密集型产品（服装、纺织）和塑料制品均下滑较多

• 机电产品下滑幅度较小，主要得益于以汽车为代表的产品在抢占全球市场份额。

表2：中国出口金额及分行业情况（单位为亿美元）

指标名称	出口金额	同比	机电产品	同比	高新技术产品	同比	服装及衣着附件	同比	纺织纱线、织物及制品	同比	塑料制品	同比
2020-01	2116	-2.9%	1211	-2.4%	557	-6.0%	135	2.3%	114	0.8%	66	3.0%
2020-02	804	-40.6%	506	-37.9%	307	-28.4%	25	-63.5%	24	-59.9%	16	-53.3%
2020-03	1846	-6.9%	1076	-8.6%	562	-7.1%	65	-22.0%	89	-4.9%	56	4.1%
2020-04	1995	3.0%	1188	5.7%	610	11.0%	67	-27.7%	146	51.0%	63	12.2%
2020-05	2064	-3.5%	1207	-1.9%	630	7.9%	89	-24.4%	206	79.2%	67	5.3%
2020-06	2128	0.2%	1241	1.9%	624	4.9%	129	-7.1%	162	58.5%	75	25.2%
2020-07	2368	6.8%	1387	10.4%	694	15.6%	153	-5.6%	160	50.0%	83	29.4%
2020-08	2344	9.1%	1379	12.0%	671	12.0%	162	6.6%	147	48.5%	82	31.0%
2020-09	2386	9.4%	1439	11.9%	699	4.2%	152	6.4%	132	36.0%	79	33.3%
2020-10	2362	10.9%	1444	13.3%	725	4.3%	132	6.8%	117	15.9%	80	34.6%
2020-11	2669	20.5%	1663	25.5%	861	21.1%	125	6.9%	120	22.2%	92	45.3%
2020-12	2817	18.0%	1721	23.6%	856	26.6%	139	2.8%	123	12.6%	97	30.4%
2021-01	2634	24.5%	1582	30.6%	758	36.1%	135	0.0%	131	14.6%	82	31.7%
2021-02	2044	154.3%	1247	146.3%	608	98.2%	105	320.9%	91	284.8%	58	299.6%
2021-03	2405	30.3%	1457	35.6%	758	35.4%	93	42.3%	97	8.6%	68	30.1%
2021-04	2631	31.9%	1547	30.7%	761	25.2%	111	65.2%	122	-16.6%	80	37.1%
2021-05	2632	27.5%	1533	27.5%	730	16.2%	122	37.1%	121	-41.2%	82	36.2%
2021-06	2803	31.7%	1628	31.6%	768	23.5%	151	18.1%	125	-22.4%	84	26.7%
2021-07	2813	18.8%	1638	18.6%	801	15.9%	166	8.3%	117	-26.7%	82	10.6%
2021-08	2932	25.1%	1696	23.6%	800	20.0%	176	8.7%	125	-14.8%	88	20.7%
2021-09	3047	27.7%	1802	26.0%	899	29.7%	167	9.9%	124	-5.6%	88	26.7%
2021-10	2991	26.6%	1784	24.3%	891	23.7%	164	24.7%	125	7.3%	87	23.0%
2021-11	3243	21.5%	1946	17.6%	983	14.8%	154	23.2%	132	10.1%	96	18.3%
2021-12	3397	20.6%	2033	18.3%	1053	23.4%	159	14.5%	143	16.2%	98	13.7%
2022-01	3261	23.8%	1874	18.6%	889	17.3%	158	17.0%	166	27.1%	102	25.3%
2022-02	2167	6.0%	1303	4.6%	677	11.4%	97	-8.0%	81	-10.1%	58	-0.2%
2022-03	2749	14.3%	1620	11.4%	831	9.7%	102	10.9%	118	22.4%	82	21.3%
2022-04	2723	3.5%	1545	0.1%	723	-4.9%	113	2.4%	123	0.9%	88	10.0%
2022-05	3064	16.4%	1677	9.5%	761	4.5%	152	24.9%	140	15.8%	96	18.0%
2022-06	3280	17.0%	1832	12.7%	825	7.5%	180	19.1%	135	8.0%	99	18.9%
2022-07	3323	18.1%	1851	13.2%	821	2.6%	196	18.5%	136	16.2%	98	20.6%
2022-08	3149	7.4%	1769	4.5%	769	-3.7%	185	5.1%	125	-0.2%	90	3.3%
2022-09	3215	5.5%	1907	6.0%	889	-0.9%	160	-4.4%	121	-2.7%	93	5.6%
2022-10	2979	-0.4%	1771	-0.2%	824	-7.1%	137	-16.8%	114	-9.0%	89	3.1%
2022-11	2949	-9.1%	1718	-11.2%	747	-23.7%	131	-14.4%	113	-14.8%	92	-3.8%
2022-12	3055	-10.1%	1770	-12.7%	781	-25.7%	143	-10.1%	110	-22.9%	95	-2.7%
2023-01	2922	-10.4%	1679	-10.2%	688	-22.5%	141	-10.5%	122	-26.3%	90	-11.5%
2023-02	2138	-1.3%	1262	-2.9%	583	-13.7%	76	-21.6%	69	-14.4%	54	-6.4%
2023-03	3155	14.8%	1819	13.1%	745	-10.0%	135	32.3%	129	9.5%	104	27.5%
2023-04	2954	8.5%	1706	11.0%	681	-5.8%	129	14.3%	127	4.1%	95	8.6%
2023-05	2835	-7.5%	1642	-2.1%	655	-13.9%	133	-12.5%	120	-14.3%	86	-11.1%

- 零售中除偏刚需消费的沃尔玛等去库存较为顺畅外，家居零售龙头如家得宝、劳氏依然承压，服饰龙头分化（耐克、Lululemon去库存较为顺利，阿迪压力仍大），美国零售商整体对下一年指引偏保守，部分优质制造拐点已经出现。
- Lululemon：一季度超预期，上调全年预期。** lululemon23Q1营收同比+24%，净利润同比+53%。目前预计23年收入94.4-95.1亿美元（+16~17%），高于原指引的+15%；EPS 11.74~11.94美元（+17~19%），高于原指引的+14~16%。
 - 劳氏最新业绩：一季度略超预期，但下调全年预期。** 劳氏Q1营收同比-5.6%，净利润同比-3.1%。目前预计全年总销售额将在870-890亿美元之间，低于此前预测的880-900亿美元；预计同店销售额将下降2%至4%之间，低于此前的0至-2%；
 - 家得宝最新业绩：一季度不及预期，下调全年预期。** 家得宝23Q1营收同比-4.2%，净利润同比-8.5%。目前预计2023财年的销售额和可比销售额将下降2%-5%，此前预期为持平。
 - 沃尔玛最新业绩：一季度保持稳健，上调全年预期。** 沃尔玛23Q1营收同比+7.6%，调整后每股收益同比+13%。目前预计2024财年全年调整后的每股收益为6.10至6.20美元，上调前的预估为5.90至6.05美元；预计2024财年净销售额增长3.5%，上调前的预估为增长2.5%至3%。

图1：美国零售商和品牌商季度收入增速

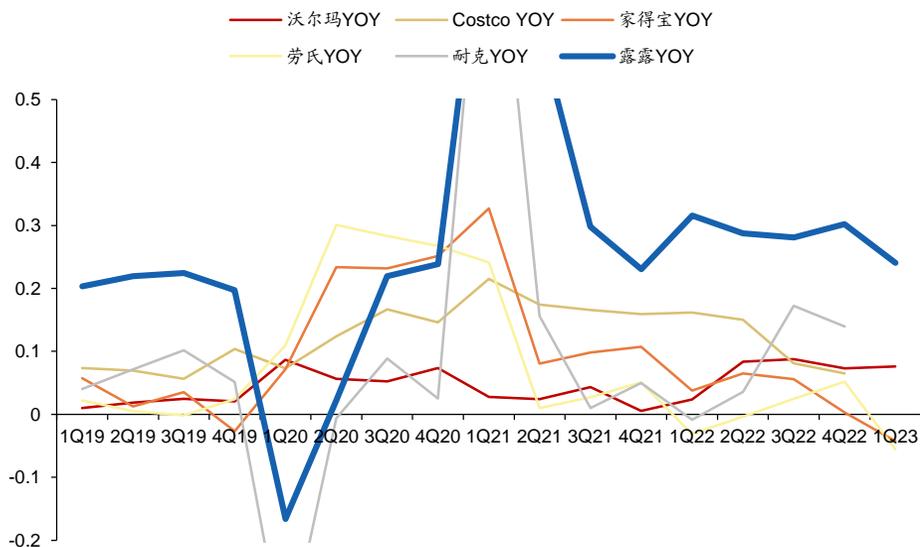


图2：美国零售商和品牌商库存销售比

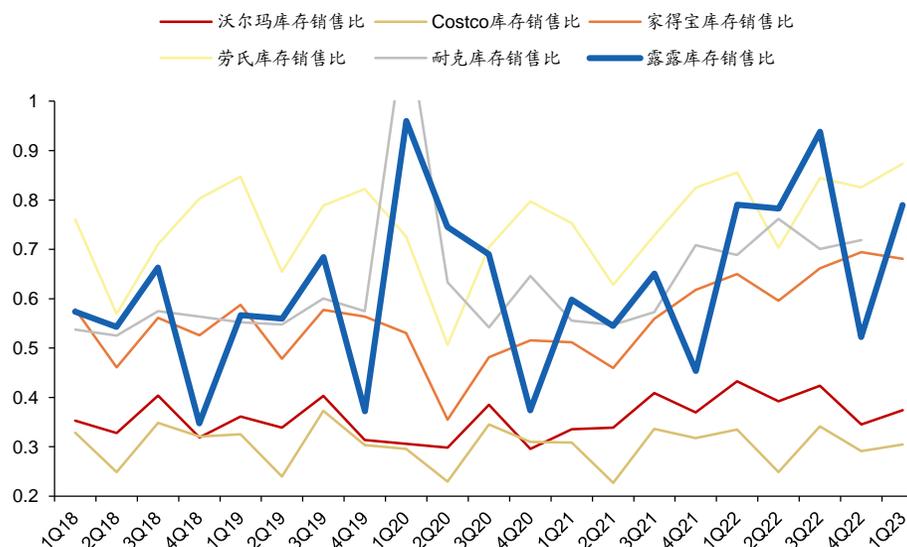


表3：中国房地产投资、商品房销售等数据

指标名称	房地产开 发投资完 成额(亿 元)	同比	房屋竣工 面积(万 平方米)	同比	商品房销 售面积 (万平方 米)	同比	商品房销 售额(亿 元)	同比	30大中一 线城市房 成交面积 同比	30大中二 线城市房 成交面积 同比	30大中三 线城市房 成交面积 同比	社零限额 以上家具 类(亿元)	同比	社零限额 以上家电 (亿元)	同比	社零限额 以上建筑 类(亿元)	同比
2020-02	10115	-16%	9636	-23%	8475	-40%	8203	-36%	-61%	-66%	-76%	142.00	-34%	805.20	-30%	152.20	-31%
2020-03	11847	1%	5922	-1%	13503	-14%	12161	-15%	-45%	-33%	-27%	105.10	-23%	569.40	-30%	125.20	-14%
2020-04	11140	7%	3729	-9%	11994	-2%	11498	-5%	-23%	-16%	-11%	115.30	-5%	606.80	-9%	129.20	-6%
2020-05	12817	8%	4401	6%	14730	10%	14406	14%	-4%	5%	-3%	133.60	3%	737.60	4%	146.10	2%
2020-06	16861	9%	5343	-7%	20701	2%	20625	9%	0%	18%	7%	158.70	-1%	1025.50	10%	163.00	2%
2020-07	12544	12%	4219	-14%	14228	9%	14527	17%	11%	9%	18%	137.10	-4%	684.80	-2%	150.50	-3%
2020-08	13130	12%	3859	-10%	14855	14%	15521	27%	44%	8%	26%	138.50	-4%	715.50	4%	152.00	-3%
2020-09	15030	12%	4231	-18%	18587	7%	18705	16%	83%	-1%	10%	157.00	-1%	705.70	-1%	165.70	1%
2020-10	13072	13%	7902	6%	16221	15%	16018	24%	52%	-9%	11%	157.30	1%	684.10	3%	171.60	4%
2020-11	12937	11%	9933	3%	17541	12%	17304	19%	50%	-3%	1%	167.80	-2%	1048.00	5%	188.10	7%
2020-12	11951	9%	32046	0%	25252	11%	24644	19%	59%	-7%	1%	194.00	0%	1009.20	11%	226.80	13%
2021-02	13986	38%	13525	40%	17363	105%	19151	133%	310%	256%	351%	223.00	59%	1151.70	43%	221.10	53%
2021-03	13590	15%	5597	-5%	18644	38%	19227	58%	122%	103%	34%	135.20	43%	776.20	39%	160.90	44%
2021-04	12664	14%	3614	-3%	14298	19%	15231	32%	55%	54%	13%	126.20	22%	634.90	6%	155.40	31%
2021-05	14078	10%	4847	10%	16078	9%	16925	17%	3%	20%	1%	133.40	13%	748.30	3%	163.60	20%
2021-06	17861	6%	8898	67%	22252	7%	22398	9%	25%	3%	-26%	160.80	13%	1105.40	9%	182.60	19%
2021-07	12716	1%	5301	26%	13013	-9%	13499	-7%	5%	6%	-25%	137.50	11%	740.70	8%	157.50	12%
2021-08	13164	0%	4957	28%	12545	-16%	12616	-19%	-1%	-17%	-43%	136.50	7%	677.10	-5%	161.50	14%
2021-09	14508	-3%	4274	1%	16139	-13%	15748	-16%	-35%	-9%	-48%	150.80	3%	739.40	7%	174.80	13%
2021-10	12366	-5%	6278	-21%	12709	-22%	12390	-23%	-13%	-20%	-36%	148.70	2%	734.60	10%	178.30	12%
2021-11	12380	-4%	11464	15%	15090	-14%	14482	-16%	-14%	-10%	-38%	167.10	6%	1104.80	7%	200.40	14%
2021-12	10288	-14%	32658	2%	21303	-16%	20263	-18%	-21%	-3%	-45%	176.10	-3%	933.30	-6%	217.60	8%
2022-02	14499	4%	12200	-10%	15703	-10%	15459	-19%	-7%	-19%	-48%	216.30	-6%	1321.30	13%	245.40	6%
2022-03	13266	-2%	4730	-15%	15343	-18%	14196	-26%	-47%	-44%	-47%	125.50	-9%	752.20	-4%	162.80	0%
2022-04	11389	-10%	3101	-14%	8722	-39%	8135	-47%	-61%	-51%	-49%	110.80	-14%	594.00	-8%	141.60	-12%
2022-05	12979	-8%	3332	-31%	10970	-32%	10547	-38%	-48%	-40%	-52%	121.70	-12%	678.30	-11%	156.10	-8%
2022-06	16181	-9%	5274	-41%	18185	-18%	17736	-21%	-4%	-1%	-27%	154.00	-7%	1155.10	3%	179.00	-5%
2022-07	11148	-12%	3392	-36%	9255	-29%	9691	-28%	-6%	-37%	-44%	134.30	-6%	808.10	7%	151.80	-8%
2022-08	11346	-14%	4834	-2%	9712	-23%	10107	-20%	-19%	-18%	-20%	131.20	-8%	724.20	3%	155.10	-9%
2022-09	12750	-12%	4018	-6%	13531	-16%	13510	-14%	13%	-27%	-4%	144.50	-7%	710.10	-6%	168.20	-8%
2022-10	10387	-16%	5686	-9%	9758	-23%	9453	-24%	-18%	-16%	-23%	144.00	-7%	646.10	-14%	170.00	-9%
2022-11	9918	-20%	9144	-20%	10071	-33%	9815	-32%	-24%	-28%	-17%	169.00	-4%	937.90	-17%	188.10	-10%
2022-12	9032	-12%	30513	-7%	14587	-32%	14660	-28%	-30%	-23%	-2%	173.70	-6%	794.40	-13%	207.20	-9%
2023-02	13669	-6%	13178	8%	15133	-4%	15449	0%	10%	27%	79%	235.00	5%	1277.00	-2%	249.00	-1%
2023-03	12304	-7%	6244	32%	14813	-3%	15097	6%	63%	35%	53%	133.60	4%	723.20	-1%	152.10	-5%
2023-04	9540	-16%	4256	37%	7690	-12%	9205	13%	127%	15%	14%	108.60	3%	609.00	5%	119.20	-11%
2023-05									86%	20%	-2%						
21-23年复合增速																	
2023-02		-1%		-1%		-7%		-10%	1%	1%	-4%		-1%		5%		3%
2023-03		-5%		6%		-11%		-11%	-7%	-13%	-10%		-3%		-3%		-2%
2023-04		-13%		9%		-27%		-22%	-6%	-25%	-24%		-6%		-2%		-11%
2023-05									-2%	-15%	-31%						

□ 地产链消费：需求进一步承压，亟待政策发力。

• **前端投资和竣工：**在“保交楼”政策引导下，23年以来房屋竣工面积逐月复苏（2-4月两年复合增速分别为-1%/+6%/+9%）；但是房地产开发投资依然承压。

• **商品房销售：**疫后需求有集中释放，但在收入尚未完全修复、消费者信心指数较低水平下，商品房销售压力逐月增加（销售面积2-4月两年复合增速分别为-7%/-11%/-27%）。分城市看，二线和三线城市压力更大（5月复合增速分别为-15%/-31%）。

• **后端地产链消费：**在商品房销售承压下，家具、家电和建筑装潢类消费需求同样承压（4月两年复合增速分别为-6%/-2%/-11%）。

□ 社零消费低基数下高增长，分行业看，刚需消费稳健，场景消费复苏。

- 疫后伴随消费场景修复，社零消费需求再初期集中释放，总体呈现弱复苏。从两年复合增速看，2-4月分别同比+5.1%/+3.3%/+2.6%。
- 刚需消费保持稳健，粮油食品类、饮料类和烟酒类4月两年复合增速分别为+5.4%/+1.2%/+3.4%。
- 场景消费和可选消费复苏，餐饮、金银珠宝类、服装类4月两年复合增速分别为+5.4%/+3.0%/+1.1%。
- 耐用品消费承压，家电和汽车4月两年复合增速分别为-1.9%/-2.8%。

表4：中国社零及限额以上分行业金额（单位为亿元）

指标名称	社零总额	同比	餐饮收入	同比	粮油、食品类	同比	饮料类	同比	烟酒类	同比	服装类	同比	化妆品类	同比	金银珠宝类	同比	家用电器类	同比	汽车类	同比
2020-02	52130	-21%	4194	-43%	2591	10%	308	3%	600	-16%	1534	-31%	387	-14%	277	-41%	805	-30%	3654	-37%
2020-03	26450	-16%	1832	-47%	1239	19%	157	6%	241	-9%	689	-35%	250	-12%	147	-30%	569	-30%	2609	-18%
2020-04	28178	-8%	2307	-31%	1154	18%	166	13%	261	7%	799	-19%	224	4%	155	-12%	607	-9%	3083	0%
2020-05	31973	-3%	3013	-19%	1160	11%	183	17%	283	10%	1018	-1%	270	13%	203	-4%	738	4%	3376	4%
2020-06	33526	-2%	3262	-15%	1252	11%	210	19%	330	13%	1059	0%	326	21%	193	-7%	1026	10%	3612	-8%
2020-07	32203	-1%	3283	-11%	1130	7%	189	11%	283	5%	889	-3%	230	9%	179	8%	685	-2%	3308	12%
2020-08	33571	1%	3619	-7%	1181	4%	199	13%	306	3%	967	4%	285	19%	235	15%	716	4%	3413	12%
2020-09	35295	3%	3715	-3%	1389	8%	228	22%	421	18%	1125	8%	296	14%	222	13%	706	-1%	3866	11%
2020-10	38577	4%	4372	1%	1291	9%	202	17%	345	15%	1274	12%	282	18%	222	17%	684	3%	3709	12%
2020-11	39514	5%	4980	-1%	1361	8%	218	22%	380	11%	1498	5%	511	32%	258	25%	1048	5%	4017	12%
2020-12	40566	5%	4950	0%	1525	8%	222	17%	504	21%	1527	4%	324	9%	289	12%	1009	11%	4871	6%
2021-02	69737	34%	7085	69%	2828	11%	439	37%	861	44%	2262	48%	558	41%	545	99%	1152	43%	6661	78%
2021-03	35484	34%	3511	92%	1307	8%	212	33%	347	47%	1130	69%	368	43%	259	83%	776	39%	3930	49%
2021-04	33153	18%	3377	46%	1209	7%	207	22%	326	26%	1031	31%	272	18%	222	48%	635	6%	3685	16%
2021-05	35945	12%	3816	27%	1266	11%	223	19%	326	16%	1130	12%	319	15%	262	32%	748	3%	3688	6%
2021-06	37586	12%	3923	20%	1419	16%	280	29%	392	18%	1174	13%	379	14%	240	26%	1105	9%	3867	5%
2021-07	34925	9%	3751	14%	1246	11%	233	21%	325	15%	945	8%	239	3%	203	14%	741	8%	3347	-2%
2021-08	34395	3%	3456	-5%	1287	10%	232	12%	349	14%	900	-6%	294	0%	250	7%	677	-5%	3280	-7%
2021-09	36833	4%	3831	3%	1506	9%	262	10%	490	16%	1063	-5%	317	4%	263	20%	739	7%	3535	-12%
2021-10	40454	5%	4460	2%	1415	10%	225	9%	390	14%	1227	-3%	310	7%	248	13%	735	10%	3397	-12%
2021-11	41043	4%	4843	-3%	1552	15%	261	16%	432	13%	1484	-1%	571	8%	270	6%	1105	7%	3777	-9%
2021-12	41269	2%	4841	-2%	1663	11%	249	13%	534	7%	1487	-2%	341	3%	289	0%	933	-6%	4651	-7%
2022-02	74426	7%	7718	9%	3103	8%	481	11%	1011	14%	2382	5%	618	7%	639	20%	1321	13%	7121	4%
2022-03	34233	-4%	2935	-16%	1477	13%	236	13%	383	7%	960	-13%	345	-6%	205	-18%	752	-4%	3673	-8%
2022-04	29483	-11%	2609	-23%	1357	10%	221	6%	312	-7%	791	-23%	214	-22%	158	-27%	594	-8%	2567	-32%
2022-05	33547	-7%	3012	-21%	1464	12%	242	8%	352	4%	959	-16%	291	-11%	221	-16%	678	-11%	3186	-16%
2022-06	38743	3%	3766	-4%	1580	9%	287	2%	426	5%	1198	1%	424	8%	257	8%	1155	3%	4551	14%
2022-07	35870	3%	3694	-2%	1366	6%	244	3%	366	8%	964	1%	253	1%	247	22%	808	7%	3824	10%
2022-08	36258	5%	3748	8%	1437	8%	255	6%	395	8%	964	5%	288	-6%	268	7%	724	3%	3975	16%
2022-09	37745	3%	3767	-2%	1677	9%	278	5%	465	-9%	1072	-1%	317	-3%	266	2%	710	-6%	4213	14%
2022-10	40271	-1%	4099	-8%	1587	8%	240	4%	403	-1%	1155	-8%	309	-4%	246	-3%	646	-14%	3695	4%
2022-11	38615	-6%	4435	-8%	1659	4%	252	-6%	440	-2%	1276	-16%	562	-5%	256	-7%	938	-17%	3788	-4%
2022-12	40542	-2%	4157	-14%	1894	11%	272	6%	514	-7%	1321	-13%	290	-19%	246	-18%	794	-13%	5105	5%
2023-02	77067	4%	8429	9%	3493	9%	522	5%	1109	6%	2549	5%	656	4%	684	6%	1277	-2%	6658	-9%
2023-03	37855	11%	3707	26%	1608	4%	231	-5%	430	9%	1164	18%	393	10%	288	37%	723	-1%	4265	12%
2023-04	34911	18%	3752	44%	1395	1%	211	-3%	364	15%	1051	32%	276	24%	231	45%	609	5%	3620	38%
21-23年复合增速																				
2023-02		5.1%		9.0%		8.4%		8.3%		9.8%		5.1%		5.4%		12.5%		5.1%		-3.0%
2023-03		3.3%		2.8%		8.4%		3.4%		8.1%		1.4%		1.3%		6.2%		-2.9%		1.6%
2023-04		2.6%		5.4%		5.4%		1.2%		3.4%		1.1%		-1.7%		3.0%		-1.9%		-2.8%

政府消费：疫情期间发力，疫后预计走稳。

- 从政府消费视角看，在22年受疫情影响较大时，政府消费支出发力，22年同比+6.4%（VS 居民消费支出+2.1%）。
- 疫后居民消费逐渐复苏，同时政府面临一定财政压力，预计政府消费今年保持平稳的增长。

图3：中国财政收支差额（单位：亿元）

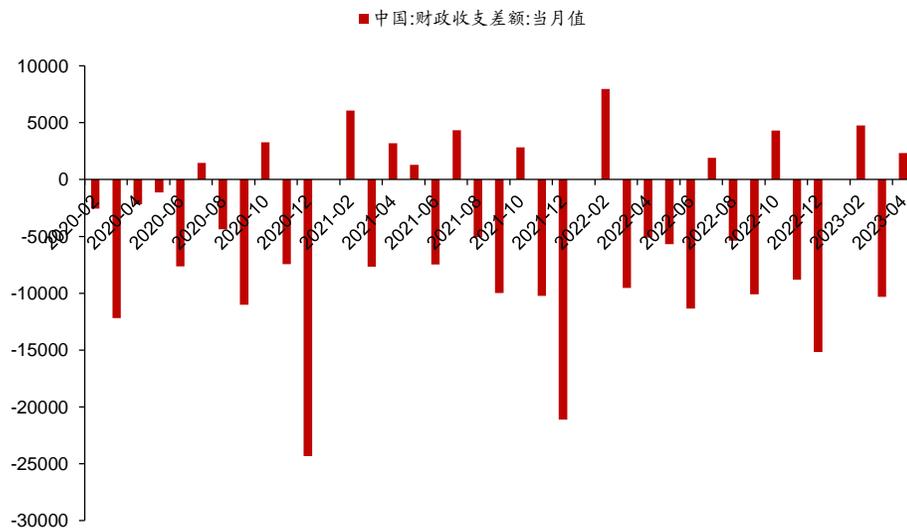


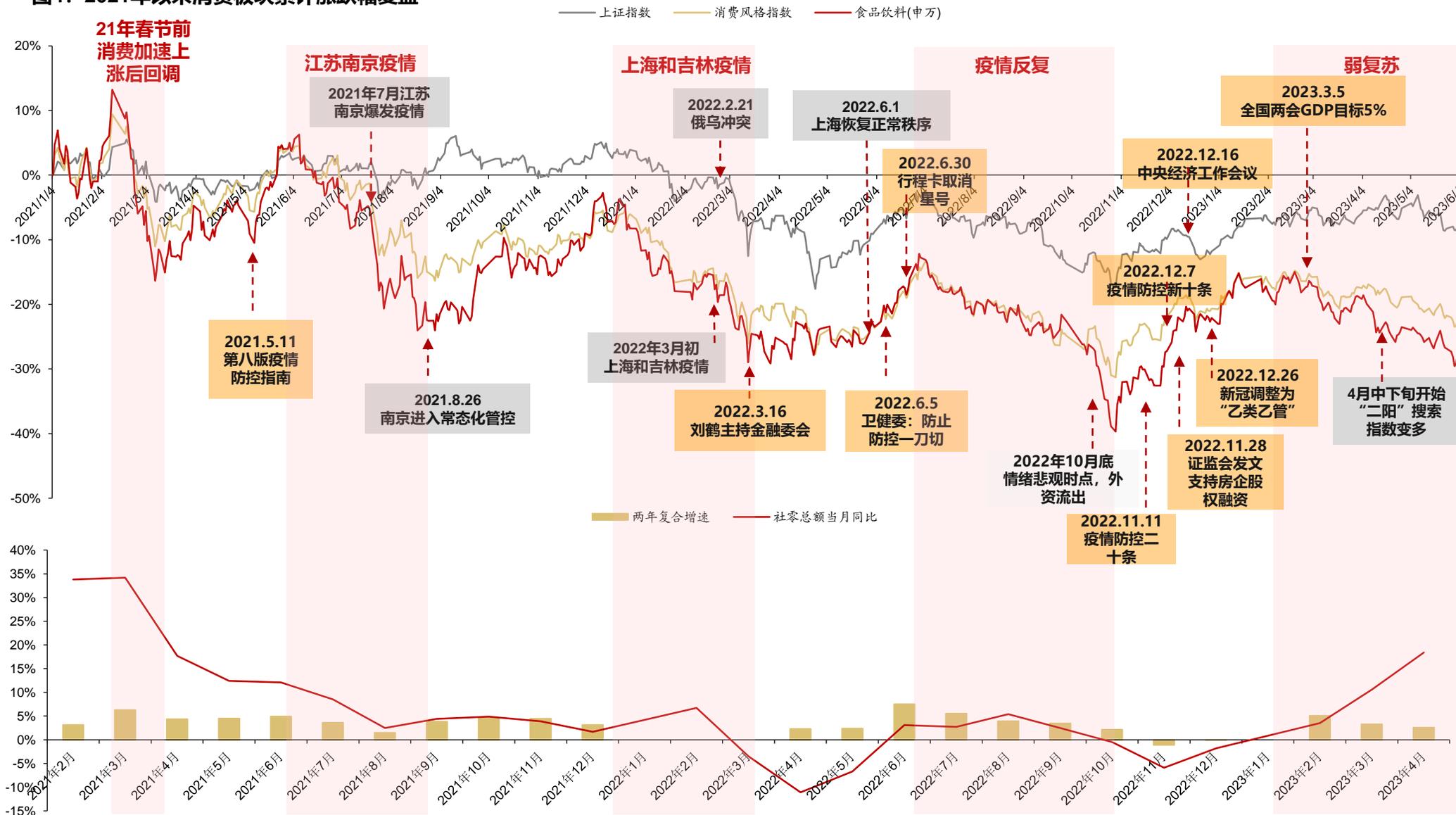
表5：中国GDP中最终消费支出结构（单位：亿元）

指标名称	中国:GDP:最终消费支出	YOY	中国:GDP:最终消费支出:政府	YOY	占比	中国:GDP:最终消费支出:居民	YOY	占比
2000	63749		16886		26%	46863		74%
2001	68661	7.7%	18196	7.8%	27%	50465	7.7%	73%
2002	74227	8.1%	19561	7.5%	26%	54667	8.3%	74%
2003	79735	7.4%	21045	7.6%	26%	58690	7.4%	74%
2004	89394	12.1%	23670	12.5%	26%	65725	12.0%	74%
2005	101873	14.0%	27719	17.1%	27%	74154	12.8%	73%
2006	115364	13.2%	32522	17.3%	28%	82842	11.7%	72%
2007	137737	19.4%	39506	21.5%	29%	98231	18.6%	71%
2008	158899	15.4%	46245	17.1%	29%	112655	14.7%	71%
2009	174539	9.8%	51417	11.2%	29%	123122	9.3%	71%
2010	201581	15.5%	60116	16.9%	30%	141465	14.9%	70%
2011	244747	21.4%	74357	23.7%	30%	170391	20.4%	70%
2012	275444	12.5%	84859	14.1%	31%	190585	11.9%	69%
2013	306664	11.3%	94186	11.0%	31%	212477	11.5%	69%
2014	338031	10.2%	101793	8.1%	30%	236238	11.2%	70%
2015	371921	10.0%	111718	9.8%	30%	260202	10.1%	70%
2016	410806	10.5%	122138	9.3%	30%	288668	10.9%	70%
2017	456518	11.1%	135829	11.2%	30%	320690	11.1%	70%
2018	506135	10.9%	152011	11.9%	30%	354124	10.4%	70%
2019	552632	9.2%	165444	8.8%	30%	387188	9.3%	70%
2020	560811	1.5%	173625	4.9%	31%	387186	0.0%	69%
2021	620921	10.7%	182072	4.9%	29%	438849	13.3%	71%
2022	641633	3.3%	193723	6.4%	30%	447910	2.1%	70%

02

行业复盘

图4：2021年以来消费板块累计涨跌幅复盘



资料来源：Wind，公开资料整理，浙商证券研究所

- 消费板块自3月以来回调较多，我们认为当下悲观预期已经充分反映，以食品饮料行业为例，其市盈率已经处于近五年的历史低位。伴随消费行业逐渐修复，叠加政策支持，边际向上可能性更大。
- 22年10月-22年11月，疫情反复，基本面和情绪面承压下，北向资金流出较多，消费板块大幅回调。
 - 22年11月-22年12月，伴随疫情防控政策的优化（“二十条”、“新十条”、“乙类乙管”），在基本面向好预期带动下，北向资金回流，消费板块大幅上涨。
 - 23年1月-23年2月，疫后消费场景逐渐修复，23年1-2月社零增速转正，基本面向好，消费板块略有上涨。
 - 23年3月-23年5月，消费基本面呈现弱复苏（社零1-2月/3月/4月两年复合增速分别为+5.1%/+3.3%/+2.6%），情绪面逐渐悲观（消费者信心指数较低、青年失业率处于历史较高水平），叠加AI板块走强吸引资金流向，消费板块再次回调明显。

图5：食品饮料（申万）行业市盈率处于近五年低位

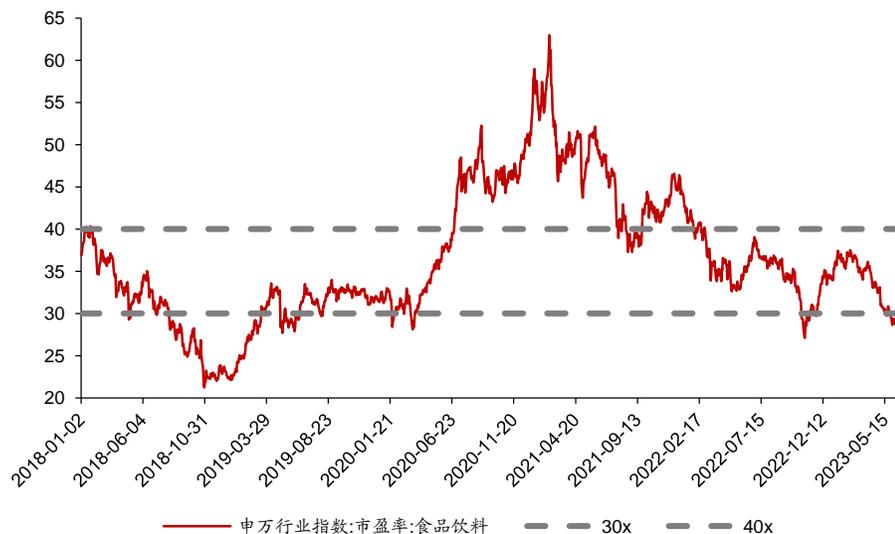


图6：北向资金净流入（亿元）

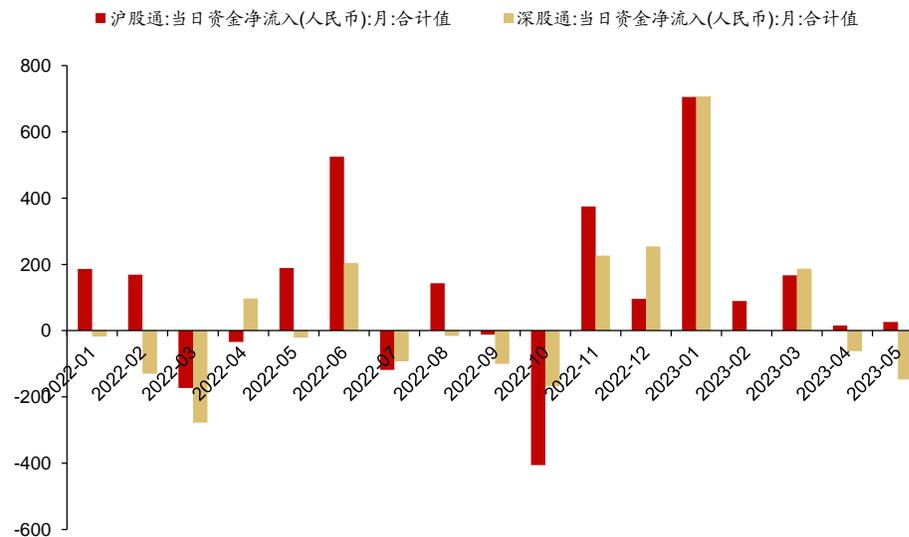
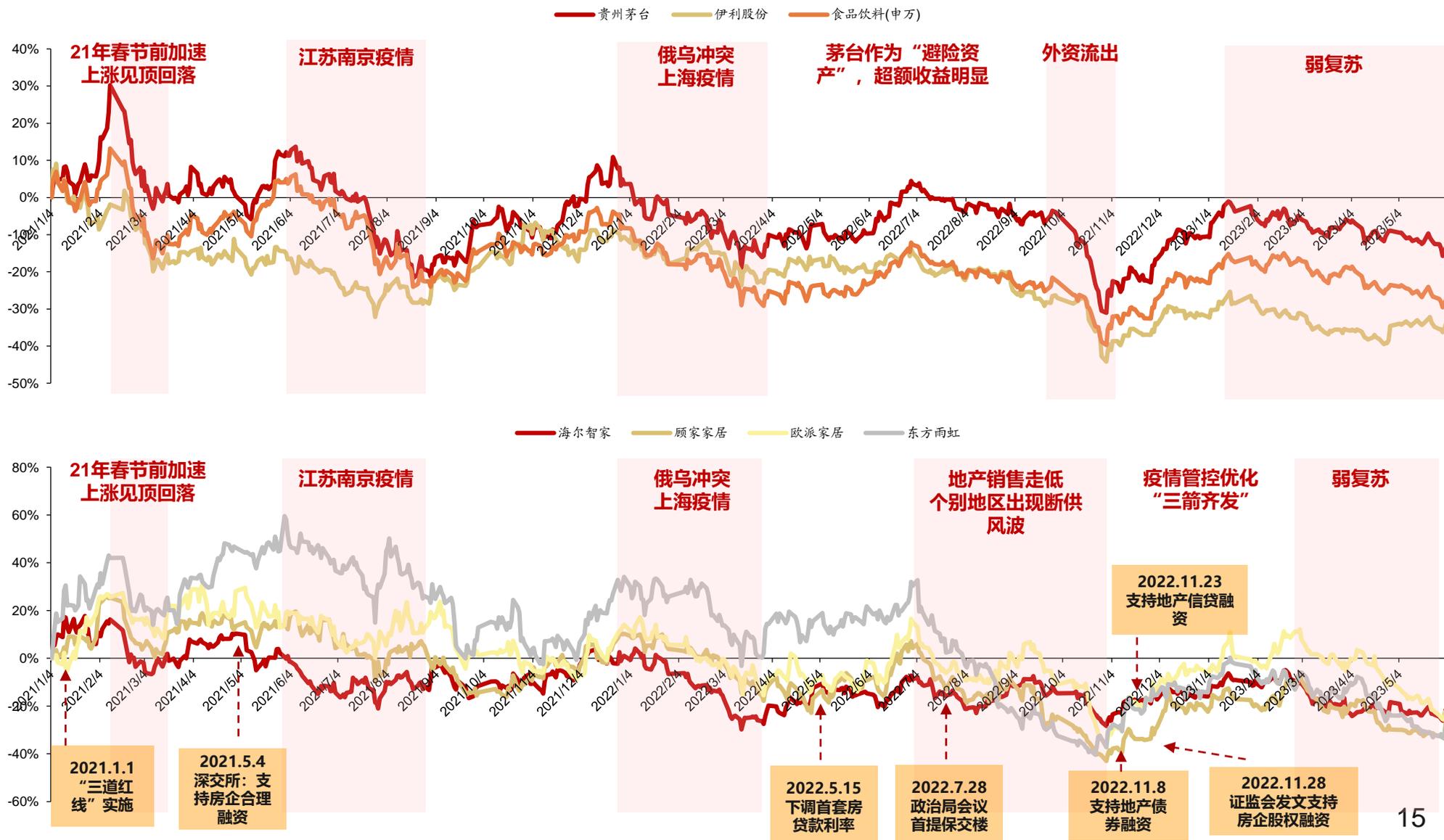


图7：2021年以来消费龙头公司累计涨跌幅复盘

消费龙头公司复盘：

- 消费龙头公司走势与行业整体相关性较高；但在经济不确定性增加下，龙头公司如茅台，逐渐被作为“避险资产”，超额收益明显。
- 地产后周期相关公司受地产政策影响较大，中长期看依然取决于需求端（商品房销售）。



资料来源：Wind，公开资料整理，浙商证券研究所

□ 复盘来看，业绩增速较快、但估值水平较一线龙头有折价的二线龙头的股价表现最好：

- 一线龙头业绩稳健，年初以来略跑输上证指数（+5%），但估值处于历史较低分位数（如茅台处于近五年的21%）
- 二线龙头一季度增速较快，估值水平较一线龙头有折价，年初以来大幅跑赢上证指数，估值目前处于历史分位数的50%左右
- 地产后周期一季度业绩出现下滑，年初以来跑输上证指数，目前欧派和顾家估值处于历史分位数的10%以下
- 消费高增长业绩亮眼，估值水平有较大的溢价，年初以来跑输市场，目前估值处于历史分位数的20%-30%左右

表6：消费标的当前估值

		当前PE-TTM	近五年分位数	23年以来截止6.9涨跌幅	22年收入增速	23Q1收入增速	22年利润增速	23Q1利润增速
一线龙头	贵州茅台	31.6	21%	-4%	17%	20%	20%	21%
	伊利股份	19.9	2%	-4%	11%	8%	8%	3%
	海尔智家	14.2	33%	-7%	7%	8%	13%	13%
二线龙头	比音勒芬	22.4	50%	25%	6%	33%	17%	41%
	报喜鸟	16.0	48%	40%	-3%	11%	-1%	24%
	周大生	15.6	38%	23%	21%	50%	-11%	26%
	潮宏基	27.6	65%	39%	-5%	22%	-43%	30%
地产后周期	顾家家居	17.8	8%	-10%	-2%	-13%	9%	-10%
	欧派家居	22.6	6%	-21%	10%	-14%	1%	-40%
	志邦家居	18.5	60%	18%	5%	6%	6%	0%
消费高成长	珀莱雅	49.9	26%	-8%	38%	29%	42%	31%
	百润股份	56.4	32%	-11%	0%	41%	-22%	105%
	千禾味业	45.8	20%	-1%	27%	70%	55%	163%
	爱美客	66.0	0%	-24%	34%	46%	32%	48%

03

投资建议

□ 优质白马资产：预期充分，看好未来反弹收益机会

- 以贵州茅台、海尔智家、青岛啤酒、伊利股份、珀莱雅、爱美客为代表的龙头白马公司，业绩稳定性较强，在经济较快增长期定价体系偏高；伴随经济增长状况的调整，龙头白马公司跟随行业贝塔不断调整，消化估值水平。当下龙头白马公司的估值水平处于历史偏低位置，负面信息预期充分，我们看好未来该类资产反弹性收益机会。

□ 地产后周期：期待政策发力，逆势 α 型企业值得更高估值

- 地产链公司受地产政策影响较大，我们认为已经隐含悲观预期（地产销售增速下滑、人口出生率下降等），当下处于预期政策面上涨初期，但空间弱于年初行情；中长期看，基于我国龙头市占率较低，能够提供一站式解决方案、效率不断优化的公司发展空间较大、存在长牛股诞生的基础。建议关注顾家家居、志邦家居等。

□ 持续成长&低估值标的：涨幅较大背景下，优中择优

- 今年以来比音勒芬、报喜鸟、周大生、潮宏基、新澳股份超额收益明显，近期同样呈现景气变弱趋势，但大部分估值水平依然不高。低估值、高分红率标的虽然短期反弹明显，但中长期视角看，缺乏成长性的标的收益率依然受限。

□ 高增长公司：定价合理体系下，成长支撑下反弹空间更大

- 以百润股份/固生堂/东鹏特饮为代表的高成长型标的，估值模型中分子端业绩增长取决于个体成长阶段或产品周期&整体经济形势，分母端对利率较为敏感。虽然业绩增速亮眼，相较于优质白马更高的估值，也代表了市场对于高增长容错性要求非常高，在今年大宏观环境下回调明显。伴随估值体系消化，一旦市场稳定，业绩释放将会带来更强的股价弹性。

□ 优质制造资产：海外去库完成，悲观预期充分

- 自22年下半年海外去库存至今，叠加部分海外龙头对23年悲观预期指引，导致大部分优质制造龙头一直处于调整之中；龙头接单一旦呈现出较快增长、股价将呈现出较大弹性，对此我们保持紧密跟踪。

- 1、**国内消费修复不及预期：**消费者信心恢复不及预期，从而影响消费修复；
- 2、**海外需求不及预期：**海外消费持续下行，终端动销不及预期，库存去化不及预期，影响出口制造企业订单；
- 3、**地产行业修复不及预期：**地产行业可能虽有政策托底，但在经济承压大环境下，地产销售和竣工数据不达预期；
- 4、**新兴消费行业竞争加剧：**行业竞争加剧可能影响新消费公司盈利情况；
- 5、**原材料价格波动：**制造型企业受原材料价格波动影响较大，若上游原材料价格上行，可能影响企业盈利情况。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>