

复苏方向未变，场景恢复从服务型向商品型转移

——5月社零报告专题

首席证券分析师：

丰毅 S0630522030001
fengyi@longone.com.cn

证券分析师：

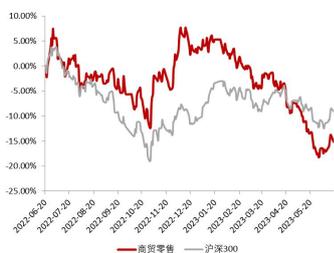
任晓帆 S0630522070001
rxf@longone.com.cn

联系人：

陈涛
cht@longone.com.cn

投资要点：

- 受去年疫情扰动低基数影响，5月社零同比维持高增长但增速回落，增速低于预期。对比2019CAGR，多数品类存在实质性提速，总体恢复好于4月份，目前仍处于弱复苏方向较为确定；且可选略好于必选，在服务型消费场景恢复基本结束后，已经出现消费恢复从服务型消费向商品型消费转移。同时今年“618”电商加大投入力度，我们预计线上6月环比可能存在一定复苏，但因消费意愿问题仍存风险。我们认为，目前消费问题主要在于消费意愿（支出增速明显低于收入），随着消费恢复步入常态，人均收入逐步修复，消费意愿有望带来弹性。故消费复苏方向未变，弱复苏持续，且未来空间仍较大。
- 低基数下5月社零同比维持高增但略低于预期。**①本月社零同比略低于预期。受益疫情政策优化后消费场景复苏以及去年低基数，2023年5月社零同比增速为12.7%（环比-5.7pct），低于市场预期13.62%。②本月社零相比2019CAGR环比持平。去除基数因素，5月较2019年同期CAGR达3.5%，较上月环比持平。③城镇乡村增速均回落：2023年5月城镇社零同比增速为12.7%，较上月环比下降5.9pct；2023年5月乡村社零同比增速达12.8%，较上月环比下降4.5pct。④线上、线下当月同比增速放缓，线上受“618”预热表现较为强劲：2023年5月网上商品和服务零售额累计同比达13.8%，较上月提升1.5pct，去除基数相对2019年CAGR达10.53%（环比+0.88pct）。5月网上实物零售额累计同比增长11.8%，较上月提升1.4pct。2023年5月线下社零当月同比为10.5%，较上月环比下降2.7pct，去除基数相对2019年CAGR达3.59%（环比-2.81pct），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。线下场景恢复带动线下消费持续复苏，线下接触型、聚集型消费持续向好。同时线上消费由于今年“618”电商加大投入力度，表现较为强劲。Q2在低基数效应下，数据表现往往较好。
- 餐饮消费、商品零售同比高增长，增速环比放缓。**①餐饮消费迎来连续4个月同比正增长，5月增速环比放缓。2023年5月社零餐饮服务总额当月同比上涨35.1%，较上月环比回落8.7pct。对比2019CAGR为2.3%，环比回落0.6pct，餐饮场景恢复预计已经结束，短期表现相对较弱。②去除基数因素，商品零售环比提升。2023年5月社零商品零售总额当月同比上涨10.5%，较上月环比回落5.4pct；但去除基数效应后，2023年5月商品零售对比2019CAGR达3.7%，较上月提升0.2pct，商品零售增速提升，目前消费恢复已经从服务型消费恢复传导至商品型消费恢复，弱复苏并未变化。③分品类看，可选好于必选。多数品类对比2019表现持平或略增，必选中饮料、日用品表现较好，食品、烟酒高位略降；可选除金银珠宝外，整体相比2019CAGR均出现上升。地产后周期整体持平或略增。整体看，环比实质性恢复，维持弱复苏。
- CPI低位徘徊、PPI持续回落。**①食品价格增速环比提升、非食品价格增速环比下降。食品、非食品CPI同比增长分别达1.0%（+0.6pct）、0.0%（-0.1pct）。消费品CPI同比、服务CPI同比分别达-0.3%（+0.1pct）、0.9%（-0.1pct）。②PPI-CPI剪刀差绝对值扩大：PPI-CPI剪刀差为-4.8pct（环比-1.1pct），有利于消费下游企业减轻压力提升收益。③分品类：鲜菜、猪肉、牛肉、羊肉、蛋类价格同比走弱：5月猪肉价格同比下降3.2%，增速环比下降7.2pct，消费淡季叠加供给充足，猪肉价格仍处于低位。季节性高位，大部分鲜活食品价格仍偏低但增速环比有所改善，鲜菜价格CPI增速环比提升11.8pct，同比为-1.7%。医疗保健增速环比提升0.1pct。交通和通信、生活用品及服务、教育文化和娱乐增速环比下降0.6pct、0.2pct、0.2pct，衣着、居住与上月持平。



相关研究

- 4月社零专题：低基数下创新高，实质提速有限
- 3月社零专题：低基数致社零提速明显，复苏持续
- 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

- **失业率环比持平，2023年一季度居民人均收入同比增长5.1%。**①**就业**：5月全国城镇调查失业率5.2%，环比持平。大城市失业率相比去年高点回落，大城市城镇调查失业率5.5%，较上月环比持平。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。收入增速-支出增速为+1.1%，表明消费意愿不强。

投资建议：白酒为消费股价核心驱动力，我们预计今年次高端、白牌、酱酒板块主题均为去库存和稳价，招商、回款、发货，龙头均较铺货期的白酒呈现明显的马太效应，结合弱势板块边际改善，低估值迎布局期，首推高端中的贵州茅台及地产名酒。其次，实际上细分板块差异性显著，制造型零食龙头表现持续优秀；速冻预制菜板块，数据亮眼；乳制品已出现回暖态势，以低温布局的部分龙头不仅迎来动销改善，外加改革预期及持续落地，值得关注。**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、金徽酒、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、新乳业、一鸣食品等。**

- **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. 整体社零：5月社零同比增长12.7%，表现略低于预期	6
2. 分品类：低基数影响，餐饮、零售同比高增长	8
3. 价格表现：CPI低位徘徊、PPI持续回落	14
4. 就业情况：5月失业率环比持平	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

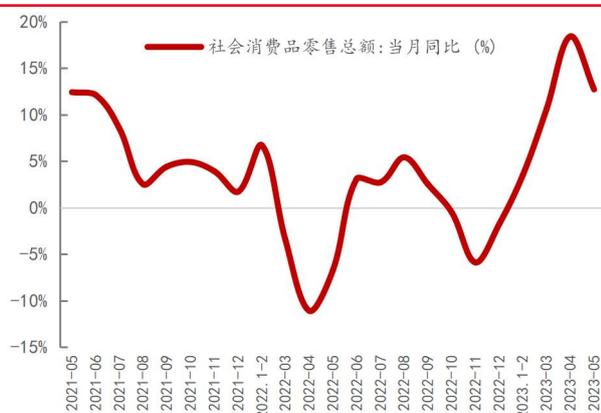
图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速	6
图 2 对比 2019 年的社零 CAGR	6
图 3 当期及去年社零对比 2019 年月度增长情况	6
图 4 对比 2020 年社零环比趋势	6
图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR	7
图 6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况	7
图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况	7
图 8 分渠道社零同比增速	8
图 9 线上社零累计同比增速	8
图 10 线上社零吃穿用累计同比增速	8
图 11 网上商品和服务零售额对比 2019 CAGR	8
图 12 近两年社零商品零售同比增速	9
图 13 近两年社零餐饮收入同比增速	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 农民工收入近三年复合增速	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.整体社零：5月社零同比增长12.7%，表现略低于预期

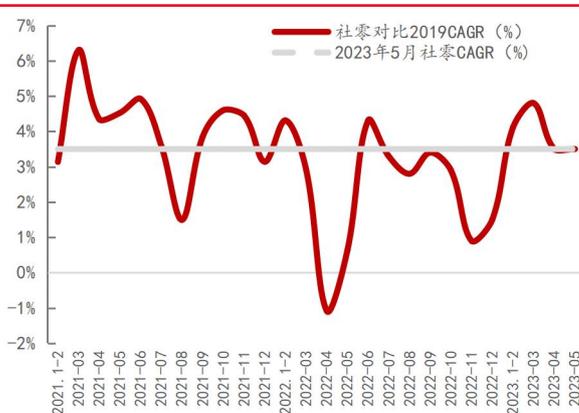
(1) 总体情况：2023年5月社零同比增长12.7%，表现略低于预期(+13.62%) ①本月社零同比略低于预期。受去年低基数影响5月社零维持同比高增长，维持消费复苏态势，总体恢复符合预期，向上仍存空间。2023年5月社零同比增速为12.7%（环比-5.7pct），低于市场预期的13.62%。②本月社零相比2019CAGR环比持平。去除掉基数因素，2023年5月较2019年同期CAGR达3.5%，较上月环比持平。③5月社零对2019CAGR相比2022年，超过2022年平均水平但是低于2022年最高水平。去除掉疫情对社零的干扰因素，本月社零对2019CAGR小于2022年对2019CAGR最高水平(+4.3%)，高于2022年对2019CAGR平均水平(+2.4%)。整体来看，2023年5月社零正增长，自2021年7月以来，2023年3月社会消费品零售总额首次重回两位数增幅，4、5月社零维持两位数增幅。从消费恢复水平来看符合预期，向上仍存空间，目前高速增长主要受去年同期低基数影响。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



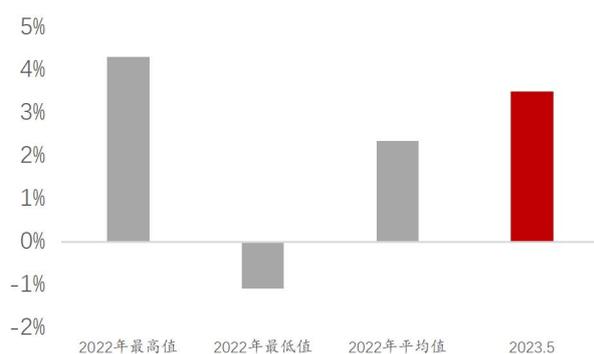
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 对比2019年的社零CAGR



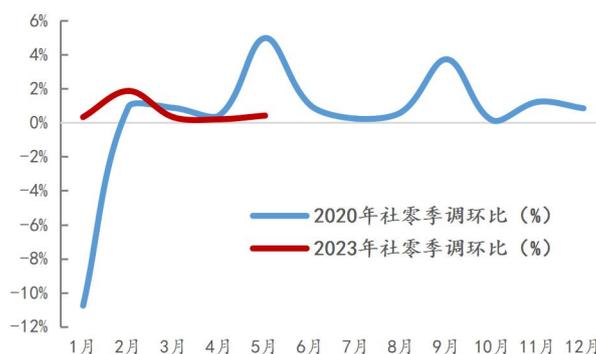
资料来源：wind，东海证券研究所

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

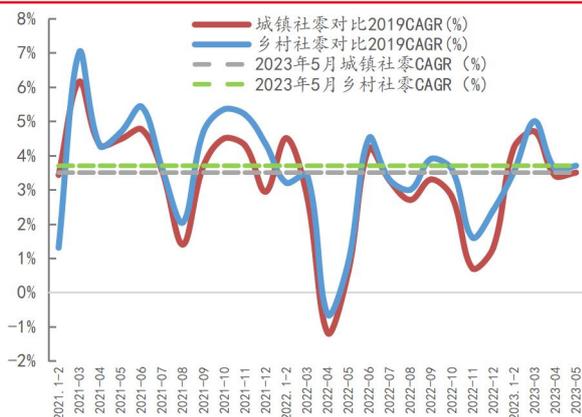
图4 对比2020年社零环比趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

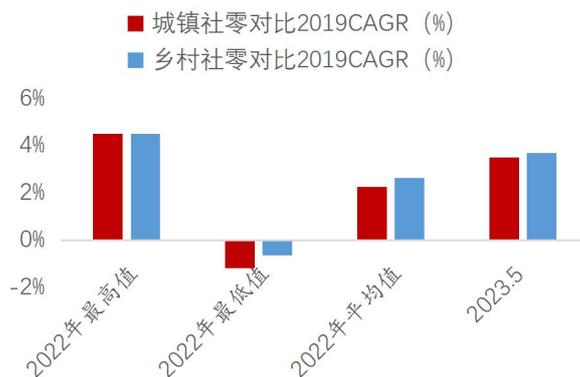
(2) 分地域：城镇乡村增速均回落。①城镇：2023年5月城镇社零同比增速为12.7%，较上月环比下降5.9pct；对比2019CAGR达3.5%，高于2022年全年平均值(2.3%)，低于2022年全年最高值(4.5%)，较上月3.4%提升0.1pct。②乡村：2023年5月乡村社零同比增速达12.8%，较上月环比下降4.5pct；对比2019CAGR达3.7%，高于2022年全年平均值(2.7%)，低于2022年全年最高值(4.5%)，较上月3.6%环比提升0.1pct。整体来看，受低基数影响，2023年5月城镇和乡村社零增速均从底部回升，维持两位数增幅。

图5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR



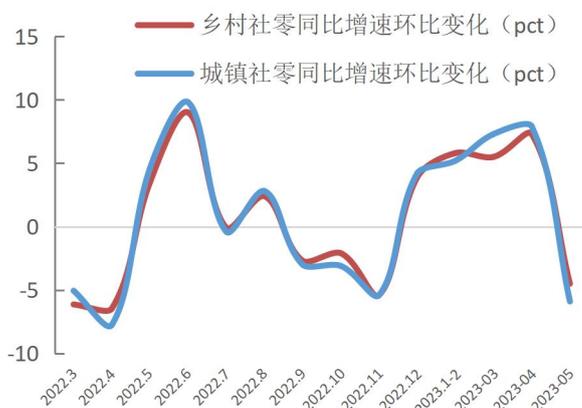
资料来源：wind，东海证券研究所

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

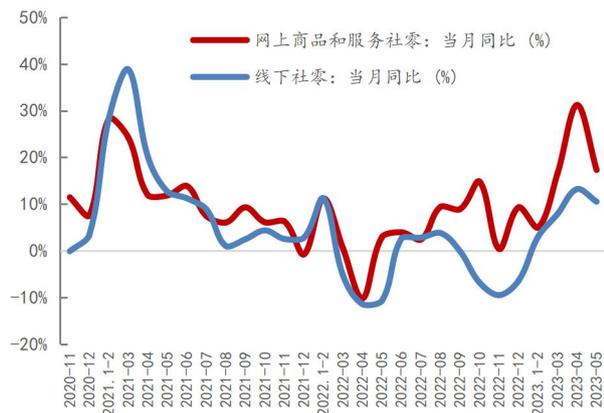
图7 本年城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 分渠道：线上、线下当月同比增速放缓，线上受“618”预热表现较为强劲。①线上、线下当月同比增速环比均放缓，线上社零累计同比环比提速。总体看，线上增速强于线下消费。2023年5月网上商品和服务零售额累计同比达13.8%，较上月提升1.5pct，5月网上实物零售额累计同比增长11.8%，较上月提升1.4pct。分品类来看，5月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长8.4%、14.6%、11.5%，较上月增速环比-0.6pct、+1.1pct、+1.9pct。吃类网上实物零售额累计增速相比今年4月下降，穿类累计增速相比今年4月下降，用类累计增速相比今年4月下降。从趋势上看，整体消费持续复苏，吃、穿、用三个品类对比2019CAGR，吃品类呈现环比下降，其他品类环比提升。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5月线下社零当月同比为10.5%，较上月环比下降2.7pct，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。线下场景恢复带动线下消费持续复苏，线下接触型、聚集型消费持续向好。同时线上消费由于今年“618”电商加大投入力度，表现较为强劲。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



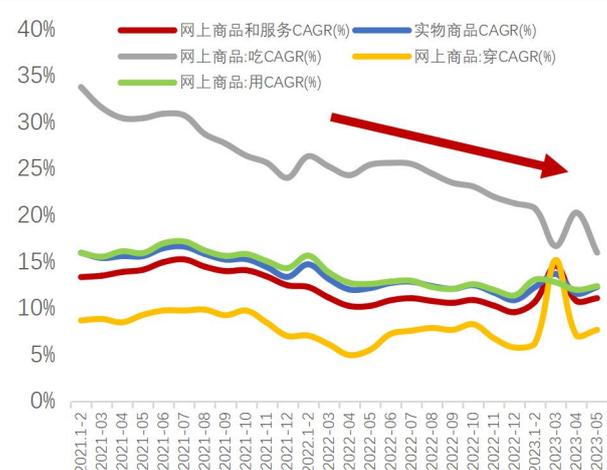
资料来源：wind，东海证券研究所

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

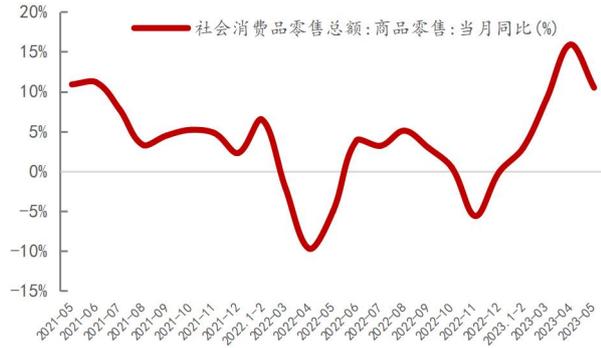


资料来源：wind，东海证券研究所

2.分品类：低基数影响，餐饮、零售同比高增长

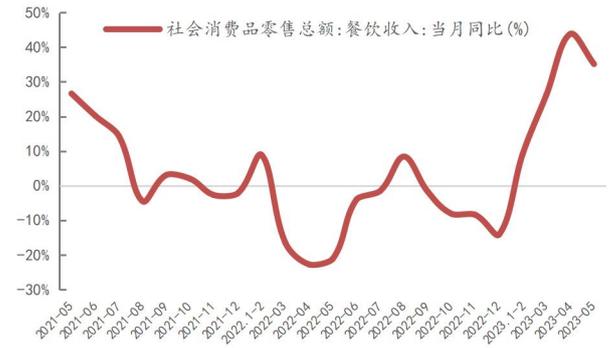
(1) 分商品及服务：餐饮消费、商品零售同比高增长，增速环比放缓。①餐饮消费迎来连续 4 个月同比正增长，5 月增速环比放缓。2023 年 5 月社零餐饮服务总额当月同比上涨 35.1%，较上月下降 8.7pct，主因低基数效应，其次为疫后消费场景复苏叠加假期出行，带动线下餐饮服务总额大幅上升。去除疫情影响，2023 年 5 月餐饮消费对比 2019CAGR 为 2.3%，增速环比下降 0.6pct，高于 2022 年各月对 2019CAGR 的最高值 1.5%，餐饮消费复苏需求旺盛。②商品零售同比上涨。2023 年 5 月社零商品零售总额当月同比上涨 10.5%，较上月下降 5.4pct，商品零售增速放缓。从去除疫情影响角度，2023 年 5 月商品零售对比 2019CAGR 达 3.7%，较上月提升 0.2pct，高于 2022 各月对 2019CAGR 的平均值 3.0%，低于 2022 各月对 2019CAGR 的最高值 4.9%。整体来看，餐饮消费和商品零售恢复符合预期，去除基数效应后，商品零售增长相对亮眼，未来空间仍在。

图 12 近两年社零商品零售同比增速



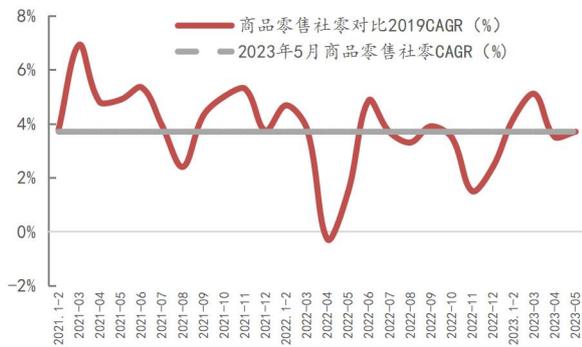
资料来源：wind，东海证券研究所

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



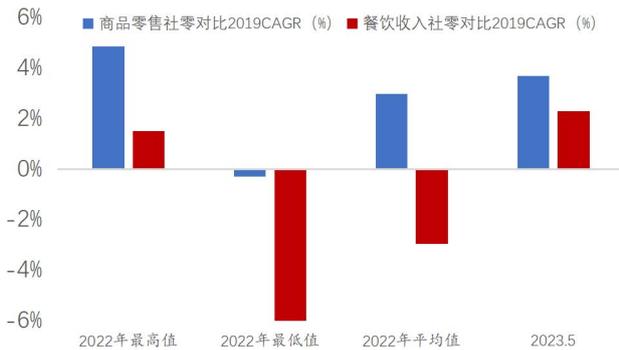
资料来源：wind，东海证券研究所

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品类增长部分总额替代

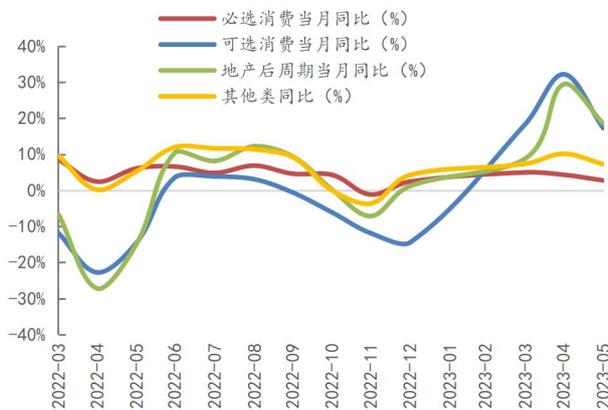
(2) 大类表现：必选、可选、地产后周期、其他类增速环比均放缓，可选放缓最为明显。2023 年 5 月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达 2.72%、17.23%、18.51%、7.22%，增速分别较上月环比下降 1.58pct、14.93pct、10.89pct、2.90pct，受去年疫情影响剧烈，5 月可选以及地产后周期同比高增长，但是增速有所放缓。

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
4 月同比增速 (%)	4.30	32.16	29.40	10.12
5 月同比增速 (%)	2.72	17.23	18.51	7.22
增速环比改善 (pct)	-1.58	-14.93	-10.89	-2.90
5 月对社零同比增长贡献率 (%)	5.41	20.01	57.86	16.72

资料来源: wind, 东海证券研究所

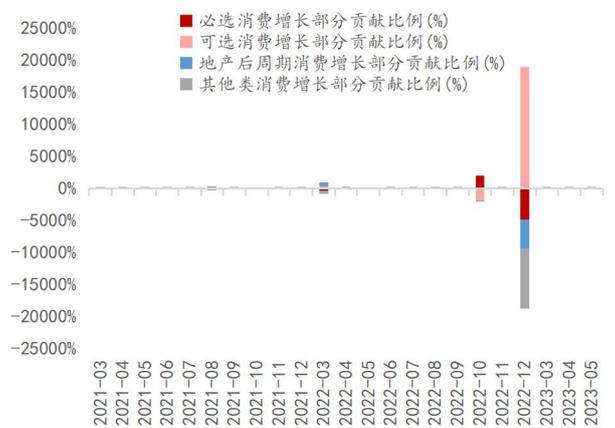
图 18 不同类型社零同比增速



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

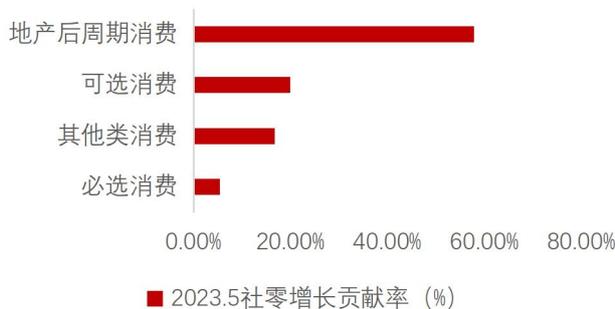
图 19 2022 年以来不同品类对社零增长贡献比例



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

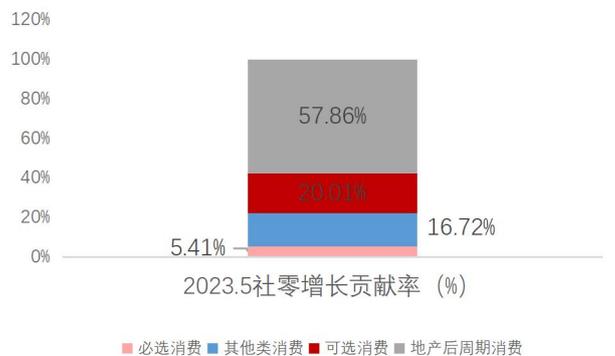
图 20 不同品类对社零增长贡献比例



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，受汽车高速增长带动，地产后周期恢复强劲，可选弹性较强。

①**必选情况：**饮料降幅收窄，粮油食品、烟酒、日用品增速放缓，粮油食品、饮料同比下降，饮料降幅略有收窄。对比 2019CAGR，粮油食品、烟酒增速环比下降，饮料、日用品增速环比提升。

②**可选情况：**受去年低基数影响，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 5 月份各品类同比增速均放缓。对比 2019CAGR 实际环比增长略有改善，除金银珠宝外其他品类均有所提升，其中化妆品类改善显著，主要由于“618”预热，各大电商加大投入带动化妆品消费。

③**地产后周期：**汽车、家具、家用电器和音响器材类同比增长，其他同比减少。汽车同比上涨 24.2%，增速环比下降 13.8pct，家具同比上涨 5.0%，增速环比提升 1.6pct，建筑及装潢材料类同比下降 14.6%，增速环比下降 3.4pct。去除疫情影响，2023 年 5 月对比 2019 年 5 月 CAGR 除建筑及装潢材料类持平外，增速均为正。

④**其他：**石油及制品类增速环比放缓，同比增长 4.1%，增速环比下降 9.4pct。中西药品类同比上涨 7.1%，增速环比提升 3.4pct。通讯器材类同比上涨 27.4%，增速环比提升 12.8pct，增速环比提升最大。除石油及制品类外其余品类增速环比均提升。去除疫情影响，除石油及制品类外其他品类增速均为正。

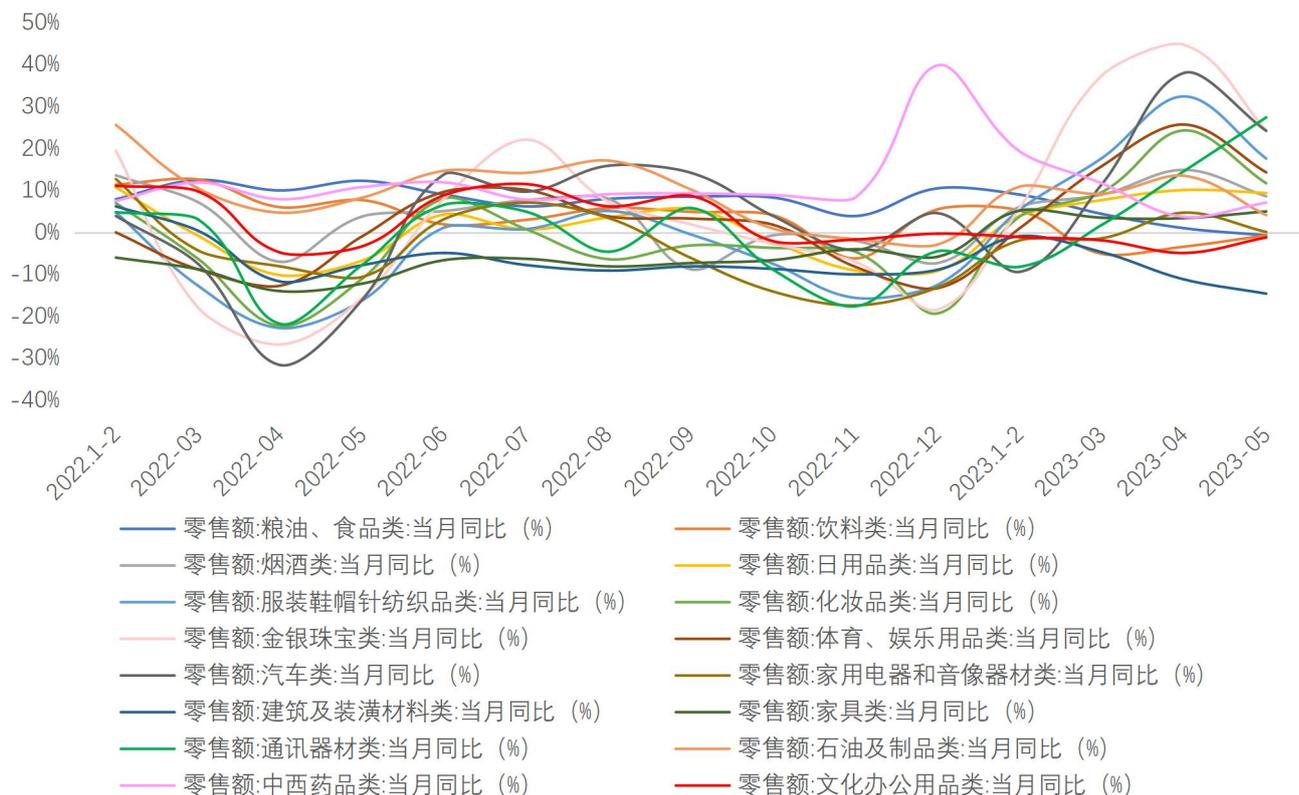
整体看，去年同期疫情扰动，受封控影响各品类基数较小，本月大多数品类同比增幅较大。对比 2019CAGR 本月增速较上月有所改善，大多数品类存在实际提速，目前仍处于弱复苏状态中，整体符合预期，向上仍有空间。餐饮类消费恢复弹性更大，线下接触型、聚集型消费持续向好。汽车、化妆品表现亮眼，分别受益于车展、政策支持以及“618”预热带动。

表 2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	5 月同比增速 (%)	4 月同比增速 (%)	增速环比改善 (pct)	2023 年 5 月对比 2019CAGR (%)	2023 年 4 月对比 2019CAGR (%)
必选消费	粮油、食品类	-0.7	1.0	-1.7	8.3	8.7
	饮料类	-0.7	-3.4	2.7	10.4	9.0
	烟酒类	8.6	14.9	-6.3	9.5	9.6
	日用品类	9.4	10.1	-0.7	7.8	5.8
可选消费	服装鞋帽、针、 纺织品类	17.6	32.4	-14.8	2.4	2.2
	化妆品类	11.7	24.3	-12.6	6.5	4.2
	金银珠宝类	24.4	44.7	-20.3	7.4	8.4
	体育、娱乐用品 类	14.3	25.7	-11.4	12.8	10.9
地产后周 期类	汽车类	24.2	38.0	-13.8	3.5	2.3
	家用电器和音 响器材类	0.1	4.7	-4.6	-1.0	-1.7
	建筑及装潢材 料类	-14.6	-11.2	-3.4	-0.9	-0.9
	家具类	5.0	3.4	1.6	1.7	0.6
其他类	通讯器材类	27.4	14.6	12.8	9.3	3.5
	石油及制品类	4.1	13.5	-9.4	3.9	4.8
	中西药品类	7.1	3.7	3.4	8.1	7.0
	文化办公用品 类	-1.2	-4.9	3.7	2.4	0.7

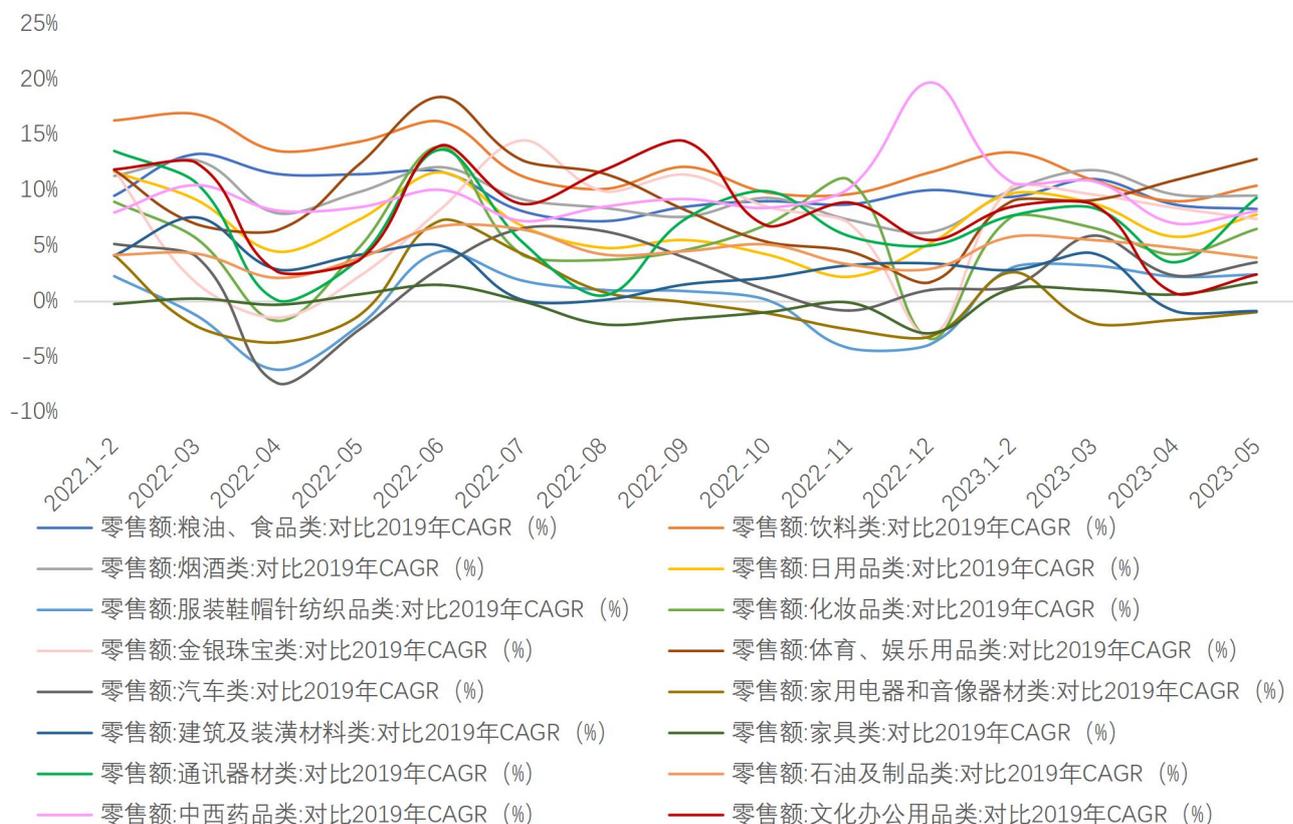
资料来源：wind，东海证券研究所

图 22 2022-2023 年不同品类社零同比增速



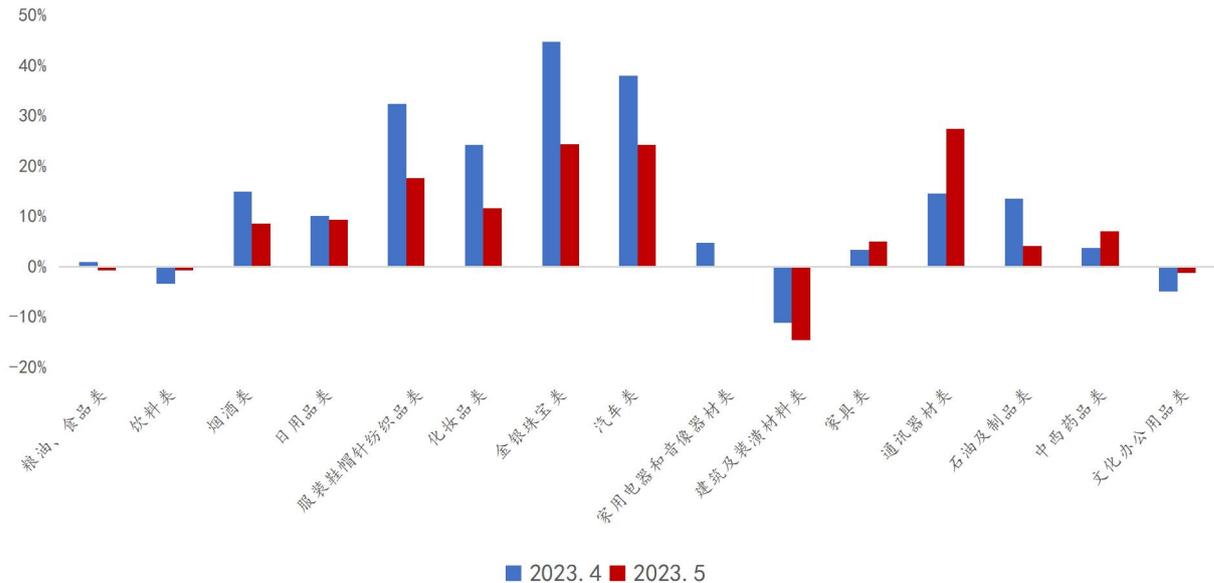
资料来源: wind, 东海证券研究所

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

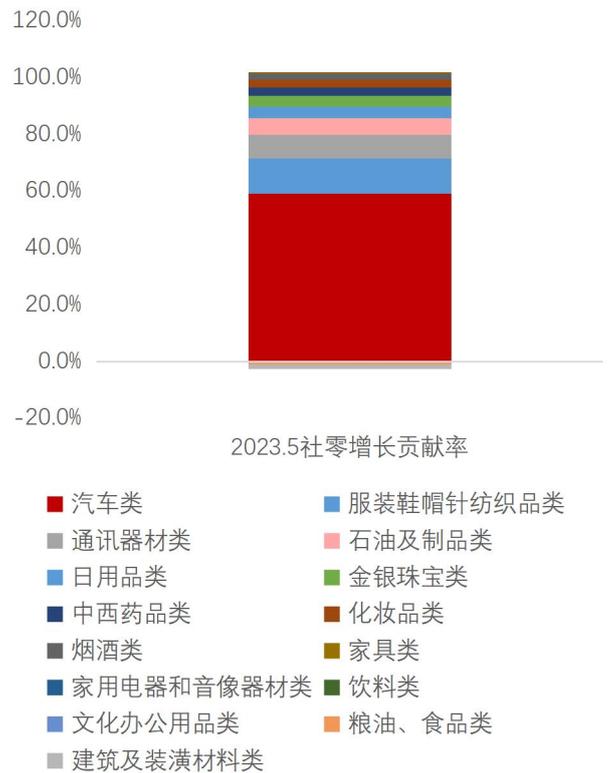
图 25 不同品类对社零增长贡献比例



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 26 不同品类对社零增长贡献比例排名



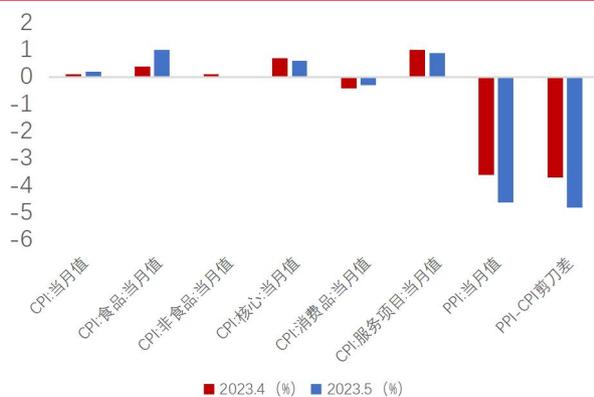
资料来源：wind，东海证券研究所

*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.价格表现：CPI 低位徘徊、PPI 持续回落

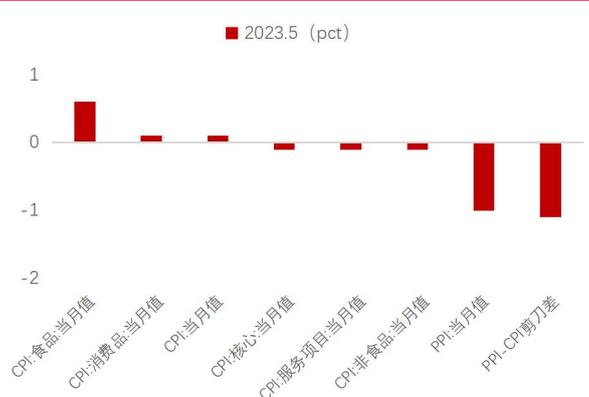
(1) 整体情况：CPI 低位徘徊、PPI 持续回落。①CPI 同比增速环比提升。2023 年 5 月 CPI 同比增长 0.2%，增速环比提升 0.1pct。②食品价格增速环比提升、非食品价格增速环比下降。食品、非食品 CPI 同比增长分别达 1.0% (+0.6pct)、0.0%(-0.1pct)，去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.6%，增速环比下降 0.1pct。③消费品价格增速环比提升，服务价格增速环比下降。2023 年 5 月消费品 CPI 同比、服务 CPI 同比分别达-0.3% (+0.1pct)、0.9% (-0.1pct)。④PPI 增速环比下降，PPI-CPI 剪刀差绝对值扩大。5 月 PPI 同比-4.6% (-1.0pct)。2023 年 5 月 PPI-CPI 剪刀差为-4.8pct(环比-1.1pct)，PPI-CPI 剪刀差绝对值扩大。整体看，5 月受季节性因素影响鲜菜、鲜果价格偏低，猪价由于淡季价格持续低迷拖累食品价格，长假结束后出行需求回落，CPI 同比增速仍然低位徘徊，略不及预期。由于猪价往后基数逐步提升，全年对 CPI 呈负贡献概率较大，CPI 在 6、7 月份仍将承压。但是，目前政策端围绕家电以及汽车展开工作带动消费需求，并且在政府目标 (3%)、线下场景复苏带动线下消费服务价格进一步提升下，CPI 后续仍具备向上动能。

图 27 CPI 及 PPI 当期值



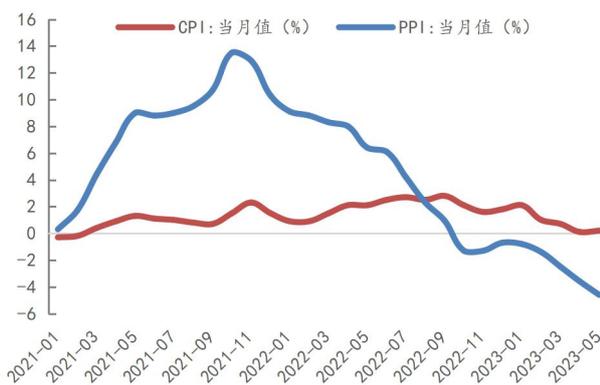
资料来源：wind，东海证券研究所

图 28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



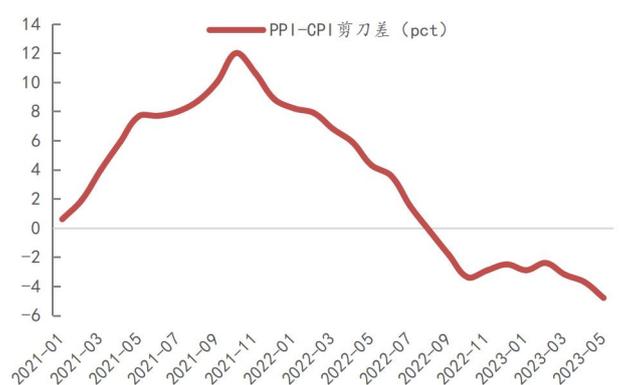
资料来源：wind，东海证券研究所

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

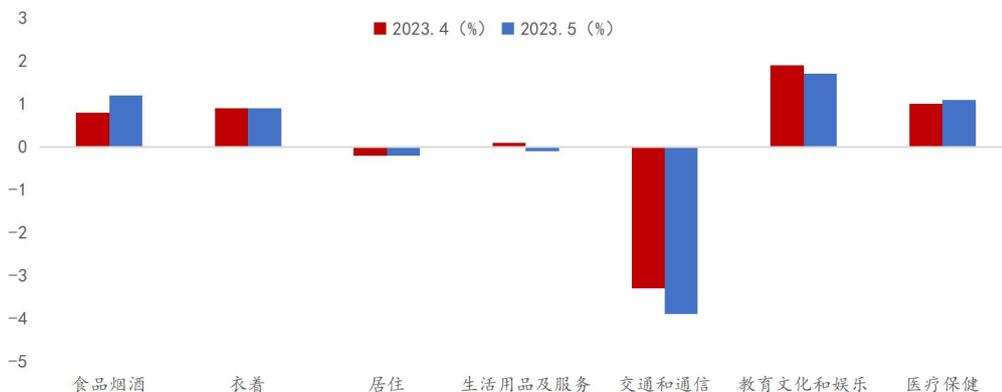


资料来源：wind，东海证券研究所

(2) 分品类：鲜菜、猪肉、牛肉、羊肉、蛋类价格同比走弱。食品类方面，猪肉方面目前仍处于消费淡季，整体处于供大于求的状态，猪肉价格仍保持疲软。5 月猪肉价格同比下降 3.2%，增速环比下降 7.2pct，猪肉价格仍处于低位。5 月畜肉类 CPI 同比增速较上月环比下降 3.2pct，同比为-1.0%，牛肉增速环比下降 0.8pct，同比为-1.9%，羊肉增速环比提

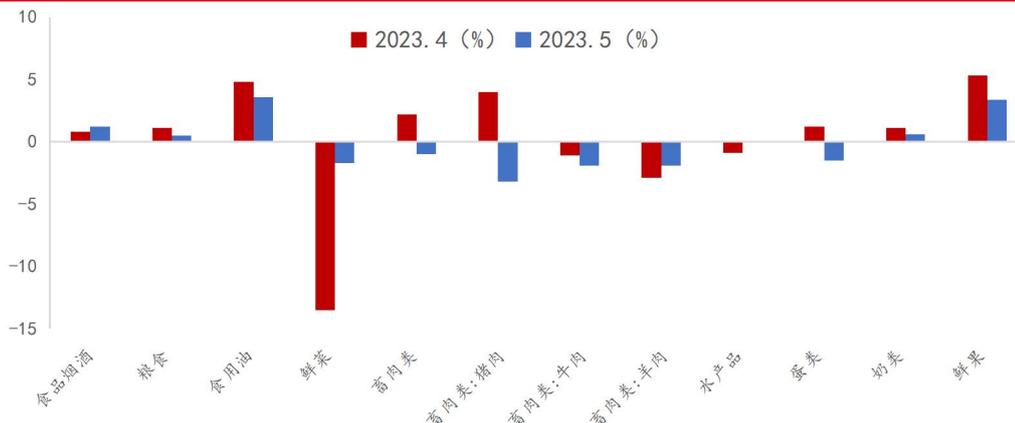
升 1.0pct, 同比为-1.9%, 蛋类增速环比下降 2.7pct, 同比为-1.5%; 由于天气转暖供给充足, 大部分鲜活食品价格仍偏低但增速环比有所改善, 鲜菜价格 CPI 增速环比提升 11.8pct, 同比为-1.7%。**非食品类方面**, 医疗保健增速环比提升 0.1pct。交通和通信、生活用品及服务、教育文化和娱乐增速环比下降 0.6pct、0.2pct、0.2pct, 衣着、居住与上月持平。

图 31 分品类 CPI 当期值



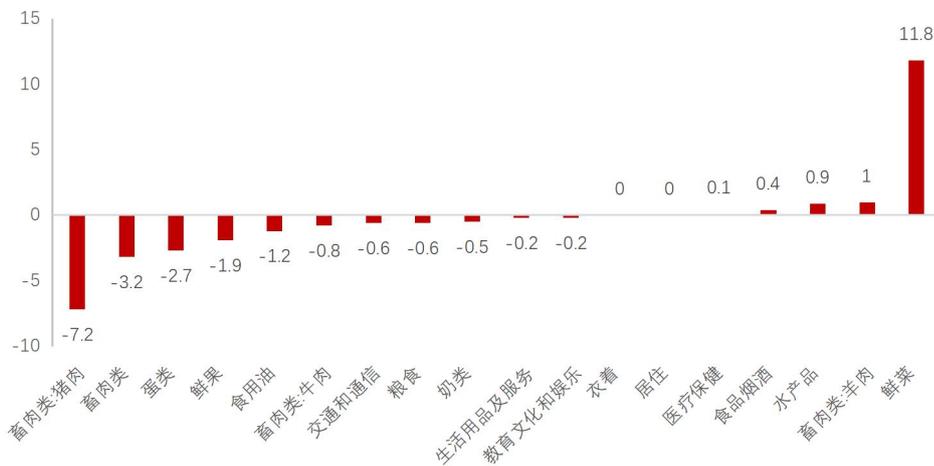
资料来源: wind, 东海证券研究所

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：5月失业率环比持平

(1) 整体情况：2023年5月城镇失业率和2023年4月城镇失业率持平，处于同期偏低位置。①失业率环比持平。2023年5月全国城镇调查失业率5.2%，环比持平。②处于同期偏低位置。与去年同期失业率5.9%相比，回落0.7pct，排除新冠疫情的影响，与2019年同期相比，失业率仍然高0.2pct。

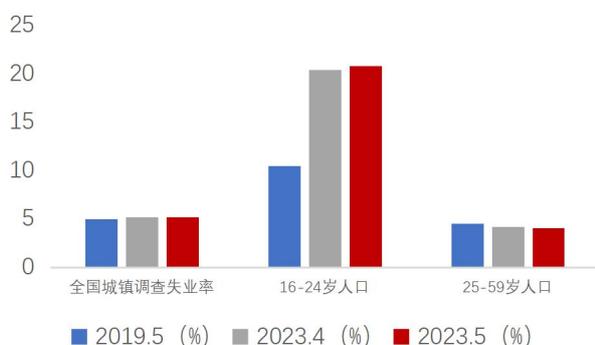
图 34 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

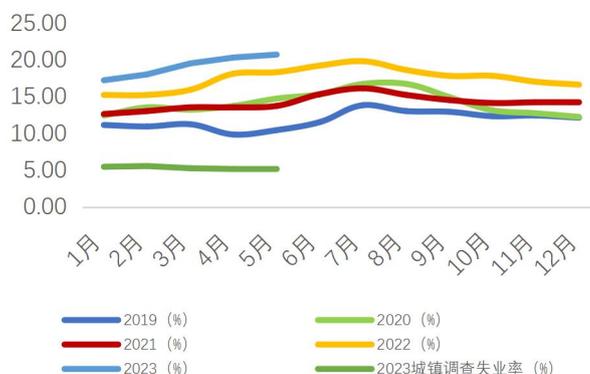
(2) 按年龄结构：16-24岁失业率仍处高位。①16-24岁年龄段失业率环比上升，仍处高位。2023年5月16-24岁人口城镇调查失业率达20.8%，环比上升0.4pct。剔除疫情影响，与2019年同期相比高10.3pct，同时明显高于2020、2021。应届毕业生规模和增量连年创下历史新高，就业压力还将持续，高校就业率持续承压。随着国家“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置”等指导方针实施预计后续失业率将有所缓和。②25-59岁人群失业率环比下降：2023年5月25-59岁人口城镇调查失业率4.1%，环比下降0.1pct，低于新冠疫情前2019年同期0.4pct。

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

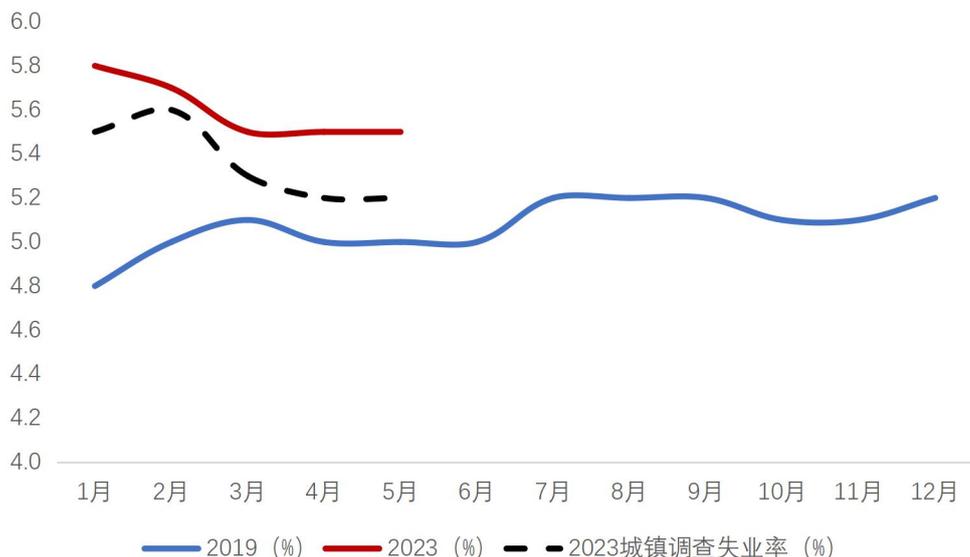
图 36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率



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失业率环比持平。2023年5月，全国31个大城市城镇调查失业率5.5%，较上月环比持平，较城镇调查失业率高出0.3pct。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。

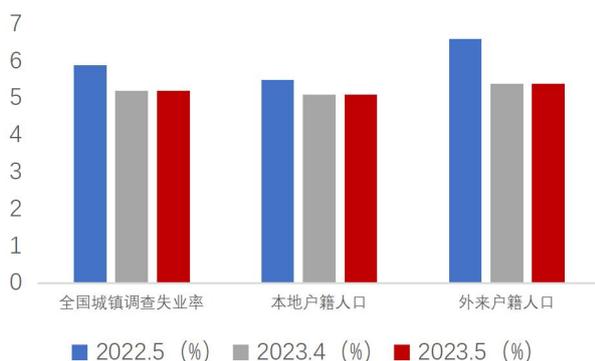
图 37 31 个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

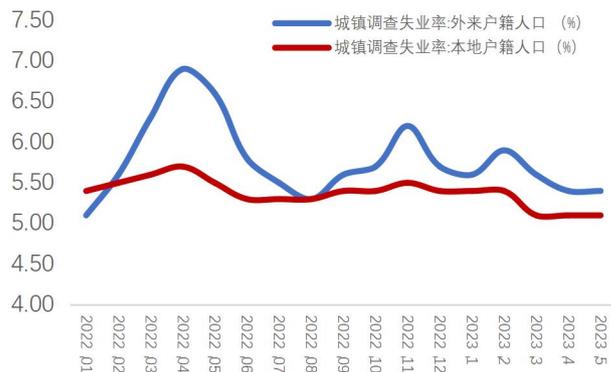
(4) 按户籍结构：外来人口失业率5月环比持平。①外来户籍人口失业率较去年11月高点明显好转，5月环比持平。2023年5月外来户籍人口失业率为5.4%，较上月持平，低于去年同期1.2pct。本地户籍失业率为5.1%，环比持平，低于去年同期0.4pct。②农民工失业率回落。2023年5月外来农业户籍人口失业率4.9%，环比下滑0.2pct。好于同期全国城镇调查失业率和同期外来大城市失业率。

图 38 不同户籍城镇调查失业率



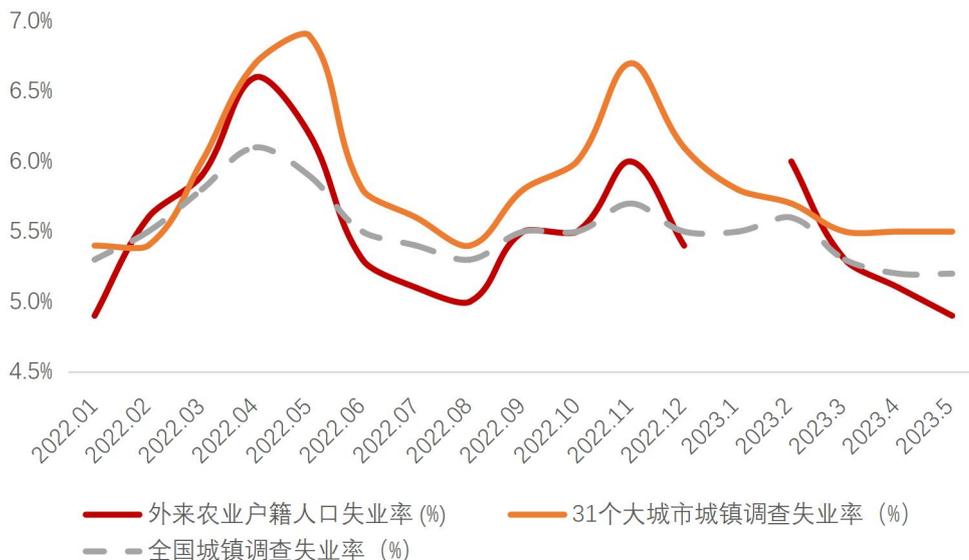
资料来源：wind，东海证券研究所

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

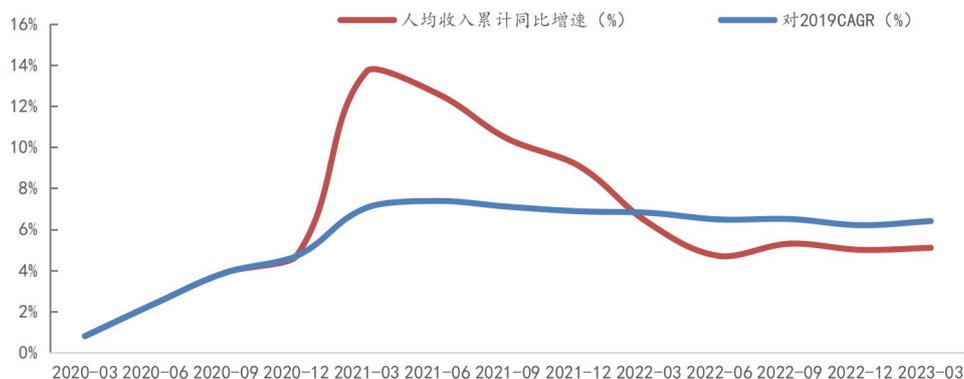
5.居民收入和居民支出：2023 年第一季度居民人均收入同比增长 5.1%，居民消费意愿回升

(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。收入增速-支出增速为+1.1%，表明消费意愿不强。

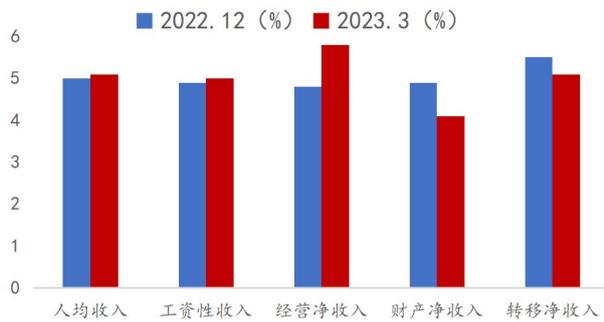
②**经营净收入影响较大，剔除疫情影响经营净收入环比下降，其他类环比提升**。具体来看，截至 3 月居民收入经营净收入影响较大，累计同比增长达 5.8%，环比提升 1.0pct，影响最为显著，其他三类收入影响有限。截至 3 月居民收入工资性收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 5.0% (+0.1pct)、4.1%(-0.8pct)、5.1%(-0.4pct)。去除掉疫情影响因素，2023 年截至 3 月居民工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.2% (0pct)、5.4% (-0.2pct)、7.3% (+0.1pct)、7.2% (+0.5pct)，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



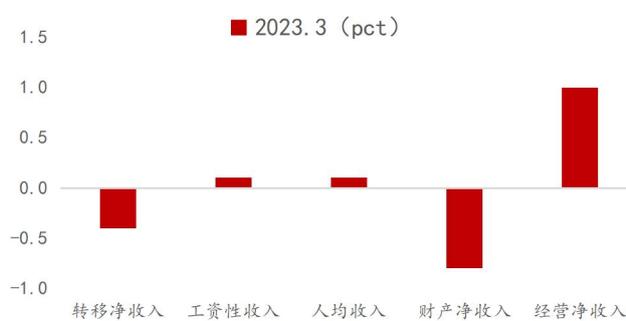
资料来源：wind，东海证券研究所

图 43 人均收入及分项对比 2019CAGR



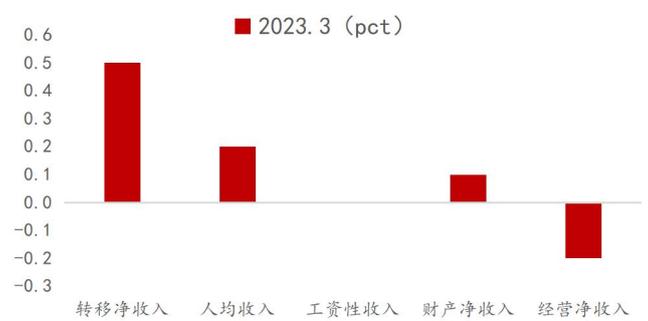
资料来源：wind，东海证券研究所

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)。去除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



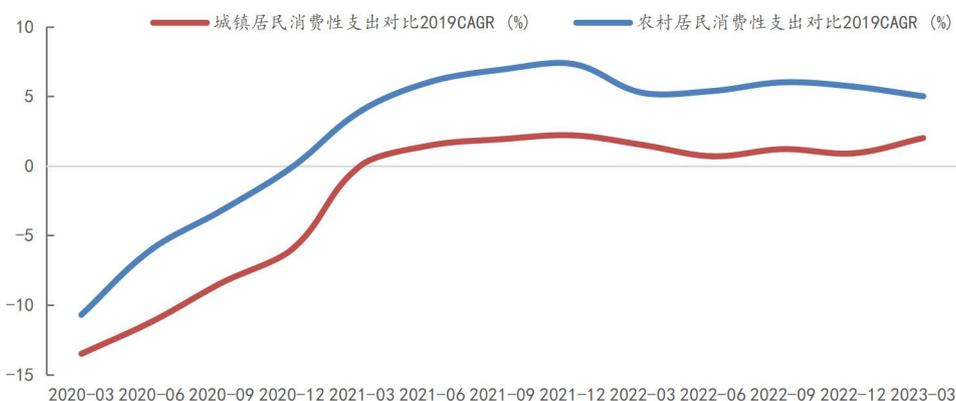
资料来源：wind，东海证券研究所

图 47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速



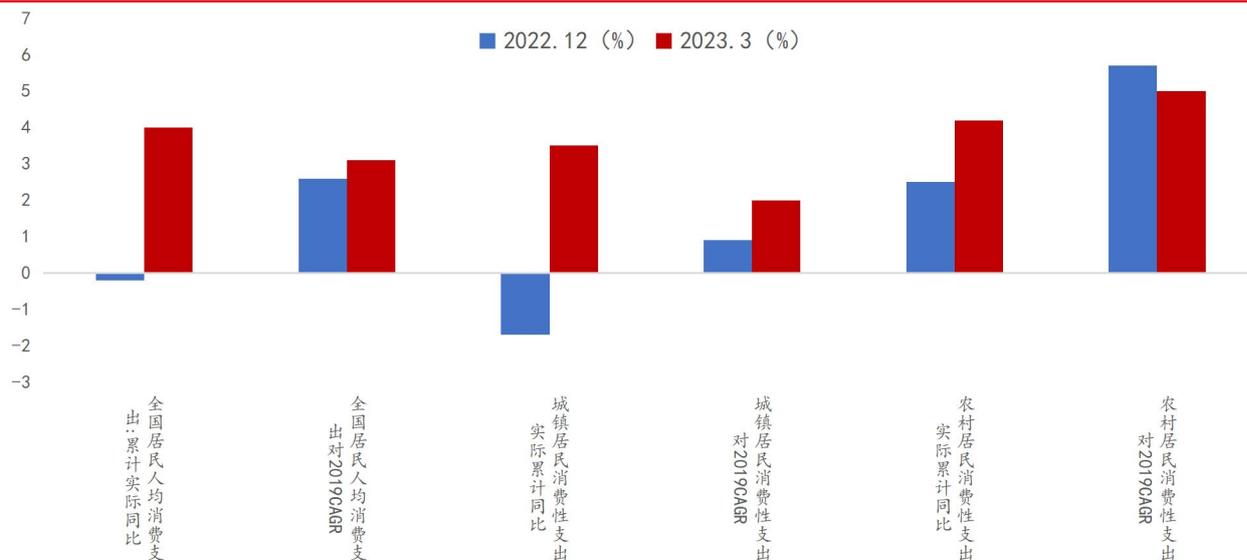
资料来源：wind，东海证券研究所

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



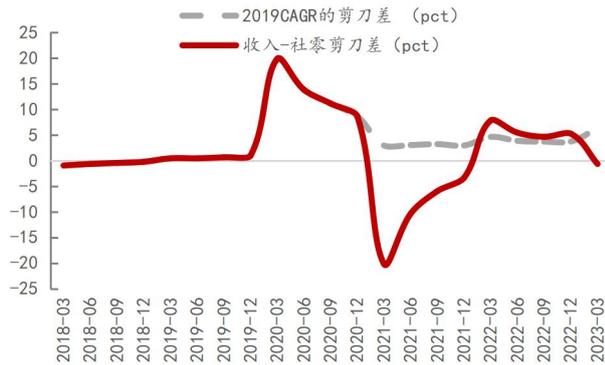
资料来源：wind，东海证券研究所

图 49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比



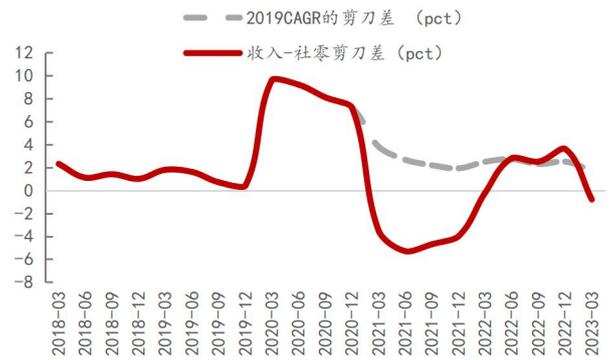
资料来源：wind，东海证券研究所

图 50 整体收入-社零剪刀差



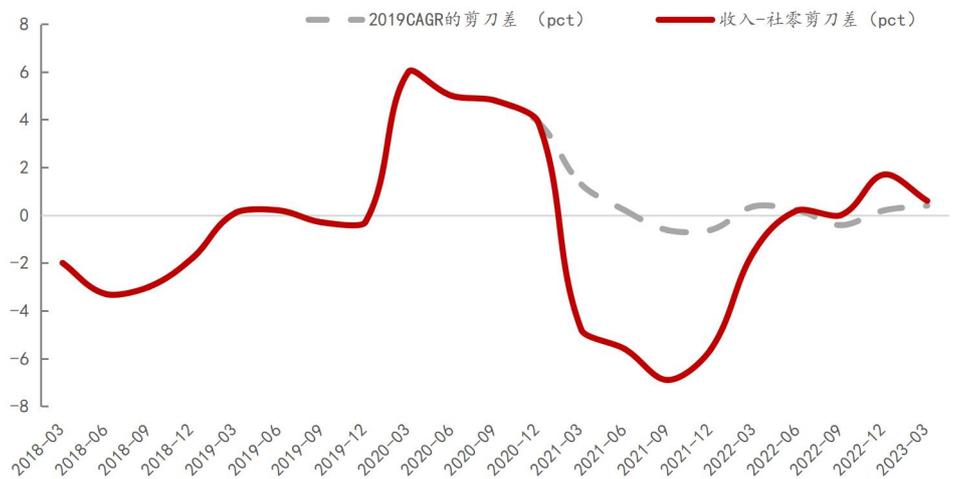
资料来源：wind，东海证券研究所

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

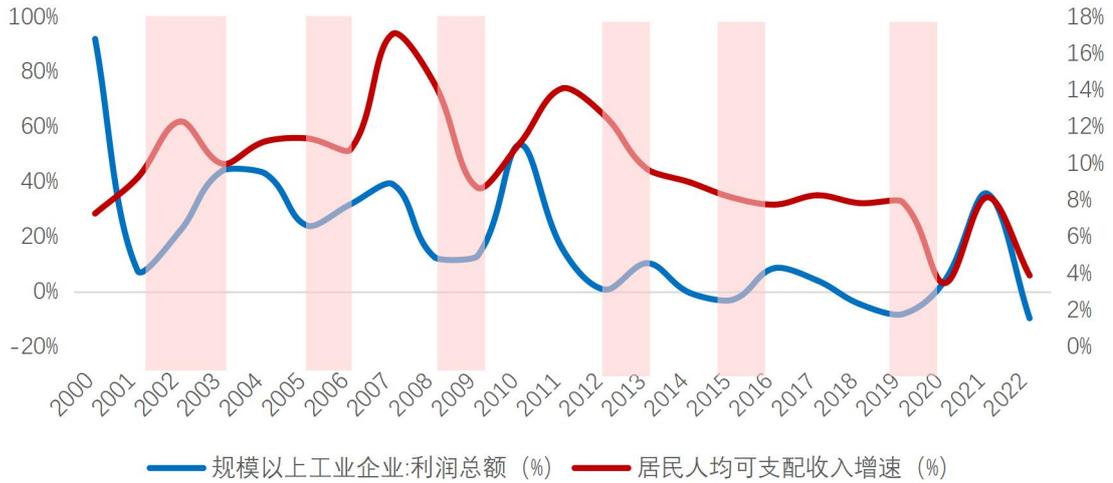
图 52 乡村居民收入-支出剪刀差



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 1-3 月累计工业企业利润同比下跌 22.44%。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：**2022 年农民工达 2.96 亿人。2021 年农民工人口占比、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 2022 年农民工工资收入同比增长 4.13%，增速较上年下降 4.71pct，服务业、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。

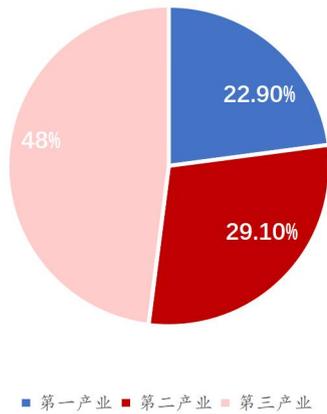
图 53 人均收入及工企利润对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

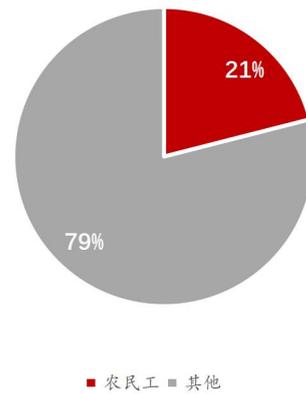
*2013 年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

图 54 2021 年第一、第二、第三产业人数占比



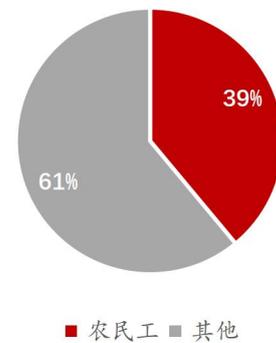
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 55 2021 年农民工在总人口中占比



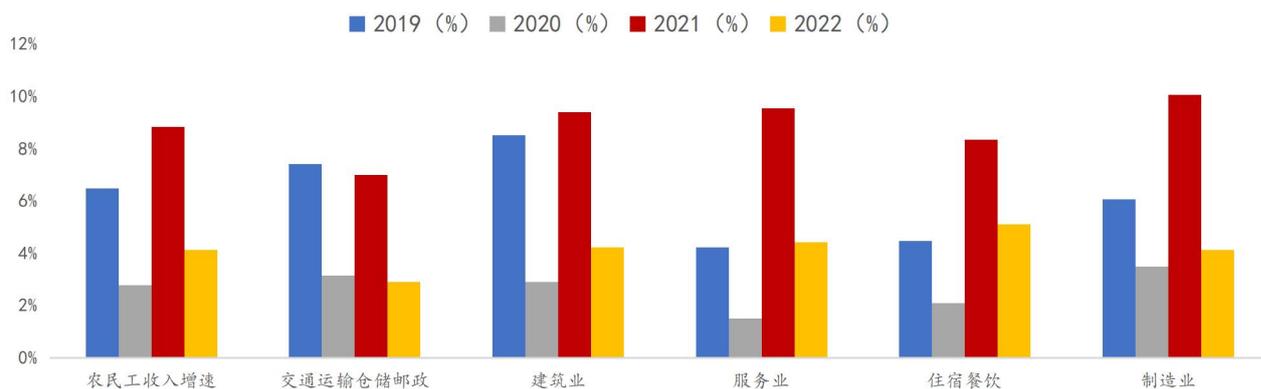
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 56 2021 年农民工在劳动人口中占比



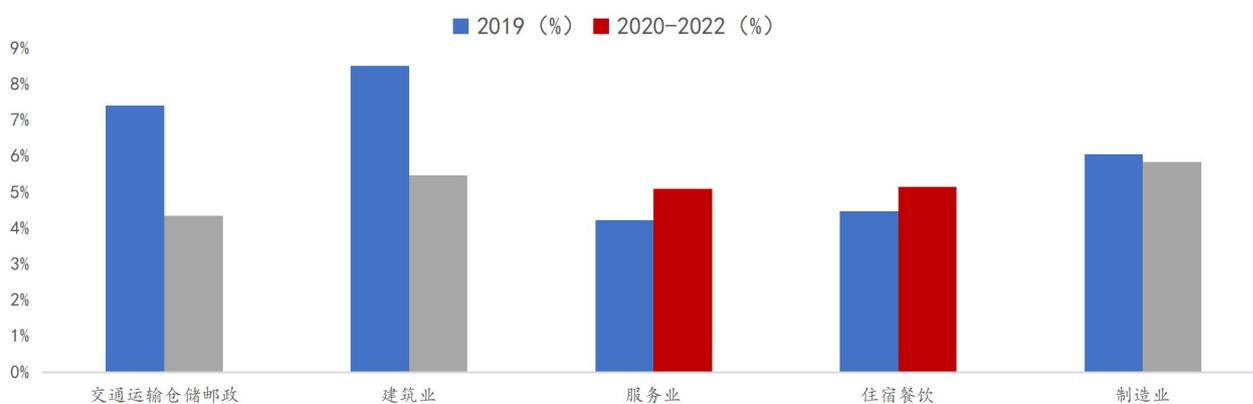
资料来源: wind, 东海证券研究所

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 农民工收入近三年复合增速



资料来源：wind，东海证券研究所

6. 投资建议

白酒为消费股价核心驱动力，我们预计今年次高端、白牌、酱酒板块主题均为去库存和稳价，招商、回款、发货，龙头均较铺货期的白酒呈现明显的马太效应，结合弱势板块边际改善，低估值迎布局期，首推高端中的贵州茅台及地产名酒。其次，实际上细分板块差异性显著，制造型零食龙头表现持续优秀；速冻预制菜板块，数据亮眼；乳制品已出现回暖态势，以低温布局的部分龙头不仅迎来动销改善，外加改革预期及持续落地，值得关注。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、金徽酒、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、新乳业、一鸣食品等。

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