



# 主要消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业月报  
证券研究报告

国金证券研究所  
分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）  
gongyizhi@gjzq.com.cn

## 消费景气跟踪 23M6：居民谨慎支出，风格继续切换

### 核心观点

- **复苏继续放缓，居民谨慎支出。**消费需求复苏继续放缓：1) 23Q2 社零两年复合增速 2.8%，环比下滑 1.7pct；2) 23Q2 居民储蓄率 35.2%，高于疫情前水平，上半年超额储蓄累计达 1.5 万亿元；3) 23Q2 新增信贷仅 5158 亿元，低于过去三年平均 1.21 万亿元的水平；4) 就业、收入预期指数边际回落。行业微观层面，消费品行业动销放缓库存增加、服务业客流量恢复但客单价尚不及 2019 年水平。信心不足掣肘消费复苏，期待政策发力。
- **地产周期拐点，未来预期走弱。**6 月房地产销售数据出现较明显回落，在年初楼市回暖后再次下滑。地产周期切换，旧经济动能拉动作用减小影响收入水平，另一方面地产价格承压产生负财富效应，对消费扩张构成阻力。
- **消费偏好改变，短期供需双降。**经济动能切换，居民消费偏好改变，必选明显强于可选耐用品。居民整体消费支出已追平 2019 年水平，结构上食品烟酒/居住/医疗保健品保持增长韧性，衣着/生活用品开支则基本持平，文娱消费在防控放开后明显反弹。供给端增速亦放缓，主要消费行业固定资产投资增速接近 0%，步入存量时代。
- **板块风格切换，需求增长降速。**近期中日对比盛行，二者相似处在于都经历了以房地产为载体加杠杆的阶段，但差别在于发展潜力，2022 年中国人均 GDP 约 1.2 万美元仍有提升空间。当下房地产行业调整叠加中外周期错位导致短期宏观环境变化，变化最剧烈阶段过去后或将进入走平震荡阶段。参考海外经验，人均 GDP 超过 1 万美元后收入增速中枢理应下降，预计消费板块风格将由“进攻”转为“防御”。

### 景气跟踪

- **白酒：**端午动销平淡，酒企强调回款，渠道以价换量，行业库存水平上升出现价格倒挂。价格带分化加大，高端白酒韧性较强；宴席场景较优，商务需求恢复滞后。下半年重点关注中秋国庆，宴席、礼赠等需求或有回补。
- **啤酒：**销量基本持平，关注产品升级。夏季高温旺季到来，6 月华润销量-1.0%，青啤低个位数增长，重啤微增。
- **乳制品：**乳制品销售逐季回暖，利润率回升。1) 伊利：23Q2 预计收入中个位数增长，利润率增长目标 30BP；2) 蒙牛：1H23 收入低个位数增长，利润率提升 30-50BP。
- **调味品：**6 月餐饮增速收窄，行业库存上升。6 月线上 GMV，千禾味业/中炬高新/海天味业分别为 -23.5%/-31.5%/-59.1%。
- **家电：**618 提振有限，销量大多承压拖累销售额增长，空调 6 月销售额同增 27.4%继续领跑。渗透率较低的洗地机/洗干套装/智能马桶一体机销量增长明显，分别同增 28.4%/134.4%/8.5%，延续普及趋势。
- **家居：**6 月房屋竣工同增 15.8%而销售数据下滑明显，影响预期。政策环境向好，《关于促进家居消费的若干措施》出台。6 月头部品牌接单：欧派家居个位数增长/尚品宅配+10%/喜临门持平/志邦家居工厂端双位数增长。
- **纺织服装：**低基数期结束，6 月限上鞋服社零同增 6.9%，增速环比下滑 10.7pct。线上 GMV 分化，仅运动鞋 (+10.0%) /箱包 (+6.0%) 实现正增长，运动品牌 23Q2 流水增长提速。
- **餐饮&旅游：**6 月餐饮收入增速下滑，或来自消费力而非客流量下滑。端午出行人次达 2019 年同期 112.8%，旅游收入达 94.9%，但人均消费金额约 91.6%还有恢复空间。年初至今全国交通客运量累计+57%，出行持续改善。

### 投资建议

- 预计下半年消费板块向下动能趋缓，向上可能受政策刺激预期/业绩基数扰动/资金流动而波动，但系统性机会还尚待酝酿。行业配置上，业绩确定性仍是关键。关注结构机会，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：居民谨慎支出，风格继续切换.....	6
2、消费宏观：居民预期走弱，需求增速放缓.....	8
2.1、消费周期：扩表意愿偏低，杠杆维持高位.....	8
2.2、消费能力：收入温和增长，预期仍待改善.....	8
2.3、消费需求：需求增速下滑，基数效应减弱.....	10
3、食品饮料：动销增速放缓，库存压力上升.....	11
3.1、白酒：端午表现平淡，渠道以价换量.....	11
3.2、啤酒：高温旺季来临，关注结构升级.....	12
3.3、乳制品：动销逐季回暖，利润水平提升.....	14
3.4、调味品：餐饮修复趋弱，库存略有上升.....	16
3.5、行业动态：咖啡竞争加剧，瑞幸开放加盟.....	17
4、家用电器：空调继续领跑，行业销量承压.....	17
4.1、国内市场：空调同比高增，新兴品类渗透.....	17
4.2、海外市场：出口增速持平，海外需求平淡.....	18
4.3、空间测算：新品渗透缓慢，维持上期预期.....	18
4.4、行业动态：高温天气加持，空调排产高增.....	19
5、轻工制造：618表现较优，政策环境向好.....	19
5.1、国内市场：地产数据走弱，竣工优于销售.....	19
5.2、海外市场：出口降幅扩大，海外需求不足.....	20
5.3、行业动态：促进家居消费，全球纸浆减产.....	21
6、纺织服饰：销量增速回落，库存逐步消化.....	21
6.1、内销：增速读数回落，品类分化加大.....	21
6.2、库存：库存继续去化，折扣压力减小.....	22
6.3、出口：外需降幅扩大，箱包维持高位.....	22
6.4、行业动态：李宁股东上市，Nike 销售复苏.....	23
7、社会服务：端午复苏良好，出行持续改善.....	23
7.1、餐饮旅游：餐饮恢复放缓，暑期出行旺季.....	23
7.2、行业动态：酒店品质升级，端午出行火热.....	24
8、投资建议：市场调整趋缓，估值更为重要.....	24
9、风险提示.....	25

## 图表目录



图表 1: 2023 年 6 月大消费主要行业景气跟踪	6
图表 2: 地产周期拐点已过	6
图表 3: 城镇储户房价走势预期调查: 态度占比 (%)	6
图表 4: 居民消费支出相较 2019 年恢复情况 (%)	7
图表 5: 消费行业固定资产投资完成额累计同比 (%)	7
图表 6: 全球年人均 GDP 水平 (美元)	7
图表 7: 中日人均 GDP 破 1 万美元后增速对比 (%)	7
图表 8: 居民部门杠杆率	8
图表 9: 居民扩表意愿	8
图表 10: 调查失业率 (%)	8
图表 11: 分年龄段调查失业率 (%)	8
图表 12: 居民名义收入累计增速 (%)	9
图表 13: 居民名义收入单季同比增速 (%)	9
图表 14: 居民储蓄率 (%)	9
图表 15: 居民超额储蓄测算	9
图表 16: 居民就业预期	10
图表 17: 居民收入预期	10
图表 18: 社零总额月度同比	10
图表 19: 除汽车外社零月度同比	10
图表 20: 社零结构区分	10
图表 21: 限额以上社零分品类月度增速 (%)	11
图表 22: 核心 CPI (%)	11
图表 23: 服务业 PMI (%)	11
图表 24: 全国白酒月度产量同比 (%)	12
图表 25: 全国白酒年度产量及增速 (%)	12
图表 26: 高端白酒批价	12
图表 27: 次高端白酒批价	12
图表 28: 全国啤酒月度产量同比 (%)	13
图表 29: 全国啤酒年度产量及增速 (%)	13
图表 30: 社零餐饮收入月度同比	13
图表 31: 中国啤酒渠道结构 (%)	13
图表 32: 进口啤酒累计均价及变动	13
图表 33: 各价位啤酒市场渗透率 (%)	13
图表 34: 大麦月度均价及变动	14
图表 35: 瓦楞纸月度均价及变动	14



图表 36:	浮法玻璃月度均价及变动 .....	14
图表 37:	铝锭月度均价及变动 .....	14
图表 38:	全国乳制品月度产量同比 (%) .....	14
图表 39:	全国乳制品年度产量及增速 (%) .....	14
图表 40:	乳制品零售价格 (元/升) .....	15
图表 41:	婴幼儿奶粉零售价格 (元/公斤) .....	15
图表 42:	国内原奶价格 (元/公斤) .....	15
图表 43:	进口奶粉价格 (美元/吨) .....	15
图表 44:	玉米现货结算价 (元/吨) .....	16
图表 45:	豆粕现货结算价 (元/吨) .....	16
图表 46:	酱油渠道结构 (%) .....	16
图表 47:	调味品企业线上 GMV 月度增速 (%) .....	16
图表 48:	大豆现货结算价 (元/吨) .....	16
图表 49:	白砂糖现货结算价 (元/吨) .....	16
图表 50:	2023 年 6 月食品饮料行业动态 .....	17
图表 51:	家电主要品类月度销售情况 .....	17
图表 52:	家用电器单月出口金额 .....	18
图表 53:	家用电器出口金额累计同比 (%) .....	18
图表 54:	重点品类市场空间测算 .....	18
图表 55:	2023 年 6 月家用电器行业动态 .....	19
图表 56:	房屋竣工面积累计同比 (%) .....	19
图表 57:	房屋竣工面积年度同比 (%) .....	19
图表 58:	房屋销售面积累计同比 (%) .....	19
图表 59:	房屋销售面积年度同比 (%) .....	19
图表 60:	中国家具出口月度变动 .....	20
图表 61:	中国家具出口金额累计同比 (%) .....	20
图表 62:	美国家具市场月度销售同比 (%) .....	20
图表 63:	美国家具市场月度库销比 .....	20
图表 64:	2023 年 6 月轻工制造行业动态 .....	21
图表 65:	纺服线上 GMV 月度跟踪 .....	21
图表 66:	主要运动品牌季度流水跟踪 .....	21
图表 67:	纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%) .....	22
图表 68:	纺织业产成品存货同比 (%) .....	22
图表 69:	服装及衣着附件出口金额累计同比 (%) .....	22
图表 70:	鞋靴出口金额累计同比 (%) .....	22



图表 71: 纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比 (%)	22
图表 72: 箱包及类似容器出口金额累计同比 (%)	22
图表 73: 2023 年 6 月纺织服装行业动态	23
图表 74: 社零餐饮收入月度同比 (%)	23
图表 75: CPI 月度分项变动: 旅游 (%)	23
图表 76: 全国交通客运量月度变动	23
图表 77: 全国交通客运量累计变动	23
图表 78: 主要节假日旅游数据恢复程度	24
图表 79: 2023 年 6 月社会服务行业动态	24
图表 80: 中证消费指数 PE TTM	25
图表 81: 中证可选指数 PE TTM	25



## 1、核心观点：居民谨慎支出，风格继续切换

复苏继续放缓，居民谨慎支出。6月尽管有电商618和端午假期催化，但种种迹象表明居民消费需求复苏斜率继续放缓：1) 23Q2社零两年复合增速2.8%，环比下滑1.7pct；2) 23Q2居民储蓄率35.2%，高于疫情前平均水平，上半年超额储蓄累计达1.5万亿元；3) 23Q2新增信贷仅5158亿元，低于过去三年平均1.21万亿元的水平；4) 居民就业、收入预期指数边际回落。从行业微观层面也可以看到，消费品行业动销放缓库存增加、服务业客流量继续恢复但客单价尚不及2019年水平。由此可见，消费信心不足是掣肘消费复苏的核心，期待更多政策发力。

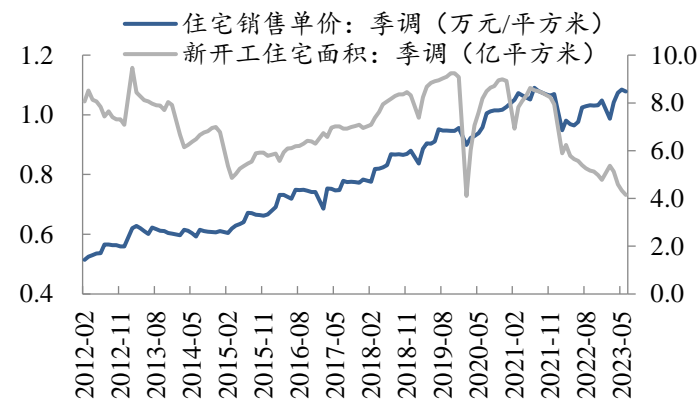
图表1：2023年6月大消费主要行业景气跟踪

大类	行业	赛道	景气趋势	行业动态
基础消费	食品饮料	白酒	↓	终端动销趋缓，渠道以价换量
		啤酒	-	高温旺季来临，关注结构升级
		乳制品	-	原奶价格下行，利润水平提升
		调味品	↓	库存水平上升，餐饮修复放缓
可选消费	家用电器	空调	↑	6月销额同增27.4%，排产持续增长
		冰箱	-	6月销额同增2.3%，产品提价继续
		洗衣机	↓	6月销额同降11.0%，洗干套装高增
	轻工制造	清洁电器	-	洗地机销量大增，均价继续下滑
		厨房电器	-	洗碗机销额回升，集成灶继续下滑
		家居	↑	618接单表现良好，政策环境向好
纺织服饰	运动服饰	↑	Q2流水双位数增长，折扣水平提升	
	品牌服饰	↓	基数效应减弱，品类分化加大	
休闲消费	社会服务	酒店餐饮	-	餐饮继续修复，增速边际放缓
		旅游	-	旅游旺季来临，客流持续恢复

来源：国金证券研究所整理（注：景气趋势描述环比上月变化）

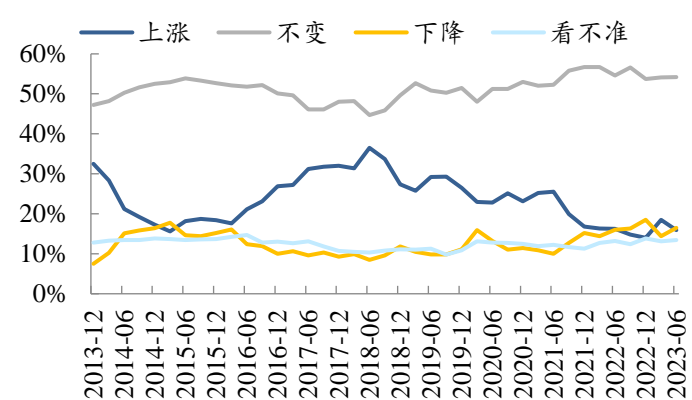
地产周期拐点，未来预期走弱。6月房地产销售数据出现较明显回落，销售面积、销售额同比读数在年初楼市回暖后再次出现下滑，刺激政策效果趋弱。拉长来看地产周期拐点已过，2021年初统计局口径新房销售价格到达阶段高点，在疫情期间波动后逐步进入横盘阶段，随之而来的是新开工面积逐步开始下滑。从居民预期来看，预期房价上涨的比例在2021年二季度开始同样明显下滑，从接近25%下滑至15%，需要警惕房价下跌引发预期下滑继而进一步下跌的正反馈机制形成。地产周期切换，一方面意味着旧经济动能拉动作用减小影响当期收入水平，另一方面房地产价格横盘略有下跌也会产生负向财富效应，二者都对消费扩张构成阻力。

图表2：地产周期拐点已过



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据经季节性调整）

图表3：城镇储户房价走势预期调查：态度占比（%）

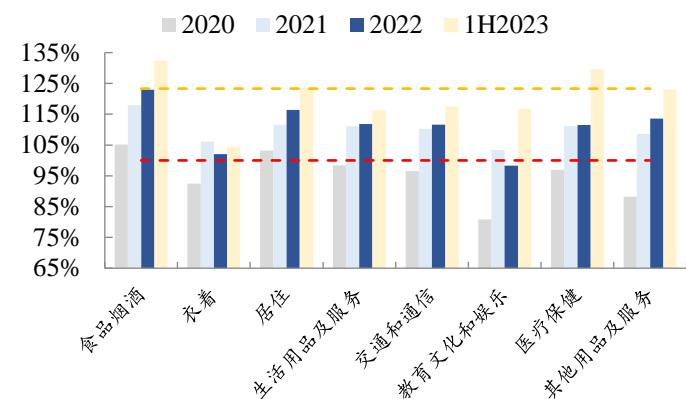


来源：Wind，国金证券研究所

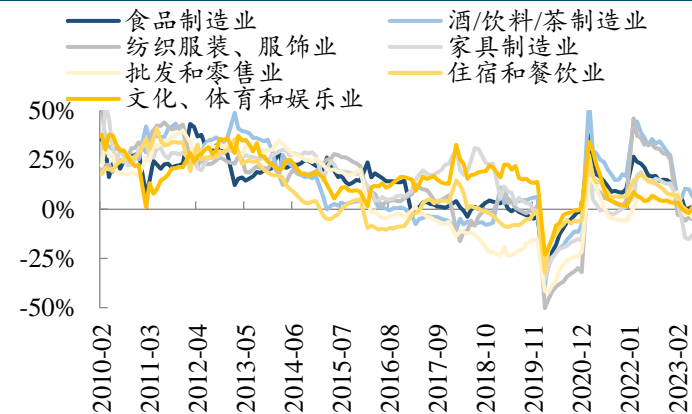


消费偏好改变，短期供需双降。在经济动能切换背景下，居民消费偏好改变，必选明显强于可选耐用品。整体上居民各项消费支出均已追平 2019 年水平，其中食品烟酒、居住、医疗保健品持续增长保持韧性，衣着、生活用品开支过去几年则基本持平，文娱消费随着防控放开出现了较为明显的反弹。需求的走弱不仅导致结构分化，也使得供给端增速放缓，主要消费品行业固定资产投资累计同比增速大多接近 0%。短期来看，供需两端都在下降，大消费逐渐步入“存量时代”。

图表4：居民消费支出相较 2019 年恢复情况 (%)



图表5：消费行业固定资产投资完成额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注 1：红线代表 2019 年=100%；注 2：黄线代表

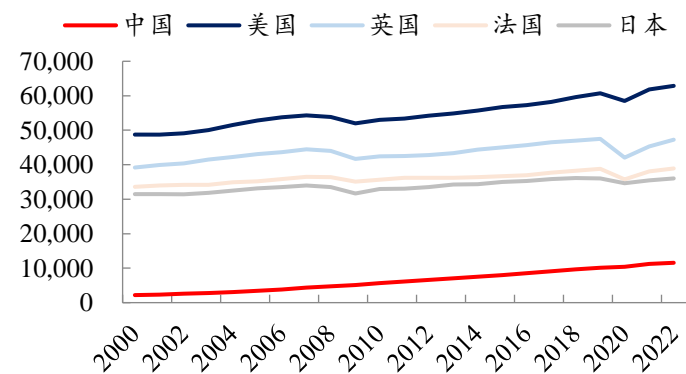
来源：Wind，国金证券研究所

1H2023 居民消费整体较 2019 年同期恢复水平)

板块风格切换，需求增长降速。近期市场多以中日作对比解释行情，我们认为二者相似之处在于都经历了以房地产为载体加杠杆支撑经济的阶段（详见我们的《消费前瞻专题》系列报告），日本在信用扩张期间消费行业蓬勃发展，而在杠杆率到高位后则陷入紧缩，引发对中国未来发展的担忧。但两国也有明显不同，最大的差别在于发展潜力，1992 年日本泡沫破灭时人均 GDP 已达 2.9 万美元，而中国 2022 年人均 GDP 约 1.2 万美元，存在一倍以上差异。当下房地产行业调整叠加中外周期错位导致短期宏观环境变化，变化最剧烈的阶段逐渐过去后或将进入走平震荡阶段。

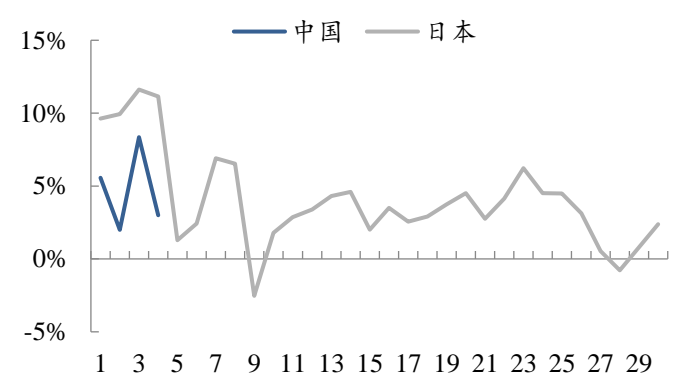
参考海外经验，日本在 1966 年人均 GDP 超过 1 万美元后增速中枢出现均值回归，中国人均 GDP 和收入水平未来大概率也会降速，方向上保持增长而非持续下降，不必过度悲观。但居民收入增速中枢的降低直接影响消费需求，消费板块风格将由“进攻”转为“防御”，这种切换在基本面和企业盈利端已有体现，年初以来估值水平也有明显消化，市场对需求降速的预期也已较大程度 price-in。预计下半年消费板块，向下动能逐步趋缓，向上可能受政策刺激预期、业绩基数扰动、资金流动而波动但系统性机会还待酝酿。

图表6：全球年人均 GDP 水平 (美元)



来源：世界银行，国金证券研究所

图表7：中日人均 GDP 破 1 万美元后增速对比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：中日分别以 2019 年、1966 年为起点，两国起始人均 GDP 水平接近）



## 2、消费宏观：居民预期走弱，需求增速放缓

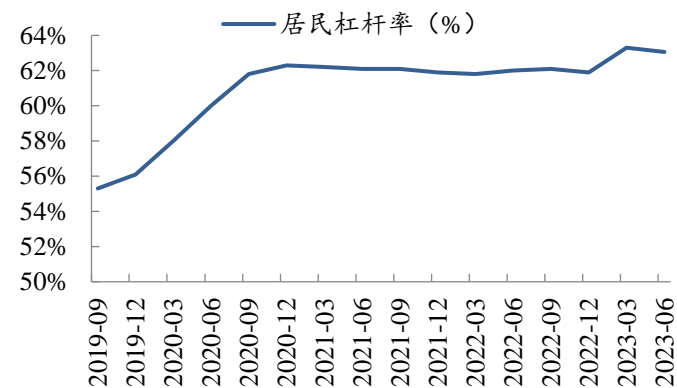
### 2.1、消费周期：扩表意愿偏低，杠杆维持高位

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6月楼市继续承压，新增居民中长期贷款4630亿元，同比多增463亿元，在低基数上维持小幅增长。2023年二季度居民新增中长期贷款5158亿元，低于过去三年平均1.21万亿元的历史水平，扩表意愿偏低。

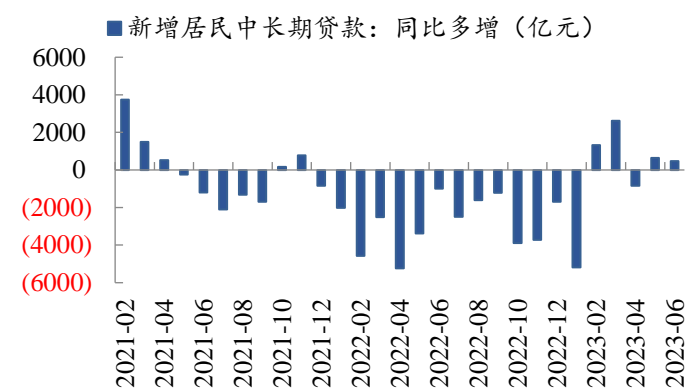
结合最新数据，23Q2居民杠杆率录得63.1%，维持高位运行，主要在于居民信贷增速放缓但依然高于GDP增速。去杠杆的压力依然存在，紧缩预期对消费构成制约。

图表8：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9：居民扩表意愿



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

### 2.2、消费能力：收入温和增长，预期仍待改善

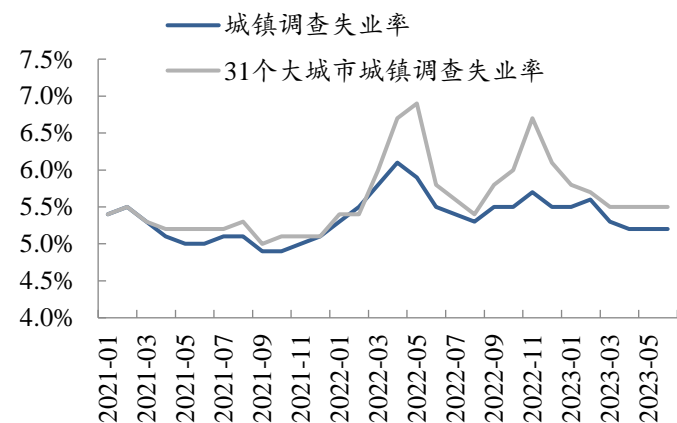
#### ■ 就业端：就业边际持平，结构压力加大

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6月，城镇调查失业率5.2%，环比继续持平；31个大城市调查失业率5.5%，环比也继续持平，边际来看就业情况保持稳定。

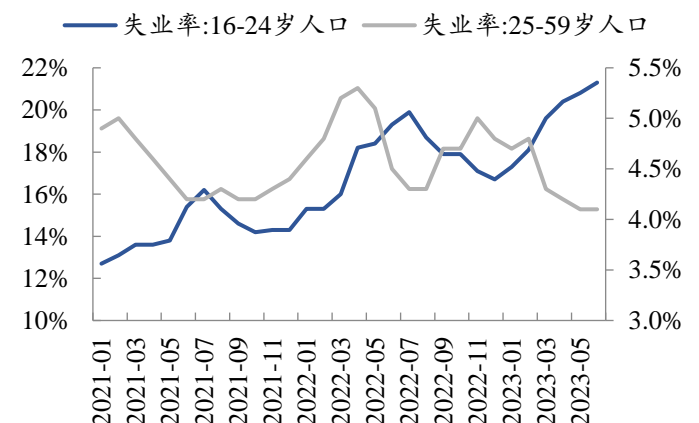
分年龄段看，结业分化明显，结构性压力仍存。16-24岁年轻群体失业率继续上行，2023年6月上升至21.3%，环比上行0.5pct，刷新历史最高水平；25-59岁人口失业率持平，维持在4.1%。

图表10：调查失业率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

图表11：分年龄段调查失业率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）





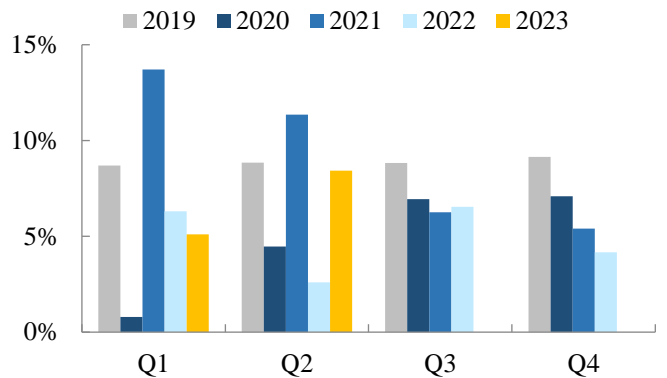
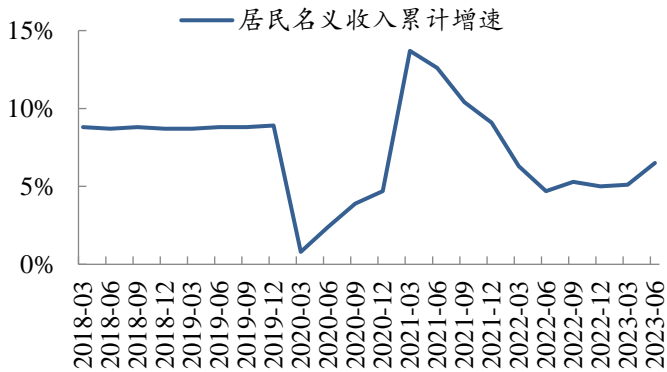
■ 收入端：收入温和增长，储蓄率仍较高

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年二季度，中国居民人均名义可支配收入同比增长8.5%，主要受到去年同期低基数影响，2021-2023两年单季复合增速5.5%，较一季度的6.2%出现环比下滑。23年上半年居民累计同比增长6.5%，延续温和增长的态势，但2021-2023年复合增速为5.4%，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。

图表12：居民名义收入累计增速 (%)

图表13：居民名义收入单季同比增速 (%)



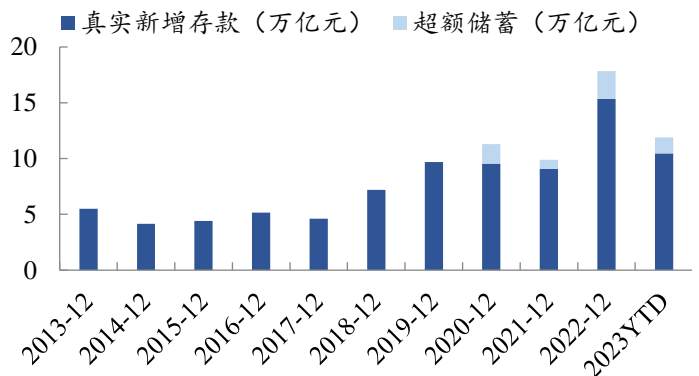
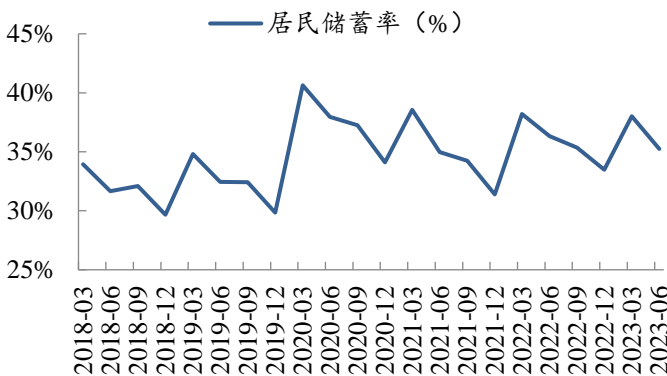
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年二季度）

来源：Wind，国金证券研究所

另一方面，2023年二季度居民储蓄率约为35.2%，低于疫情期间水平但依然显著高于疫情前水平，居民消费意愿依然不足。此外居民存款继续新增2.0万亿元，预计超额储蓄来到0.2万亿元，23年上半年累计超额储蓄约1.4万亿元，接近2020年全年1.8万亿元水平。

图表14：居民储蓄率 (%)

图表15：居民超额储蓄测算



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年二季度）

来源：Wind，国金证券研究所（注：2023年数据为年初至今水平）

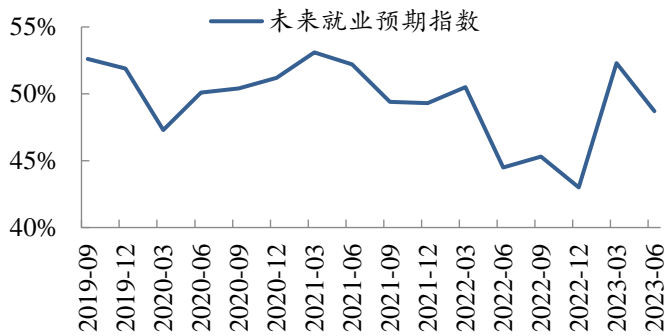
■ 居民预期：预期边际回落，信心有待呵护

从居民部分对未来就业、收入的预期指数看，截至2023年二季度分别为48.7%、48.5%，相较一季度分别环比回落3.6、1.4，但仍明显好于疫情期间水平。

当前就业、收入数据还在稳步修复，经济复苏面临波折，居民部门信心可能需要更多政策呵护。

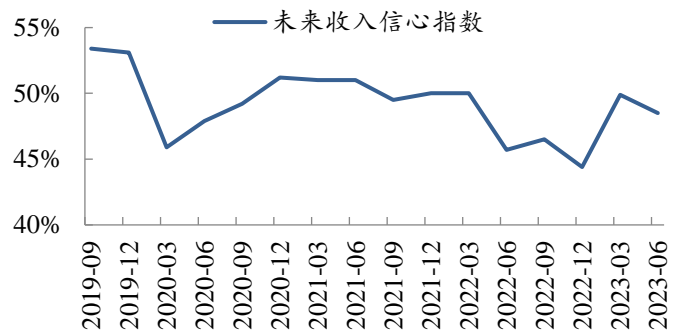


图表16: 居民就业预期



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年二季度)

图表17: 居民收入预期



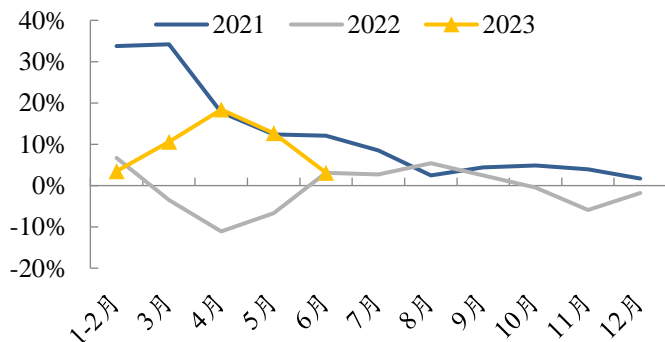
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年二季度)

### 2.3、消费需求: 需求增速下滑, 基数效应减弱

从终端需求上看, 2023 年 6 月社零总额月度同比增长 3.1%, 涨幅环比下降 9.6pct; 除汽车以外同比上升 3.7%, 涨幅环比下降 7.8pct。低基数期结束, 月度增速读数回归常态。

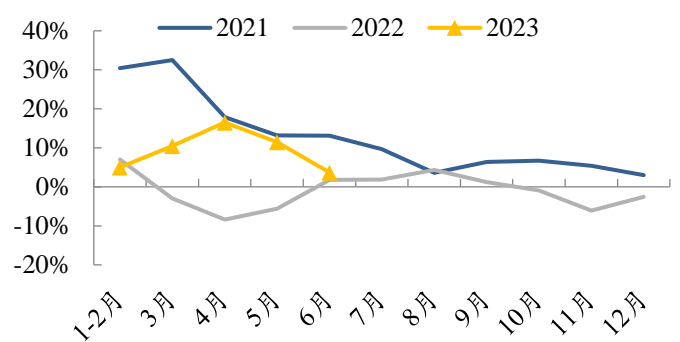
方向上看, 消费复苏幅度回落, 有待政策刺激提速。

图表18: 社零总额月度同比



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)

图表19: 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 2023/6/30)

从结构上看, 可以看到以下特征:

- 线下强于线上: 线上消费继续维持较高增速, 2023 年 6 月实物商品网上零售额同比增长 6.7%, 同时受到 618 电商大促提振, 单月占社零总额比例为 31.5%。
- 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, 但随着基数逐步恢复正常, 增速也有明显回落。2023 年 6 月餐饮收入同比增长 16.1%, 年初至今累计同增 21.4%, 端午和暑期假期的催化作用明显。

图表20: 社零结构区分

类型区分	指标	年初至今累计	2023.6	2023.5	2023.4	2023.3	2023.1-2	2022.12
分规模	社会消费品零售总额	8.2%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%
	限额以上社零总额	7.4%	2.3%	12.5%	19.0%	10.1%	2.1%	-1.3%
分渠道	实物商品网上零售额	10.8%	6.7%	10.8%	22.3%	16.6%	6.7%	15.6%
	推算线下社零总额	7.1%	1.5%	13.5%	17.1%	8.5%	2.6%	-7.3%
分类型	商品零售	6.8%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%
	餐饮收入	21.4%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%
分地区	城市	8.1%	3.0%	12.7%	18.6%	10.7%	3.4%	-1.8%
	乡村	8.4%	4.2%	12.8%	17.3%	10.0%	4.5%	-1.3%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)



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，低基数临近结束。必选消费品依旧有韧性，粮油食品、饮料、烟酒 2023 年 6 月同比增速分别为 5.4%、3.6%、9.6%。

可选消费品低基数期接近尾声，单月同比增速明显下滑或转负。地产链家电、家居录得 4.5%、1.2%的低个位数增长；服装鞋帽增速大幅回落 10.7pct 至 6.9%，日用品、文化办公用品则出现-2.2%、-9.9%的同比下滑。

休闲消费表现持续亮眼，继续由低基数推动，增速领衔各类消费品，但增速也有明显下滑。

图表21：限额以上社零分品类月度增速 (%)

大类	细分	年初至今累计	2023.6	2023.5	2023.4	2023.3	2023.1-2	2022.12
基础消费	粮油、食品类	4.8%	5.4%	-0.7%	1.0%	4.4%	9.0%	10.5%
	饮料类	1.0%	3.6%	-0.7%	-3.4%	-5.1%	5.2%	5.5%
	烟酒类	8.6%	9.6%	8.6%	14.9%	9.0%	6.1%	-7.3%
可选消费	家用电器和音像器材类	1.0%	4.5%	0.1%	4.7%	-1.4%	-1.9%	-13.1%
	家具类	3.8%	1.2%	5.0%	3.4%	3.5%	5.2%	-5.8%
	服装、鞋帽、针纺织品类	12.8%	6.9%	17.6%	32.4%	17.7%	5.4%	-12.5%
	日用品类	5.0%	-2.2%	9.4%	10.1%	7.7%	3.9%	-9.2%
	文化办公用品类	-3.9%	-9.9%	-1.2%	-4.9%	-1.9%	-1.1%	-0.3%
休闲消费	餐饮收入	23.5%	15.4%	31.4%	44.6%	37.2%	10.2%	-17.8%
	金银珠宝类	17.5%	7.8%	24.4%	44.7%	37.4%	5.9%	18.4%
	化妆品类	8.6%	4.8%	11.7%	24.3%	9.6%	3.8%	-19.3%
	体育娱乐用品	10.5%	9.2%	14.3%	25.7%	15.8%	1.0%	13.3%

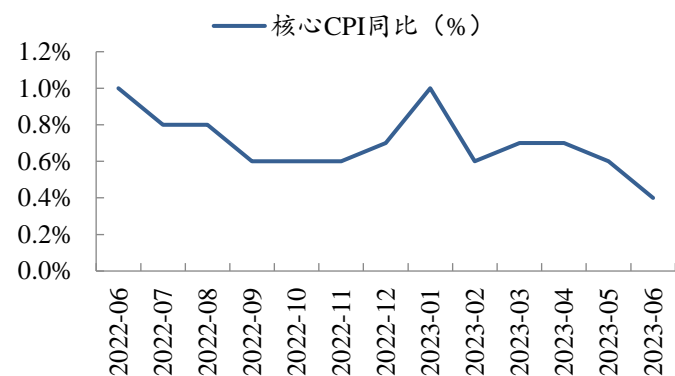
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

从辅助指标上看，消费复苏仍在复苏通道，但是幅度减弱。

首先从核心 CPI 看，而核心 CPI 在 6 月小幅下降 0.2pct 至 0.4%，为近 28 个月以来的最低水平，需求不足背景下价格指数下行压力较大。

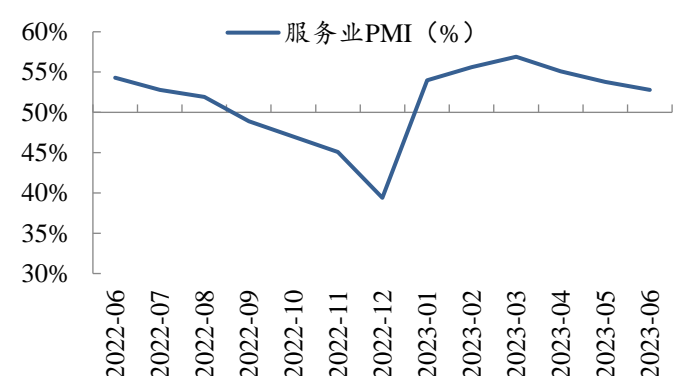
服务业 PMI 在 2023 年初至今始终高于荣枯线，但近期出现下滑态势，6 月录得 52.8%，线下场景修复动能不足。

图表22：核心 CPI (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/6/30）

图表23：服务业 PMI (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/6/30）

### 3、食品饮料：动销增速放缓，库存压力上升

#### 3.1、白酒：端午表现平淡，渠道以价换量

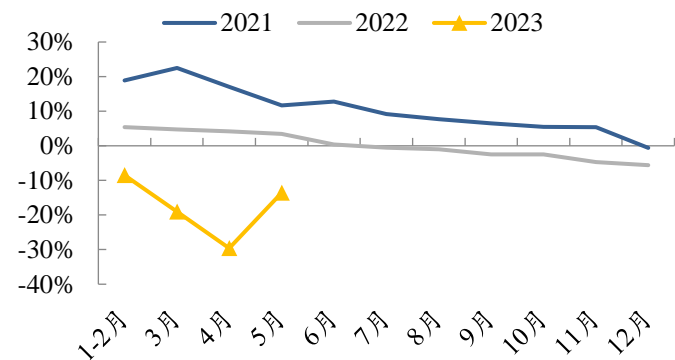
■ 产量：供给继续缩量，品质升级为主

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 5 月，中国白酒产量 34.7 万千升，同比下滑 14.7%；年初至今累计生产 186.0 万千升，同比下滑 13.6%。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24: 全国白酒月度产量同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

图表25: 全国白酒年度产量及增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 动销: 端午热度有限, 渠道以价换量

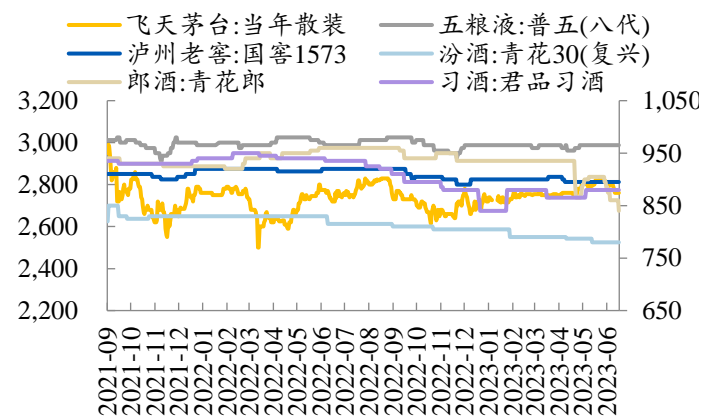
6月端午节期间白酒消费延续弱复苏, 动销小幅改善, 主要是宴席场景(婚宴、升学宴等)推动, 而商务场景依然较弱。酒企加强回款发货, 支撑业绩实现; 渠道端以价换量, 出现库存积压、价格倒挂问题。

此外价格带之间的分化趋于显著, 两头强中间弱。高端酒品牌积淀强、需求有刚性, 回款进度普遍较优, 库存 2 个月以下, 飞天茅台/普五/国窖 1573 批价分别为 2760/965/895 元, 茅台批价略有下行。次高端酒渠道库存上升, 批价承压明显, 地产酒表现略好于全国性酒。

下半年重点关注中秋国庆旺季表现, 宴席、礼赠等需求或有回补, 酒企及渠道的品牌推广和促销手段也值得期待。

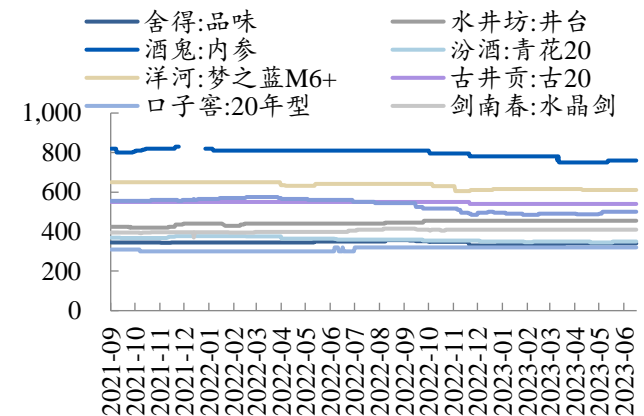
中长期看, 由于宏观经济和居民消费能力承压, 不同价格带之间的分化会更加明显。真实动销是核心, 部分公司的经营压力和库存风险仍存, 虽然行业景气上行但可能不会是齐涨的格局, 重点关注茅五泸+区域次高端。

图表26: 高端白酒批价



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)

图表27: 次高端白酒批价



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)

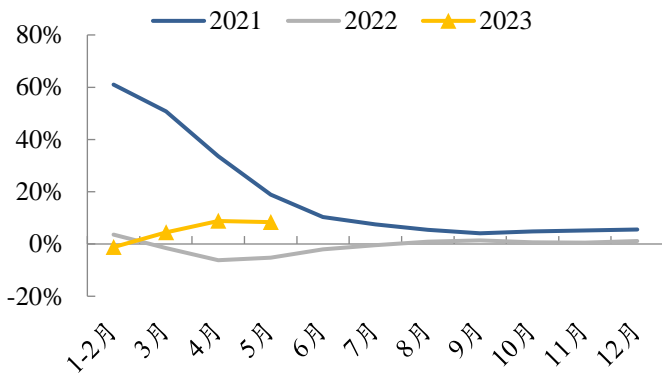
3.2、啤酒: 高温旺季来临, 关注结构升级

■ 产量: 产量保持平稳, 转向品质升级

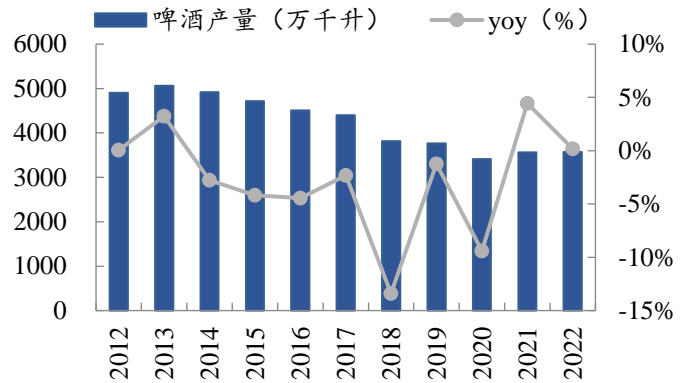
2023 年 4 月中国啤酒总产量 374.6 万千升, 同比上升 7.0%; 年初至今累计生产 1512.8 万千升, 同比上升 8.4%。随着产量增长趋缓, 产品提质升级是行业扩容核心驱动力。



图表28: 全国啤酒月度产量同比 (%)



图表29: 全国啤酒年度产量及增速 (%)



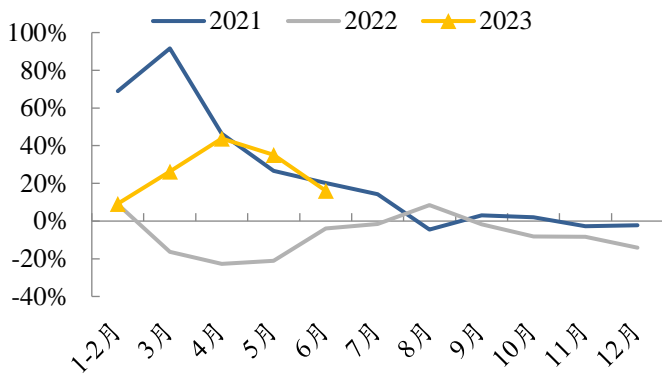
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/5/31)

来源: Wind, 国金证券研究所

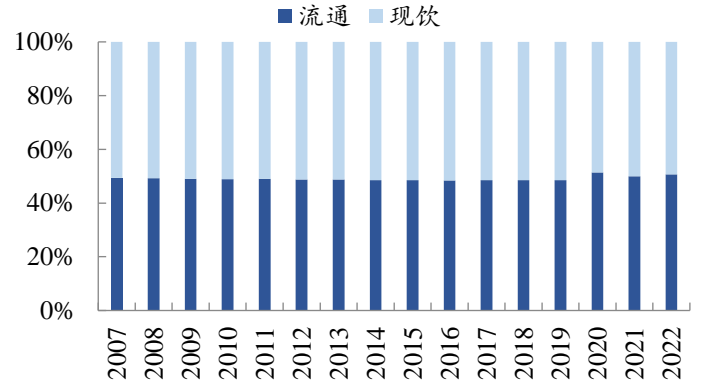
■ 动销: 高温旺季来临, 关注高端放量

啤酒旺季到来, 销量存在支撑。6月起全国气温逐步上升, 啤酒消费需求强劲。分公司看, 6月华润销量-1.0%, 青啤低个位数增长, 重啤微增。后续市场关注的在在于高端化, 夜场、餐饮渠道修复有利于高端产品放量, ASP 提升带动利润增长弹性。

图表30: 社零餐饮收入月度同比



图表31: 中国啤酒渠道结构 (%)

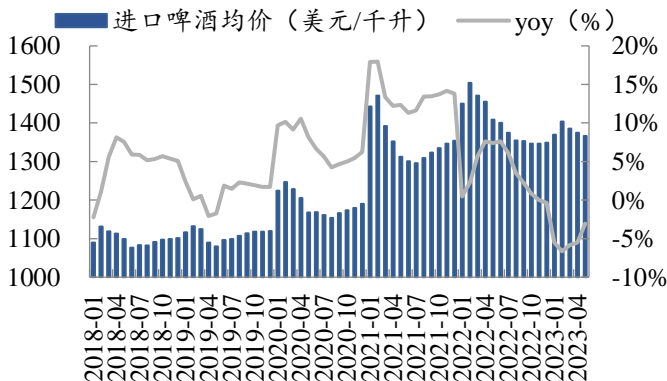


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)

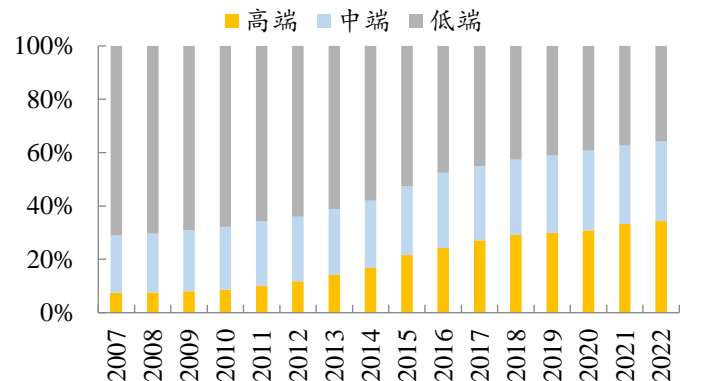
来源: 欧睿, 国金证券研究所

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 5 月为 1366 美元/千升, 同比下降 3.1%。

图表32: 进口啤酒累计均价及变动



图表33: 各价位啤酒市场渗透率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/4/30)

来源: 欧睿, 国金证券研究所



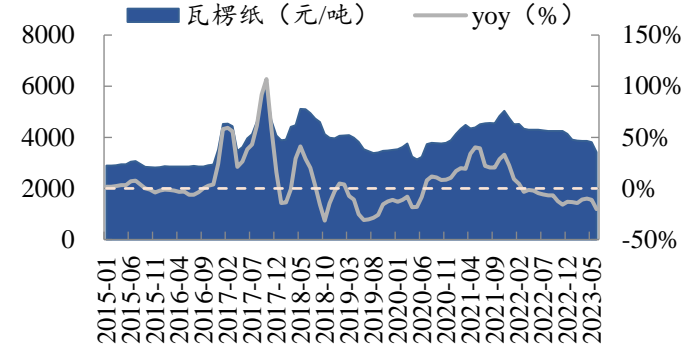
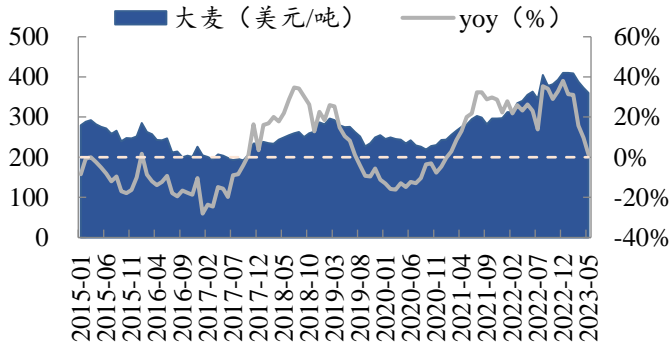
■ 原材料：大麦价格较高，包材成本回落

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 5 月近 360 美元/吨，同比增长 1.4%，仍处高位但涨幅明显回落。

另一方面，包材价格则持续回落，2023 年 6 月末，瓦楞纸价格 3425 元/吨，同降 20.4%；浮法玻璃价格 2018 元/吨，同增 11.1%；铝锭价格 18546 元/吨，同降 7.3%。

图表34：大麦月度均价及变动

图表35：瓦楞纸月度均价及变动

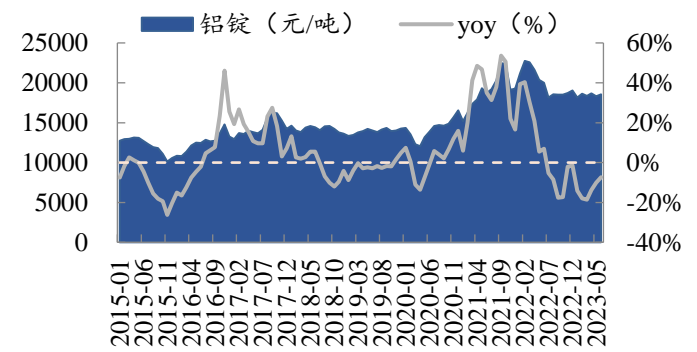
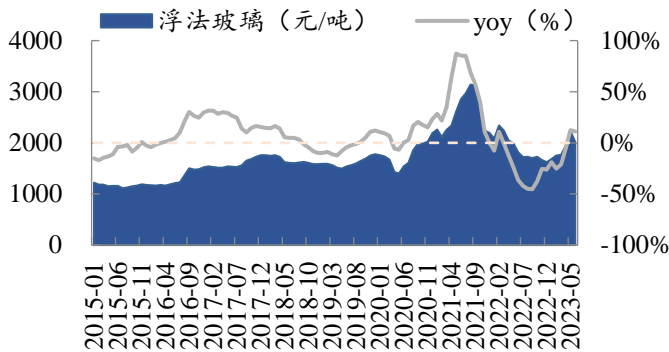


来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至 2023/5/31）

来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至 2023/6/30）

图表36：浮法玻璃月度均价及变动

图表37：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 2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至 2023/6/30）

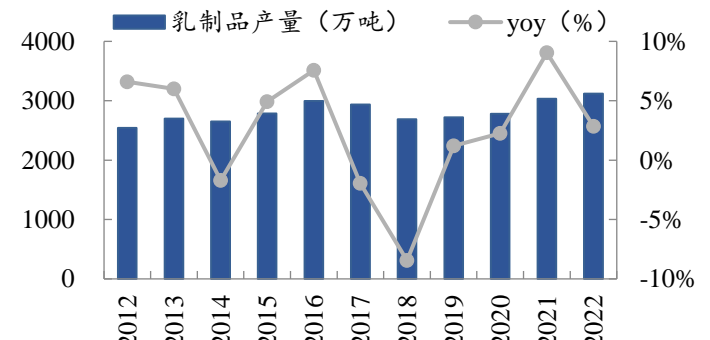
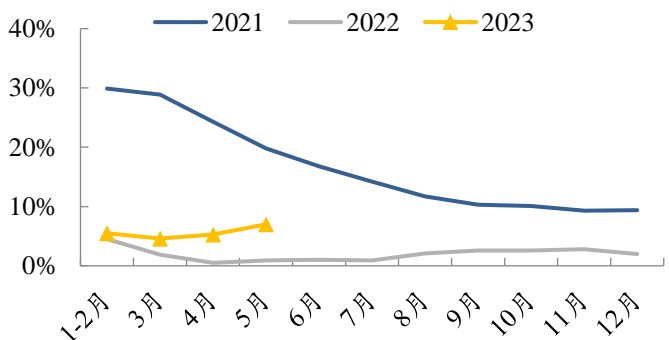
3.3、乳制品：动销逐季回暖，利润水平提升

■ 产量：健康意识提升，消费量继续增加

2023 年 5 月中国乳制品总产量 275.2 万吨，同增 3.5%；年初至今累计生产 1275.1 万吨，同增 7.0%。疫情期间居民健康意识提升，乳制品需求量在低基数上回补。

图表38：全国乳制品月度产量同比 (%)

图表39：全国乳制品年度产量及增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/5/31）

来源：Wind，国金证券研究所



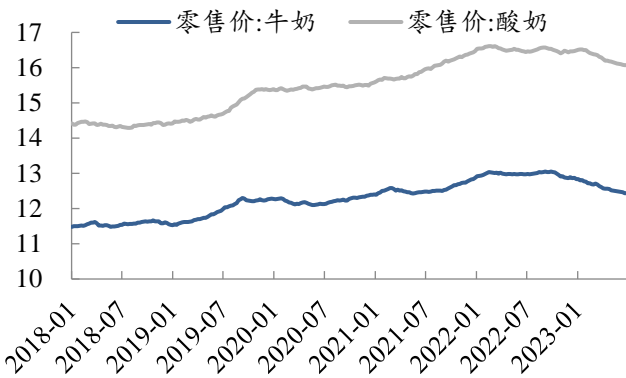
■ 动销：逐季改善态势，需求韧性突出

需求逐步回暖，利润水平提升。乳制品终端销售逐步回暖，营销投入缩减叠加原奶价格持续下行，提振利润率水平。

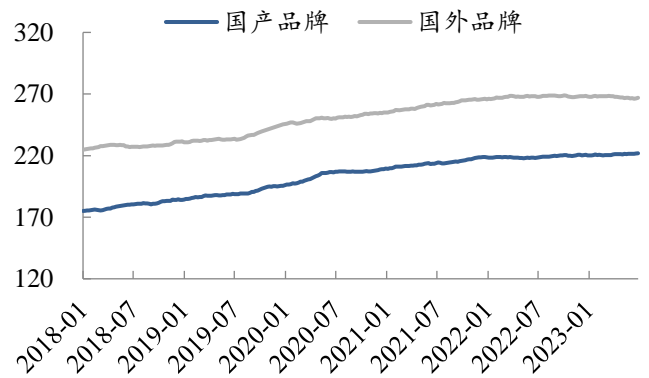
具体来看：1) 伊利股份：预计 2Q 实现中个位数左右收入增长，利润率同比提升，目标 30BP；2) 蒙牛乳业：6 月较 4、5 月持续改善，1H 收入表现低端中个位数，略低于年初指引，特仑苏、冰品双位数增长。营业利润率预计提升 30-50BP。

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 6 月，牛奶、酸奶零售价分别达到 12.4 元/升、16.1 元/升，出现小幅下滑；国产、国外婴幼儿奶粉价格分别为 221.5 元/公斤、266.8 元/公斤。

图表40：乳制品零售价格（元/升）



图表41：婴幼儿奶粉零售价格（元/公斤）



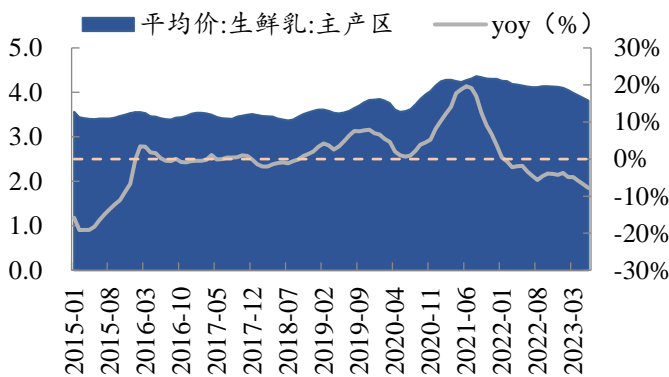
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/6/30）

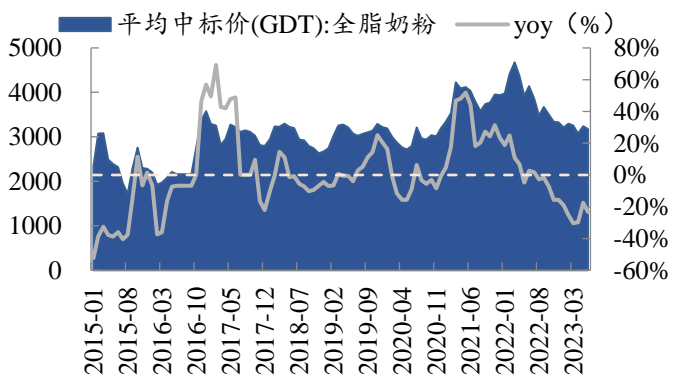
■ 原材料：奶价继续下行，成本压力缓解

奶价高位回落，截至 2023 年 6 月，国内生鲜乳价格 3.80 元/公斤，同比下滑 7.8%；海外市场 GDT 全脂奶粉 3172.5 美元/吨，同比亦下滑 23.4%。

图表42：国内原奶价格（元/公斤）



图表43：进口奶粉价格（美元/吨）



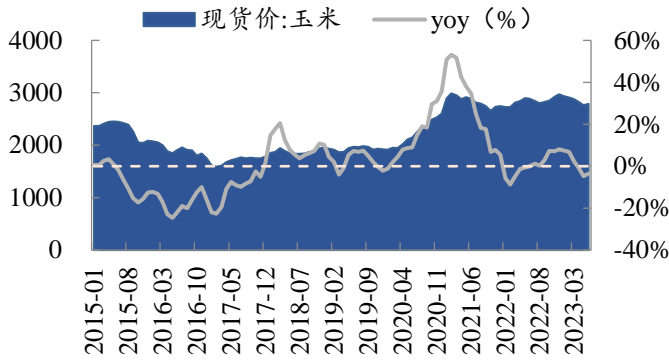
来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据经变频处理；注 2：截至 2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据经变频处理；注 2：截至 2023/6/30）

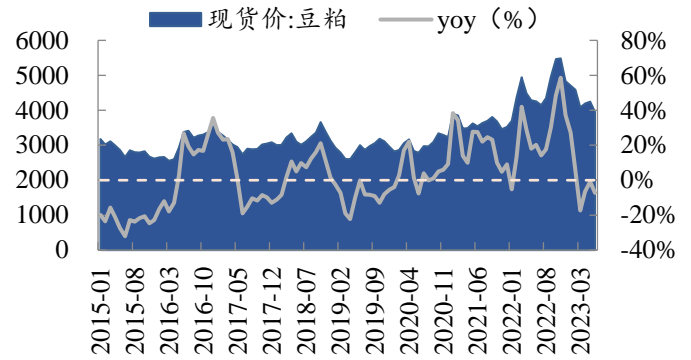
全年来看，原料奶价格还处于下行通道，供给端释放较多。展望后市，奶价与饲料价格相关性高，2023 年 6 月玉米、豆粕结算价分别为 2786.7 元/吨、3954.0 元/吨，分别同比下降 3.5%、同比下降 7.2%，成本端压力缓解，有助于下游乳企利润率回升。



图表44: 玉米现货结算价 (元/吨)



图表45: 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 2023/6/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至 2023/6/30)

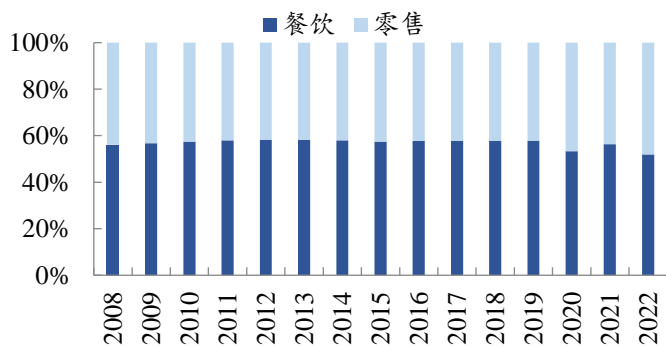
### 3.4、调味品: 餐饮修复趋弱, 库存略有上升

#### ■ 动销: 餐饮修复减弱, 产品库存上升

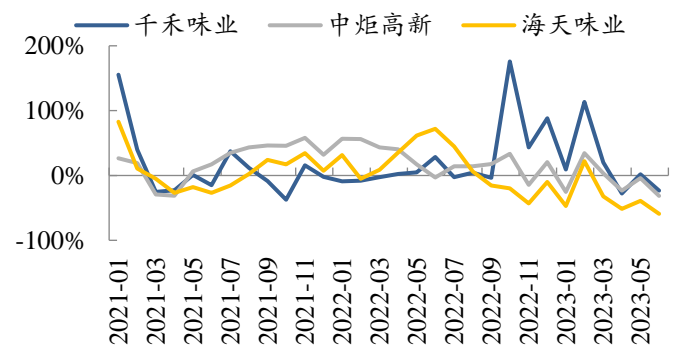
餐饮渠道是调味品重要消费场景 (疫情前占比约 57.8%), 线下场景修复带动动销改善。6 月全国餐饮收入实现 16.1% 同比增长, 继续修复但幅度减弱, 调味品企业库存上升。

跟踪淘系平台线上 GMV 增速, 23 年 6 月千禾味业、中炬高新、海天味业 GMV 同降 23.5%、31.5%、59.1%。

图表46: 酱油渠道结构 (%)



图表47: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)



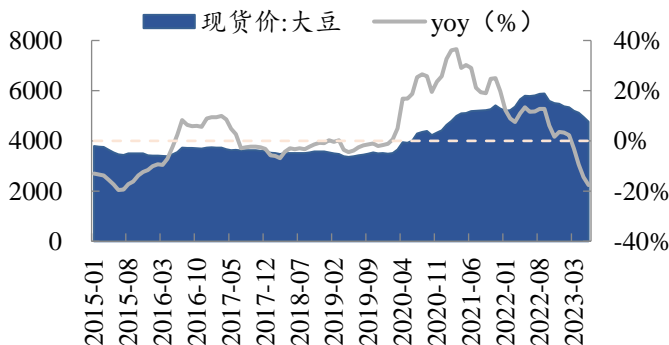
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 萝卜投研, 国金证券研究所 (注1: 淘系+京东口径; 注2: 截至 2023/6/30)

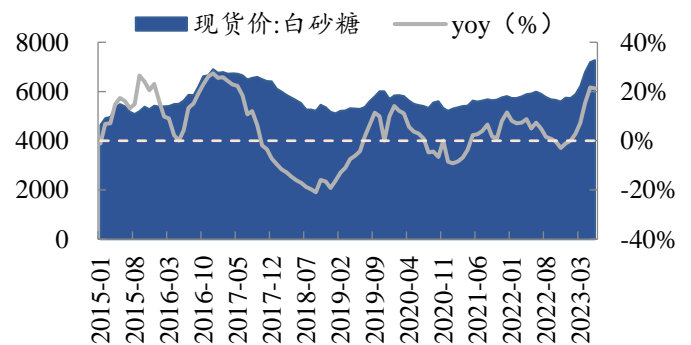
#### ■ 原材料: 大豆价格下探, 盈利有望改善

截至 2023 年 5 月, 大豆、白砂糖结算价分别为 4768.2 元/吨、7272.9 元/吨, 分别同比下降 17.6%、上升 21.3%, 主要原材料成本下探, 盈利有望改善。

图表48: 大豆现货结算价 (元/吨)



图表49: 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 2023/6/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至 2023/5/31)





### 3.5、行业动态：咖啡竞争加剧，瑞幸开放加盟

图表50：2023年6月食品饮料行业动态

行业	日期	内容	来源
白酒	2023/6/20	京东 618 白酒大涨 80%，奔富成交增长 7 倍	(酒业家)
啤酒	2023/6/3	朝日计划重返中国市场	(微酒)
乳制品	2023/6/12	伊利股份：收购新西兰 westland 增强了与公司奶酪 2B 端业务的协同	(乳业资讯网)
	2023/6/27	百菲乳业拟冲刺上交所主板 IPO	(乳业资讯网)
软饮料	2023/6/11	今年 1-5 月，元气森林业绩超额完成，比预算目标多完成近 5%	(ibrandi 品创)
	2023/6/30	阿斯巴甜或将被列为“可能致癌物质”	(新消费日报)
茶饮&咖啡	2023/6/3	「库迪咖啡」门店数破 3000 家	(36 氪)
	2023/6/3	「瑞幸咖啡」开启“带店加盟”模式	(36 氪)
食品&预制菜	2023/6/13	全球最大的燕窝产品公司，燕之屋计划港股上市	(IPO 早知道)
	2023/6/20	速食品牌“日日煮”向 SEC 递交上市文件	(食品板)

来源：酒业家，微酒，乳业资讯网，ibrandi 品创，新消费日报，36 氪，IPO 早知道，食品板，国金证券研究所

## 4、家用电器：空调继续领跑，行业销量承压

### 4.1、国内市场：空调同比高增，新兴品类渗透

6 月家电行业品类分化依然较大，传统品类中空调表现持续突出，渗透率较低的新兴品类开始放量渗透，可选属性更强的小家电品类则由于居民消费意愿偏弱而承压。

图表51：家电主要品类月度销售情况

赛道分类	使用场景	品类	销额				销量			
			年初至今	2023-06	2023-05	2023-04	年初至今	2023-06	2023-05	2023-04
起居室		彩电	12.2%	-5.0%	1.6%	1.3%	15.2%	16.8%	11.1%	-6.8%
		空调	29.5%	27.4%	57.9%	45.8%	30.0%	23.8%	54.8%	41.8%
		清洁电器	-4.3%	-1.3%	4.4%	-7.1%	11.4%	10.7%	-4.8%	-6.6%
		扫地机器人	-2.8%	4.5%	11.1%	12.0%	-5.6%	0.2%	12.5%	-6.8%
		洗地机	3.3%	7.2%	13.5%	2.8%	33.5%	28.4%	37.8%	25.0%
		加湿器	15.5%	44.4%	36.8%	5.6%	30.7%	11.0%	18.8%	14.3%
		挂烫机	-9.7%	1.6%	20.3%	1.2%	-8.9%	-3.1%	-3.1%	-0.6%
卫生间		饮水机	3.2%	8.7%	11.1%	12.0%	1.1%	-0.9%	0.0%	5.8%
		洗衣机	-7.7%	11.0%	4.7%	6.7%	6.2%	18.9%	-2.9%	2.6%
		干衣机	13.4%	-8.1%	10.0%	39.4%	17.6%	14.1%	20.1%	54.4%
		洗干套装	31.7%	67.2%	74.2%	69.1%	69.4%	34.4%	44.6%	69.6%
		燃气热水器	3.4%	19.9%	27.1%	33.7%	8.7%	5.6%	15.5%	28.7%
		智能马桶分体机	0.6%	11.6%	12.5%	51.2%	-2.3%	6.3%	9.5%	42.5%
厨房		智能马桶一体机	6.7%	2.8%	47.9%	37.4%	21.8%	8.5%	71.0%	35.8%
		冰箱	4.0%	2.3%	17.6%	12.4%	-4.1%	-5.6%	-0.3%	-4.1%
		油烟机	6.0%	9.1%	14.1%	15.7%	5.2%	-2.4%	12.2%	17.5%
		燃气灶	0.9%	6.5%	9.6%	6.7%	-1.5%	-8.2%	3.0%	2.3%
		集成灶	11.5%	14.3%	-7.5%	16.4%	10.1%	19.8%	10.3%	18.9%
		洗碗机	4.4%	7.1%	13.6%	-2.9%	-5.7%	-2.3%	2.6%	14.3%
		微波炉	15.7%	-5.4%	33.3%	-6.4%	14.7%	-2.0%	31.2%	-2.5%
		电蒸锅	25.0%	20.1%	6.8%	17.6%	10.7%	4.8%	-5.8%	3.4%
		电饭煲	-6.1%	-4.1%	11.5%	4.4%	-8.7%	-8.7%	14.9%	-0.5%
		电压力锅	-8.0%	-2.2%	12.5%	5.7%	13.5%	-7.2%	17.5%	3.5%
		豆浆机	-4.1%	11.3%	7.8%	20.3%	5.7%	26.8%	22.5%	11.1%
		料理机	20.0%	27.0%	24.2%	21.8%	21.0%	27.8%	22.5%	25.4%
		电水壶	-4.4%	1.5%	-6.1%	3.8%	-8.4%	0.8%	-4.8%	5.1%
		煎烤机	13.0%	-1.0%	15.3%	11.0%	12.6%	0.0%	10.8%	-6.8%
		榨汁机	12.5%	19.8%	13.9%	16.5%	11.1%	19.8%	19.4%	13.5%
		破壁机	18.4%	25.7%	20.1%	20.8%	8.0%	15.0%	10.2%	13.2%
		电炖锅	16.6%	22.0%	18.1%	19.2%	16.4%	22.0%	16.7%	17.1%
	搅拌机	25.9%	32.7%	35.1%	27.9%	28.5%	34.3%	37.2%	30.6%	
	空气炸锅	53.5%	57.0%	62.3%	71.3%	49.0%	52.9%	58.2%	68.9%	

来源：AVC，国金证券研究所



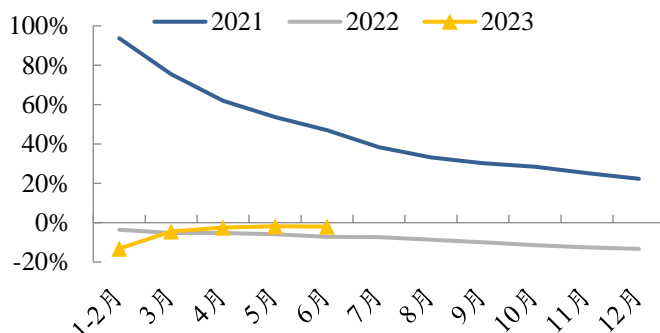
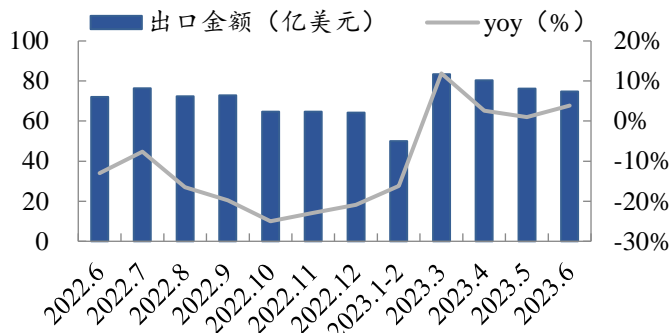
具体来看，6月空调销售额同增27.4%，优于其他传统大品类，彩电、冰箱、洗衣机分别录得-5.0%、+2.3%、-11.0%。当前渗透率较低的洗地机、洗干套装、智能马桶一体机销量增长明显，分别同增28.4%、134.4%、8.5%，延续普及趋势。其余新兴品类和小家电品类则大多销量承压，带动销售额下行。量价拆分来看，虽然销量依然下滑明显，但是传统品类和新兴品类均价大多继续上升，小家电品类则持平或下滑。

#### 4.2、海外市场：出口增速持平，海外需求平淡

2023年6月家电出口74.8亿美元，同增3.9%；今年累计出口430.6亿美元，同降2.0%。

图表52：家用电器单月出口金额

图表53：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2023/6/30）

来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

#### 4.3、空间测算：新品渗透缓慢，维持上期预期

基于截至2023年6月的数据，我们测算了重点家电品类未来市场空间。

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54：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	3366	3168	3249	5.7%
	冰箱	97%	97%	97%	97%	0%	1035	1048	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%	2%	75	85	103	128	19.4%
	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	83	98	116	14.7%
	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2023/6/30）



#### 4.4、行业动态：高温天气加持，空调排产高增

图表55：2023年6月家用电器行业动态

行业	日期	内容	来源
彩冰空洗	2023/6/14	“6·18”第一周，空调在去年同期低基数及局部地区高温天气加持下规模增长 90.2%	(家电网)
	2023/6/16	格力电器与京东合力开发下沉渠道，开拓近 600 家格力+京东联合门店	(RACC)
	2023/6/20	1—5 月家电以旧换新销售额同比增 83.7%	(家电网)
	2023/6/21	格力 618 全网销售额破 90 亿，天猫+40%；京东+28%；抖音空调类目行业累计销售额 No.1	(亿邦动力)
	2023/6/30	7 月份空调企业总排产 1483 万台，内销增速同比增长 30.9%	(慧聪暖通)
清洁电器	2023/6/3	洗地机、户外电源等新兴电器品类增幅超 25%	(36 氪)
	2023/6/18	智能清洁公司「众清科技」获得近亿元 B 轮融资，推出泳池清洁机器人	(Brandstar)

来源：家电网，RACC，亿邦动力，慧聪暖通，36 氪，Brandstar，国金证券研究所

### 5、轻工制造：618 表现较优，政策环境向好

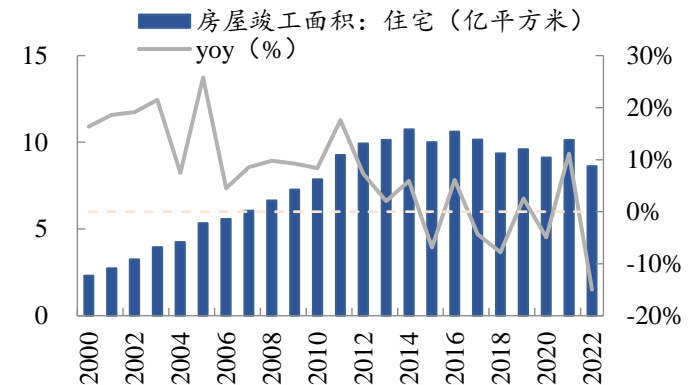
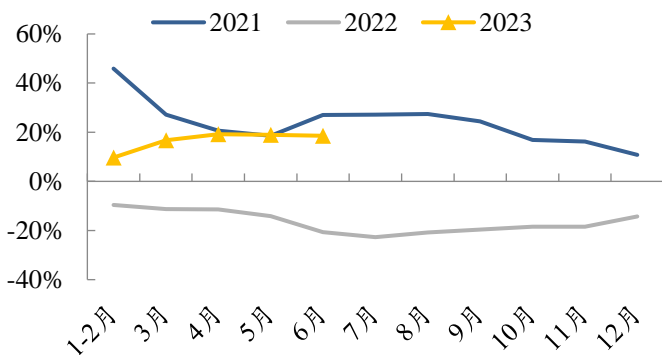
#### 5.1、国内市场：地产数据走弱，竣工优于销售

2023 年楼市政策频出，竣工端相较于销售端率先复苏。

竣工端与家居板块业绩相关性高，2023 年 6 月住宅竣工面积同比增长 15.8%，年初至今累计增长 18.5%，前期堆积的装修需求继续释放。

图表56：房屋竣工面积累计同比 (%)

图表57：房屋竣工面积年度同比 (%)



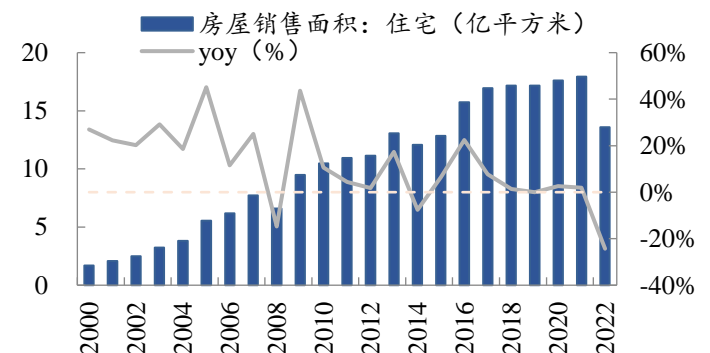
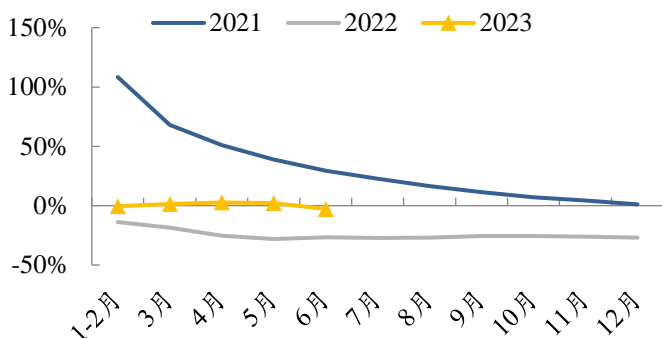
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/6/30）

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。2023 年 6 月，新房销售面积 10929 万平方米，同降 27.9%，降幅进一步扩大 11.7pct，年初至今累计同降 2.8%。

图表58：房屋销售面积累计同比 (%)

图表59：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 2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所



家居6.18活动带来短期提振，例如顾家家居零售总额27.58亿，同增27%；芝华仕全网销售额9.6亿，同增37%；喜临门全网总销额近10亿，同增+69%。

6月工厂端接单接近双位数增长：1) 欧派家居：整体同比个位数增长，增速较5月提升；2) 尚品宅配：工厂接单环比增长超过10%，定制柜类同比增长不到10%，配套品同比增长40%+；3) 喜临门：6月出货端基本持平；4) 志邦家居：工厂订单双位数增长，工程增长高于零售。

政策层面，6月底国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，涉及老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等方面，鼓励个性化、定制家居发展。

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。

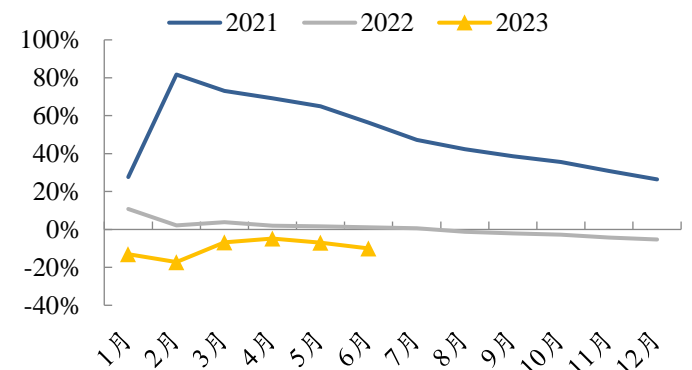
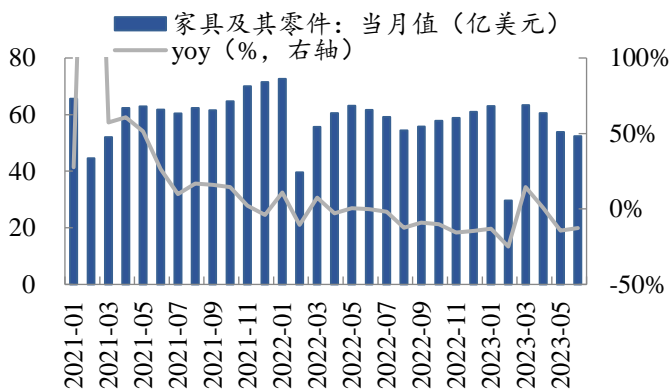
### 5.2、海外市场：出口降幅扩大，海外需求不足

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6月家具及零件出口52.4亿美元，同比下滑12.7%，延续下滑趋势；年初至今累计下降10.0%，外需依然偏弱。

图表60：中国家具出口月度变动

图表61：中国家具出口金额累计同比 (%)



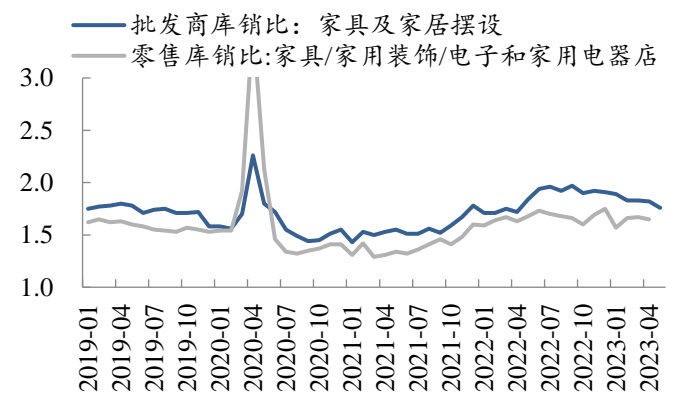
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

从海外主要消费市场美国看，零售端需求增速回落较为明显，2023年5月家具和家用装饰批发、零售口径销售额同比下降0.5%、6.4%，需求依然疲软。库存水平略有好转，5月批发端库销比达1.76，略有下降。

图表62：美国家具市场月度销售同比 (%)

图表63：美国家具市场月度库销比



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/5/31）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/5/31）



### 5.3、行业动态：促进家居消费，全球纸浆减产

图表64：2023年6月轻工制造行业动态

行业	日期	内容	来源
家居用品	2023/6/28	图特五金拟冲刺深交所主板 IPO 上市，索菲亚为第三大股东	(家居建材圈子)
	2023/6/30	李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于促进家居消费的若干措施》	(国家发展改革委)
造纸	2023/6/8	全球最大纸浆生产商巴西 Suzano 宣布 2023 年商品浆产量将减少约 4%	(纸业观察)
电子烟	2023/6/24	中国海关总署 5 月数据：电子烟出口 69.4 亿，同比增长 42.1%	(格物消费)
宠物	2023/6/4	伊利旗下宠粮公司增资至 9000 万	(iBrandi 品创)

来源：家居微新闻，财联社，家居建材圈子，纸业观察，蓝洞新消费，国金证券研究所

## 6、纺织服饰：销量增速回落，库存逐步消化

### 6.1、内销：增速读数回落，品类分化加大

随着需求走弱叠加低基数期结束，纺服整体增速回落明显。6月限额以上服装鞋帽社零同比增长 6.9%，增速环比下滑 10.7pct。从线上纺服 GMV 看，各品类增速同样保持低位，仅有运动鞋 (+10.0%)、箱包 (+6.0%) 实现正增长。

图表65：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
2022-06	-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%	-6.5%	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%
2023-05	-3.9%	-0.1%	-11.9%	-2.3%	3.5%	-3.9%	-6.7%	10.2%	-10.4%	-4.7%	-0.2%	4.8%
2023-06	-5.1%	0.7%	-7.6%	-2.4%	-5.4%	0.1%	-6.8%	10.0%	-3.2%	-9.1%	-5.2%	6.0%
6月同比2021	-13.9%	6.8%	-14.2%	-9.9%	7.2%	5.6%	12.9%	31.5%	26.1%	-3.1%	10.4%	-3.9%
年初至今	-5.2%	-0.4%	-5.6%	-1.2%	-5.8%	-3.6%	-7.3%	3.8%	6.8%	-5.1%	-0.4%	8.4%
年初至今同比2021	-18.6%	-1.9%	-13.5%	-8.9%	-14.2%	-4.3%	-2.5%	0.7%	24.9%	-10.6%	-6.1%	-4.9%

来源：魔镜数据，国金证券研究所（注1：包括淘宝天猫、京东平台数据；注2：数据截至 2023/6/30）

纺服行业景气最高的运动服饰赛道韧性较强，二季度流水增速进一步加快。渠道反馈：1) 安踏体育：6月增速有所放缓，FILA 表现好于安踏主品牌，户外品牌延续高增长，库存水平恢复健康；2)361度：618 销售同增 40%，23Q2 成人装流水增长 10-15%，童装增长 20-25%。

图表66：主要运动品牌季度流水跟踪

公司	时间	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2
安踏	安踏	高单位数	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%
	FILA	10-20%高段	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%
	其他	70-75%	75-80%	10-20%低段	40-45%	20-25%	40-45%	30-35%	35-40%	70-75%
李宁	整体	N/A	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
	线上	N/A	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
	零售	N/A	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
	批发	N/A	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
特步	零售	N/A	约 20%	高单位数	20%-25%	中双位数	30%-35%	20%-25%	中双位数	30%-35%
361 度	主品牌	低双位数	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%
	童装	20-25%	20-25%	低单位数	20-25%	20-25%	20-25%	25-30%	15-20%	30-35%

来源：公司公告，国金证券研究所（注1：同比涨跌由颜色表示，红色代表同增，绿色代表同降；注2：李宁、特步国际二季度经营数据尚未披露）



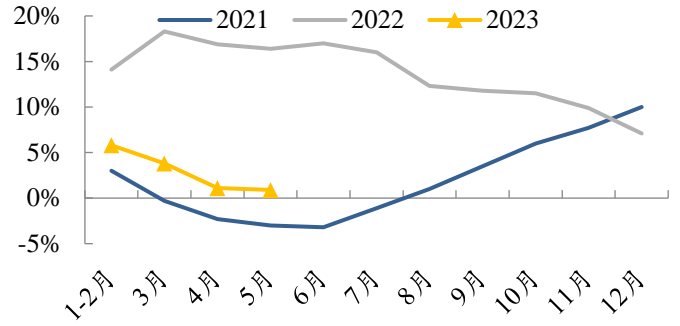
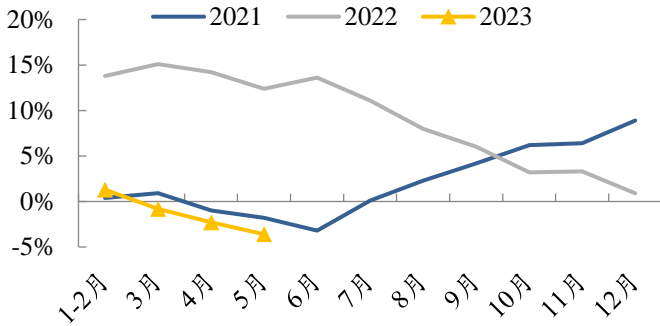
### 6.2、库存：库存继续去化，折扣压力减小

随着终端销售的改善，行业库存上升趋缓，折扣率压力减小。

2023年5月，服装、服饰产成品存货同比增速降至-3.6%，库存继续优化。纺织业产成品存货同比增速也继续下降，3月录得0.9%。

图表67：纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)

图表68：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2023/5/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/4/30）

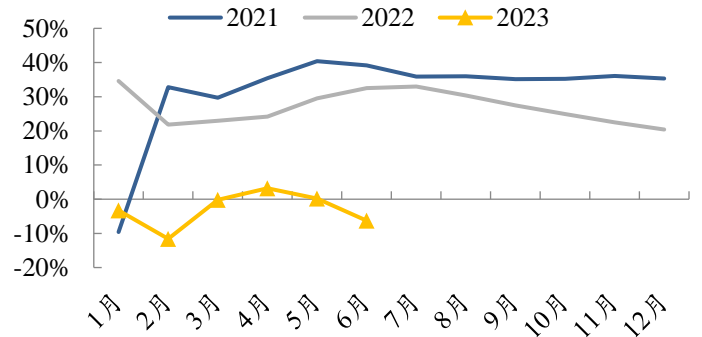
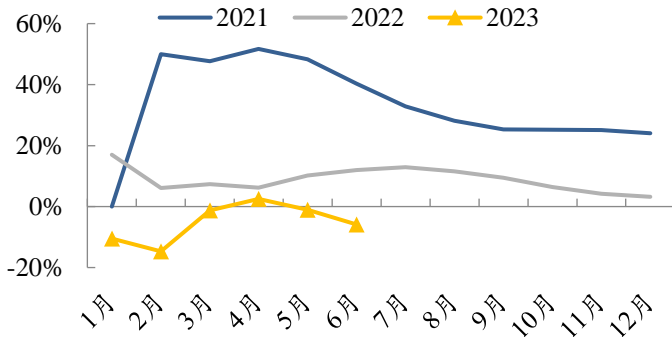
### 6.3、出口：外需降幅扩大，箱包维持高位

5月纺织服装出口走弱，但箱包出口继续维持相对高位。

年初至今累计出口金额同比增速上看，服装及衣着附件（-5.9%）、鞋靴（-6.3%）、纺织纱线织物及制品（-10.9%）、箱包及类似容器（14.1%）。

图表69：服装及衣着附件出口金额累计同比 (%)

图表70：鞋靴出口金额累计同比 (%)

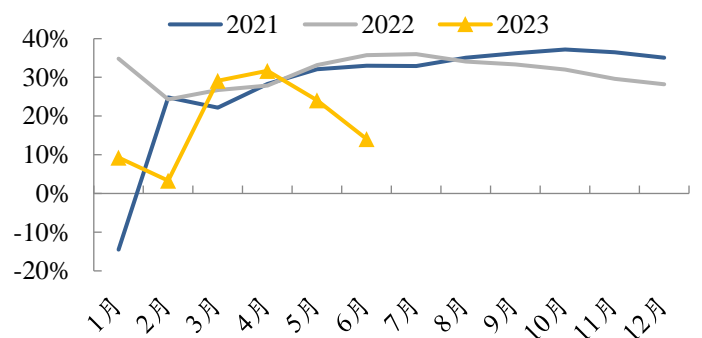
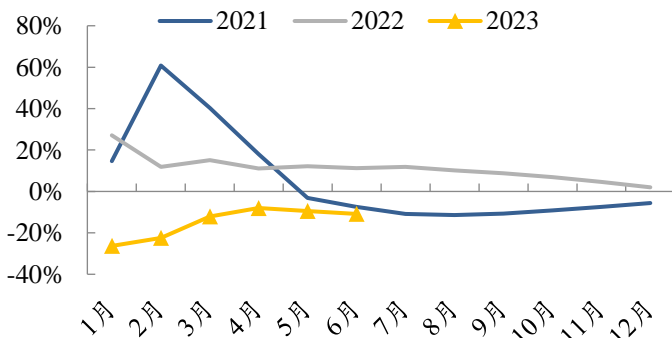


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

图表71：纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比 (%)

图表72：箱包及类似容器出口金额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）



## 6.4、行业动态：李宁股东上市，Nike 销售复苏

图表73：2023年6月纺织服装行业动态

行业	日期	内容	来源
纺织	2023/6/13	由于东南亚国家服装出口订单减少，5月纺织品出口同比下降14.2%	(纺织面料平台)
	2023/6/26	上周中国棉花价格指数(CCIIndex 3128B)周均价为17462，环比下跌18元	(中国棉花协会)
服饰	2023/6/7	ABG收购英国百年雨靴品牌Hunter	(中服圈)
	2023/6/16	中国最大纽扣龙头伟星股份募资4.46亿在越南建服装辅料项目	(第一纺织网)
	2023/6/27	李宁公司第一大股东非凡领越转板上市，主板股份代号为“0933.HK”	(中服圈)
	2023/6/30	361度618同增约43%	(中服圈)
	2023/6/30	Nike大中华区23财年第四季度营收同增25%，库存金额下降高个位数	(新浪财经)

来源：纺织面料平台，中国棉花协会，中服圈，第一纺织网，中服圈，新浪财经，国金证券研究所

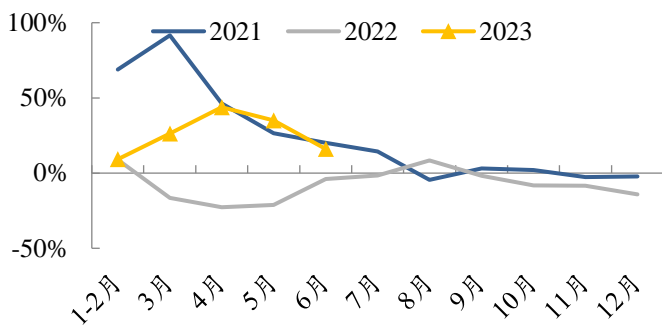
## 7、社会服务：端午复苏良好，出行持续改善

### 7.1、餐饮旅游：餐饮恢复放缓，暑期出行旺季

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。

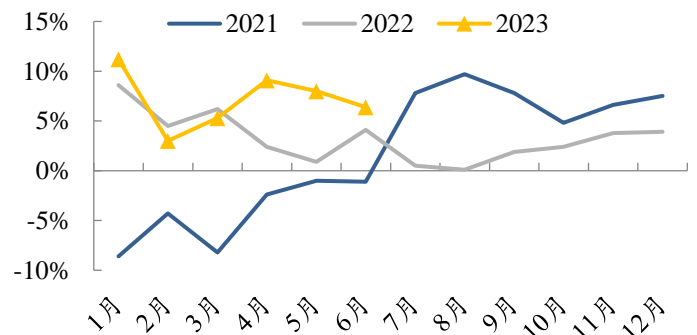
6月，社零餐饮收入同增16.1%，复苏幅度下滑，或许来自于消费力而非客流量的下滑。此外，可以看到旅游服务价格继续上行，6月同比上升6.4%。

图表74：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2023/6/30）

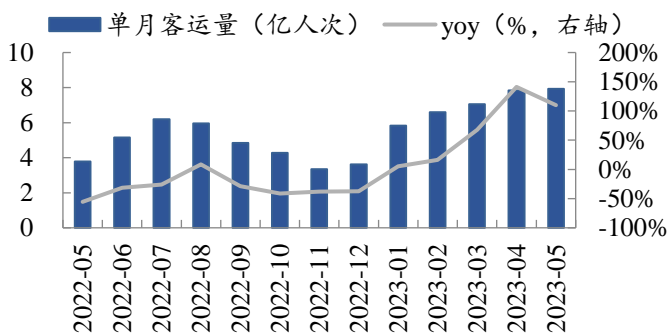
图表75：CPI月度分项变动：旅游(%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

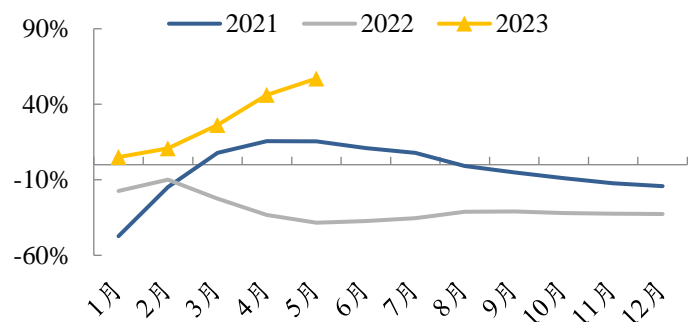
出行数据上看，5月全国交通客运量7.9亿人次，同比上升109.9%，年初至今累计上升57.0%，主要受到五一假期和端午、学生暑期假期出行影响，恢复明显。由于2023年基数较低，预期后续仍有较明显恢复。

图表76：全国交通客运量月度变动



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/5/31）

图表77：全国交通客运量累计变动

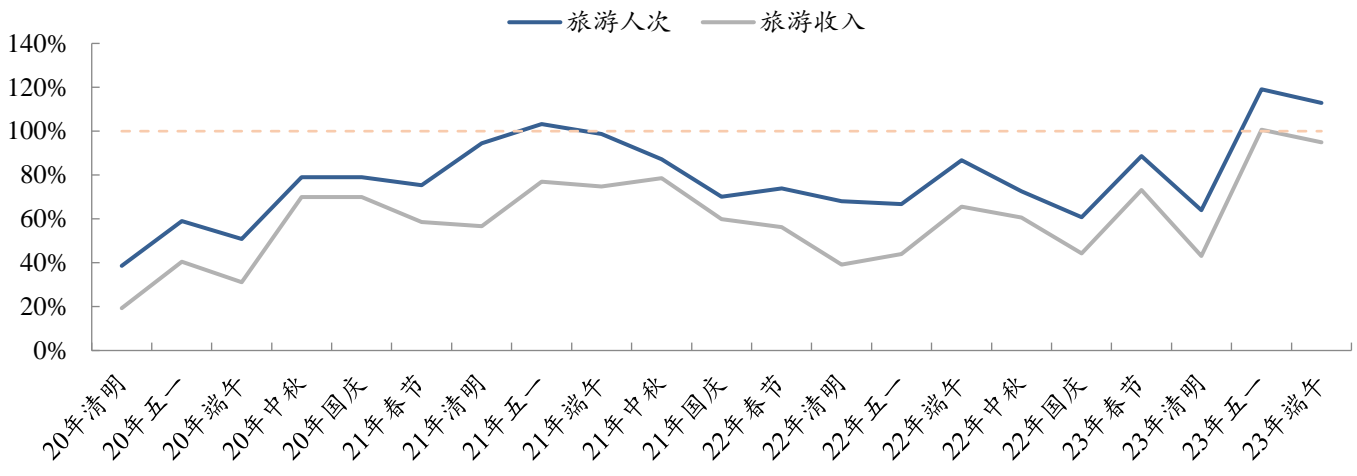


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/5/31）



从消费旺季数据看,23年端午假期修复良好,旅游人数、旅游收入分别同增32.3%、44.5%,旅游人次达到2019年同期水平的112.8%,旅游收入达到94.9%接近持平。但从人均旅游消费金额上看,约为2019年同期91.6%的水平,还有恢复空间。

图表78: 主要节假日旅游数据恢复程度



来源: 文旅部, 国金证券研究所 (注: 恢复程度相较于2019年计算)

## 7.2、行业动态: 酒店品质升级, 端午出行火热

图表79: 2023年6月社会服务行业动态

行业	日期	内容	来源
酒店	2023/6/13	6月希尔顿欢朋在中国第300家酒店开业,并计划2034年在中国开600家酒店	(环球旅讯)
	2023/6/16	君亭酒店拟投资2.1亿元在重庆开设多家高品质酒店	(wind)
	2023/6/16	小猪民宿端午期间民宿预订比去年同期增长524%,避暑成搜索关键词	(迈点)
旅游	2023/6/19	马蜂窝旅游大数据显示,“端午去哪”近一周热度环比增长240%	(品橙旅游)
	2023/6/20	航旅纵横:端午假期国内航线计划执行航班量同比增约1.8倍	(Wind)
	2023/6/21	飞猪:618订单量同比增160%,近8成商家成交额增速达50%以上	(品橙旅游)
	2023/6/25	端午全国国内旅游出游1.06亿人次,实现国内旅游收入373.10亿	(迈点)
	2023/6/29	由于出行需求旺盛,今年暑期机票价格保持高位,平均价格同比增长32%	(迈点)

来源: Wind, 环球旅讯, 品橙旅游, 迈点, 国金证券研究所

## 8、投资建议: 市场调整趋缓, 估值更为重要

业绩底部区间,估值更为重要。6月消费复苏继续放缓,弱预期逐步兑现,因此相比于基本面变化,后续估值水平更值得关注。当前中证消费指数、中证可选消费指数PE TTM分别来到28X、20X的历史低位,接近2018年之前中枢,较低估值水平使得下跌弹性减小。

后市判断上,我们预计下半年消费板块向下动能逐步趋缓,不必过于悲观;向上可能受政策刺激预期、业绩基数扰动、资金流动而波动,但系统性机会还尚待酝酿,行情根本性拐点尚未到来。操作上,悲观情绪可能使得部分标的超跌,可以把握布局机会。

中长期看,我们继续维持居民去杠杆、增速中枢调整的判断。整体增速放缓后,消费“存量市场”特征趋于明显。消费板块风格也正在从“进攻性”回归“防御性”,近期数据持续验证观点。

行业配置上,业绩确定性仍是第一位,关注结构性机会,优选高端白酒、乳制品、家电龙头、体育服饰。





图表80：中证消费指数 PE TTM



图表81：中证可选指数 PE TTM



来源：Wind，国金证券研究所（注 1：统计 2015 年以来数据；注 2：数据截至 2023/7/14）

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：统计 2015 年以来数据；注 2：数据截至 2023/7/14）

## 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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究