

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

**要闻**

美股齐跌两日，标普纳指创四周新低

美国重要通胀预期指标接近 9 年高点，欧洲已创 13 年新高

“农业通胀”正在逼近，亚洲大米价格飙升至近 15 年新高，多国暂停出口

中国 7 月 CPI 跌至负值，PPI 跌幅见底

**银河观点集萃:**

- **宏观:** 下半年 CPI 和 PPI 预期: 3 季度和 4 季度 CPI 预计 0% 和 0.5% 左右，全年 CPI 预计在 0.5% 左右。8 月可能在 0.1% 左右。3 季度和 4 季度 PPI 增速分别为 -3.4% 和 -2.5%，全年预计在 -3% 左右运行。PPI 转正时间推迟，我们预计可能在 2024 年 2 季度到来。我们对物价的判断：自我革新的“通缩”。工业品和居民生活用品价格分化，工业品价格下行主要因为房地产疲软。但房地产的调整并不完全是市场化调整。这一次的工业品“通缩”带有自我改革的特征，这种长期转型和短期“通缩”的压力并存，是未来一段时间的物价的主要特征。
- **社服:** 政治局会议释放积极信号，关注酒店板块左侧布局机会。7 月 24 日中共中央政治局召开会议，7 月 31 日国务院公布《关于恢复和扩大消费的措施》。我们认为一系列政策释放积极信号，后续随着经济刺激政策落地，经济预期有望改善从而带动酒店商旅需求缺口回补、加盟商信心回升，叠加疫情期间行业供给出清，头部酒店集团有望迎来量价齐升从而带动业绩弹性释放，或有望于 4Q23 迎接估值修复，建议关注酒店板块左侧布局机会。
- **社服:** 市场空间：中性预计带来百亿增量，核心看购物额度设置。竞争格局：增量市场，竞争预计较为温和。虽然今年以来免税行业复苏弱于市场预期，但我们认为中国免税业回流消费的中长期逻辑并未发生变化，部分阶段性利空因素有望随时间逐步改善。此外，考虑市内免税政策存在落地可能，我们预计 2H23 板块有望迎接估值修复。推荐中国中免，建议关注王府井、百联股份。

## 银河观点集锦

### 宏观：CPI 触底 PPI 回升，缓步上行是下半年主基调——2023 年 7 月 CPI、PPI 分析

#### 1、核心观点

7 月 CPI 同比-0.3%，环比 0.2%，超出我们预期。CPI 环比上行主要是服务价格走高带动，服务价格上行 0.8%，商品下行 0.1%。服务类中主要是旅游（+10.1）和其他服务（+0.9）带动，家庭（+0.1）和教育（+0.1）服务变动较弱。暑期出行超预期的带动了服务价格。

7 月份燃料价格（+1.9）跟随原油价格而动，中药价格（+1.1）持续上行。商品价格稍有分化，家用器具（+0.9）、通讯工具（+0.5）、交通工具（-0.9），6.18 结束后商品价格小幅上行。7 月食品价格降幅低于预期，蔬菜价格（-1.9）下跌幅度低于预期，猪肉价格持平，需要观察后续变化。

7 月 PPI 同比-4.4%，环比-0.2%，PPI 环比继续下滑也超出我们预期。大宗商品在 7 月的回弹没有拉动 PPI 环比上行。居民相关的生活资料价格普涨，生产资料价格仍然下跌。7 月价格方面中游表现稍弱，下游中偏食品消费价格上涨，偏日用品价格下跌。出口产品价格也出现分化，汽车（-0.1）小幅走低，计算机通讯产品回升。

#### 我们的分析：CPI 观察延续度，PPI 曲折回升

7 月 CPI 的超预期是旅游出行、原油以及 6.18 结束后商品价格回升带来的。这种回升的持续度较弱，原油和商品的上行带有短时性。7 月份服务业价格的上行让我们对通缩的担忧稍有缓解，但服务业距离疫情前的水平仍有差距。商品类价格的探底没有结束，预计仍然持续 1 个季度。

7 月份大宗商品的普遍回升并未带动 PPI 环比转正，PPI 环比连续 4 个月下跌。房地产产业链继续下行，上游煤炭、中游顺周期产品出厂价格提价难度加大。居民消费的回升速度相对偏缓，难以对冲房地产类顺周期产品价格的下滑。

#### 下半年 CPI 和 PPI 预期

3 季度和 4 季度 CPI 预计 0%和 0.5%左右，全年 CPI 预计在 0.5%左右。8 月可能在 0.1%左右。

3 季度和 4 季度 PPI 增速分别为-3.4%和-2.5%，全年预计在-3%左右运行。PPI 转正时间推迟，我们预计可能在 2024 年 2 季度到来。

#### 我们对物价的判断：自我革新的“通缩”

工业品和居民生活用品价格分化，工业品价格下行主要因为房地产疲软。但房地产的调整并不完全是市场化调整。这一次的工业品“通缩”带有自我改革的特征，这种长期转型和短期

“通缩”的压力并存，是未来一段时间的物价的主要特征。

**风险提示：**

1. 大宗商品大幅下行的风险。
2. 房地产持续回落的风险。

(分析师：章俊,高明,许冬石,詹璐)

**社服：政治局会议释放积极信号，关注酒店板块左侧布局机会**

**1、核心观点**

**板块表现：**

7月社服行业涨跌幅为+2.9%，在所有31个行业中周涨跌幅排名第19位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：酒店餐饮(+14%)，旅游及景区(6%)，专业服务(-2%)，教育(-3%)。

**重大事件点评：**

政治局会议释放积极信号，关注酒店板块左侧布局机会。7月24日中共中央政治局召开会议，7月31日国务院公布《关于恢复和扩大消费的措施》。我们认为一系列政策释放积极信号，后续随着经济刺激政策落地，经济预期有望改善从而带动酒店商旅需求缺口回补、加盟商信心回升，叠加疫情期间行业供给出清，头部酒店集团有望迎来量价齐升从而带动业绩弹性释放，或有望于4Q23迎接估值修复，建议关注酒店板块左侧布局机会。

**2、投资建议**

**人服：顺周期属性强，稳就业政策利好板块业绩释放。**二季度宏观高频数据滑落叠加青年失业率高企，板块业绩和估值承压明显，近期稳经济政策陆续出台有望提振经济复苏信心，后续宏观基本面改善或将带动人服景气度提升，推荐科锐国际、北京人力、外服控股。

**旅游：暑期旺季催化下，推荐景区产业链+澳门博彩板块。**优选疫后有项目增量、周边交通有改善、国企改革有变化的标的，推荐大丰实业、锋尚文化；景区天目湖、长白山、峨眉山A、宋城演艺。此外建议关注博彩板块优质标的，推荐美高梅中国、金沙中国、银河娱乐。

**酒店：政策积极定调释放利好，酒店板块景气度有望提升。**前期板块估值受经济预期影响承压明显，随着政策面积极定调释放利好，经济预期或将改善，赛道龙头受益于供给出清+轻资产扩张+中高端升级或迎来估值修复，推荐锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、君亭酒店。

**免税：继续等待数据改善、政策催化。**中长期维度，我们认为消费回流+扩大内需大逻辑

未变，当前龙头估值已回落至历史较低位，后续重点关注行业政策及供给因素改善。推荐中国中免，海南机场，建议关注王府井、海汽集团、海南发展、上海机场、白云机场、百联股份。

**会展：政策支持力度有望延续，成长空间可观。**推荐米奥会展，看好公司自主办展、合作办展、外延并购三轮驱动下，在一带一路、RCEP 市场的成长空间，建议关注国资会展龙头兰生股份（困境反转+会展中国战略打开成长空间）。

**餐饮：行业门店止跌回升，看好餐饮品牌连锁化率持续提升。**伴随多个餐饮品牌开放加盟/类加盟机制，未来 2-3 年将是强势品牌开店提速的最佳阶段，行业连锁化率提升有望延续，推荐强品牌势能餐企九毛九、海伦司、奈雪的茶。

**风险提示：**疫情传播风险；宏观经济下行风险；行业竞争格局恶化风险。

（分析师：顾熹闽）

## **社服：市内免税：政策动机、市场空间与格局展望**

### **1、核心观点**

#### **为什么我们认为国内免税业有望再迎政策红利？**

我们认为当前时点中国已具备放宽免税购物政策的基础，原因在于：1) 免税商品的本质，是中央财政对居民购买商品进行的税费补贴，在当前国内促消费背景下，免税业态作为一种消费券的商业形态，充分贴合促消费政策“为消费者提供物美价廉的优质商品”的初衷；2) 疫情期间中央政府出台的多个促消费、扩内需文件均包含免税行业，同时海南离岛免税政策的实践成果也表明免税购物对拉动地方消费确有效用。

#### **市内免税：中国免税购物体系仍然缺失的一环**

我国市内免税店包含进境、离境两种类型，其中进境市内免税早已对国人开放，但离境市内免税仅允许外籍旅客及港澳台同胞购买。2019 年，我国市内免税店销售额仅占行业整体的 2%，而同期韩国居民在市内免税购物金额占比超过 50%，其次才是机场口岸、济州岛等。从消费回流角度看，离境市内免税店作为国内居民出境购物决策的最前端，理论上对截留消费外流效用最强，叠加目前促消费、扩内需的政策需要，我们认为未来免税行业政策的进一步放宽，将主要聚焦于放开国人离境市内免税购物。

#### **市场空间：中性预计带来百亿增量，核心看购物额度设置**

市内免税行业市场规模=Fx（额度、品类、门店面积、品牌方支持度、提货方式）。其中，重要性排序额度>品类>门店面积>品牌方支持度。基于客流和坪效两种测算方式，我们预计

未来京、沪市内免税店销售规模在 100-300 亿之间。

### 竞争格局：增量市场，竞争预计较为温和

中国市内免税市场属于增量市场。一方面，我国原有市内免税店主要服务于归国外侨及外籍旅客，2019 年市场规模仅占国内免税市场的 2%。另一方面，我国居民境内免税购物渗透率较海外更低，国人市内免税购物渠道放宽有利于整体渗透率的进一步提升。此外，我们认为在国人市内免税购物政策放宽初期，市场经营主体将主要集中于已拥有市内免税经营资质的国有企业。原因在于，市内免税店存在分流有税市场的可能，并且从韩国、海南离岛免税市场的政策调整路径看，增加经营主体的政策主要出现在行业成熟阶段。

## 2、投资建议

虽然今年以来免税行业复苏弱于市场预期，但我们认为中国免税业回流消费的中长期逻辑并未发生变化，部分阶段性利空因素有望随时间逐步改善。此外，考虑市内免税政策存在落地可能，我们预计 2H23 板块有望迎接估值修复。推荐中国中免，建议关注王府井、百联股份。

**风险提示：**宏观经济下行风险；政策落地进展低于预期。

(分析师：顾熹闽)

## 汽车：车市淡季销量表现超预期，头部车企交付量再创新高——2023 年 7 月乘用车销量点评

### 1、核心观点

**事件：**乘联会发布 2023 年 7 月乘用车产销数据：当月零售销量为 177.5 万辆，同比-2.3%，环比-6.3%；批发销量为 206.5 万辆，同比-3.2%，环比-7.6%；产量为 210.1 万辆，同比-2.6%，环比-4.3%。

### 我们的分析与判断

1) 7 月车市淡季不淡，自主品牌份额显著提升，龙头企业表现强势。2023 年 7 月乘用车零售销量 177.5 万辆，同比-2.3%，环比-6.3%，今年 1-7 月累计零售 1129.9 万辆，同比增长 1.9%，7 月是车市传统淡季，叠加去年同期疫后复苏与购置税补贴下的高基数效应，销量同比微降体现出车市不断向好的发展态势。厂商批发销量 206.5 万辆，同比-3.2%，环比-7.6%，渠道端为应对车市淡季与库存结构性压力放缓补库进程。从结构看，(1) 7 月豪华车零售 24 万辆，同比-22%，环比-20%，自主品牌强势表现对豪华车市场造成扰动；(2) 自主品牌零售 94 万辆，同比+15%，环比+1%，自主品牌份额为 53.2%，较 2022 年同期提升 5.8pct，自主品牌龙头比亚迪产销同比分别+66.8%和+61.3%。(3) 主流合资品牌零售 59 万辆，同比-28%，环比-11%，

同样受到自主品牌热销影响,其中德系份额 20.8%,同比-0.8pct,日系份额 15.8%,同比-5.0pct,美系份额 7.7%,同比+0.7pct。

**2) 新能源车新品陆续进入交付放量期,市场集中度提升明显。**7月新能源乘用车零售销量 64.1 万辆,同比+31.9%,环比-3.6%;批发销量 73.7 万辆,同比+30.7%,环比-3.1%,上海车展新产品陆续进入交付放量期,渠道补库积极性更高。7月国内新能源零售渗透率为 36.1%,同比提升 9.3 个百分点。7月新能源乘用车市场批发销量突破万辆的企业提升至 15 家,占新能源乘用车总量 88.1%,其中比亚迪(26.1 万辆)继续领跑,特斯拉中国(6.4 万辆)销量环比下滑,理想(3.4 万辆)延续前期强势表现。从车型看,7月纯电动批发销量 49.6 万辆,同比+15.3%;插电混动销量 24.2 万辆,同比+80.0%。从结构看,自主品牌新能源车批发渗透率 52.0%,豪华车为 28.9%,主流合资仅 5.8%。其中 A00 级批发销售 8.5 万辆,份额占纯电动的 17%;A0 级批发销售 15.6 万辆,份额占纯电动的 32%;A 级份额 19%,B 级份额 29%,各级别电动车销量相对分化。

## 2、投资建议

整车端推荐广汽集团(601238.SH)、比亚迪(002594.SZ)、长安汽车(000625.SZ)、长城汽车(601633.SH)等;智能化零部件推荐华域汽车(600741.SH)、伯特利(603596.SH)、德赛西威(002920.SZ)、经纬恒润(688326.SH)、中科创达(300496.SZ)、科博达(603786.SH)、均胜电子(600699.SH)、星宇股份(601799.SH)等;新能源零部件推荐法拉电子(600563.SH)、菱电电控(688667.SH)、中熔电气(301031.SZ)、拓普集团(601689.SH)、旭升集团(603305.SH)等。

### 风险提示:

- 1、新能源汽车行业销量不及预期的风险
- 2、芯片短缺带来产能瓶颈的风险
- 3、行业竞争加剧的风险。

(分析师:石金漫)

### 分析师简介及承诺

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫆玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)