

底部向上，必选稳，可选政策催化多点弹性

——7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：

龚理

gongli@longone.com.cn



相关研究

- 6月社零报告专题：消费意愿回升，稳健上升，方向不变
- 5月社零专题：复苏方向未变，场景恢复从服务型向商品型转移
- 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，向上仍有空间

投资要点：

- 7月社零明显低于预期，但回落收窄，且对比2019CAGR为正增长，整体呈现弱复苏状态。品类中必选稳健，可选放缓，出现散点弹性。餐饮恢复确定性高，是7月社零的重要驱动因素。体育娱乐弹性足，家具汽车受政策催化表现佳。线上回落翘尾，出现向好迹象。动因方面，收入及支出增速上升，剪刀差减弱证明消费意愿正在回升，此外人口失业率持续回落但青年就业存一定压力。我们认为，复苏向上方向不变，复苏过程呈现螺旋式波动形态，预计后期大众消费支撑必选恢复稳健，可选受益政策催化呈现多点弹性。
- 7月社零同比增长2.5%，环比回落收窄。①本月社零同比低于预期。7月社零同比增速为2.5%（增速环比-0.6pct），明显低于wind一致预期5.3%。年初疫情政策调整消费反弹后同比增速于5月份回落（3、4月社零同比增速分别达10.6%、18.4%），环比下滑收窄。②本月社零相比2019CAGR环比下降。去掉基数因素，2023年7月较2019年同期CAGR达3.1%，较上月下降0.9pct，本月社零同比增速环比放缓，为2月以来增速最低。③城镇乡村增速均环比回落，乡村表现更具韧性。7月城镇社零同比增速为2.3%，较上月增速环比下降0.7pct，对比2019CAGR达3.0%，较上月3.9%下降0.9pct。7月乡村社零同比增速达3.8%，较上月环比下降0.4pct，对比2019CAGR达3.4%，较上月4.4%增速环比下降1.0pct。④线上回落翘尾，线下增长较为乏力。7月网上商品和服务零售额累计同比达12.5%，较上月下降0.6pct，测算的当月同比达12.3%（增速环比+2.5pct），对比2019CAGR达10.09%（-1.41pct）。7月网上商品和服务零售额同比回升，主因同期低基数，同时自6月高点环比下滑明显，目前环比降幅收窄。7月线下社零当月同比为-1.4%，较上月环比下降1.0pct，对比2019CAGR达0.02%（-0.87pct），近三个月增长平稳。
- 餐饮恢复确定性高，提振整体社零表现。①餐饮恢复确定性高，保持较快增长。7月社零餐饮服务总额当月同比上涨15.8%，较上月环比回落0.3pct（基数效应），依旧保持较快增长，是7月社零的重要驱动因素。去除疫情影响，2023年7月餐饮消费对比2019CAGR为3.8%，增速环比上升0.6pct，高于2022年各月对2019CAGR的最高值1.5%。此外，餐饮零售当月值较上月略有下降，降至4277亿。但餐饮恢复确定性高，预计随着暑期旺季、双节来临向上动能依旧强劲。②商品零售环比放缓。7月社零商品零售总额当月同比上涨1.0%，较上月下降0.7pct，商品零售增速下滑。从去除疫情影响角度，7月商品零售对比2019CAGR达3.0%，较上月下降1.1pct（环比上月0.4pct由增转减），与2022各月对2019CAGR的平均值3.0%持平，低于2022各月对2019CAGR的最高值4.9%。此外，商品零售自5月环比零售额绝对值连续两月环比增长后，降至7月的32483亿。③大众消费支撑必选恢复稳健。7月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达+4.05%、-0.71%、-2.35%、-0.82%，增速分别较上月环比+0.09pct、-7.41pct、-2.17pct、-0.62pct，必选唯一实现同比正增长，而且略有提速。餐饮、大众品复苏稳健，体育娱乐弹性足，家具汽车受政策催化表现佳。
- CPI负增长、核心CPI回升。①CPI同比下降，环比增加。2023年7月CPI同比-0.3%（环比+0.2pct）。②食品价格同比、环比均下降，非食品价格同比维持、环比上升。食品、非食品CPI分别同比-1.7%（环比-1.0pct）、0.00%（环比+0.5pct），去掉食品、能源的核心CPI同比上涨0.8%（环比+0.4pct）。③消费品价格同比、环比均下降，服务价格同比、环比均上涨。消费品同比、服务CPI同比分别为-1.3%（环比-0.1pct）、+1.2%（环比+0.8pct）。④PPI增速同比、环比均下降，PPI-CPI剪刀差绝对值缩小。7月PPI同比-4.4%（环比

-0.2pct), PPI-CPI剪刀差为-4.1pct, 下游产品同比小幅回升, 上游采掘工业与原材料工业回升幅度更大, 导致PPI-CPI剪刀差绝对值缩小。⑤分品类, 猪肉同比-26.0%, 增速环比-18.8pct; 交通和通信同比-4.7%, 增速环比1.8pct; 教育文化和娱乐同比+2.4%, 增速环比+0.9pct。7月CPI略有下降, 主要受猪肉和鲜菜拖累。目前猪肉处于供给旺季, 叠加去年高基数, 表现为同比明显下降。预计下半年供给仍旧充足, 价格面临下行压力, 仍将处于低位水平。暑假期间, 文化和旅游市场景气度高, 出行、旅游、住宿等服务业表现优秀, 带动服务价格和核心CPI回暖。预计政策催化下, 8月CPI有所回升, 四季度或将由负转正。

- **失业率环比略有上升, 2023年上半年居民人均收入同比增长6.5%。**①**就业:** 7月全国城镇调查失业率5.3%, 环比上升0.1pct。**大城市失业率持续回落,** 全国31个大城市城镇调查失业率5.4%, 较上月环比下降0.1pct。国家统计局自8月起暂停发布全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率, 主因人口结构变化。②**收入和支出:** 2023年上半年居民人均收入同比达6.5%, 较上期累计环比提升1.4pct。2023年上半年全国居民实际消费支出累计同比达7.6%, 较上期提升3.6pct。收入增速-支出增速为-1.9%, 消费意愿恢复态势明显。
- **投资建议:** 整体消费仍处在弱复苏区间, 且方向不变, 持仓比较高的白酒短期迎边际改善, 马太效应强, 地产酒尤其是徽酒、西北区域酒机会较多。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。**建议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; 建议关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、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; 食品安全的影响; 竞争加剧的影响; 消费需求的影响。

正文目录

1. 整体社零：7月社零同比增长2.5%，环比回落收窄	6
2. 分品类：餐饮恢复确定性高，提振整体社零表现	8
3. 价格表现：CPI负增长、核心CPI回升	14
4. 就业情况：7月失业率环比略有上升，仍处于同期低位	17
5. 居民收入和居民支出：2023年上半年居民人均收入同比增长6.5%， 消费意愿恢复态势明显	19
6. 投资建议	25
7. 风险提示	25

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 2019 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 网上商品和服务累计零售额对比 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	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	11
图 21 不同品类对社零增长贡献比例排名	11
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	13
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	14
图 26 不同品类对社零增长贡献比例排名	14
图 27 CPI 及 PPI 当期值	15
图 28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况	15
图 29 CPI 及 PPI 变化趋势	15
图 30 PPI-CPI 剪刀差变化趋势	15
图 31 分品类 CPI 当期值	16
图 32 食品类 CPI 当期值	16
图 33 分品类 CPI 同比增速环比变化情况	16
图 34 2019 年至今城镇调查失业率	17
图 35 不同年龄段城镇调查失业率	18
图 36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率	18
图 37 31 个大城市城镇调查失业率	18
图 38 不同户籍城镇调查失业率	19
图 39 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率	19
图 40 农民工就业情况	19
图 41 人均收入累计名义同比及对 2019 年 CAGR 增速	20
图 42 人均收入及分项收入增速	20
图 43 人均收入及分项对比 2019CAGR	20
图 44 人均收入月度同比增速环比变化情况	20
图 45 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况	20
图 46 人均支出实际累计同比及对 2019 年 CAGR 增速	21

图 47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速	21
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	21
图 49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比	22
图 50 整体名义收入-支出剪刀差	22
图 51 城镇居民实际收入-支出剪刀差	22
图 52 乡村居民实际收入-支出剪刀差	23
图 53 人均收入及工企利润对比	23
图 54 2022 年第一、第二、第三产业人数占比	24
图 55 2022 年农民工在总人口中占比	24
图 56 2022 年农民工在劳动人口中占比	24
图 57 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速	24
图 58 农民工收入近三年复合增速	25
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	12

1.整体社零：7月社零同比增长2.5%，环比回落收窄

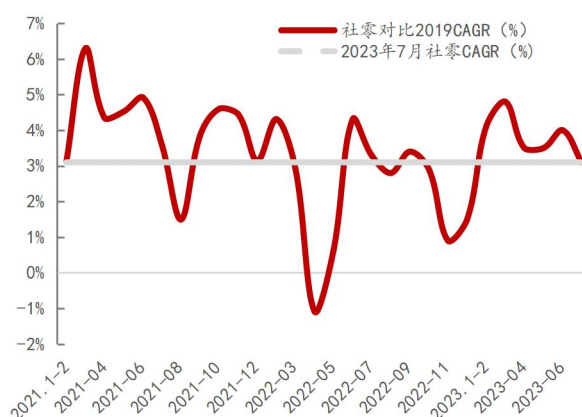
(1) 总体情况：2023年7月社零同比增长2.5%，表现低于预期(+5.3%)。①本月社零同比低于预期。2023年7月社零同比增速为2.5%（增速环比-0.6pct），明显低于wind一致预期5.3%。年初疫情政策调整消费反弹后同比增速于5月份回落（3、4月社零同比增速分别达10.6%、18.4%），环比下滑收窄。②本月社零相比2019CAGR环比下降。去除掉基数因素，2023年7月较2019年同期CAGR达3.1%，较上月下降0.9pct，本月社零同比增速环比放缓，为2月以来增速最低。③7月社零对2019CAGR相比2022年，略高于2022年平均水平。去除掉疫情对社零的干扰因素，本月社零对2019CAGR小于2022年对2019CAGR最高水平(+4.3%)，略高于2022年对2019CAGR平均水平(+2.4%)。整体来看，2023年7月社零对2019CAGR处于2022年平均水平，同比增速环比放缓，明显低于预期，消费凸显一定程度的疲弱。同时，我们看到年初强势反弹后回落幅度进一步收窄，叠加宏观面积积极释放房产、家电、汽车等多项利好政策，下半年有望逐步催化兑现，社零加快企稳回暖。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



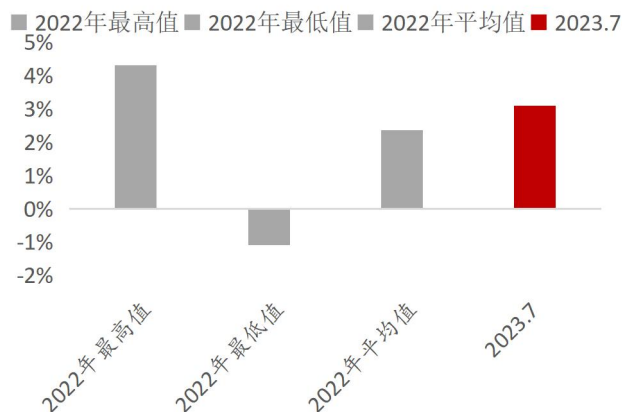
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 对比2019年的社零CAGR



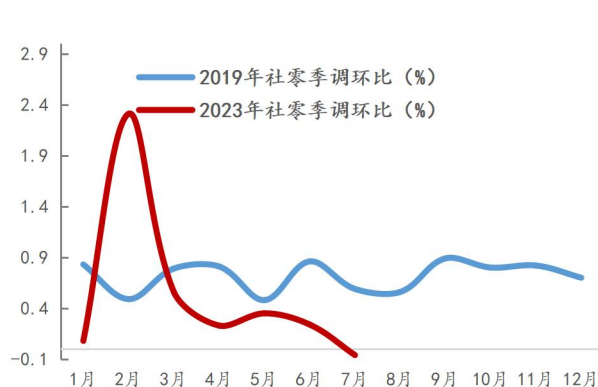
资料来源：wind，东海证券研究所

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

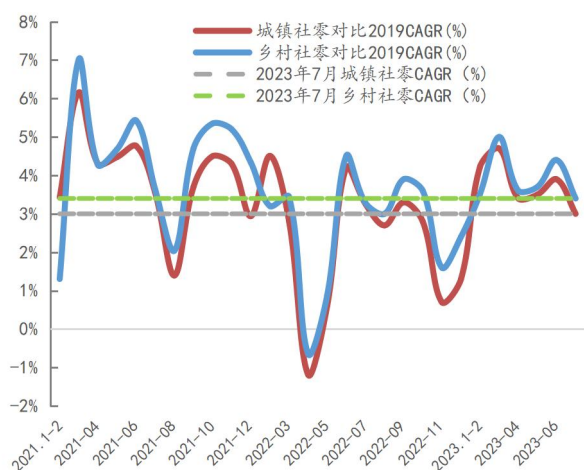
图4 对比2019年社零环比趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

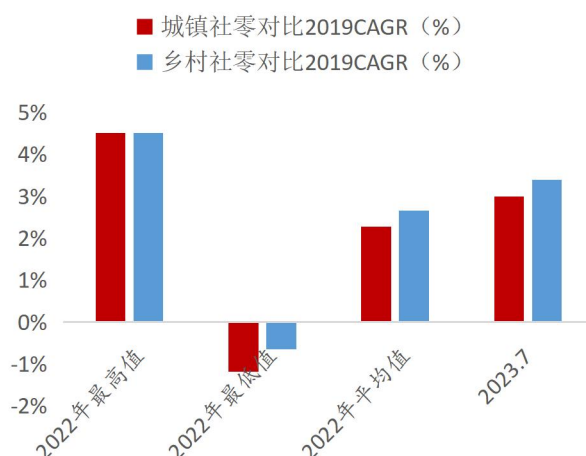
(2) 分地域：城镇乡村增速均环比回落，乡村表现更具韧性。①**城镇：**7月城镇社零同比增速为2.3%，较上月增速环比下降0.7pct；对比2019CAGR达3.0%，略高于2022年全年平均值（2.3%），低于2022年全年最高值（4.5%），较上月3.9%下降0.9pct。②**乡村：**7月乡村社零同比增速达3.8%，较上月环比下降0.4pct；对比2019CAGR达3.4%，高于2022年全年平均值（2.7%），低于2022年全年最高值（4.5%），较上月4.4%增速环比下降1.0pct。**整体来看，7月因整体社零放缓城镇和乡村消费均受影响，乡村表现更具韧性。**

图5 城乡对比2019年的社零CAGR



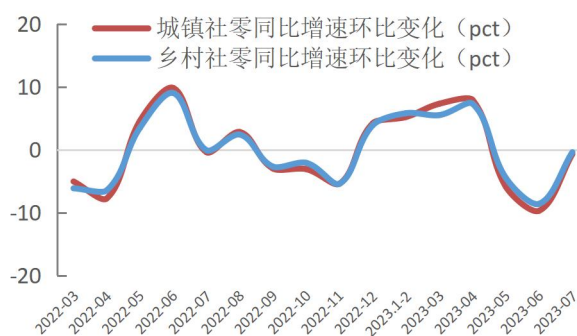
资料来源：wind，东海证券研究所

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

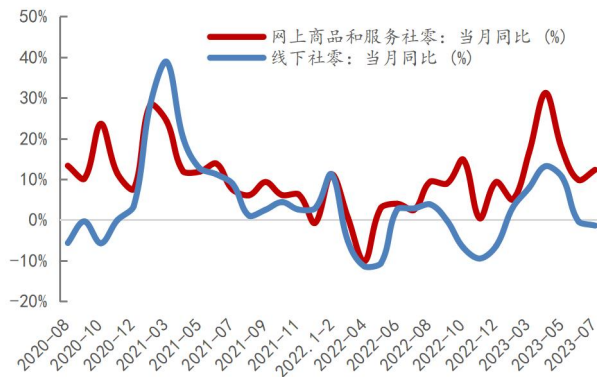
图7 本年城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

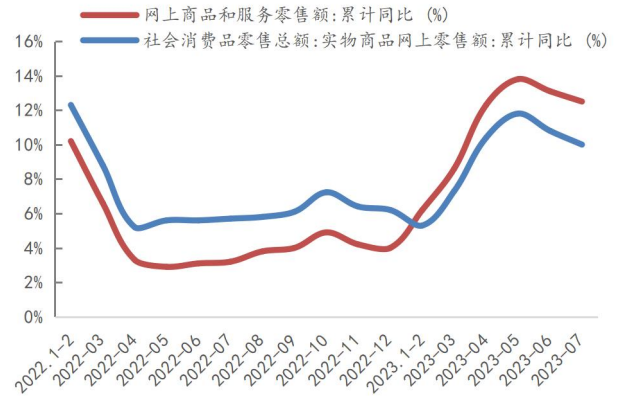
(3) 分渠道：线上回落翘尾，线下增长较为乏力。①**线上回落翘尾。**7月网上商品和服务零售额累计同比达12.5%，较上月下降0.6pct，测算的当月同比达12.3%（增速环比+2.5pct），对比2019CAGR达10.09%（-1.41pct）；7月网上实物零售额累计同比增长10.0%，较上月下降0.8pct，累计同比对比2019CAGR较上月环比持平为12.2%。7月网上商品和服务零售额同比回升，主因同期低基数，同时自6月高点环比下滑明显，目前环比降幅收窄。**分品类来看，**7月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长8.7%、12.0%、9.5%，较上月增速环比-0.2pct、-1.3pct、-0.8pct。吃、穿、用三个品类对比2019CAGR，环比分别下降0.14pct、0.05pct和0.14pct。②**线下增长较为乏力。**根据社零、网上商品及服务零售额推算，7月线下社零当月同比为-1.4%，较上月环比下降1.0pct，对比2019CAGR达0.02%（-0.87pct），近三个月增长平稳。**整体看，线上短期高点回落开始企稳回升，线下增长较为乏力。**

图 8 分渠道社零同比增速



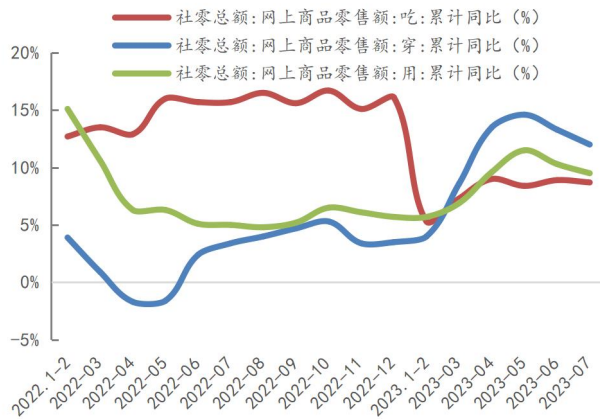
资料来源：wind，东海证券研究所

图 9 线上社零累计同比增速



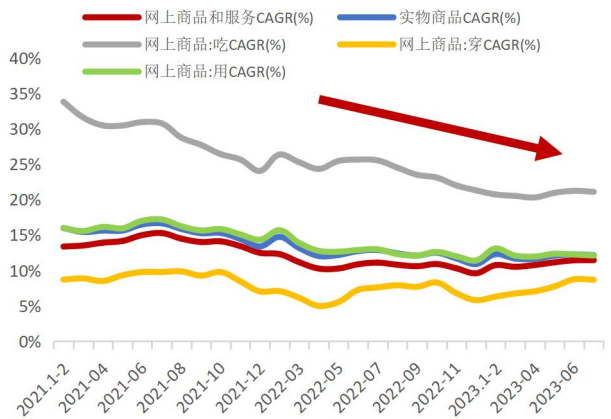
资料来源：wind，东海证券研究所

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 网上商品和服务累计零售额对比 2019 CAGR



资料来源：wind，东海证券研究所

2.分品类：餐饮恢复确定性高，提振整体社零表现

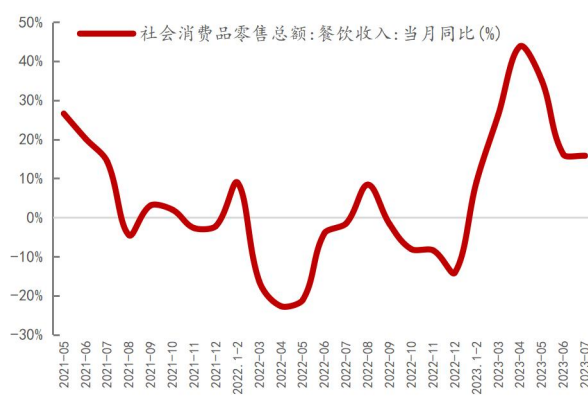
(1) 分商品及服务：餐饮恢复确定性高，是 7 月社零的重要驱动因素。①**餐饮恢复确定性高，保持较快增长。**7 月社零餐饮服务总额当月同比上涨 15.8%，较上月环比回落 0.3pct（基数效应），依旧保持较快增长，是 7 月社零的重要驱动因素。去除疫情影响，2023 年 7 月餐饮消费对比 2019CAGR 为 3.8%，增速环比上升 0.6pct，高于 2022 年各月对 2019CAGR 的最高值 1.5%。此外，餐饮零售当月值较上月略有下降，降至 4277 亿。但餐饮恢复确定性高，预计随着暑期旺季、双节来临向上动能依旧强劲。②**商品零售环比放缓。**7 月社零商品零售总额当月同比上涨 1.0%，较上月下降 0.7pct，商品零售增速下滑。从去除疫情影响角度，7 月商品零售对比 2019CAGR 达 3.0%，较上月下降 1.1pct（环比上月 0.4pct 由增转减），与 2022 各月对 2019CAGR 的平均值 3.0%持平，低于 2022 各月对 2019CAGR 的最高值 4.9%。此外，商品零售自 5 月环比零售额绝对值连续两月环比增长后，降至 7 月的 32483 亿。整体来看，餐饮恢复确定性高，提振整体社零表现，商品零售消费需求较为疲弱。

图 12 近两年社零商品零售同比增速



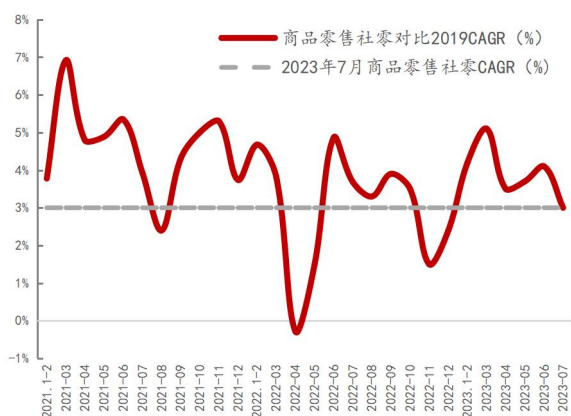
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 13 近两年社零餐饮收入同比增速



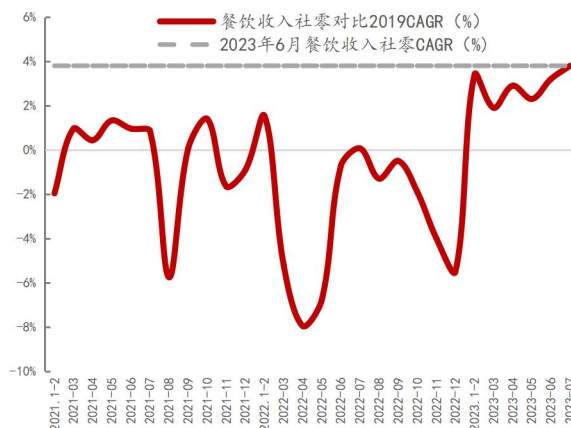
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR



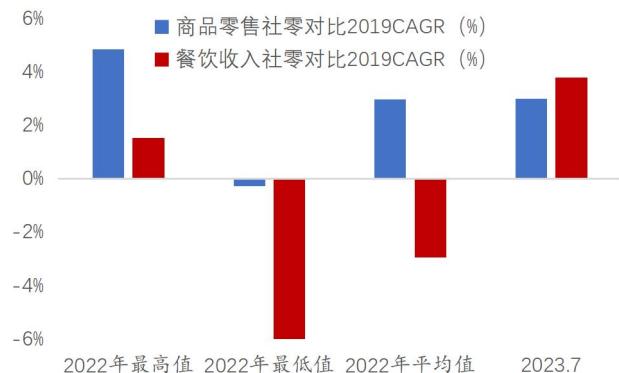
资料来源: wind, 东海证券研究所

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



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

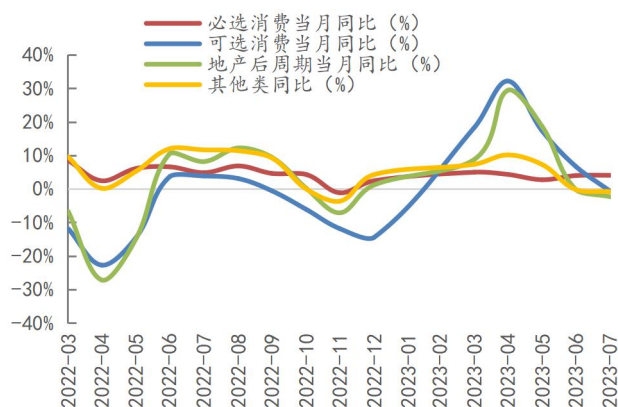
(3) 大类表现：大众消费支撑必选恢复稳健。7月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达+4.05%、-0.71%、-2.35%、-0.82%，增速分别较上月环比+0.09pct、-7.41pct、-2.17pct、-0.62pct，必选唯一实现同比正增长，而且略有提速。从去除疫情影响角度，7月必选、可选、地产后周期、其他类对比2019CAGR分别为7.18%、3.10%、3.62%和4.73%，增速分别较上月环比-2.83pct、-4.11pct、+0.8pct和-2.06pct，各大类维持复苏态势。整体看，复苏方向不变，复苏过程呈现螺旋式波动形态，预计后期大众消费支撑必选恢复稳健，可选受益政策面催化呈现多点弹性。

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
6月同比增速(%)	3.96	6.70	-0.18	-0.20
7月同比增速(%)	4.05	-0.71	-2.35	-0.82
增速环比改善(pct)	0.09	-7.41	-2.17	-0.62
2023年6月对比2019CAGR(%)	10.01	7.21	2.82	6.79
2023年7月对比2019CAGR(%)	7.18	3.10	3.62	4.73
7月对社零同比增长贡献率(%)	-199.51	21.17	226.32	52.02

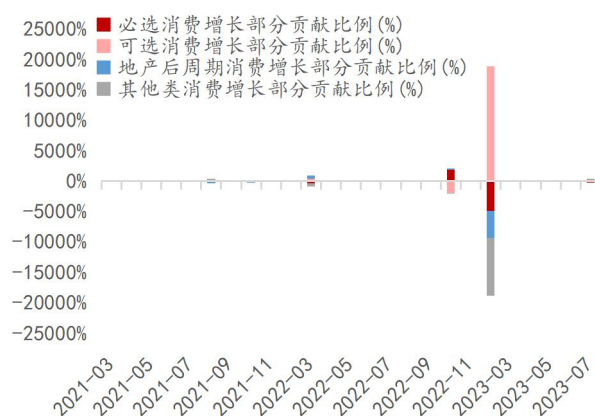
资料来源：wind，东海证券研究所

图 18 不同类型社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

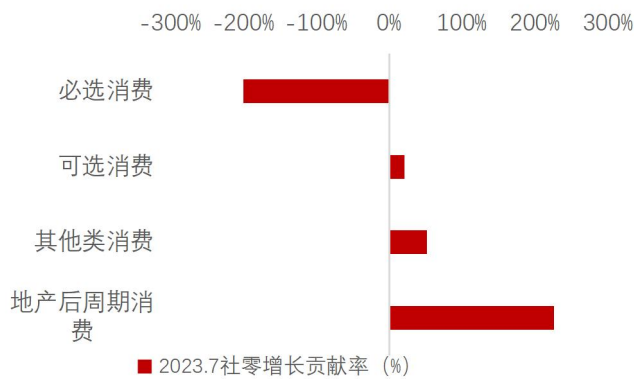
图 19 2022 年以来不同品类对社零增长贡献比例



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

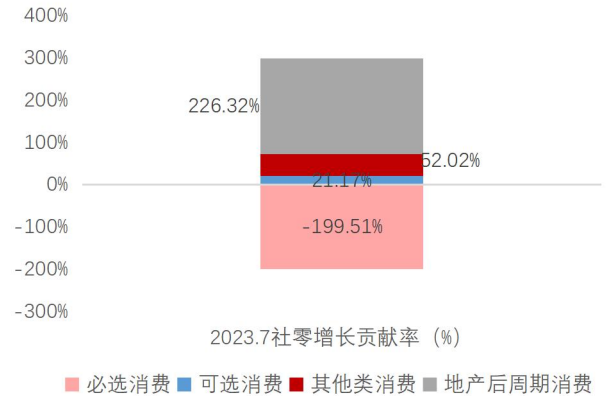
图 20 不同品类对社零增长贡献比例



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

(4) 具体品类分析：餐饮、大众品复苏稳健，体育娱乐弹性足，家具汽车受政策催化表现佳。

①**必选**：粮油、食品类同比、增速环比均为正，饮料类和烟酒类同比上升，环比下降，日用品同比下降、环比上升。对比 2019CAGR，各品类均环比提升，其中除日用品外提升幅度均超过 5pct。预计餐饮、软饮、啤酒受消费场景复苏和旺季动销加快，需求提振明显，带动必选稳健。

②**可选**：服装鞋帽、针、纺织品类和体育、娱乐用品类同比增速均为正，化妆品和金银珠宝为负增长。可选各品类环比增速均放缓，但对比 2019CAGR 改善。金银珠宝主要受去年同期金价下跌导致的“抢金潮”高基数影响，体育娱乐受益于场景放开恢复弹性较大。

③**地产后周期**：家具同比上涨 0.1%，增速环比下降 1.1pct，其余均同比减少。得益于消费政策对家具的倾斜和消费券的带动，家具表现较为稳健。去除疫情影响，2023 年 7 月对比 2019CAGR 增速除建筑及装潢材料均为正，因消费政策对新能源汽车的支持与出口加大，汽车类表现相对较好。

④**其他**：通讯器材和中西药品为同比增长，其余为下跌；从增速环比来看，除石油及制品因油价持续上涨增速提升外，其余各品类均下跌。去除疫情影响，各品类增速均为正，中西药品表现相对较好。

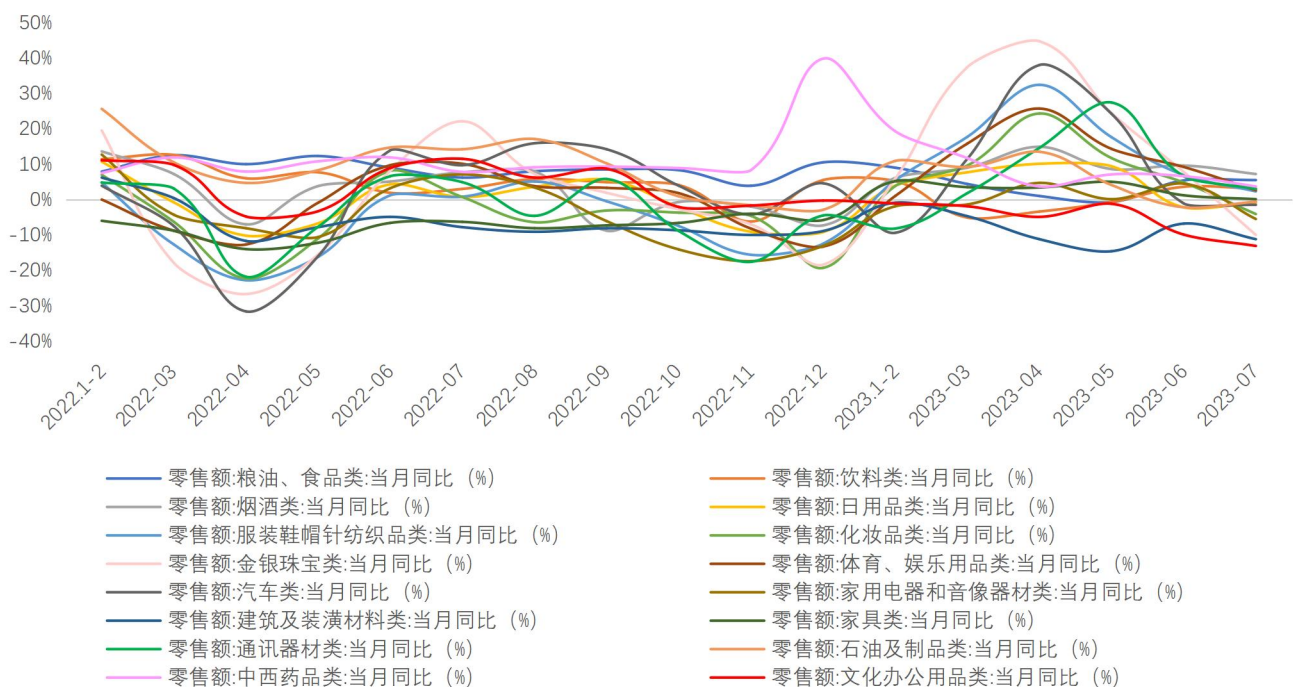
整体看，因去年 7 月为高基数，多数呈现环比回落。对比 2019CAGR 大多数品类存在实际提速，必选稳健，可选放缓，地产后周期恢复相对较弱。

表 2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	7月同比增速(%)	6月同比增速(%)	增速环比(pct)	2023年7月对比2019CAGR(%)	2023年6月对比2019CAGR(%)
必选消费	粮油、食品类	5.5	5.4	0.1	7.5	10.1
	饮料类	3.1	3.6	-0.5	9.2	12.9
	烟酒类	7.2	9.6	-2.4	8.7	11.4
	日用品类	-1.0	-2.2	1.2	4.8	8.0
可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	2.3	6.9	-4.6	2.0	5.1
	化妆品类	-4.1	4.8	-8.9	2.0	11.6
	金银珠宝类	-10.0	7.8	-17.8	7.8	8.2
	体育、娱乐用品类	2.6	9.2	-6.6	10.1	16.1
地产后周期类	汽车类	-1.5	-1.1	-0.4	4.5	2.0
	家用电器和音响器材类	-5.5	4.5	-10	1.7	6.6
	建筑及装潢材料类	-11.2	-6.8	-4.4	-2.8	1.9
	家具类	0.1	1.2	-1.1	0.0	1.4
其他类	通讯器材类	3.0	6.6	-3.6	4.7	11.8
	石油及制品类	-0.6	-2.2	1.6	4.6	4.4
	中西药品类	3.7	6.6	-2.9	6.3	9.2
	文化办公用品类	-13.1	-9.9	-3.2	2.8	7.5

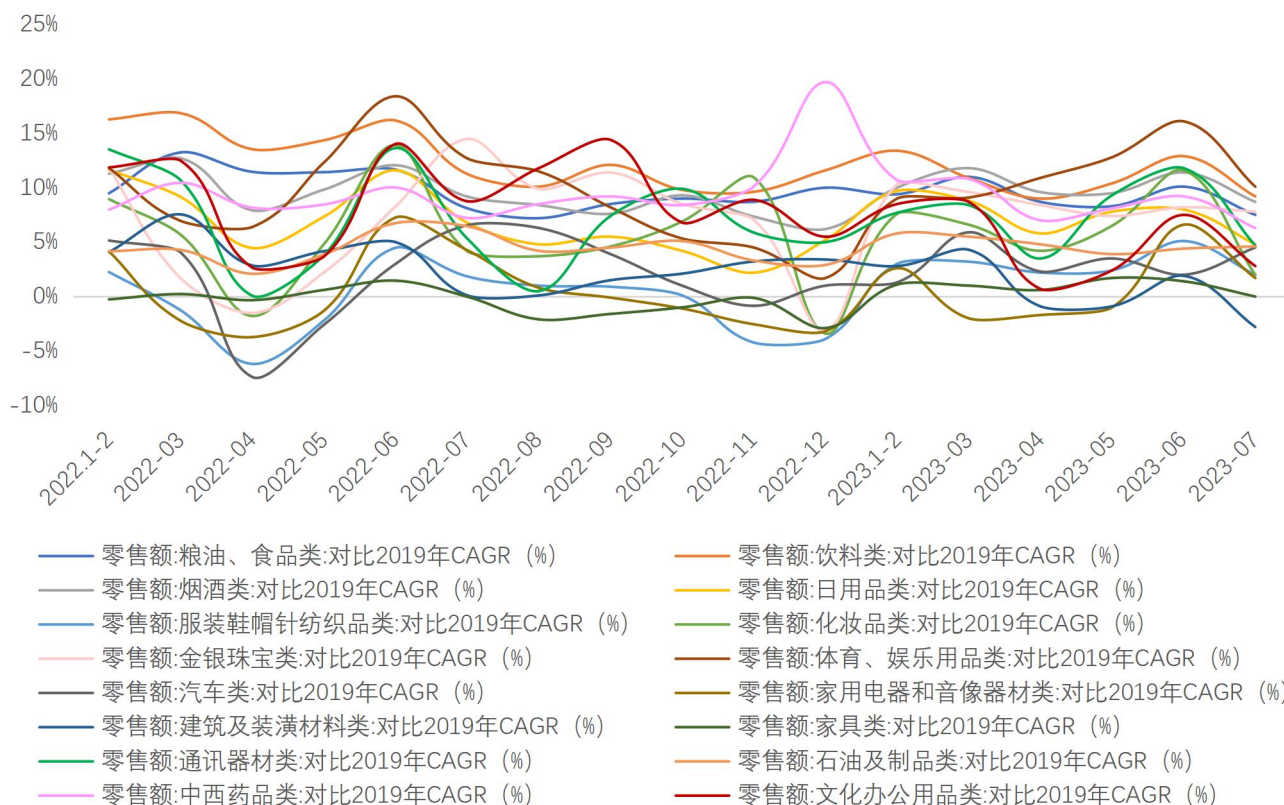
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 22 2022-2023 年不同品类社零同比增速



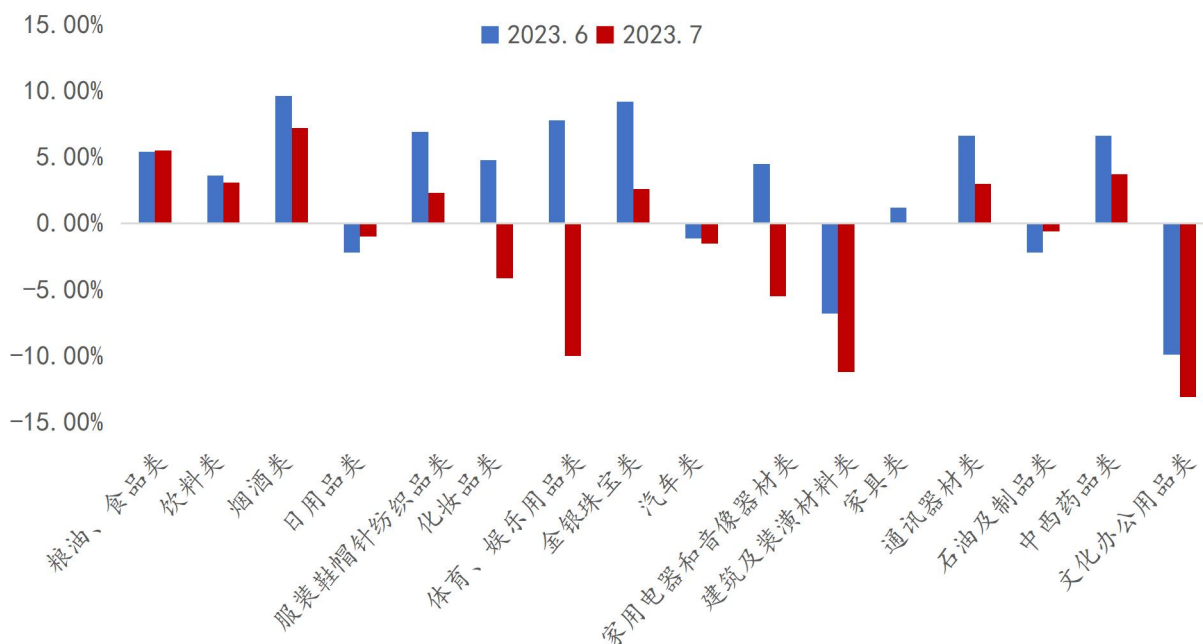
资料来源: wind, 东海证券研究所

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

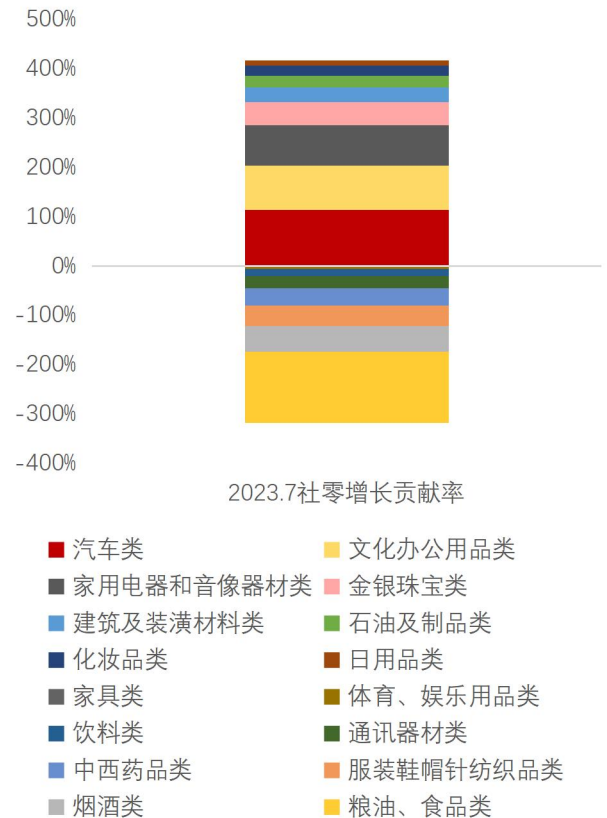
图 25 不同品类对社零增长贡献比例



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



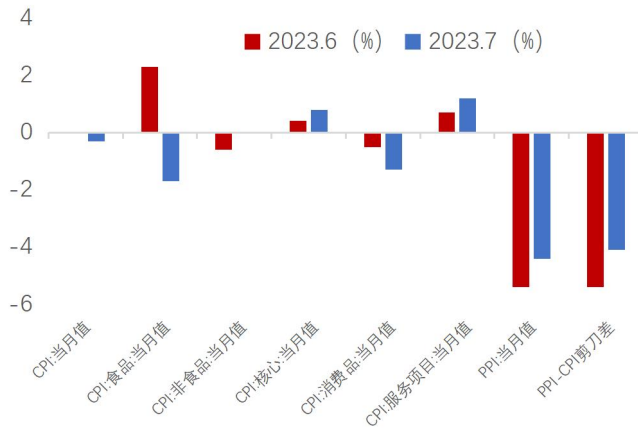
资料来源：wind，东海证券研究所

*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 负增长、核心 CPI 回升

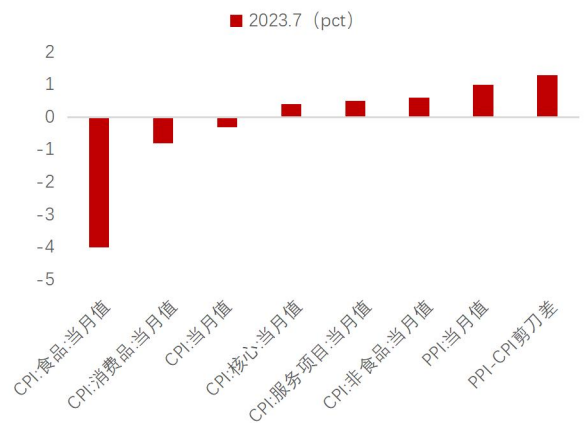
(1) 整体情况：CPI 负增长、核心 CPI 回升。①CPI 同比下降，环比增加。2023 年 7 月 CPI 同比-0.3% (环比+0.2pct)。②食品价格同比、环比均下降，非食品价格同比维持、环比上升。食品、非食品 CPI 分别同比-1.7% (环比-1.0pct)、0.00% (环比+0.5pct)，去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.8% (环比+0.4pct)。③消费品价格同比、环比均下降，服务价格同比、环比均上涨。消费品同比、服务 CPI 同比分别为-1.3% (环比-0.1pct)、+1.2% (环比+0.8pct)。④PPI 增速同比、环比均下降，PPI-CPI 剪刀差绝对值缩小。7 月 PPI 同比-4.4% (环比-0.2pct)，PPI-CPI 剪刀差为-4.1pct，下游产品同比小幅回升，上游采掘工业与原材料工业回升幅度更大，导致 PPI-CPI 剪刀差绝对值缩小。整体看，7 月 CPI 略有下降，主要受猪肉和鲜菜拖累。目前猪肉处于供给旺季，叠加去年高基数，表现为同比明显下降。预计下半年供给仍旧充足，价格面临下行压力，仍将处于低位水平。另一方面，暑假期间，文化和旅游市场景气度高，出行、旅游、住宿等服务业表现优秀，带动服务价格和核心 CPI 回暖。近期，宏观面密集出台多项利好政策，围绕家电、汽车等展开工作带动消费需求，CPI 后续仍具备向上动能。预计 8 月有所回升，四季度或将由负转正。

图 27 CPI 及 PPI 当期值



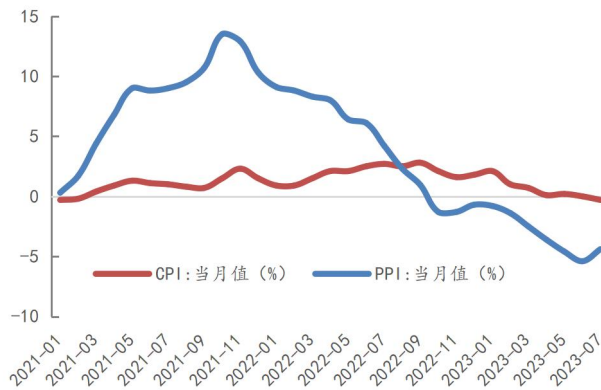
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



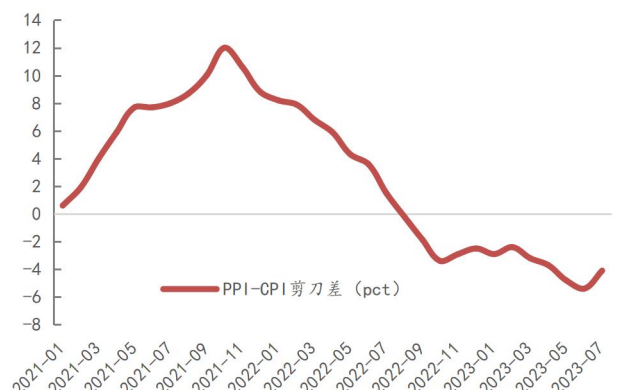
资料来源: wind, 东海证券研究所

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

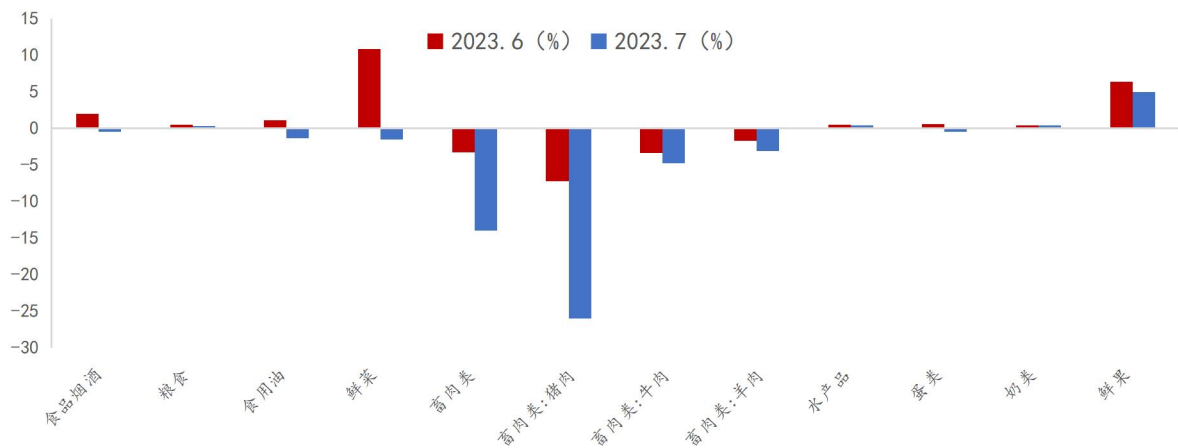
(2) 分品类: 猪肉同比下滑明显, 教育文化和娱乐变现亮眼。食品类方面, 畜肉类同比-14.0%, 增速环比-10.7pct; 猪肉同比-26.0%, 增速环比-18.8pct; 鲜菜同比-1.5%, 增速环比-12.3pct; 鲜果同比+5.0%, 增速环比-1.4pct。猪肉方面目前仍处于供给旺季, 整体处于供大于求的状态, 猪肉价格疲软。**非食品类方面**, 交通和通信同比-4.7%, 增速环比 1.8pct; 教育文化和娱乐同比+2.4%, 增速环比+0.9pct。暑期游需求旺盛, 带动出行、旅游和住宿, 同时演唱会、体育赛事复苏弹性较大。

图 31 分品类 CPI 当期值



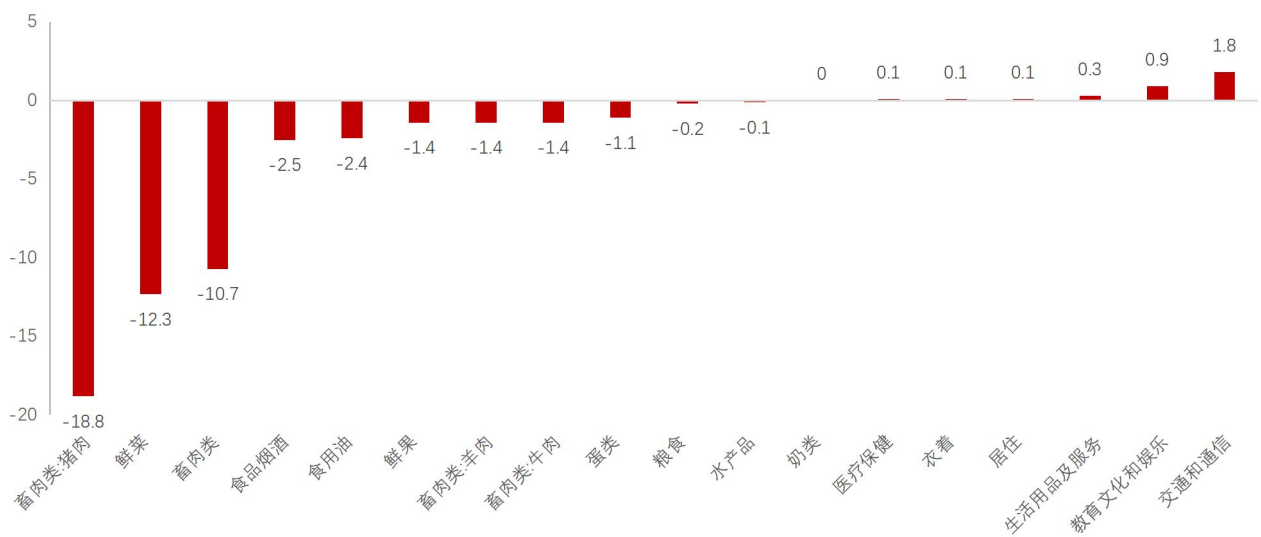
资料来源：wind，东海证券研究所

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

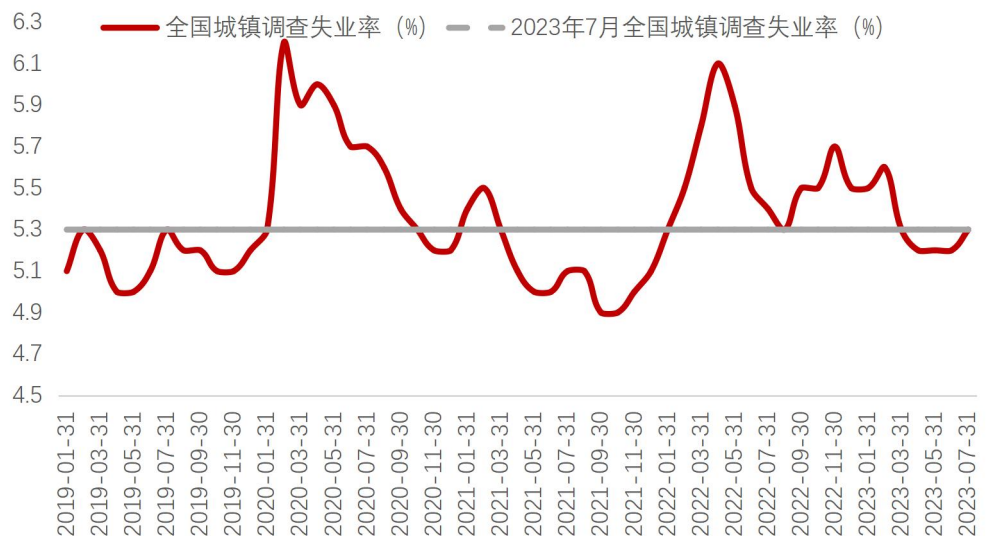


资料来源：wind，东海证券研究所

4.就业情况：7月失业率环比略有上升，仍处于同期低位

(1) 整体情况：2023年7月城镇失业率环比略有上升，但仍处于同期低位。①失业率环比略有上升。2023年7月全国城镇调查失业率5.3%，环比上升0.1pct。②处于同期偏低位置。与去年同期失业率5.4%相比，回落0.1pct，排除新冠疫情的影响，与2019年同期相比，失业率持平。

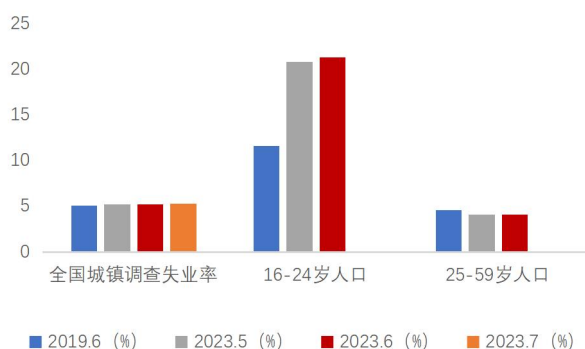
图 34 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

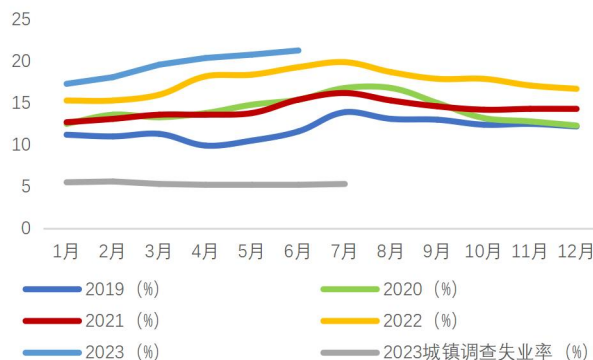
(2) 按年龄结构：国家统计局暂停发布分年龄段的城镇调查失业率。①本月起，暂停发布。国家统计局自8月起暂停发布全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率，主因居民受教育水平提高和经济吸收就业有限导致的人口结构变化，青年人在校学习时间增加，在校学生规模不断扩大。2022年在校学生达到6500多万人，在16-24岁人群中占比约68%。劳动力调查统计需要进一步健全优化。②2023年上半年青年人失业率仍处高位。2023年6月16-24岁人城镇调查失业率达21.3%，环比上升0.5pct。剔除疫情影响，与2019年同期相比高9.7pct，同时明显高于2020、2021年。整体看，自2019年以来，青年人失业率逐年走高，2023年上半年青年人失业率明显高于2019年以来的各年水平，同时逐月环比提升，就业情况表现疲软。

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

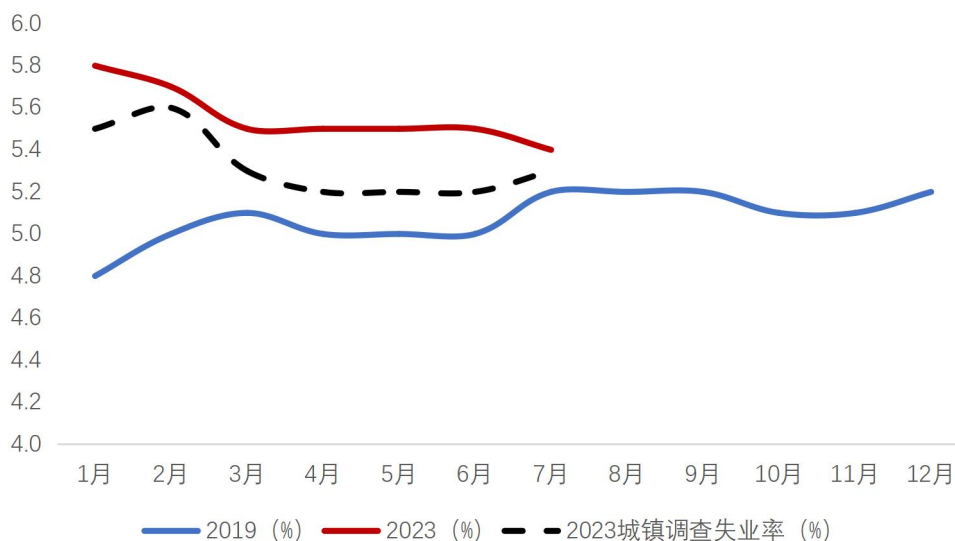
图 36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 大城市失业率：大城市失业率持续回落，后期恢复弹性大。①失业率环比下降。2023年7月，全国31个大城市城镇调查失业率5.4%，较上月环比下降0.1pct，较城镇调查失业率高出0.1pct。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。

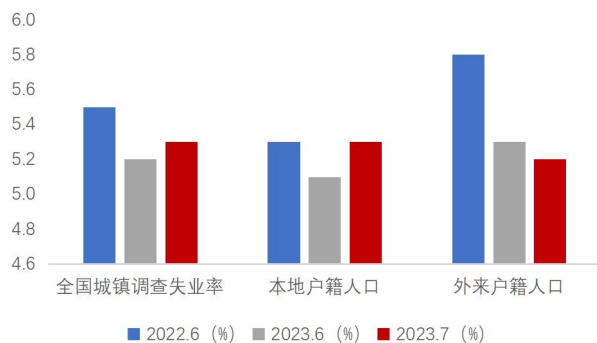
图 37 31 个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

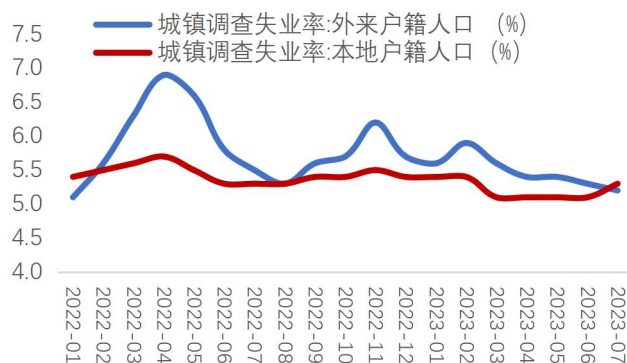
(4) 按户籍结构：外来人口失业率7月同比环比双降。①外来户籍人口失业率较去年11月高点明显好转，7月同比环比双降。2023年7月外来户籍人口失业率为5.2%，较上月环比下降0.1pct，低于去年同期0.3pct。本地户籍失业率为5.3%，环比上升0.2pct，与去年同期持平。②农民工失业率持续回落。2023年7月外来农业户籍人口失业率4.8%，环比下降0.1pct，好于同期全国城镇调查失业率和同期外来大城市失业率。

图 38 不同户籍城镇调查失业率



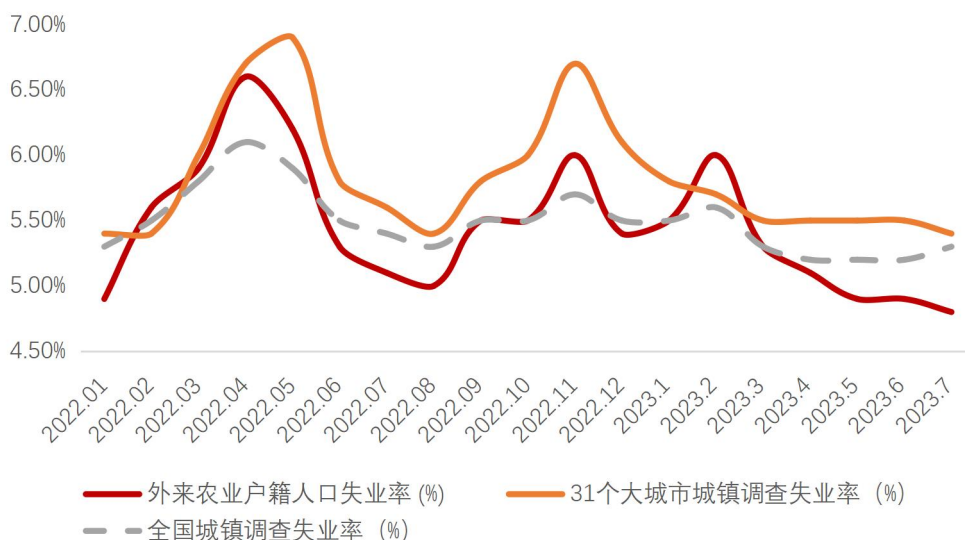
资料来源：wind，东海证券研究所

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

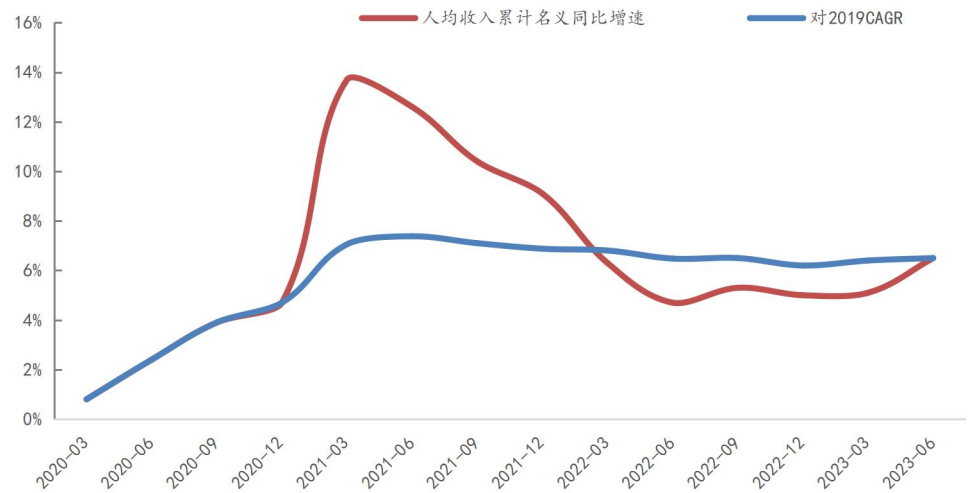
5.居民收入和居民支出：2023 年上半年居民人均收入同比增长 6.5%，消费意愿恢复态势明显

(1) 居民收入：2023 年上半年居民人均收入同比增长 6.5%，经营净收入影响较大。

①居民人均收入同比、环比提升。2023 年上半年居民人均收入同比达 6.5%，较上期累计环比提升 1.4pct，去除掉疫情影响因素，2023 年上半年居民累计人均收入较 2019CAGR 达 6.5%，较上期环比提升 0.1pct。收入增速-支出增速为-1.9%，消费意愿恢复态势明显。

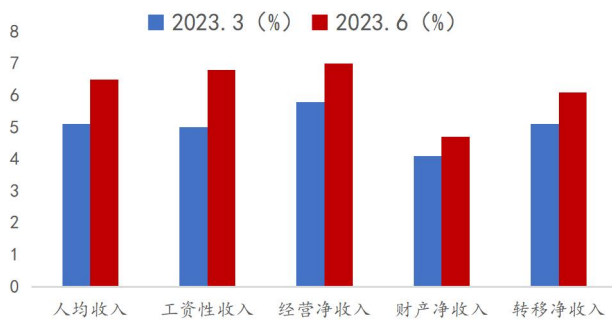
②经营净收入影响较大，上半年各收入环比均提升。具体来看，上半年居民收入经营净收入影响较大，累计同比增长达 7.0%，环比提升 1.2pct，影响最为显著。上半年居民收入工资性收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.8%(环比+1.8pct)、4.7%(环比+0.6pct)、6.1%(环比+1.0pct)。去除掉疫情影响因素，2023 年上半年居民工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.5% (+0.3pct)、5.3% (-0.1pct)、7.2% (-0.1pct)、7.2% (持平)，财产净收入和转移净收入影响显著，工资性收入环比上升。

图 41 人均收入累计名义同比及对 2019 年 CAGR 增速



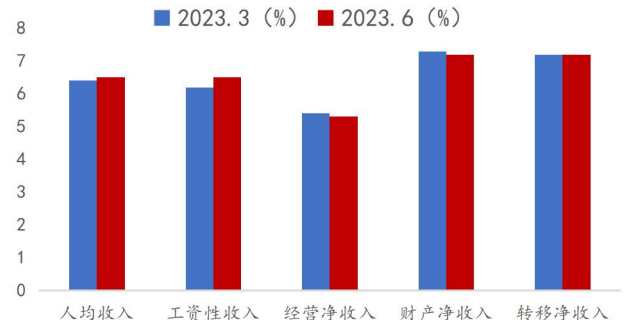
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 42 人均收入及分项收入增速



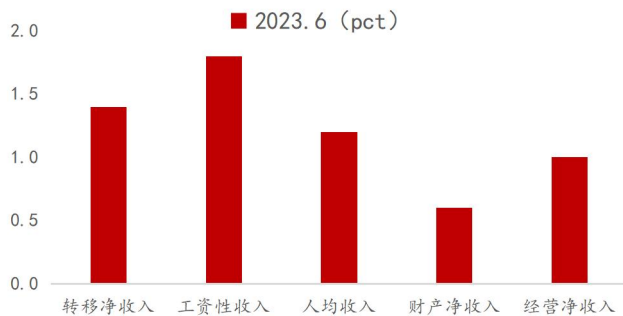
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 43 人均收入及分项对比 2019CAGR



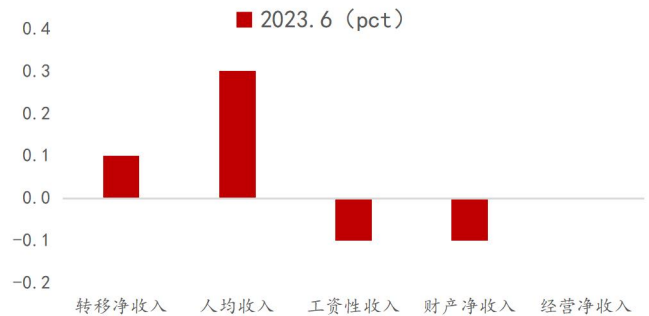
资料来源: wind, 东海证券研究所

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

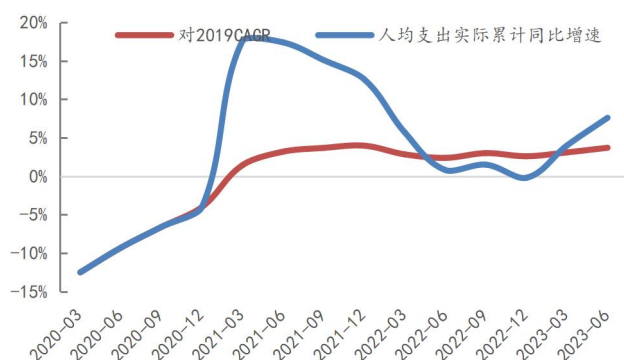


资料来源: wind, 东海证券研究所

(2) 居民支出: 今年上半年, 因疫情影响减弱, 环比提升, 消费意愿回升。①居民消费支出环比提升。2023 年上半年全国居民实际消费支出累计同比达 7.6%, 较上期提升 3.6pct。②农村居民消费性支出实际累计同比高于城镇居民。2023 年上半年城镇、农村居民消费性

支出实际累计同比分别达 7.0% (+3.5pct)、7.9%(+3.7pct)。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 0.2pct，农村环比提升 1.0pct。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（名义收入增速-名义支出增速），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-支出剪刀差环比上季度上升 1.37pct，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 年上半年收入-支出剪刀差环比上期下降 1.57pct。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 人均支出实际累计同比及对 2019 年 CAGR 增速



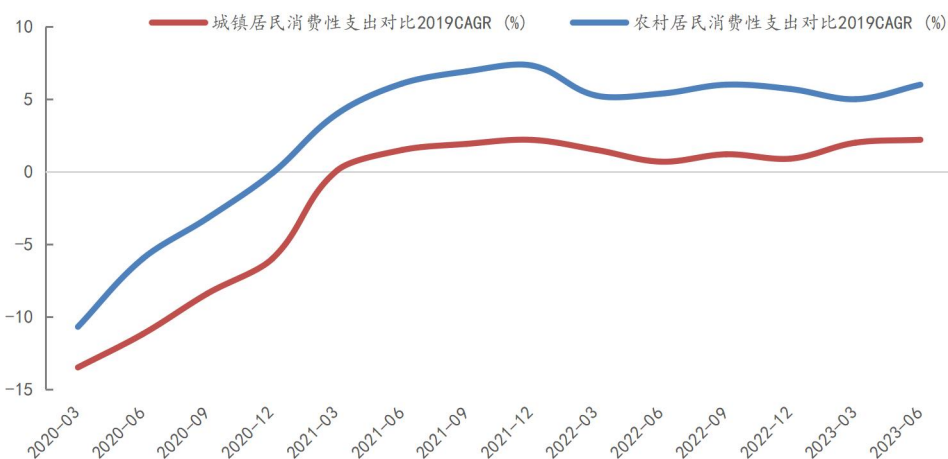
资料来源：wind，东海证券研究所

图 47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速



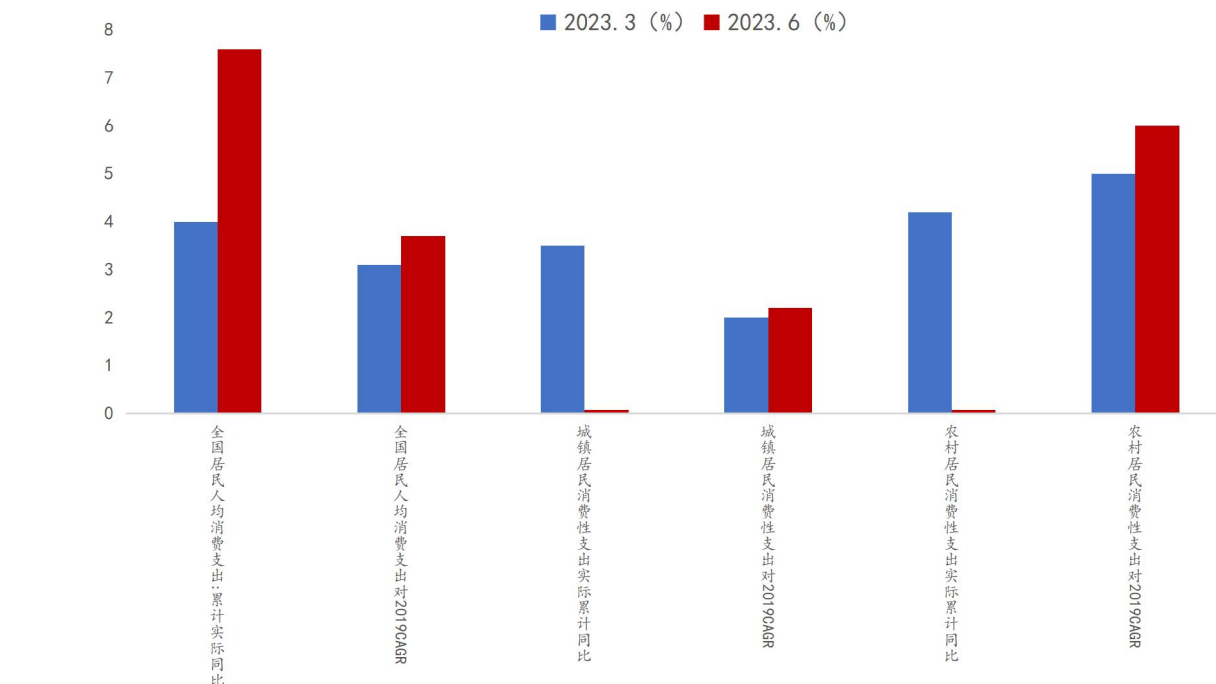
资料来源：wind，东海证券研究所

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



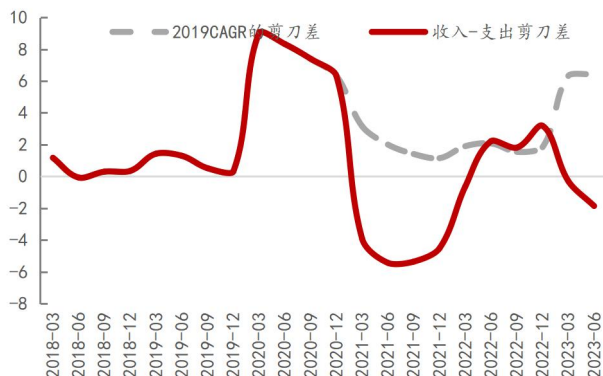
资料来源：wind，东海证券研究所

图 49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比



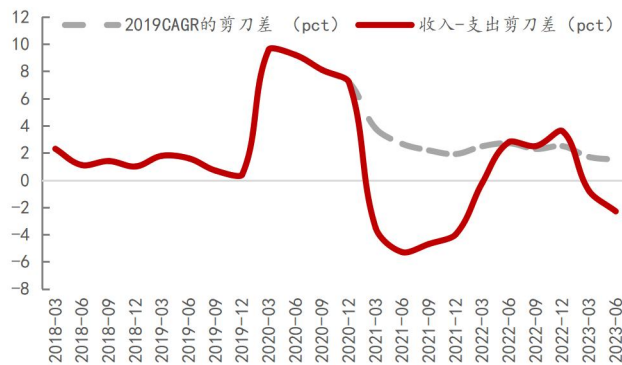
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 50 整体名义收入-支出剪刀差



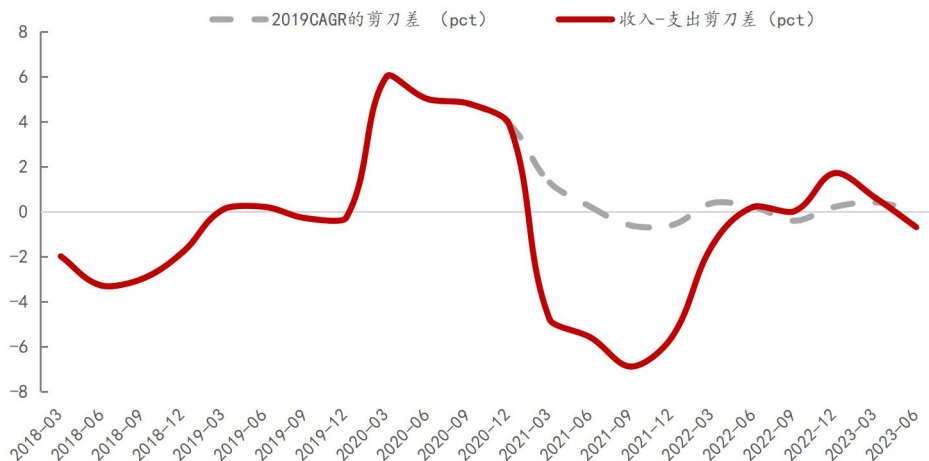
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 51 城镇居民实际收入-支出剪刀差



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 52 乡村居民实际收入-支出剪刀差



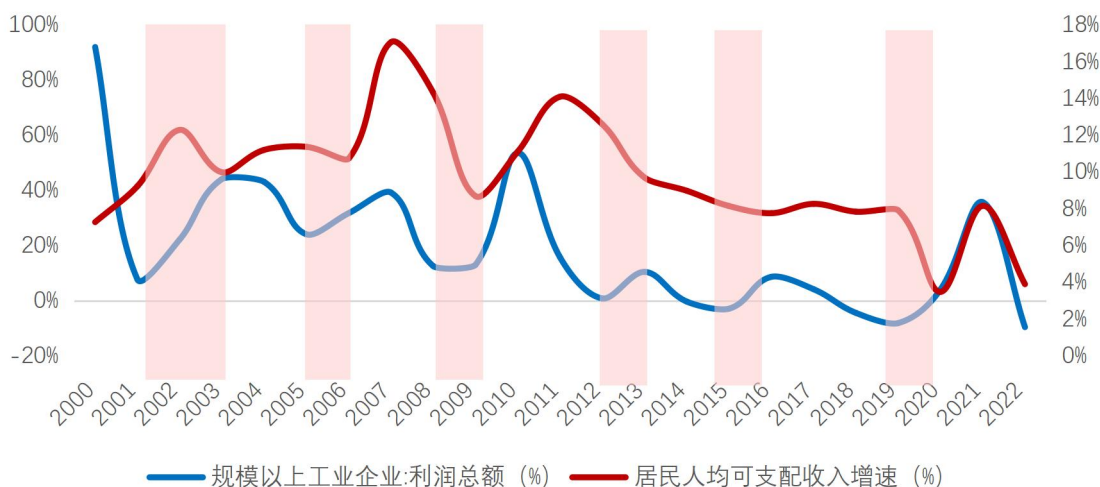
资料来源：wind，东海证券研究所

(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 1-5 月累计工业企业利润同比下跌 18.80%。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。2022 年工业所在的第二产业从业人数占比约 28.8%，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 年农民工人口占总人口比例、农民工人口占劳动人口比例分别达 21%、40%，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 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。

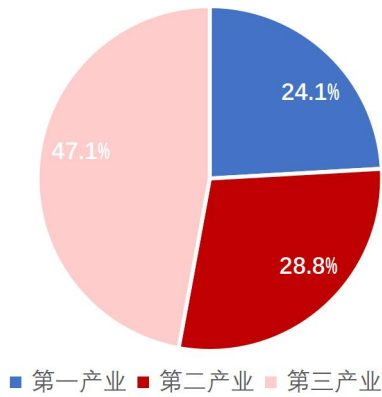
图 53 人均收入及工企利润对比



资料来源：wind，东海证券研究所

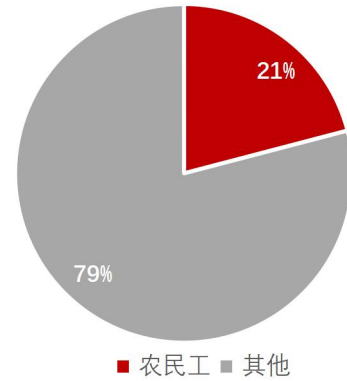
*2013 年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

图 54 2022 年第一、第二、第三产业人数占比



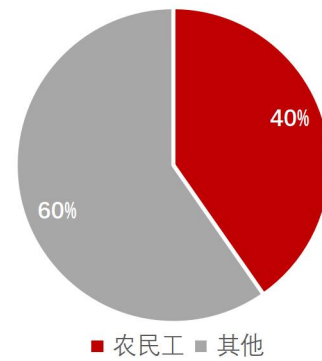
资料来源：wind，东海证券研究所

图 55 2022 年农民工在总人口中占比



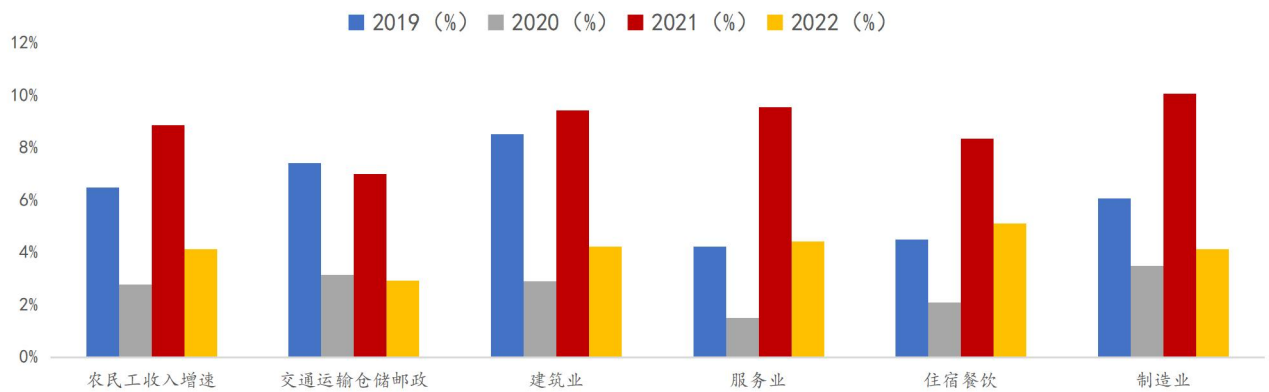
资料来源：wind，东海证券研究所

图 56 2022 年农民工在劳动人口中占比



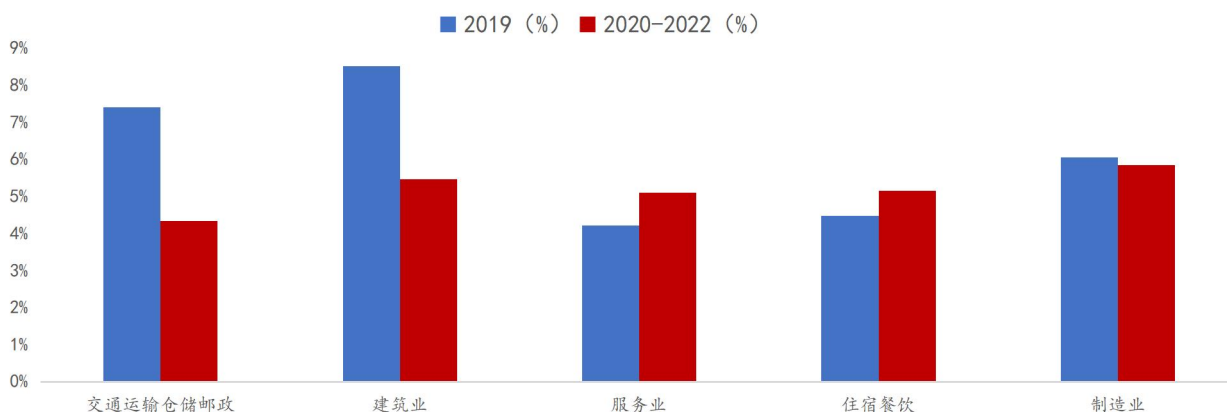
资料来源：wind，东海证券研究所

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。建议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；建议关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、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) **食品安全的影响**：食饮行业安全对公司甚至行业影响较大，如果部分公司食饮安全出现问题，可能对估值及长期基本面带来影响。

(3) **竞争加剧的影响**：去年疫情以来，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来消费产生继续影响。

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
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 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
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089