



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 23M7：需求压力加大，继续等待拐点

核心观点

- **需求压力加大，增速继续放缓。**7月需求端压力加大，不同指标超预期下行，收入及资产价格预期不稳制约消费：1) 社零单月同增 2.5%，环比下行 0.6pct，两年复合增速 2.6%刷新年内低点；2) CPI 同降 0.3%；3) 居民中长贷少增 2158 亿元，存款减少 8093 亿元，新房销售面积累计下滑 6.5%，70 城二手房价格多数环比下行。7 月政治局会议定调刺激经济基调，8 月 MLF 降息 15BP，但政策生效或需要时间，观察 8 月表现。
- **地产下行周期，关注政策效果。**需求不足受地产影响较大，居民购房意愿年初回升后持续下滑，居民新增中长贷同步下行。政治局会议优化调整房地产政策，7 月居民购房意愿升至 29.4%，提振信心、稳定楼市作用值得期待。
- **理性看待波动，等待行情拐点。**6 月中旬起消费板块跌势趋缓但波动加大，6 月中、7 月底政策预期驱动主要消费指数出现 5-10% 的大幅波动，北向资金流入/流出刷新历史新高。当下板块估值、交易活跃度降至低位，A 股消费成交额占比降至 10%，资金流动带来的波动会更明显。
- **社零中枢下滑，警惕过度调整。**需求中长期增速下行，19-21 年社零复合增速 3.5%，21-23 年 1-7 月累计复合增速同样为 3.5%，方向已明确。但疫情冲击、超额储蓄都会导致社零增速低于潜在增速，可能过度调整。对比两轮疫后修复，23Q1 表现好于 21Q1，分化自二季度始，7 月社零增速刷新低位，持续放缓值得警惕，短期或继续探底。

景气跟踪

- **白酒：**淡季表现平稳，酒企消化库存。暑期升学宴/谢师宴支撑需求，商务团购较弱。半年结束，酒企转向消化库存为主，未追加回款发货，行业库存约 3 个月，高端酒周转较优，批价相对稳定。期待 8 月中秋国庆备货表现。
- **啤酒：**销量增速放缓，关注高端提价。7 月受高基数影响，销量有所下滑，华润-5%、青岛-14%、燕京持平、重啤持平略增。高端产品增速较优，结构升级带动的利润率提升，以及澳麦双反结束对成本的缓解是关注重点。
- **乳制品：**终端销售复苏，原奶价格持续下行提振利润率水平。预计 7 月伊利股份销量低个位数增长，库存水平良性。7 月国内生鲜乳价格 3.80 元/公斤，同降 8.8%；海外市场 GDT 全脂奶粉 3124.5 美元/吨，同降 19.0%。
- **调味品：**7 月餐饮收入+15.8%，调味品企业库存好转：1) 海天味业：预计 7 月销售增长 9%，渠道库存降至 2.4 个月；2) 中炬高新：预计 7 月销售持平；3) 千禾味业：预计 7 月增长 30-40%，渠道库存 1.5 个月以内。
- **家电：**7 月整体销售承压，强势品种空调销额同比转负至-15.5%，“彩冰空洗”全面下滑，仅有个别强 α 品类实现增长，洗地机+8.8%、洗干套装+105.9%，可选属性强的小家电品类下滑更明显。7 月出口同降 3.6%，相对平淡。
- **家居：**政策环境向好，但上游地产数据承压，新房销售同降 24.9%，对估值修复构成制约。预计 Q3 业绩增速回归常态，主要公司如欧派家居、索菲亚接单同比个位数增长。7 月家具出口同降 15.2%，外需依然偏弱。
- **纺织服装：**增速回落明显，降幅环比扩大。7 月限上服装鞋帽社零同增 2.3%，环比下滑 4.6pct。从线上 GMV 看，仅户外用品实现+1.9%增长。运动服饰韧性强，7 月安踏/李宁线下个位数增长，大众品牌特步/361 度双位数增长。
- **餐饮&旅游：**7 月餐饮收入同增 15.8% 6 月全国交通客运量同增 53.2%，受暑期出行拉动。代表性酒店华住 23Q2 入住率升至 80%+，RevPar 超 19 年同期。旅游服务价格继续同增 13.1%，酒店餐饮消费涨价明显。

投资建议

- 当前大消费呈低估值/低热度/高波动特征，悲观预期 price-in，预计下跌动能不大。利好政策频出，短期可能反弹但行情拐点还需等待。估值低位可以布局，关注高端白酒/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：需求压力加大，继续等待拐点.....	6
2、消费宏观：复苏经历波折，拐点尚需观察.....	8
2.1、消费周期：新增贷款转负，去杠杆未逆转.....	8
2.2、消费能力：就业压力仍存，关注存款流向.....	8
2.3、消费需求：增速边际回落，必选韧性凸显.....	10
3、食品饮料：销售整体持平，库存压力较大.....	11
3.1、白酒：淡季表现平稳，酒企消化库存.....	11
3.2、啤酒：销量增速下滑，关注高端进展.....	12
3.3、乳制品：成本继续下行，利润有望改善.....	14
3.4、调味品：动销边际好转，库存仍需去化.....	16
3.5、行业动态：白酒批价下行，咖啡竞争加剧.....	17
4、家用电器：空调旺季结束，外需相对稳定.....	17
4.1、国内市场：空调同比转负，行业承压明显.....	17
4.2、海外市场：出口增速转负，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：家电整体微增，清洁电器渗透.....	19
5、轻工制造：地产影响加大，销售继续回落.....	19
5.1、国内市场：楼市面临压力，销售出现回落.....	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：白卡纸提价，电子烟出口高增.....	21
6、纺织服饰：消费意愿不足，运动服饰较优.....	21
6.1、内销：销额降幅扩大，运动相对景气.....	21
6.2、库存：库存同比下滑，存货压力减小.....	22
6.3、出口：降幅继续扩大，箱包下滑明显.....	22
6.4、行业动态：安踏签约欧文，亚运开幕在即.....	23
7、社会服务：复苏趋势依旧，服务价格上涨.....	23
7.1、餐饮旅游：出行继续火热，旅游涨价明显.....	23
7.2、行业动态：出境旅游复苏，暑运客流密集.....	24
8、投资建议：便宜是买的理由，但不是涨的理由.....	25
9、风险提示.....	25

图表目录



图表 1: 2023 年 7 月大消费主要行业景气跟踪	6
图表 2: 住宅均价迎来拐点	6
图表 3: 居民购房意愿走弱	6
图表 4: 大消费板块北向资金周度净流入 (亿元)	7
图表 5: 大消费成交活跃度处于低位	7
图表 6: 社零增速中枢下行	7
图表 7: 两轮疫后复苏社零累计复合增速对比 (%)	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 7 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 7 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 7 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 (%)	23
图表 72: 箱包及类似容器出口金额累计同比 (%)	23
图表 73: 2023 年 7 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: 全国交通客运量累计变动 (%)	24
图表 77: 华住酒店入住率 (%)	24
图表 78: 主要节假日旅游数据恢复程度	24
图表 79: 2023 年 7 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：需求压力加大，继续等待拐点

需求压力加大，增速继续放缓。7月消费需求端压力再次加大，不同指标均出现超预期下行，收入预期和资产价格预期不稳制约了居民消费。具体来看：1) 社零单月同增 2.5%，环比下行 0.6pct，21-23 两年复合增速 2.6%，为年内最低值；2) CPI 同比下滑 0.3%；3) 调查失业率录得 5.3%，边际上行 0.1pct 维持高位；4) 居民中长贷同比少增 2158 亿元，存款减少 8093 亿元，新房销售面积 1-7 月累计下滑 6.5%，70 城二手房价格多数环比下行。尽管 7 月底政治局会议定调下半年扩大内需、刺激经济主基调，8 月 MLF 继续降息 15BP，但政策生效或需要时间，观察 8 月表现。

图表1：2023 年 7 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	—	淡季销售偏淡，库存去化为主
		啤酒	—	销量同比下滑，关注高端进程
		乳制品	↑	原奶成本下行，利润水平提升
		调味品	↑	餐饮持续修复，库存略有好转
可选消费	家用电器	空调	↓	7 月销额同降 15.5%，销售旺季尾声
		冰箱	↓	7 月销额同降 5.7%，提价对冲量减
		洗衣机	↓	7 月销额同降 14.0%，洗干套装高增
	轻工制造	清洁电器	↑	洗地机继续放量，7 月同增 30%+
		厨房电器	—	烟灶表现较好，洗碗机销售转负
		家居	↓	地产影响加大，接单同比回落
休闲消费	纺织服饰	运动服饰	↑	Q2 流水双位数高增，7 月延续增长
		品牌服饰	↓	销额多数下滑，出口大幅回落
	社会服务	酒店餐饮	↑	餐饮延续修复，增速维持稳定
旅游		↑	暑运客流密集，酒店客房涨价	

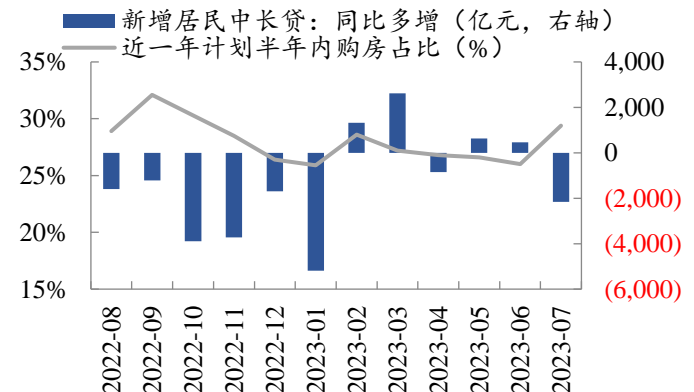
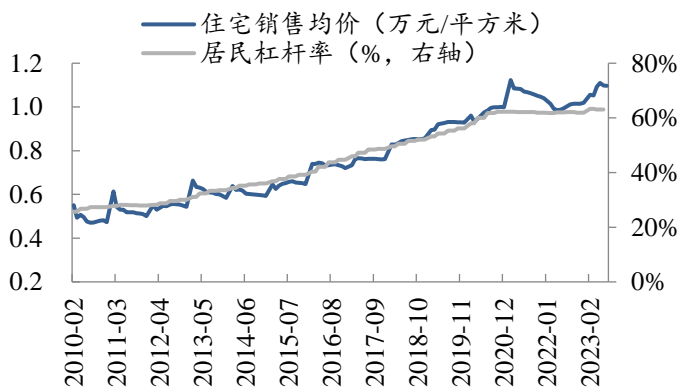
来源：国金证券研究所整理（注：景气趋势描述环比上月变化）

地产下行周期，关注政策效果。当前需求不足的问题受地产链影响较大，一方面地产基建等旧动能乏力导致居民失业率上升影响现金流收入，另一方面居民持续加杠杆后的存量债务的利息偿还压力也制约消费开支。回顾来看，中国住宅销售均价从 2010 年的 0.55 万元上升至 2020 年的 1.1 万元，同期居民杠杆率从 27.3% 上升至 62.3%，2020 年后房价和杠杆率同步开启高位震荡。若加杠杆模式不能继续，则居民消费或将持续面临压力，消费企业盈利增速中枢调整是大势所趋。

聚焦当下，居民购房意愿在年初 1-3 月回升后再次下滑，居民新增中长贷也同步下行，7 月同减 2158 亿元创下年内新低。724 政治局会议优化调整房地产政策后，可以看到中指院调查 7 月居民购房意愿明显回升至 29.4%，提振信心、稳定楼市作用值得期待。

图表2：住宅均价迎来拐点

图表3：居民购房意愿走弱



来源：Wind，国金证券研究所（注：住宅均价以累计销售额/销售面积计算）

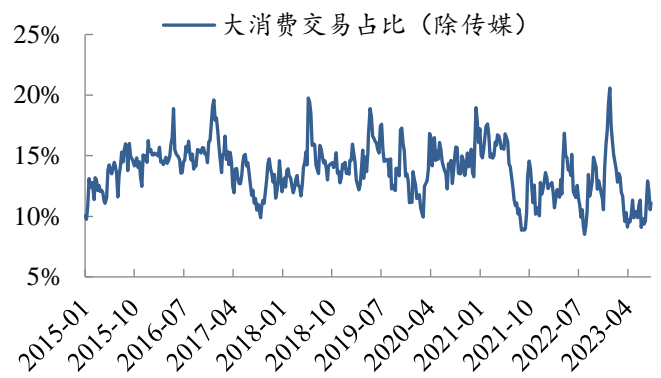
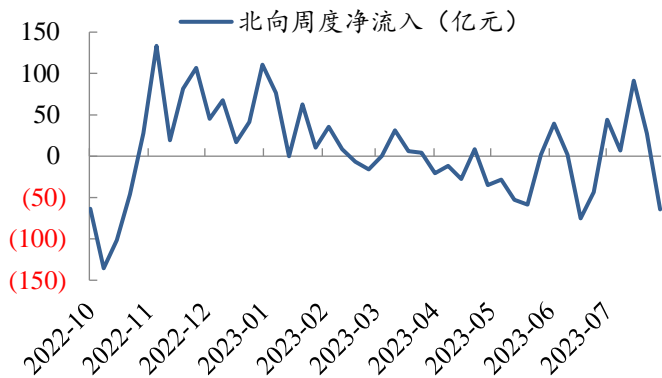
来源：Wind，CREIS，国金证券研究所



理性看待波动，等待行情拐点。6月中开始消费板块下跌趋势放缓，但波动明显加大，6月中、7月底主要指数都出现接近5-10%的周度波动，主要受政策预期驱动。当下板块估值已经进入低位，交易活跃度也降至低位，A股消费板块成交额占比回落至10%，资金流动带来的波动会更明显，但无法带来根本性拐点。例如北向资金往往在政策向好时大幅买入，短期内又大幅卖出，买卖金额均创下近一年历史新高，反映出博弈反转的意图。

图表4: 大消费板块北向资金周度净流入(亿元)

图表5: 大消费成交活跃度处于低位



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/8/11)

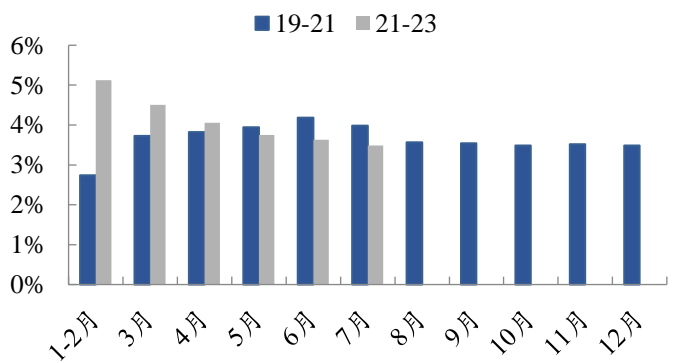
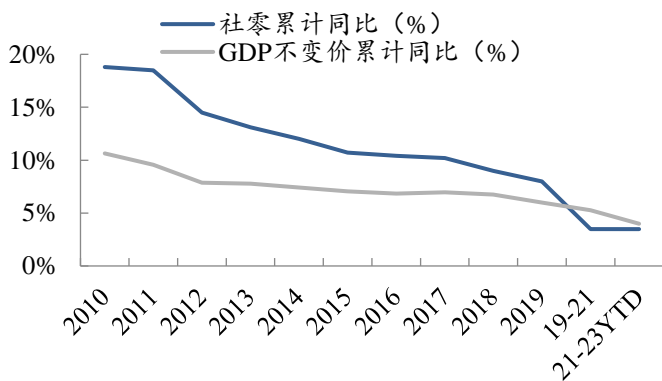
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据自 2015 年开始)

社零中枢下滑，警惕过度调整。拉长视角看，2020年、2022年两轮疫情带来短期波动，计算两年期复合增速熨平扰动，消费需求增速确实已有下行。2019-2021年社零复合增速3.5%，2021-2023年1-7月累计复合增速同样录得3.5%，并且增速首次低于GDP增速。结合地产拐点已到，我们认为方向上社零中枢理应调整，业绩增速中枢下行、高估值消化也是过去半年市场下跌的主要原因。关键在于中长期中枢是多少？疫情的冲击、超额储蓄的堆积都会使当前社零增速低于潜在增速，存在过度调整可能。即便参考日本经验，1993年商业零售额同比-4.8%的低点后也会略有回升。

对比两轮疫后修复，2023年一季度复苏表现实际好于2021年，分化在于二季度，4月起社零两年复合增速下滑至2.6%并延续低位。7月社零增速进一步刷新今年低位，边际上的持续放缓值得警惕，短期可能继续探底。

图表6: 社零增速中枢下行

图表7: 两轮疫后复苏社零累计复合增速对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 19-21、21-23为两年复合增速; 注2: 社零增速21-23为1-7月数据; 注3: GDP增速21-23为1-6月数据)

来源: Wind, 国金证券研究所



2、消费宏观：复苏经历波折，拐点尚需观察

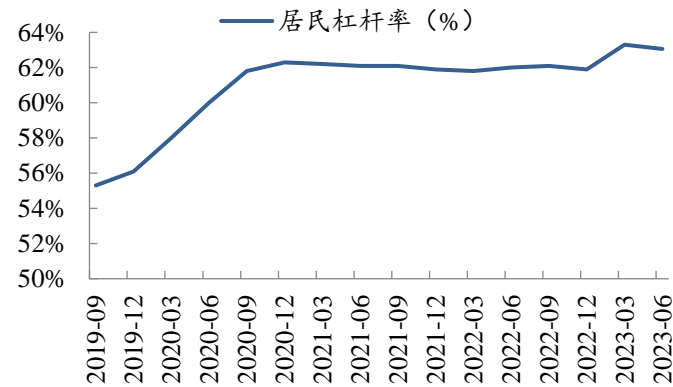
2.1、消费周期：新增贷款转负，去杠杆未逆转

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7月楼市压力放大、地产行业舆论事件影响预期，居民中长期贷款减少672亿元，同比少增2158亿元，再次转负并低于历史平均水平，反映出居民扩表意愿依然不足。

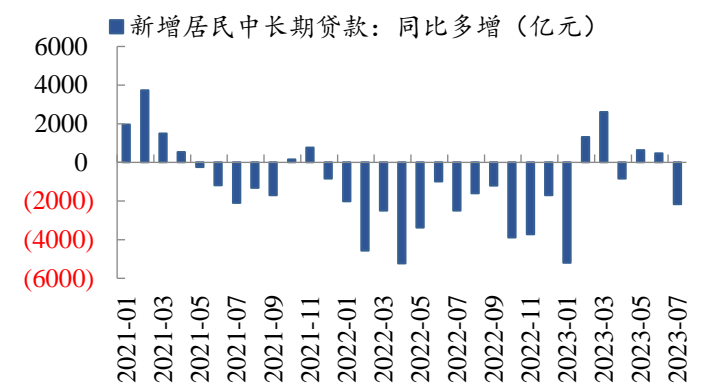
23Q2居民杠杆率录得63.1%，维持高位运行，而居民贷款的下滑说明当前去杠杆的趋势仍未出现逆转，紧缩预期或对消费构成持续影响。

图表8：居民部门杠杆率



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：居民扩表意愿



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

2.2、消费能力：就业压力仍存，关注存款流向

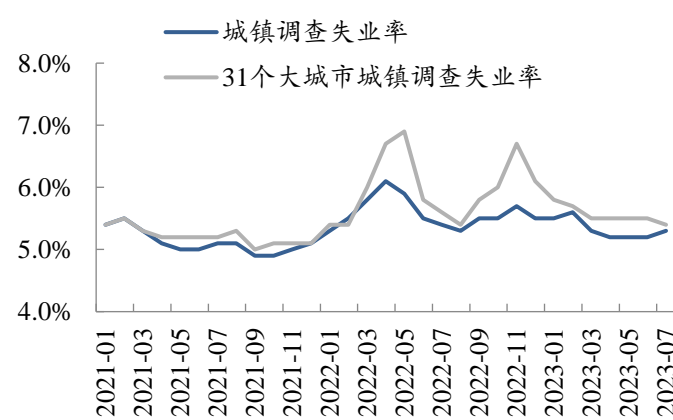
■ 就业端：失业率略上升，就业压力仍存

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7月，城镇调查失业率5.3%，环比上升0.1pct，就业压力依然存在。

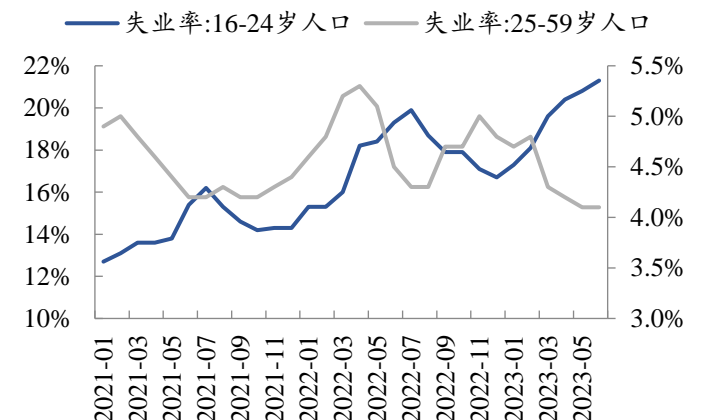
分年龄段看，结业分化明显，结构性压力仍存。16-24岁年轻群体失业率继续上行，2023年6月上升至21.3%，环比上行0.5pct。

图表10：调查失业率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

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2023/6/30，2023年7月起停止公布分年龄段数据）



■ 收入端：新增存款下滑，可能提前还贷

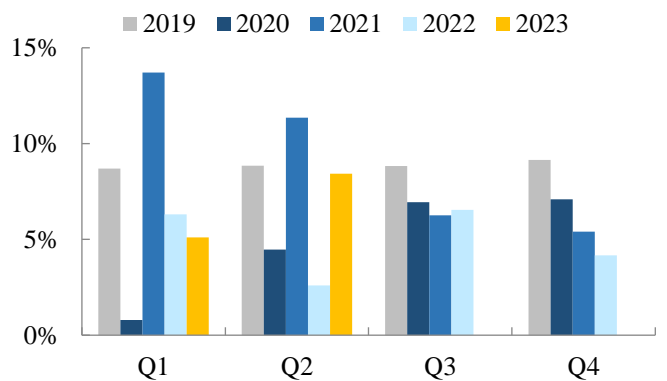
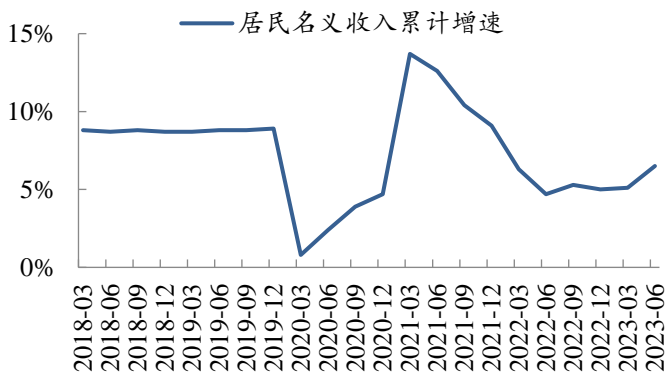
中国居民近 6 成收入源于工资性收入，就业端的波动直接导致居民收入波动。

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。

7 月居民存款减少 8093 亿元，同比多减 4713 亿元，高于历史平均水平。一方面可能受到季度末虹吸效应影响，另一方面结合房贷转负，资金可能部分流向提前还贷。

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 (%)



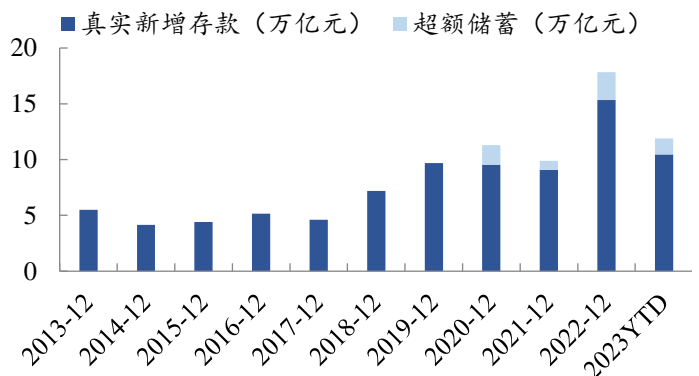
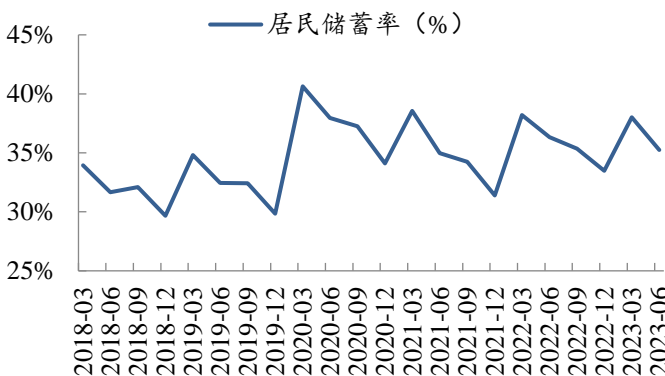
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年二季度）

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%，低于疫情前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）

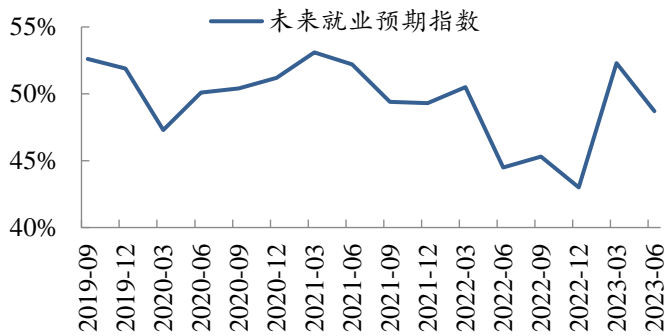
■ 居民预期：政策提振信心，跟踪落地情况

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。

当前经济复苏面临波折，724 政治局会议定调下半年拼经济整体路线，后续更多政策落地对居民部门信心修复的影响还有待跟踪。

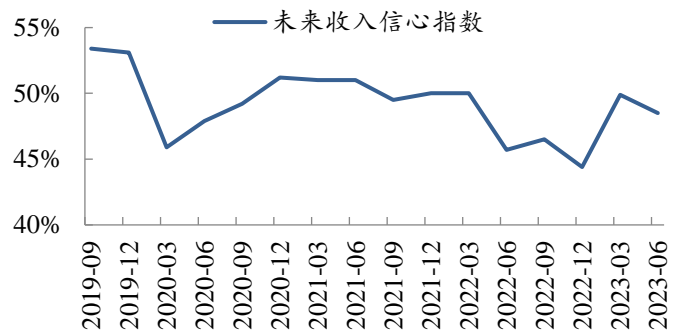


图表16: 居民就业预期



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



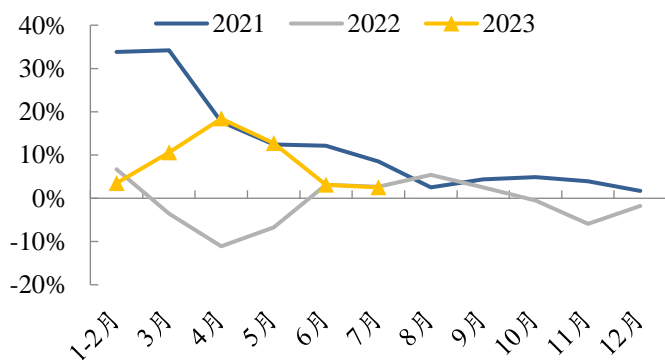
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年二季度)

2.3、消费需求: 增速边际回落, 必选韧性凸显

从终端需求上看, 2023 年 7 月社零总额月度同比增长 2.5%, 涨幅环比下降 0.6pct; 除汽车以外同比增长 3.0%, 涨幅环比下降 0.7pct。

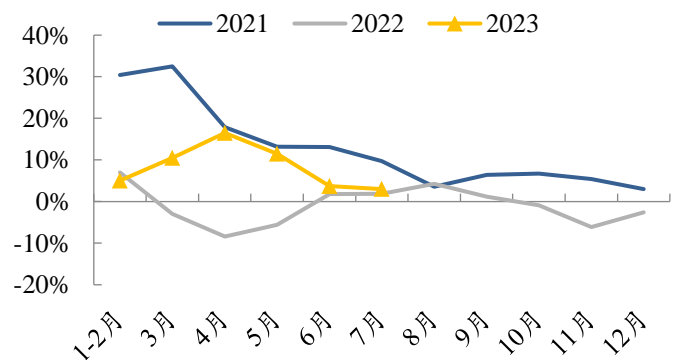
方向上看, 消费复苏幅度回落, 边际面临压力, 有待政策刺激。

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 2023/7/31)

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 2023/7/31)

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 7 月实物商品网上零售额同比增长 6.6%, 单月占社零总额比例为 25.1%, 高于历史同期水平。
- 服务强于商品: 分消费模式看, 线下餐饮为代表的服务业增速虽有回落, 但依然大幅跑赢商品零售。2023 年 7 月餐饮收入同比增长 15.8%, 年初至今累计同增 20.5%, 暑期假期催化作用明显。

图表20: 社零结构区分

类型区分	指标	年初至今累计	2023.7	2023.6	2023.5	2023.4	2023.3	2023.1-2
分规模	社会消费品零售总额	7.3%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%
	限额以上社零总额	6.4%	0.3%	2.3%	12.5%	19.0%	10.1%	2.1%
分渠道	实物商品网上零售额	10.0%	6.6%	6.7%	10.8%	22.3%	16.6%	6.7%
	推算线下社零总额	6.2%	1.2%	1.5%	13.5%	17.1%	8.5%	2.6%
分类型	商品零售	5.9%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%
	餐饮收入	20.5%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%
分地区	城市	7.3%	2.3%	3.0%	12.7%	18.6%	10.7%	3.4%
	乡村	7.7%	3.8%	4.2%	12.8%	17.3%	10.0%	4.5%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/7/31)



具体来看不同品类限上商品零售表现，必选品韧性再次凸显。

必选消费品维持增长，粮油食品、饮料、烟酒 2023 年 7 月同比增速分别为 5.5%、3.1%、7.2%。

可选消费品伴随低基数期结束、居民消费预期回落，单月同比增速明显下滑。地产链家电、家居录得-5.5%、+0.1%。服装鞋帽增速回落 4.6pct 至+2.3%，日用品、文化办公用品则出现-1.0%、-13.1%的同比下滑。

休闲消费表现也有分化，实物消费（珠宝、化妆品、体育娱乐用品）同比增速大幅下滑，而餐饮收入继续维持较高增长，但增速也有放缓。

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	2023.7	2023.6	2023.5	2023.4	1905-07	2023.1-2
基础消费	粮油、食品类	4.9%	5.5%	5.4%	-0.7%	1.0%	4.4%	9.0%
	饮料类	1.3%	3.1%	3.6%	-0.7%	-3.4%	-5.1%	5.2%
	烟酒类	8.4%	7.2%	9.6%	8.6%	14.9%	9.0%	6.1%
可选消费	家用电器和音像器材类	0.0%	-5.5%	4.5%	0.1%	4.7%	-1.4%	-1.9%
	家具类	3.2%	0.1%	1.2%	5.0%	3.4%	3.5%	5.2%
	服装、鞋帽、针纺织品类	11.4%	2.3%	6.9%	17.6%	32.4%	17.7%	5.4%
	日用品类	4.2%	-1.0%	-2.2%	9.4%	10.1%	7.7%	3.9%
	文化办公用品类	-5.3%	-13.1%	-9.9%	-1.2%	-4.9%	-1.9%	-1.1%
休闲消费	餐饮收入	21.4%	10.9%	15.4%	31.4%	44.6%	37.2%	10.2%
	金银珠宝类	13.6%	-10.0%	7.8%	24.4%	44.7%	37.4%	5.9%
	化妆品类	7.2%	-4.1%	4.8%	11.7%	24.3%	9.6%	3.8%
	体育娱乐用品	9.4%	2.6%	9.2%	14.3%	25.7%	15.8%	1.0%

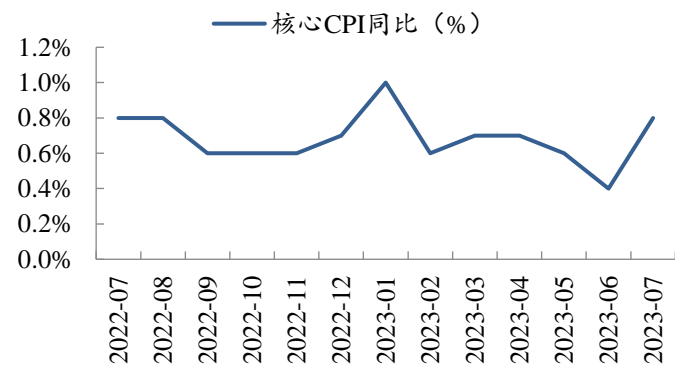
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/7/31）

从辅助指标上看，服务类消费带动复苏，但是幅度减弱。

首先从核心 CPI 看，7 月回升 0.4pct 至 0.8%，主要受到暑期旅游出行相关服务类项目拉动，商品零售依然保持较弱水平，但边际上释放积极信号。

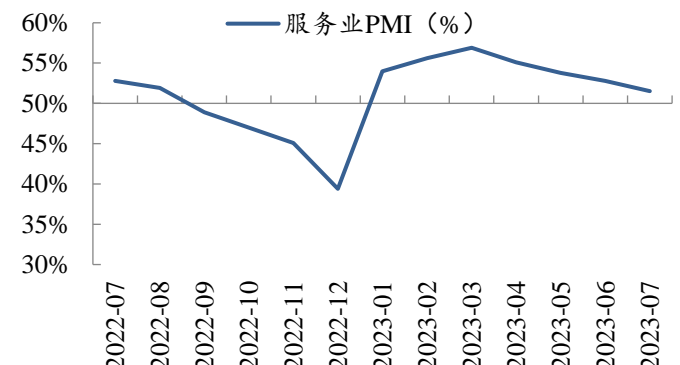
服务业 PMI 在 2023 年初至今始终高于荣枯线，7 月录得 51.5%，继续下滑 1.3pct，说明线下场景修复动能边际可能放缓。

图表22：核心 CPI (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/7/31）

图表23：服务业 PMI (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023/7/31）

3、食品饮料：销售整体持平，库存压力较大

3.1、白酒：淡季表现平稳，酒企消化库存

■ 产量：供给继续缩量，品质升级为主

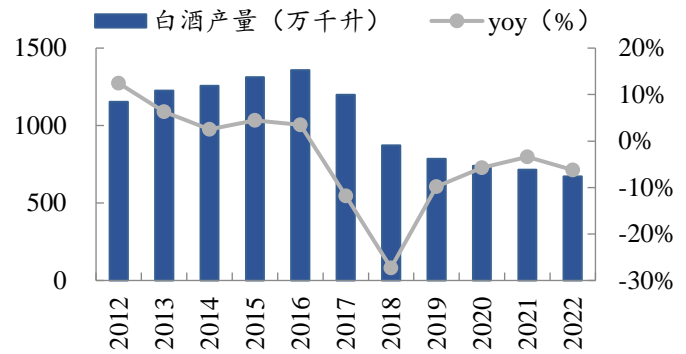
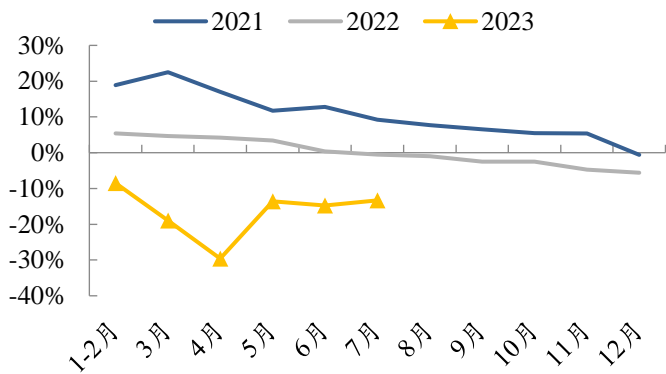
中国白酒产量自 2017 年起已进入下行通道，以品质升级“喝好酒”为主旋律。

2023 年 7 月，中国白酒产量 28.7 万千升，同比下滑 3.7%；年初至今累计生产 209.7 万千升，同比下滑 13.3%。供给端看，白酒加速出清，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 (%)

图表25: 全国白酒年度产量及增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/7/31)

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 动销: 淡季动销平稳, 库存缓慢消化

淡季动销平稳, 宴席需求较优。7月是白酒消费淡季, 分场景看以升学宴、谢师宴为主的宴请消费动销较优, 而商务团购需求偏弱。酒企当前仍促销以库存去化为主, 半年度结束后呵护经销商流动性, 尚未追加发货回款, 行业库存在3个月的较高位置。分定位看, 高端白酒周转较优, 茅五泸库存维持在0.5-1.5月左右, 地产酒次之, 扩张型白酒压力较大。

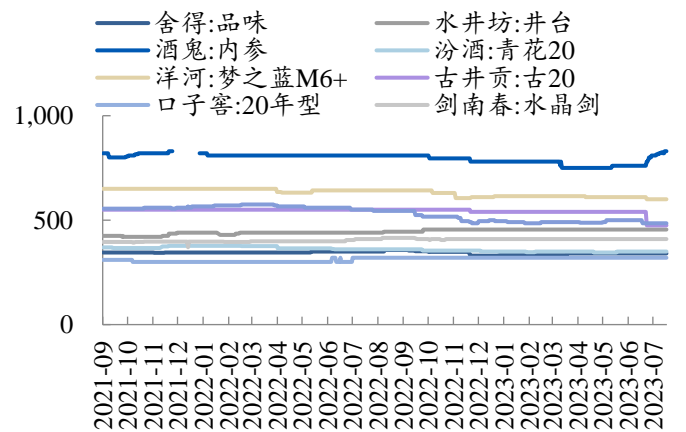
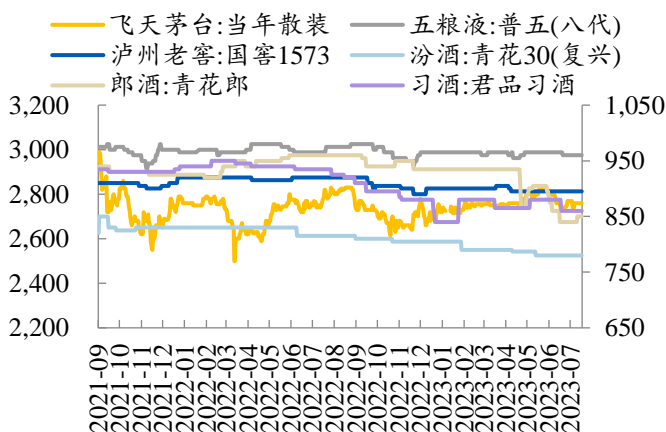
批价层面, 茅台散飞2760元/瓶, 五粮液960元/瓶、国窖1573在895元/瓶, 都维持稳定; 次高端酒窄幅波动。

展望下半年, 中秋、国庆假期在即, 渠道信心环比端午假期有所好转, 关注8月中下旬表现。近期宏观政策环境向好, 对消费需求可能有提振, 仍可继续观察。

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

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 2023/7/31)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/7/31)

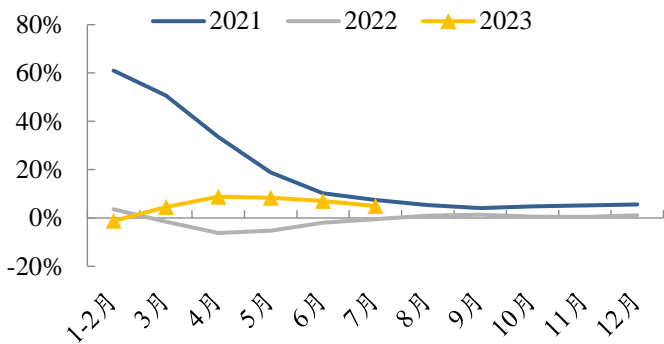
3.2、啤酒: 销量增速下滑, 关注高端进展

■ 产量: 产量保持平稳, 转向品质升级

2023年7月中国啤酒总产量402.4万千升, 同比下降3.4%; 年初至今累计生产2231.1万千升, 同比上升4.9%。随着产量增长趋缓, 产品提质升级是行业扩容核心驱动力。

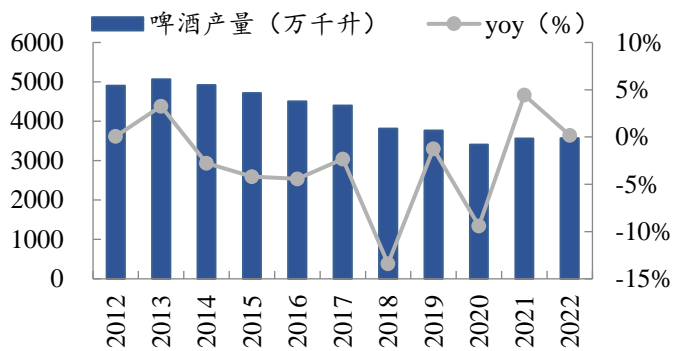


图表28: 全国啤酒月度产量同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/7/31)

图表29: 全国啤酒年度产量及增速 (%)



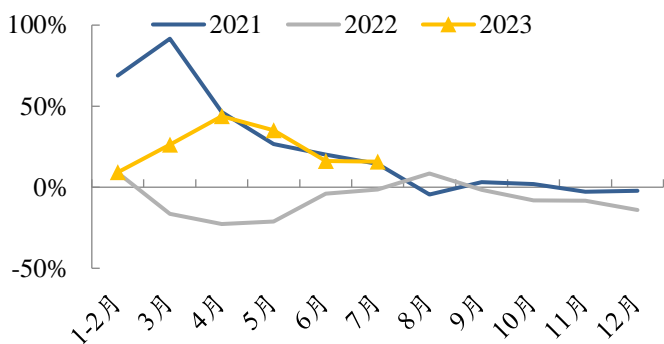
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 动销: 销量短期承压, 关注高端进程

销量增速放缓, 关注高端提价。7月存在去年同期高基数影响, 啤酒销量整体走平或略有消化。涨价带动的利润率提升, 以及澳麦双反结束对成本的缓解是关注重点。

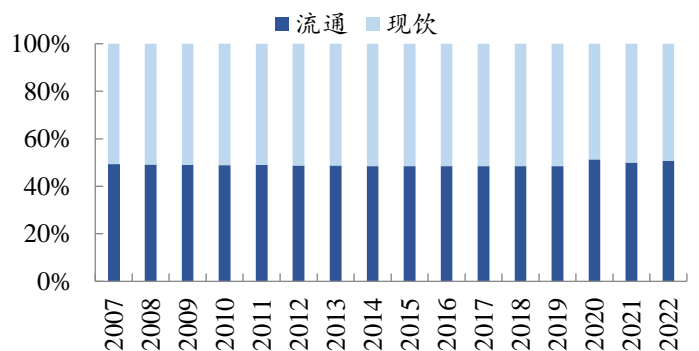
分公司看, 根据渠道反馈: 1) 华润啤酒: 销量同比-5%, 但喜力增速仍有 50%以上; 2) 青岛啤酒: 受备货扰动, 销量同比-14%; 3) 燕京啤酒: 销量整体持平, U8 增速约 30%; 4) 重庆啤酒: 销量持平略增, 乌苏、1664 略承压。

图表30: 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 2023/7/31)

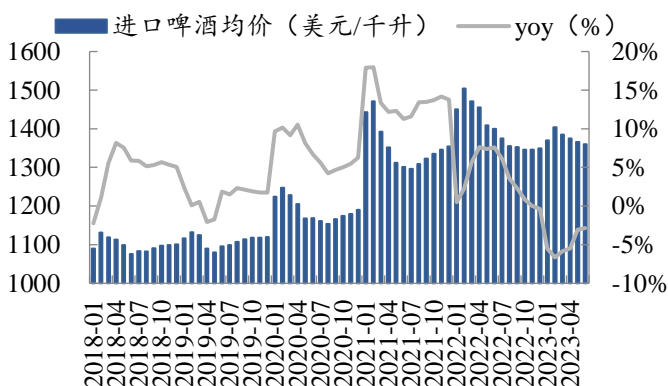
图表31: 中国啤酒渠道结构 (%)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

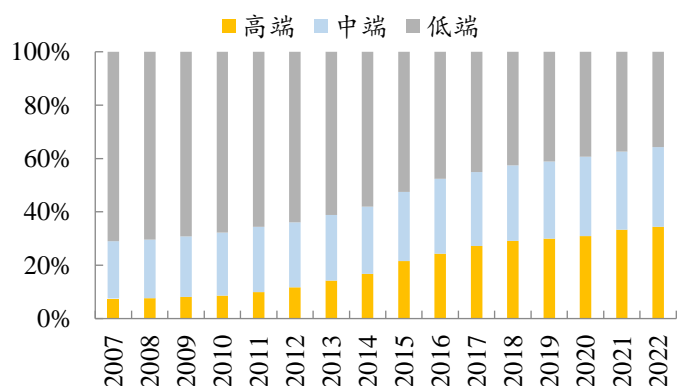
由于高端啤酒大多以现饮渠道为主, 餐饮恢复背景下酒企继续推出中高价格带产品。从进口啤酒均价看, 截至 2023 年 6 月为 1360 美元/千升, 同比下降 2.9%。

图表32: 进口啤酒累计均价及变动



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)

图表33: 各价位啤酒市场渗透率 (%)



来源: 欧睿, 国金证券研究所



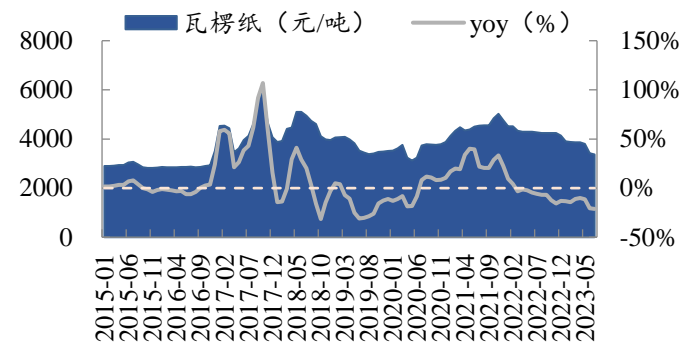
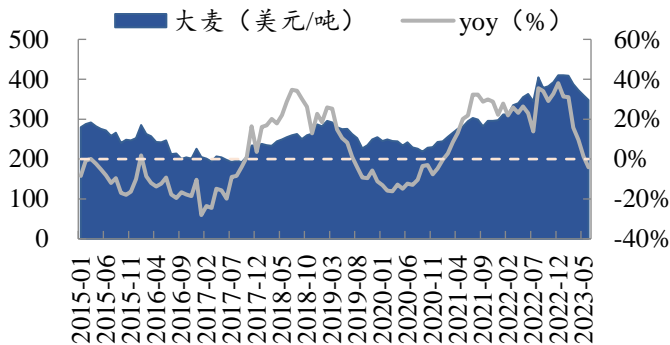
■ 原材料：大麦价格较高，包材成本回落

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 6 月近 348 美元/吨，同比下滑 4.1%，随着澳麦双反结束进入下行区间。

另一方面，包材价格则持续回落，2023 年 7 月末，瓦楞纸价格 3363 元/吨，同降 21.3%；浮法玻璃价格 1930 元/吨，同增 12.0%；铝锭价格 18360 元/吨，同增加 1.0%。

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

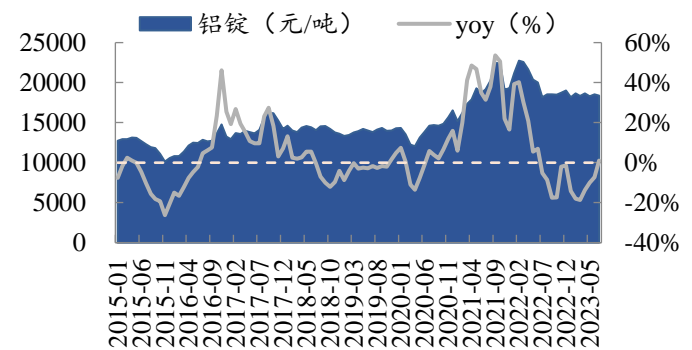
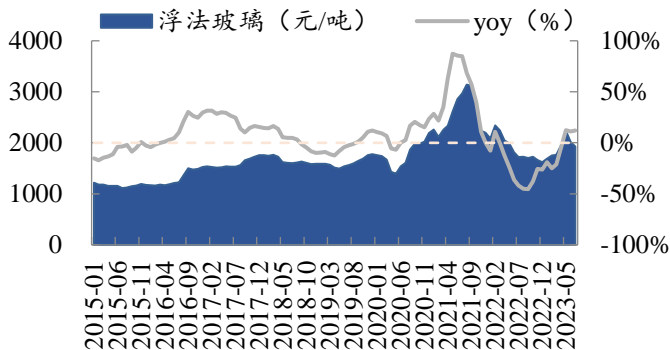


来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至 2023/6/30）

来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至 2023/7/31）

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 2023/7/31）

来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据变频处理；注2：截至 2023/7/31）

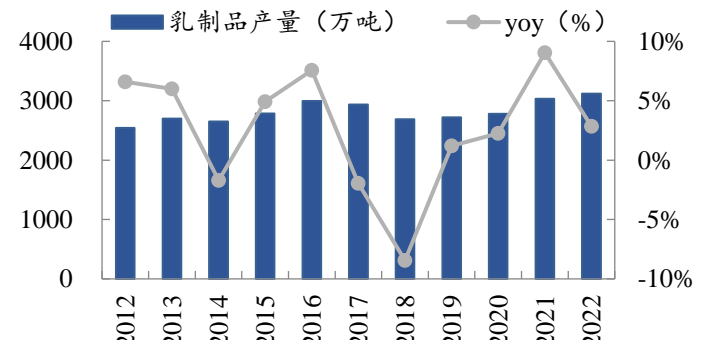
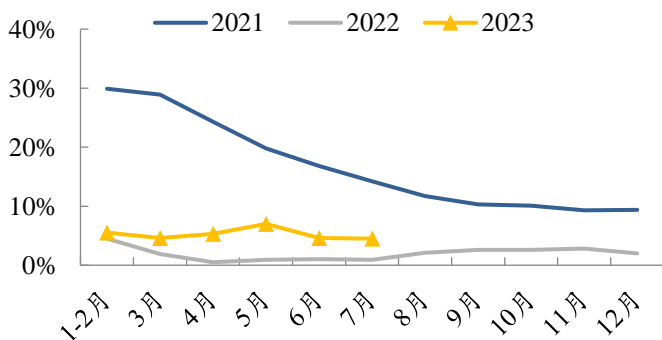
3.3、乳制品：成本继续下行，利润有望改善

■ 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 245.0 万吨，同增 3.1%；年初至今累计生产 1757.1 万吨，同增 4.5%。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 2023/7/31）

来源：Wind，国金证券研究所

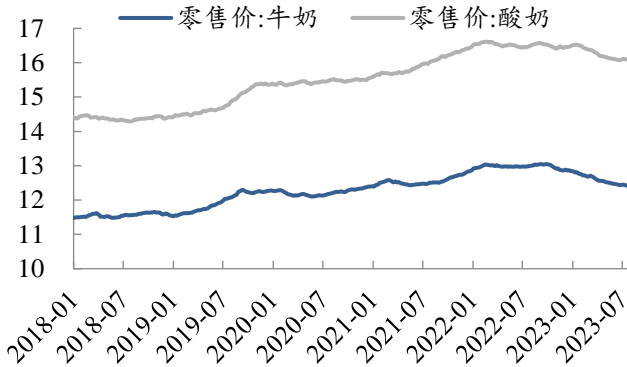


■ 动销：需求逐步回暖，利润水平提升

乳制品终端销售复苏，原奶价格持续下行提振利润率水平。预计7月伊利股份销量低个位数增长，库存水平良性。

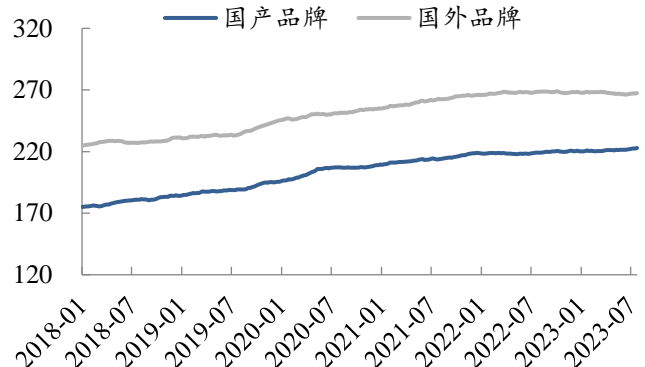
中长期看，产品高端化、多元化趋势仍将持续，支持中长期利润率提升。截至2023年7月，牛奶、酸奶零售价分别达到12.4元/升、16.1元/升，环比持平；国产、国外婴幼儿奶粉价格分别为222.9元/公斤、267.3元/公斤。

图表40：乳制品零售价格（元/升）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

图表41：婴幼儿奶粉零售价格（元/公斤）

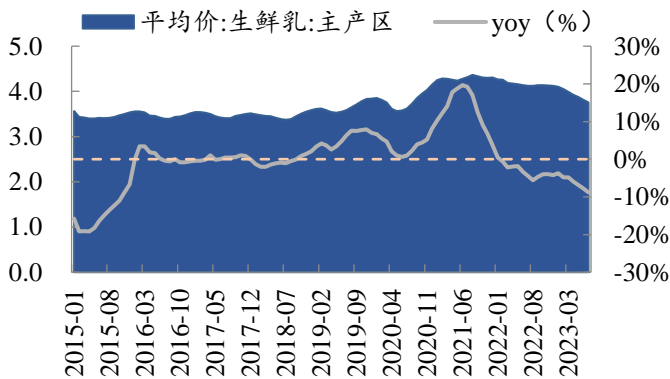


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

■ 原材料：奶价继续下行，成本压力缓解

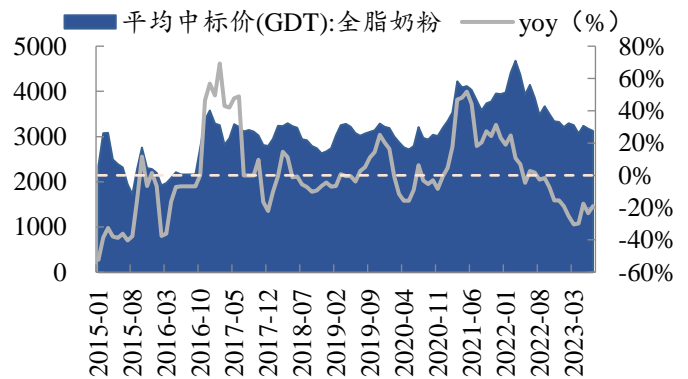
奶价高位回落，截至2023年7月，国内生鲜乳价格3.80元/公斤，同比下滑8.8%；海外市场GDT全脂奶粉3124.5美元/吨，同比亦下滑19.0%。

图表42：国内原奶价格（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据经变频处理；注2：截至2023/7/31）

图表43：进口奶粉价格（美元/吨）

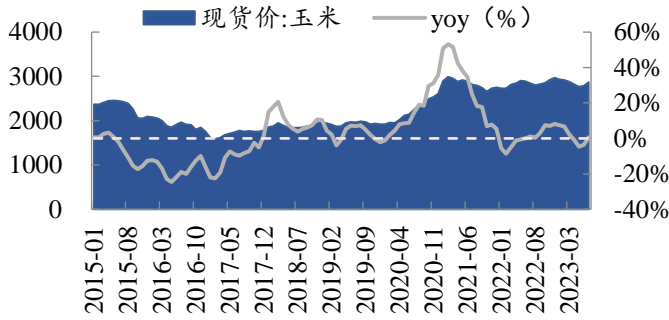


来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据经变频处理；注2：截至2023/6/30）

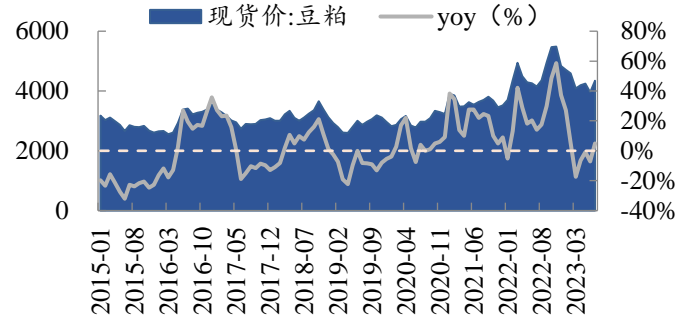
全年来看，原料奶价格还处于下行通道，供给端释放较多。展望后市，奶价与饲料价格相关性高，2023年7月玉米、豆粕结算价分别为2863.9元/吨、4346.2元/吨，分别同比上升0.6%、同比上升4.8%，成本端压力缓解，有助于下游乳企利润率回升。



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 2023/7/31)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至 2023/7/31)

3.4、调味品: 动销边际好转, 库存仍需去化

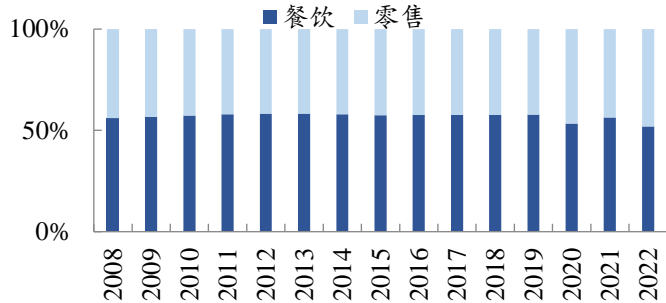
■ 动销: 动销边际好转, 库存压力仍在

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。

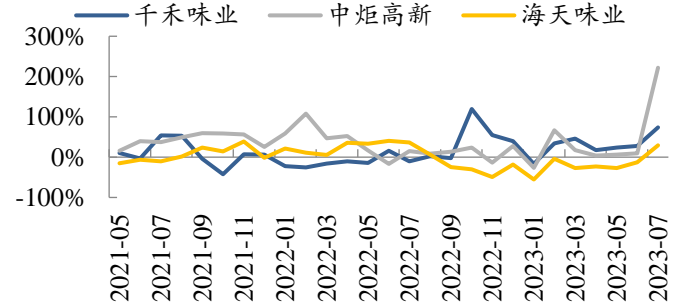
7 月全国餐饮收入实现 15.8 的%同比增长, 继续修复, 调味品企业库存有所好转。

据渠道调研: 1) 海天味业: 预计 7 月销售同增 9%, 渠道库存略降至 2.4 个月; 2) 中炬高新: 预计 7 月销售持平; 3) 千禾味业: 预计 7 月维持 30-40%较快增长, 渠道库存维持 1.5 个月以内。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 同增 73.7%、221.9%、29.1%, 受到基数扰动影响。

图表46: 酱油渠道结构 (%)



图表47: 调味品企业线上 GMV 月度增速 (%)



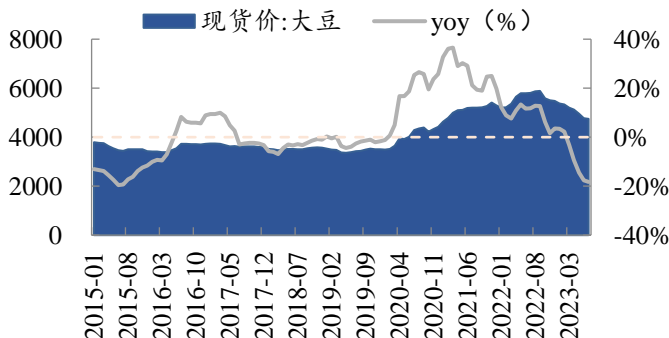
来源: 欧睿, 国金证券研究所

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)

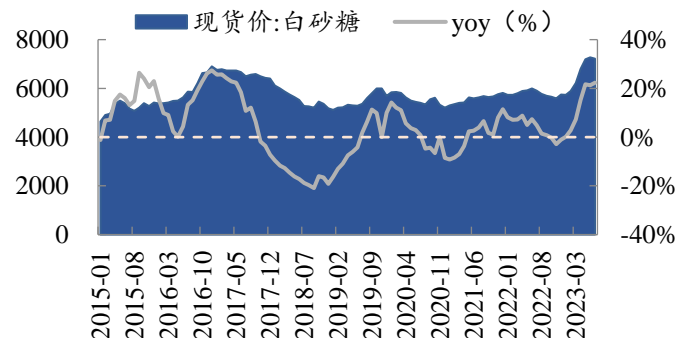
■ 原材料: 大豆价格下探, 盈利有望改善

截至 2023 年 7 月, 大豆、白砂糖结算价分别为 4750.9 元/吨、7218.6 元/吨, 分别同比下降 18.2%、上升 22.3%, 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 2023/7/31)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据经变频处理; 注2: 截至 2023/7/31)



3.5、行业动态：白酒批价下行，咖啡竞争加剧

图表50：2023年7食品饮料行业动态

行业	日期	内容	来源
白酒	2023/7/31	茅台飞天散瓶、原箱跌5元/瓶，16年原箱跌50元/瓶	(不二酱)
乳制品	2023/7/10	婴幼儿配方乳粉国产品牌市场份额逐年增加	(央视网)
饮料	2023/7/8	传华润怡宝最快年内赴港IPO，其IPO募资规模可能在10亿美元	(零售商业财经)
	2023/7/14	世卫组织正式将阿斯巴甜列为可能致癌物	(36氪)
	2023/7/20	农夫山泉黄山生产基地投建在即，年产160万吨饮用天然水	(饮料产业链之窗)
	2023/7/28	可口可乐总裁兼首席财务官约翰·墨菲表示将在今年下半年继续提高价格	(36氪)
茶饮&咖啡	2023/7/1	2022年咖啡产业规模2007亿元，预计2025年将达到3693亿元	(乳业资讯网)
	2023/7/18	库迪咖啡华东供应链基地揭牌：总投资2亿美元，年产能4.5万吨	(FoodTalks 食品资讯)
	2023/7/20	7月20日，奈雪的茶正式开放“合伙人计划”	(FoodTalks 食品资讯)
	2023/7/29	开放加盟后，喜茶平均每月开店近80家，5个月新进159城、新店超430家	(赢商网)

来源：不二酱，央视网，零售商业财经，36氪，饮料产业链之窗，乳业资讯网，Foodtalks，赢商网，国金证券研究所

4、家用电器：空调旺季结束，外需相对稳定

4.1、国内市场：空调同比转负，行业承压明显

7月家电行业整体销售表现承压，前期强势品种空调月度销额同比亦转负至-15.5%，仅有个别强α品类（洗地机、洗干套装）实现增长，可选属性强的小家电品类下滑更明显。

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	2023-07	2023-06	2023-05	年初至今	2023-07	2023-06	2023-05
起居室		彩电	12.6%	-15.8%	-5.0%	1.6%	16.5%	23.5%	-16.8%	-11.1%
		空调	19.3%	-15.5%	27.4%	57.9%	17.3%	-15.7%	23.8%	54.8%
		清洁电器	-4.0%	-1.6%	-1.3%	4.4%	-11.8%	-12.8%	-10.7%	-4.8%
		扫地机器人	-2.3%	4.2%	4.5%	11.1%	-3.8%	2.5%	0.2%	12.5%
		洗地机	12.9%	8.8%	7.2%	13.5%	33.3%	30.5%	28.4%	37.8%
		加湿器	-18.0%	-34.1%	44.4%	36.8%	-33.1%	-43.8%	11.0%	18.8%
		挂烫机	-8.9%	-2.4%	1.6%	20.3%	-8.3%	-3.4%	-3.1%	-3.1%
卫生间		饮水机	4.0%	9.5%	8.7%	11.1%	0.6%	-0.3%	-0.9%	0.0%
		洗衣机	-8.4%	-14.0%	-11.0%	4.7%	-9.5%	-12.5%	-18.9%	-2.9%
		干衣机	-14.2%	-22.7%	-8.1%	10.0%	-17.5%	26.2%	-14.1%	-20.1%
		洗干套装	83.4%	105.9%	167.2%	74.2%	70.8%	89.9%	134.4%	44.6%
		燃气热水器	12.0%	1.1%	19.9%	27.1%	7.1%	0.5%	5.6%	15.5%
		智能马桶分体机	0.6%	N/A	11.6%	12.5%	-2.3%	N/A	6.3%	9.5%
		智能马桶一体机	16.7%	N/A	2.8%	47.9%	21.8%	N/A	8.5%	71.0%
厨房		冰箱	2.7%	-5.7%	2.3%	17.6%	-5.8%	12.7%	-5.6%	-0.3%
		油烟机	4.7%	-4.5%	9.1%	14.1%	1.3%	11.1%	-2.4%	12.2%
		燃气灶	0.4%	-3.2%	6.5%	9.6%	-4.6%	-14.2%	-8.2%	3.0%
		集成灶	-12.2%	-19.7%	14.3%	-7.5%	13.1%	-8.5%	-19.8%	10.3%
		洗碗机	3.2%	-9.2%	7.1%	13.6%	-5.6%	16.8%	-2.3%	2.6%
		微波炉	-18.9%	-49.1%	-5.4%	33.3%	-15.5%	50.4%	-2.0%	-31.2%
		电蒸锅	23.3%	9.2%	20.1%	6.8%	8.9%	-3.9%	4.8%	-5.8%
		电饭煲	-6.5%	-9.9%	-4.1%	11.5%	-8.8%	-9.9%	-8.7%	-14.9%
		电压力锅	-7.5%	-2.5%	-2.2%	12.5%	-11.1%	0.1%	-7.2%	-17.5%
		豆浆机	-3.0%	5.1%	11.3%	7.8%	10.8%	15.1%	-2.8%	22.5%
		料理机	20.6%	-25.5%	27.0%	24.2%	22.9%	27.1%	-27.8%	23.3%
		电水壶	-4.7%	-6.9%	1.5%	-6.1%	-7.0%	-7.2%	0.8%	-4.8%
		煎烤机	-12.5%	-7.8%	-1.0%	15.3%	-8.4%	-4.7%	10.0%	-10.8%
		榨汁机	-13.9%	-24.4%	-19.8%	-13.9%	-13.0%	-24.7%	-19.8%	-19.4%
		破壁机	-19.0%	-23.8%	25.7%	20.1%	-9.0%	16.1%	-15.0%	10.2%
	电炖锅	-17.3%	-22.7%	22.0%	18.1%	-16.7%	19.5%	-22.0%	-16.7%	
	搅拌机	26.5%	-30.9%	32.7%	35.1%	28.9%	31.7%	-34.3%	-37.2%	
	空气炸锅	53.6%	-54.3%	57.0%	62.3%	49.1%	50.2%	-52.9%	-58.2%	

来源：AVC，国金证券研究所（注：智能马桶7月数据未更新，年初至今累计增速以1-6月数据计算）



具体来看，7月高权重的彩电、冰箱、空调、洗衣机销售额分别同降15.8%、5.7%、15.5%、15.8%，由于高端化结构变化，销额表现好于销量。

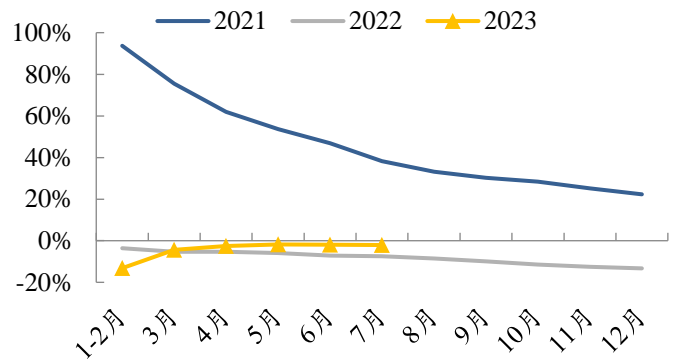
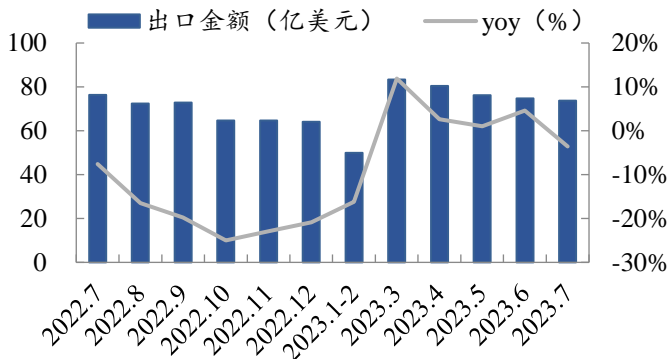
当前渗透率较低的洗地机、洗干套装增长明显，分别同增8.8%、105.9%。其余新兴品类和小家电品类则大多销量承压导致销售额同步下行，中枢在-15%左右。

4.2、海外市场：出口增速转负，海外需求平淡

2023年7月家电出口73.7亿美元，同降3.6%；今年累计出口504.2亿美元，同降2.1%。

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2023/7/31）

来源：海关总署，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

4.3、空间测算：新品渗透缓慢，维持上期预期

基于截至2023年7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	Δ22-25	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2023/7/31）



4.4、行业动态：家电整体微增，清洁电器渗透

图表55：2023年7月家用电器行业动态

行业	日期	内容	来源
家电整体	2023/7/19	6月中国出口家用电器32181万台，同比增长10.5%，累计同比增长1.4%	(家电网)
	2023/7/20	奥维云网预计家电全品类预计2023年全年零售额增幅6.4%	(奥维云网)
彩冰空洗	2023/7/6	2023年上半年，中国电视市场品牌整机出货量达到1711.5万台，较2022年同期微降0.5%	(洛图科技观研)
	2023/7/18	预计2023年全球激光投影出货量167万台，同比增长15%	(新消费日报)
清洁电器	2023/7/22	2023H1洗地机销额同比增长31%，销量同比增长53%，均价同比下滑15%	(奥维云网)

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

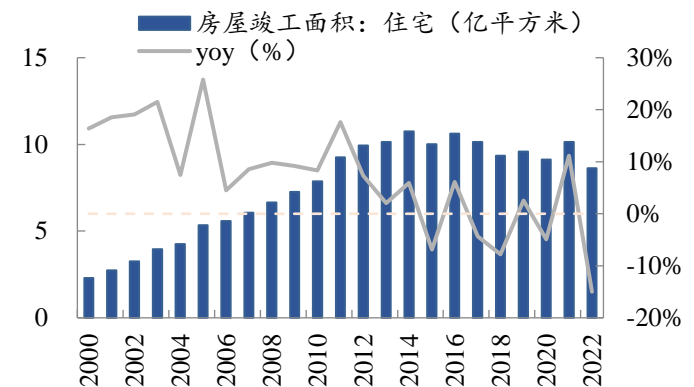
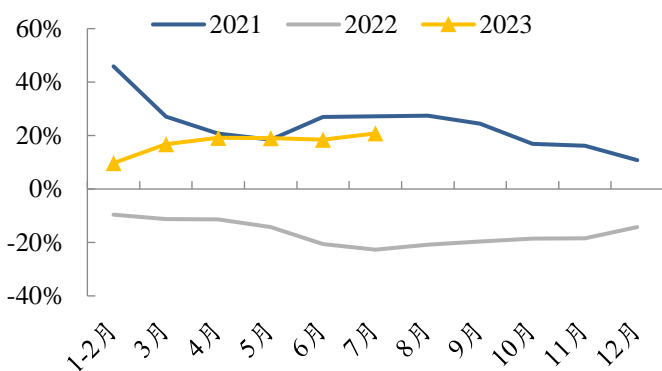
5、轻工制造：地产影响加大，销售继续回落

5.1、国内市场：楼市面临压力，销售出现回落

竣工端与家居板块业绩相关性高，2023年7月住宅竣工面积同比增长38.4%，年初至今累计增长20.8%，去年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 (%)



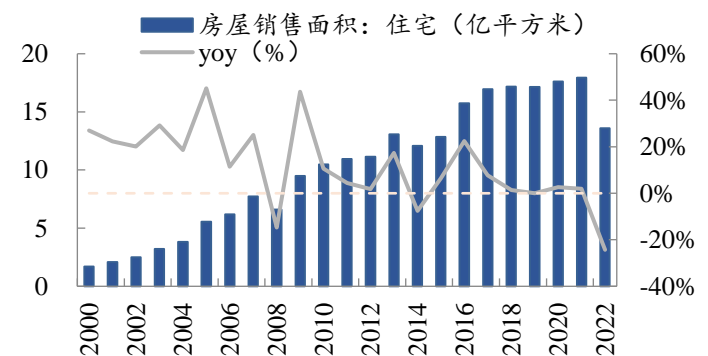
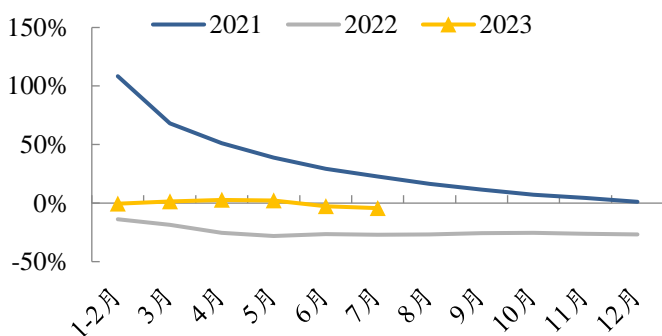
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

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7月，新房销售面积6031万平方米，同降24.9%，降幅回升3.0pct；年初至今累计销售5.76亿平方米，累计同降4.3%。销售额口径下滑相对明显，反映出可能有以价换量现象。

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2023/7/31）

来源：Wind，国金证券研究所



7月家居板块主要受政策影响，作为地产链关键环节，保楼市、促消费政策的不断出台营造良好的政策环境，但另一方面7月百强房企销售额同比下滑34.1%，楼市表现依然疲软，部分上游地产公司的舆情事件对家居企业估值修复构成制约。

业绩层面，预计Q2低基数结束后Q3增速回归全年常态，此后Q4再次有低基数的短期利好，注意波动。分公司看，根据渠道调研数据：1) 欧派家居：零售个位数负增长，大宗个位数增长；2) 索菲亚：接单同比个位数增长；3) 顾家家居：国内双位数增长，外销20%+增长；4) 志邦家居：接单微增，零售持平。

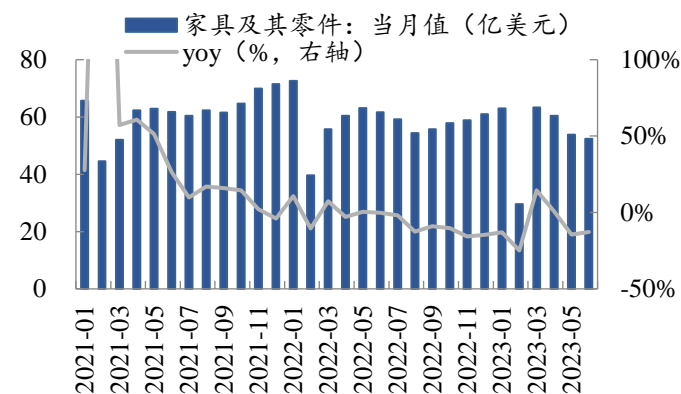
中长期来看，随着中国城镇化率在2022年末达到65.2%新高，逐步接近发达国家75%的平均水平，后续城镇化继续提升的空间、节奏大概率会放缓，因此大家居行业整体将进入存量时代，以满足更替需求为主。

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。

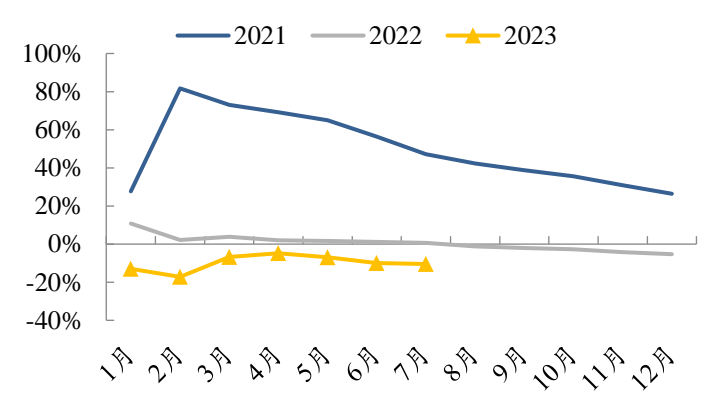
2023年7月家具及零件出口50.2亿美元，同比下滑15.2%，延续下滑趋势；年初至今累计下降10.5%，外需依然偏弱。

图表60：中国家具出口月度变动



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

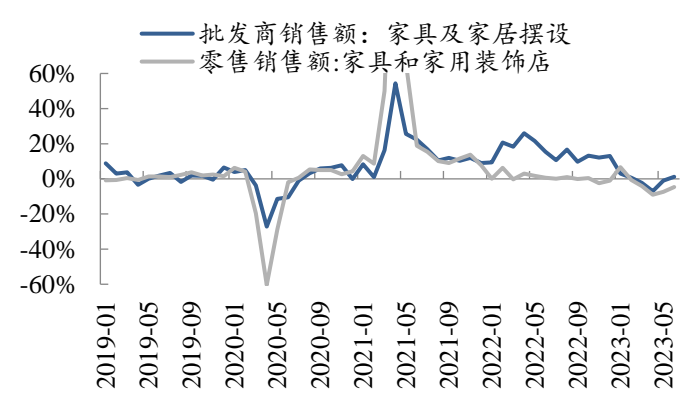
图表61：中国家具出口金额累计同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

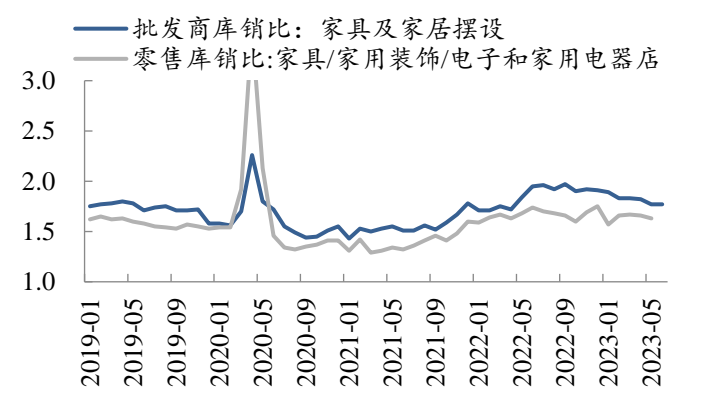
从海外主要消费市场美国看，零售端需求增速回落较为明显，2023年6月家具和家用装饰批发、零售口径销售额同比+1.1%、-4.6%，需求依然疲软但环比出现改善。库存水平略有好转，6月批发端库销比达1.77，小幅上升。

图表62：美国家具市场月度销售同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

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2023/6/30）



5.3、行业动态：白卡纸提价，电子烟出口高增

图表64：2023年7月轻工制造行业动态

行业	日期	内容	来源
造纸	2023/7/26	APP、晨鸣、博汇、万国纸业发布白卡纸涨价函，涨价幅度多在200元/吨	(纸业观察)
造纸	2023/7/31	2023年1-6月，全国机制纸及纸板（外购原纸加工除外）累计产量6755.5万吨，同比增长0.7%	(纸业观察)
宠物	2023/7/3	2023年全球宠物护理市场规模将继续增长至约1,844亿美元	(宠物产业创新)
电子烟	2023/7/23	帝国烟草一次性品牌Blu Bar宣布推出3款新口味	(格物消费)
电子烟	2023/7/29	上半年深圳出口电子烟262亿元，同比增长35.8%，出口额占全国的69.3%	(新消费日报)

来源：纸业观察，宠物产业创新，格物消费，新消费日报，国金证券研究所

6、纺织服饰：消费意愿不足，运动服饰较优

6.1、内销：销额降幅扩大，运动相对景气

7月纺服整体增速回落明显，降幅环比进一步扩大。7月限额以上服装鞋帽社零同比增长2.3%，增速环比下滑4.6pct。从线上纺服GMV看，各品类仅户外用品实现1.9%的正增长。

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
2022-07	-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%	-6.3%	-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%	-42.6%	-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%
2023-07	-16.7%	-13.5%	-21.6%	-17.4%	-8.0%	-13.1%	-14.9%	-8.0%	1.9%	-8.5%	-6.7%	-13.6%
7月同比2021	-24.4%	-24.1%	-25.0%	-24.8%	-15.2%	-20.3%	-18.4%	-18.0%	20.8%	-14.6%	-12.9%	-40.9%
年初至今	-6.4%	-2.1%	-7.8%	-3.4%	-5.8%	-4.5%	-8.4%	2.6%	6.1%	-5.5%	-1.2%	4.9%
年初至今同比2021	-19.2%	-5.0%	-15.0%	-11.0%	-14.3%	-5.9%	-4.5%	-1.4%	24.8%	-11.1%	-7.0%	-12.0%

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2023/7/31）

运动服饰赛道韧性强，二季度流水大多双位数增长，7月随着低基数结束增速有所回落。根据渠道反馈：1) 安踏体育：主品牌7月线下持平，FILA同增3%；2) 李宁：7月线下增长6%；3) 特步国际：7月全渠道增长中双位数；4) 361度预计7月流水增长接近10%。

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%
安踏	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	10-20%中段	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	10-20%低段	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	20-30%高段	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	10-20%中段	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	高双位数	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）

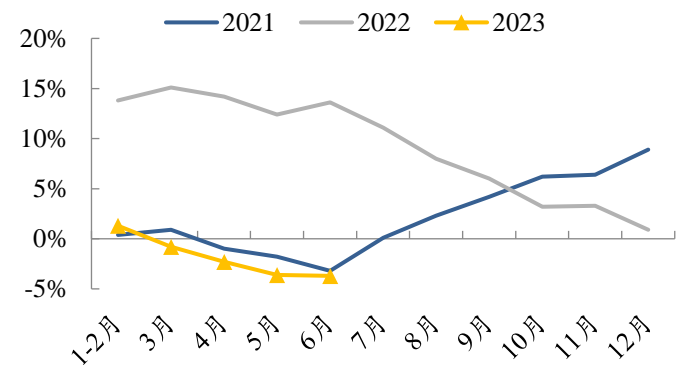


6.2、库存：库存同比下滑，存货压力减小

服装行业库存同比下滑，一方面终端清库存有效推进，另一方面去年基数较高也有影响，部分龙头公司存货周转天数已开始下降。

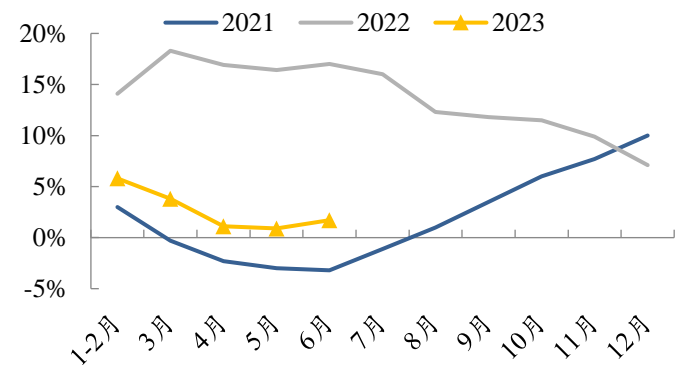
2023年6月，服装、服饰产成品存货同比增速降至-3.7%，库存继续优化。纺织业产成品存货同比增速小幅回升，3月录得1.7%。

图表67：纺织服装、服饰业产成品存货同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

图表68：纺织业产成品存货同比 (%)



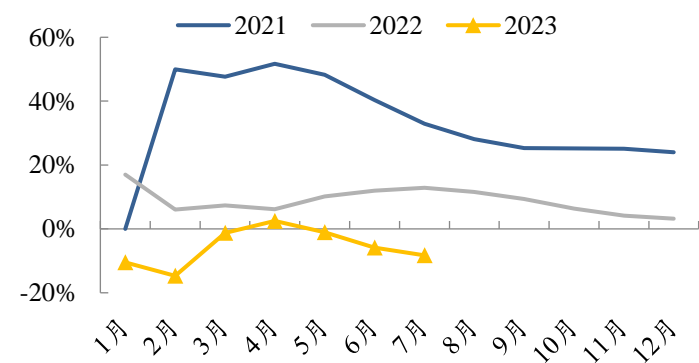
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/6/30）

6.3、出口：降幅继续扩大，箱包下滑明显

7月纺织服装出口走弱，但箱包出口继续维持相对高位。

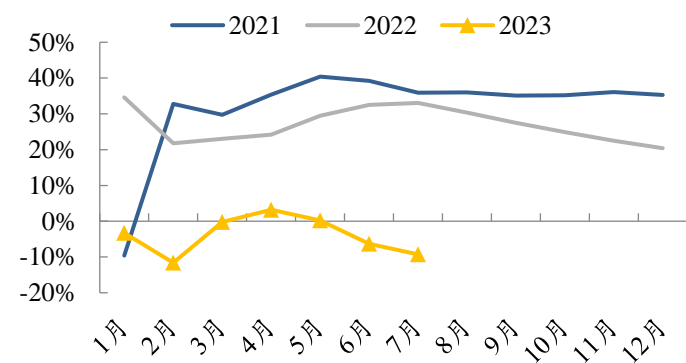
年初至今累计出口金额同比增速上看，服装及衣着附件 (-8.3%)、鞋靴 (-9.3%)、纺织纱线织物及制品 (-11.9%)、箱包及类似容器 (10.0%)。

图表69：服装及衣着附件出口金额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

图表70：鞋靴出口金额累计同比 (%)

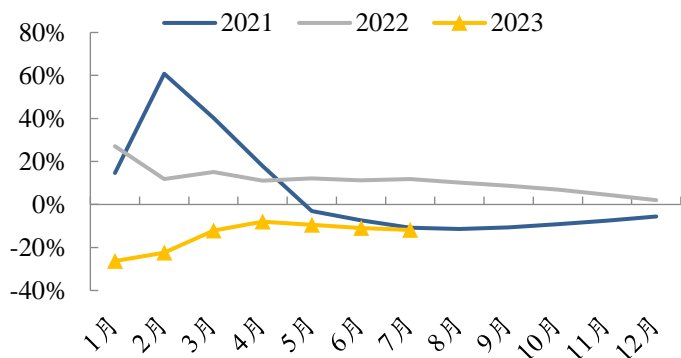


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023/7/31）

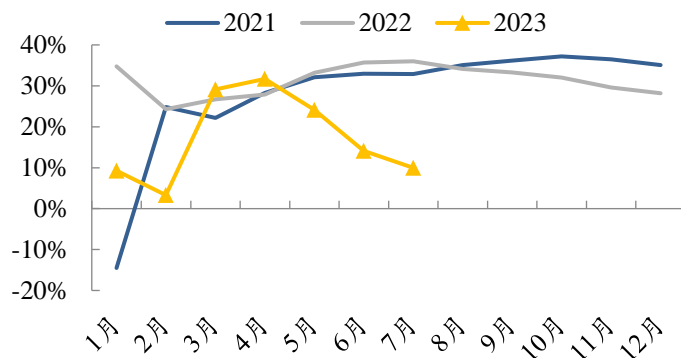


图表71: 纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比 (%)

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 2023/7/31)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/7/31)

6.4、行业动态: 安踏签约欧文, 亚运开幕在即

图表73: 2023年7月纺织服装行业动态

行业	日期	内容	来源
运动服饰	2023/7/10	“亚运经济”红利显现 义乌出口体育用品同比增长 15.6%	(央视网)
	2023/7/12	安踏签约球星欧文, 首款专属场上签名鞋及运动文化鞋将于 2024 年第一季度发布	(时尚无国界)
	2023/7/28	斯凯奇在东莞设立全球首家直播基地, 线上业务占比约 40%	(中服圈)
奢侈品	2023/7/24	贝恩预计今年全球奢侈品销售额将大涨 12%	(时尚商业 Daily)
大众服饰	2023/7/16	服装跨境电商赛维时代登陆创业板	(新消费日报)

来源: 央视网, 时尚无国界, 中服圈, 时尚商业 Daily, 新消费日报, 国金证券研究所

7、社会服务: 复苏趋势依旧, 服务价格上涨

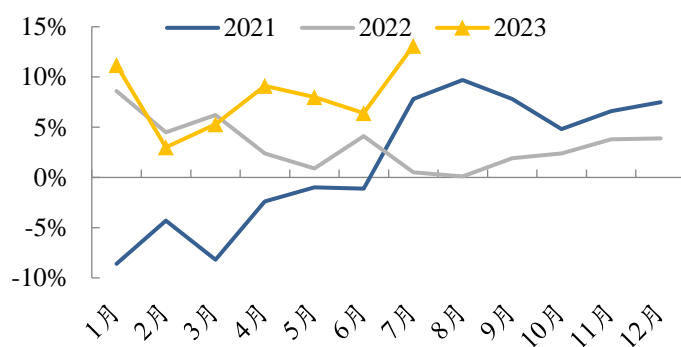
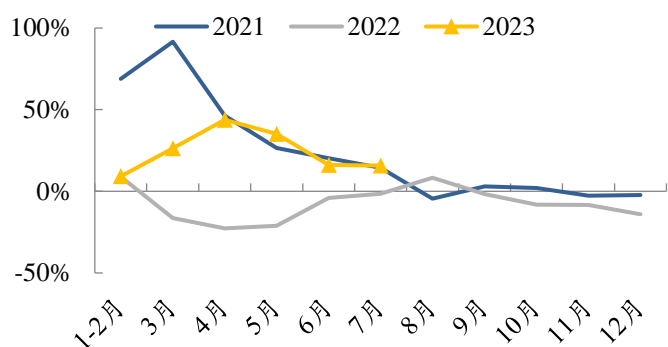
7.1、餐饮旅游: 出行继续火热, 旅游涨价明显

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。

7 月, 社零餐饮收入同增 15.8%, 增速小幅下滑, 或许来自于消费力而非客流量的下滑。此外, 旅游服务价格继续上行, 7 月同比上升 13.1%, 酒店住宿、餐饮消费涨价明显。

图表74: 社零餐饮收入月度同比 (%)

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 2023/7/31)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/7/31)

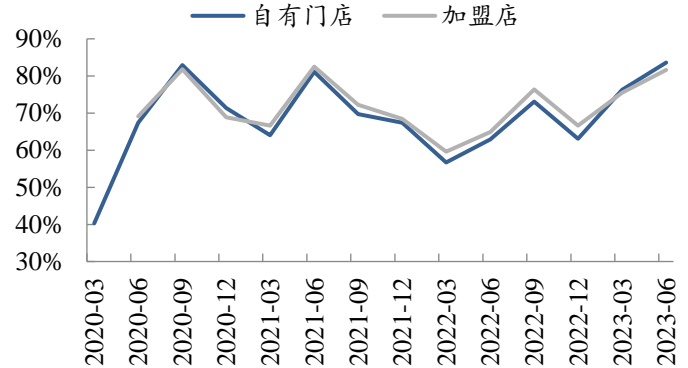
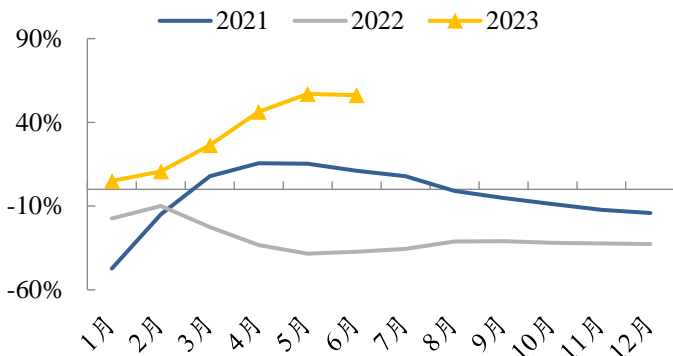


出行数据上看,6月全国交通客运量7.9亿人次,同比上升53.2%,年初至今累计上升56.3%,主要受到暑期假期出行影响,出行人次维持高位。由于2023年基数较低,预期后续仍有较明显恢复,但增速在7、8月可能出现放缓,重点关注9月底中秋、国庆双节表现。

伴随着客流恢复,代表性酒店入住率也有明显回升,华住集团2023Q2自有、加盟门店入住率已回升至83.6%、81.6%,接近近三年最高水平。

图表76: 全国交通客运量累计变动 (%)

图表77: 华住酒店入住率 (%)

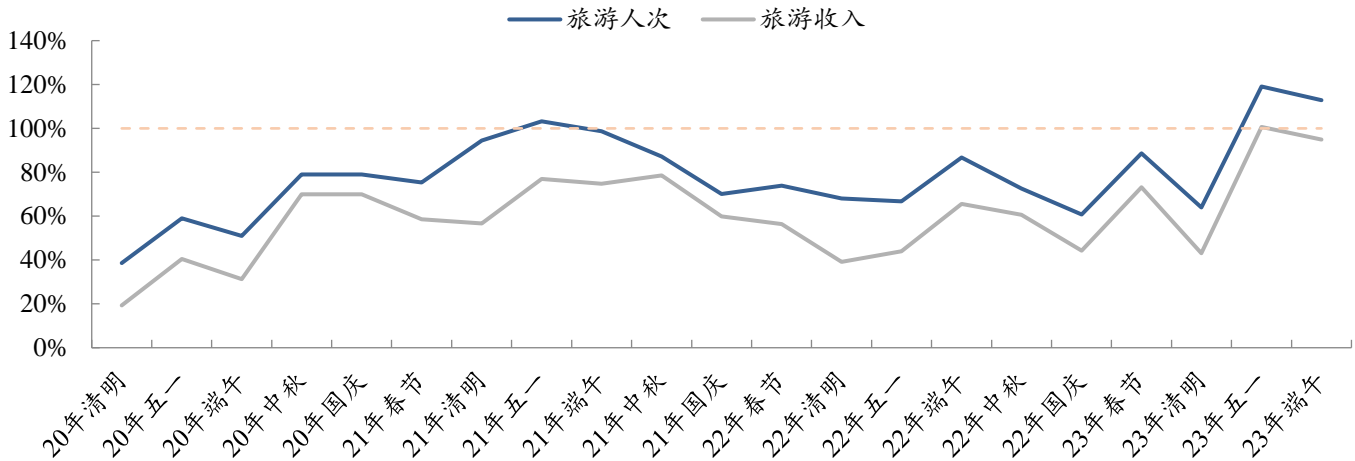


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/6/30)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023Q2)

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: 出境旅游复苏, 暑运客流密集

图表79: 2023年7月社会服务行业动态

行业	日期	内容	来源
旅游	2023/7/5	2023年以来, 出入境人员从日均0.7万人次升至近6万人次, 客流量恢复至疫情前六成	(Wind)
	2023/7/16	欧美热门国家签证“一号难求”, 目前暑期出境游以日本/韩国/泰国/新加坡等短线游为主	(环球旅讯)
	2023/7/18	携程发布旅游业垂直大模型“携程问道”	(新消费日报)
酒店	2023/7/21	截止7月19日, 暑期国内机票订单同比增长60%, 已超过2019年同期98%	(36氪)
	2023/7/29	希尔顿计划大力拓展亚太市场, 目标到2025年酒店数量将从627家拓展至1000家	(环球旅讯)

来源: Wind, 环球旅讯, 新消费日报, 36氪, 国金证券研究所



8、投资建议：便宜是买的理由，但不是涨的理由

当前消费板块呈现低估值、低热度、高波动特征。由于悲观预期已部分 price-in，预计下跌动能不大。由于利好政策频出，短期内对高赔率的追逐可能带来较大幅度反弹，但向上的行情拐点还需要等待，预计下半年继续维持震荡。

2021-2023 年的消费调整，本质上是对经济增长模式切换、社零增速下行的映射，业绩中枢调整势必带来板块估值下修，而率先完成调整的板块已经进入布局区间。截至 2023 年 8 月 15 日，中证消费指数、中证可选消费指数 PE TTM 继续维持 28X、20X 的历史低位，公募持仓水平、市场交易额占比等指标均指向低位区间。

由于消费需求具有稳定性，估值消化后业绩具有下限，便宜可以是买的理由，且当前社零增速持续刷新低点可能存在超调。但是便宜未必就会涨：1) 经济数据可能继续探底，景气拐点尚未到来，数据无法支撑；2) 市场风格使然，偏好其他板块。

行业配置上，业绩确定性仍是第一位，精选结构，建议关注高端白酒、乳制品、家电龙头、体育服饰。

图表80：中证消费指数 PE TTM



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 2023/8/15）

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 2023/8/15）

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
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦7楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究