11 月社消受疫情短期扰动影响显著，单月增速降至-5.9%

消费品零售行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件**

国家统计局发布最新社会消费品零售数据。2022 年 11 月份，社会消费品零售总额 3.86 万亿元，同比名义下降 5.9%。其中，限额以上单位消费品零售额 1.56 万亿元，同比下降 5.8%；除汽车以外的消费品零售额为 3.48 万亿元，同比下降 6.1%。

2022 年 1-11 月份社会消费品零售总额为 39.92 万亿元，同比名义下降 0.1%；除汽车以外的消费品零售额为 35.85 万亿元，同比下降 0.2%。

- **分析与判断**

2020 年初的新冠肺炎疫情致使 2021 年全年增速呈现出前高后低的趋势，两年均速逐步向前期区间靠拢；**2022 年开年前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，但如我们前期判断一致，3-5 月份多地的疫情反复对整体消费形成拖累，6 月随着各地复工复产的有序推进，单月消费增速延续恢复趋势并再次回正，7 月回归消费淡季，单月社消虽保持正增长，但增幅出现环比收窄，8 月虽仍处于相对淡季，但在上年同期低基数、消费环境改善等多重因素的共同作用下，单月增速改善显著，市场销售恢复明显加快；9 月延续了恢复的态势，但考虑到近三年 9-12 月均处于正增长区间，前期相对高基数因此增速水平偏低；10-11 月再次出现多地的疫情波动影响，短期增速再次转为负值。**其中，1-11 月份累计零售额较上年同期规模收窄约 364 亿元，年初至今的绝对值规模变化自 7 月份开始由负转正，连续三个月延续了回暖的趋势，但近期受冲击较大，11 月累计值再度回归至负增长区间；11 月单月较上年同期规模缩减约 2428 亿元，前期连续（3-5 月）三个月出现负增长后连续四个月（6-9 月）实现零售总额的正向扩张，三季度单季整体均为正增长，10-11 月连续两个月再次规模萎缩，且明显 11 月幅度偏大。结合历史数据来看，本月较上月社消规模收窄近 1656 亿元；在疫情发生前（2010-2019 年的十年范围内）11 月单月环比 10 月会减少 300 亿元左右，主要系 10 月的消费与“十一黄金周”的旅游出行、娱乐等线下消费相关性更高，而 11 月的消费则倾向于“双十一”线上消费；同时，11 月同比上年单月会增长 2000 亿元左右，由此两个维度可以看出**本月受疫情冲击影响较大，线下业态中消费者到店减少，线上平台虽有“双十一”活动支撑，但前期备货、中后期运输物流等环节也会受到不同程度的影响，同时消费者信心指数自 4 月以来持续处于低位区间波动，随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前社消表现阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间。**

结合关键动销时点的消费数据来看，11 月内重点关注“双十一”大促，根据我们前期的点评，综合电商平台总计销售额为 9340 亿元，同比增长 2.9%，天猫占据销额榜首，京东和拼多多位列第二名和第三名。头部玩家天猫、京东等不再公布具体 GMV 数据，而短视频电商平台抖音、快手加入双十一战局，平台竞争加剧，各大平台开始将宣传的重点将销量、业绩增长数据转为消费亮点介绍，更关注用户相关指标，近两年发生了由

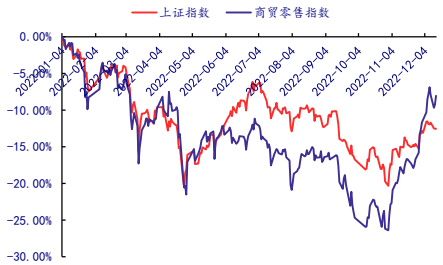
分析师

甄唯萱

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

行业数据 时间 2022.12.15



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售】行业点评_10 月社消增速放缓降至-0.5%，基础生活必需品类与线上渠道相对表现更优_20221115

【银河消费品零售】行业点评_三季度社消恢复向好，基本生活类商品表现相对优势显著_20221024

【银河消费品零售】行业点评_8 月社消加速恢复至 5.4%，年初累计总额回归至正向扩张区间_20220916

【银河消费品零售】行业点评_7 月社消同比增长 2.7%，消费淡季等多因素拖累消费增速回调幅度_20220815

【银河消费品零售】行业点评_6 月社消增速企稳回正至 3.1%，恢复表现超预期_20220715

【银河消费品零售】行业点评_疫情影响减弱 5 月社消出现回升趋势，单月降幅收窄至 6.7%_20220615

【银河消费品零售】行业点评_疫情之下社消增速进一步降至-11.1%，关注民生保障基本生活类商品与对应渠道表现_20220516

【银河消费品零售】行业点评_疫情拖累 3 月社消再次进入负增长区间，一季度消费累计实现 3.3%平稳扩张_20220418

【银河消费品零售】行业点评_1-2 月社消累计同比增长 6.7%，消费表现优于预期_20220315

量到质的转变。

12 月 7 日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布了《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，“新十条”提出了一系列优化疫情防控的举措，对保障社会正常运转等十个方面进行了明确优化。在此背景下，**短期来看，疫情仍将对当地的零售、餐饮等业态造成冲击，其中超市、线上平台等作为购买居民生活必需品的渠道，其对于民生稳定的重要程度不容忽视。**受主观或客观条件限制，仍存在难以落地堂食以及到店客流减少的情形，与之对应，包含餐饮体验业态的购百业态受影响较大，1-11 月份限额以上零售业单位中的百货店同比下降 8.0%。

综上，我们认为当前政策环境较为积极乐观，随着我国疫情管控效果和疫苗普及的进一步推进，国内经济有望逐步恢复至前期增长轨迹；同时伴随居民的消费信心以及国内消费市场活力稳健恢复，未来社消增速也有望进一步向疫情前水平靠拢。

- **超市渠道相关必选品：**从增速的角度来看，**基本生活类粮油食品正增长走势最为稳健，年初至今单月增速虽有波动下行但稳定性突出，此外也是本月内除中西药品类以外唯一一个依旧保持正增长的品类。**从绝对值规模的角度来看，上述必选品类相较 2019 年、2020 年、2021 年三年历史同期出现了规模的扩张。食品大类中粮油食品在一定程度上持续受到 CPI 的影响，11 月 CPI 上涨 1.6%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，同比涨幅回落较多，主要是去年同期对比基数走高影响；其中食品价格上涨 3.7%，涨幅比上月回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.68 个百分点；食品中中央储备猪肉投放工作继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格上涨幅度环比上月出现 17.4 个百分点的回落，鲜菜因天气条件较好供应充足，价格下降；综合上述价格水平，结合较为稳定的必需消费需求，**我们认为短期内必选品类的增速表现更为强韧，对应超市等必选消费渠道的表现值得期待。饮料类、烟酒类**本月增速略有波动，虽为负增长但跌幅环比上月明显收窄，一方面上述品类连续两年 9-11 月保持 10%+的高增速增长，基数较高，同时近期整体疫情管控较去年同期更严格，终端动销表现相对平淡，9-10 月的中秋、国庆假期是线下宴请的重要时间窗口，12 月则需为来年春节备货，整体动销表现对于月内影响较大，11 月处于两段关键时点的中间期，表现波动可以理解。
- **百货渠道相关可选品：服装鞋帽**受疫情影响线下客流、整体需求不景气等因素的影响，前期部分月份规模甚至低于 2019 年同期水平，今年在低基数的基础上出现恢复趋势；进入秋季后品类增速跌幅逐渐扩大至 15.6%，反观穿类线上销售增速仍可保持在 3.4%，品类中渠道的结构性变化值得关注。**化妆品**三季度内单季直至 10 月单月表现承压，“双十一”前夕，一方面近期缺少节庆和促销节点，消费者不存在高频消费或礼赠的需求，难以产生集中的消费；“双十一”等大促节点会对消费进行分流。此外，考虑到品类销售数据为限额以上企业经营情况，因此不排除消费需求向海外品牌溢出、向国产头部品牌集中的情形，对于行业整体增速表现不必过分担忧，重点关注头部企业的经营数据。“双十一”期间国内优质的化妆品品牌均有亮眼表现，整体四季度表现可期。**金银珠宝类**短期波动变现不必担忧。黄金的市场价格虽有波动，婚庆等补偿性消费需求热情较高，且年轻消费者对于黄金类饰品自用的需求观念逐步转变，整体的消费表现值得关注。
- **专业连锁渠道相关耐用品：**与房地产周期相关的**家用电器和家具等**，走势出现分化。其中前期家具类受房地产影响更大，年初至今单月均在负增长区间内波动，与建筑及装潢材料类的增速对应，结合房屋施工面积、竣工面积、销售面积的累计同比增速来看，表现依旧承压，但随着政策带动房地产行业回暖，家具类单月跌幅呈现收窄趋势；对于家电品类而言，前期高温带来空调、风扇、冰箱等品类的需求增长，以及促消费政策中对于家电的帮扶，品类增速表现可观，但总体符合地产相关产业链的大趋势表现，品类消费相对处于后置环节，近三个月增速下跌明显且单月跌幅逐渐扩大。就当前统计局对于房地产行业的研判来看，地产政策密集发布，三支箭落地，“尽快当前房地产销售还在下降，随着多地适度放开限购限售、降低公积金使用门槛等，部分地区房地产销售降幅在收窄；随着房地产长效机制的完善，积极满足房地产住房需求，全国房地产销售下行态势会得到缓解”。由此，我们认为相关产业长期表现或将值得期待。
- **投资建议**

2020 年疫情对于零售行业的冲击严重以及 2021 年开始的恢复表现，整体零售市场表现分化；2022 年前两个月各品类有回归至正常增长区间的趋势，但 3 月开始的疫情反复再次带来一定程度的负面影响，且对于整体以及结构内各品类的影响与疫情伊始类似；6-9 月疫情反弹得到有效控制，单月增速再次回正，10-11 月疫情再次冲击导致增速波动，全年累

计步入小幅负增长区间；12 月包含传统“双旦”节庆、线下门店店庆等重要时点，且 2023 年春节为 1 月下旬时间较为提前，存在提前备货的年货消费机会，整体消费氛围积极但目前各地疫情影响程度不一，具体对于消费的影响程度有待进一步观望。从品类的角度来看，**必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）存在可选属性，短期受疫情冲击影响更大，但长期恢复值得期待，经营弹性更高，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。**

从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额 1-11 月份累计增长 1.7%，虽存在阶段性短期波动的小幅负增长，全年至今来看实现稳定扩张，表现优于社零整体走势，这体现出**规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。长期来看，如若疫情影响逐步减弱，伴随着国家针对中小企业高质量发展的政策有效落地，或将回归至限额以下单位强劲增长的情形，对应限额以下企业经营弹性更高。**

此外，疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响，线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。我们维持认为，**线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化。**21 年年末商务部、中央网信办、发展改革委印发《“十四五”电子商务发展规划》，明确了聚焦电子商务连接线上线下、衔接供需两端、对接国内国外市场的三个定位，赋予电子商务推动“数字经济高质量发展”和助力“实现共同富裕”的新使命。

线下渠道按零售业态分，1-11 月份限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店零售额同比分别增长 3.1%、4.3%、3.6%，专卖店与去年基本持平，百货店下降 8.0%；超市业态经营稳健。上述业态的发展也与我们前期的判断基本一致，其中便利店作为相对新兴、朝阳的零售渠道，符合便捷化、快速化的消费趋势，也可以满足消费者基本即时的必选消费需求，因此增速高企；超市作为传统必选消费渠道，增速韧性更强，增速表现更为稳定；百货店作为线下可选渠道的代表，受疫情冲击影响更大，现阶段累计负增长的表现与前文分析的相关品类零售额规模萎缩的趋势也较为匹配。

2022 年开年社消增速走势基本符合预期，短期部分地区的疫情波动影响较大，长期来看单月社消增速有望经钟摆轨迹逐步回归至疫情前期的均值水平，消费市场规模仍会持续扩张；目前各地或有疫情反复，短期波动不会影响稳定发展的大趋势，因此我们认为仍需保持谨慎乐观的态度，冷静判断数据背后的消费增长逻辑。

二十大报告中明确指出，消费和民生的改善是直接相关的，和满足人民群众对美好生活的需要相吻合，因此要把扩大内需，特别是扩大消费作为发展经济的基本点，让消费成为拉动经济增长的“三驾马车”第一驱动力，让经济发展惠及民生福祉。12 月 14 日中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》，其中提到消费基础性作用持续强化，线上消费、服务性消费等消费新业态新模式快速发展，现阶段实施扩大内需战略是满足人民对美好生活向往的现实需要，通过增加高质量产品和服务供给，满足人民群众需要，促进人的全面发展和社会全面进步，推动供需在更高水平上实现良性循环。

在此背景下，我们继续维持 2021 年年度策略中“数字化”、2022 年年度策略中“中高端消费下的‘专精特新’”以及 2023 年年度策略中“文化为‘国潮’品牌赋生机”这三大投资主线，结合稳字当头、稳中求进的要求，**重点推荐经营确定性较高、具备一定品牌影响力的制造品牌商与具备一定保价和顺价能力的渠道品牌商；此外，考虑到多地的疫情反复因素，我们认为仍需保持对于基本民生行业投资机会的关注。**建议重点关注永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)、天虹百货(002419.SZ)、华致酒行(300755.SZ)、上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、贝泰妮(300957.SZ)、水羊股份（300740.SZ）、豫园股份（600655.SH）、周大生（002867.SZ）、老凤祥（600612.SH）。

- **风险提示**

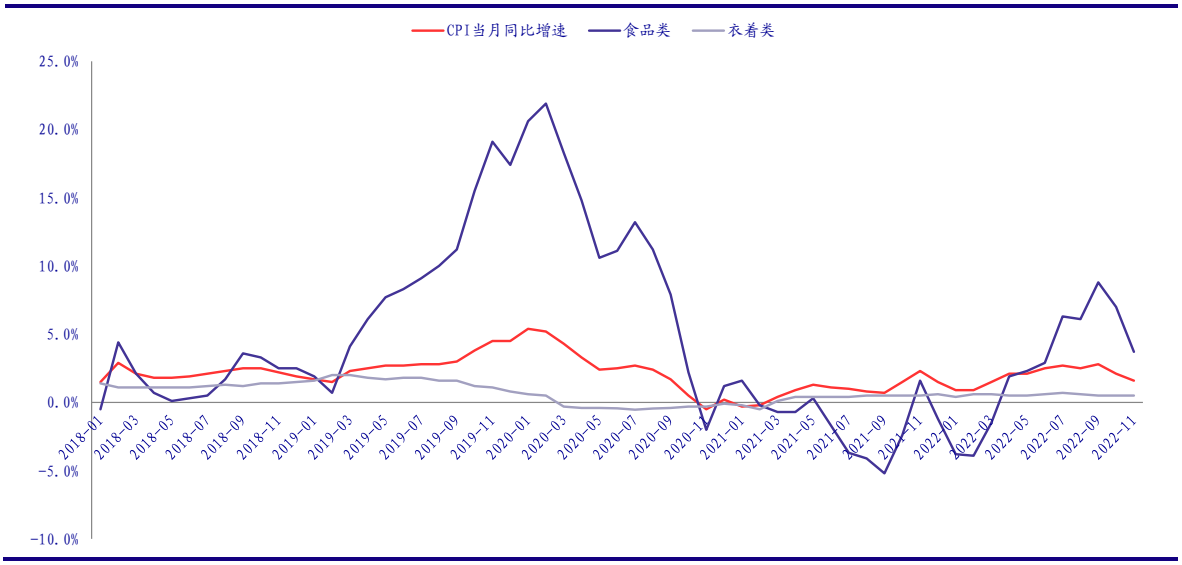
疫情持续超预期的风险，消费者信心持续不足的风险。

表 1 社会消费品零售数据

	11 月当月值(亿元)	当月同比增速	较上年同期增速变化(bps)	环比上月增速变化(bps)	1-11 月份累计值(亿元)	累计同比增速	环比上月增速变化(bps)
社会消费品零售总额	38,615	-5.90%	-9.8	-5.4	399,190	-0.1%	-0.7
其中：限额以上单位消费品零售额	15,607	-5.80%	-10.0	-5.3	153,895	1.7%	-0.9
其中：实物商品网上零售额	-	-	-	-	108,098	6.4%	-0.8
餐饮收入	4,435	-8.4%	-5.7	-0.3	39,784	-5.4%	-0.4
商品零售	34,180	-5.6%	-10.4	-6.1	359,406	0.5%	-0.7
粮油、食品类	1,659	3.9%	-10.9	-4.4	16,788	8.5%	-0.5
饮料类	252	-6.2%	-21.7	-10.3	2,749	5.3%	-1.3
烟酒类	440	-2.0%	-15.3	-1.3	4,525	3.5%	-0.7
服装鞋帽、针纺织品类	1,276	-15.6%	-15.1	-8.1	11,688	-5.8%	-1.4
化妆品类	562	-4.6%	-12.8	-0.9	3,652	-3.1%	-0.3
金银珠宝类	256	-7.0%	-12.7	-4.3	2,770	0.8%	-0.9
日用品类	730	-9.1%	-17.7	-6.9	6,790	0.3%	-1.3
家用电器和音像器材类	938	-17.3%	-23.9	-3.2	8,114	-3.0%	-2.2
中西药品类	605	8.3%	-1.0	-0.6	5,850	9.2%	-0.1
文化办公用品类	500	-1.7%	-19.8	0.4	4,005	4.9%	-1.0
家具类	169	-4.0%	-10.1	2.6	1,459	-7.7%	0.5
通讯器材类	697	-17.6%	-17.9	-8.7	5,723	-3.3%	-2.4
石油及制品类	1,929	-1.6%	-27.5	-2.5	21,034	11.0%	-1.5
汽车类	3,788	-4.2%	4.8	-8.1	40,700	0.3%	-0.5
建筑及装潢材料类	188	-10.0%	-24.1	-1.3	1,700	-5.8%	-0.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 1 CPI 单月同比增速变化趋势（截止 2022 年 11 月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2 线上社消数据情况

	1-11 月份累计额（亿元）	同比增速	占比社消总额比重	较上年同期比重变化（bps）
全国网上零售额	124,585	4.2%	31.21%	1.49
其中：实物商品网上零售额	108,098	6.4%	27.08%	2.54
吃类		15.1%		
穿类		3.4%		
用类		6.1%		

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

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。

甄唯萱：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018 年 5 月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn