



短期扰动，长期回暖不改

——11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：

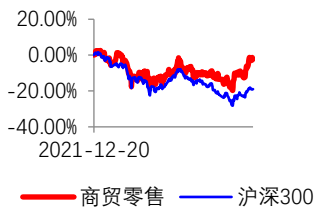
赵从栋 S0630520020001

zhaocd@longone.com.cn

证券分析师：

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn



相关研究

1. 10月社零专题：底部已现，静待春天
2. 9月社零专题：疫情影响餐饮及线下，9月社零略平淡
3. 8月社零专题：结构性超预期，整体修复仍缓
4. 7月社零专题：疫情扰动，7月社零恢复不及预期
5. 6月社零专题：必选稳，可选弹，汽车成为社零超预期主因

投资要点：

- 11月疫情承压背景下，消费弱于预期。短期看，除了疫情对消费行业库存、折扣率影响短期仍未恢复，结合海外经验，疫情带来的消费意愿、消费场景“二次冲击”仍将在未来一个季度持续显现。但是，一方面，收入增速一直高于支出增速背景下，消费蓄水池持续提升。另一方面，结合复苏痛点、基数、疫情影响逐步减弱的趋势，我们认为2023年除Q1、Q4分别存在疫情冲击和挤压风险外，Q2仍有望迎强复苏，Q3再遇高峰，啤酒、速冻及预制菜、白酒、乳制品将先后受益，零食赛道格局优化速度也望加快。（具体分析请参见《2023食品饮料年度策略报告：春风拂面，静待花开》）
- 十一月社零负增长，表现弱于预期。①本月社零同比低于预期：尽管当月国内防控政策有大幅优化，但疫情持续扩散对消费造成冲击，2022年11月当月社零同比增速为-5.9%（环比下跌5.4pct），弱于市场预期-2.5%。②本月社零相比2019CAGR环比走低，去除掉疫情对社零的干扰因素，2022年11月较2019年同期CAGR达0.9%，较上月下滑2.0pct。③城镇乡村增速均下滑且幅度加大：2022年11月城镇社零同比增速为-6.0%，较上月环比下降5.4pct；2022年11月乡村社零同比增速达-5.2%，较上月环比下降5.4pct。④线上增速下滑，线下消费连续三个月负增长。11月网上商品和服务零售额增速环比大幅下降14.4pct至0.4%。而线下社零当月同比为-9.5%，环比下滑2.7pct。
- 餐饮消费和商品零售均呈现负增长，汽车增速转负。①餐饮消费同比连续三个月负增长。2022年11月社零餐饮服务总额当月同比下滑8.4%，较上月下降0.3pct。②商品零售增速时隔五个月出现负增长：2022年11月社零商品零售总额当月同比下降5.6%，较上月下降6.1pct，商品零售复苏进程受阻。③分品类看，除粮油食品、中西药品外，各类别商品零售额均处于同比负增状态。11月仅粮油食品和中西药同比增长3.9%和8.3%，其余品类均为负值，其中汽车增速近五个月首次出现负增长。
- CPI持续回落，PPI持平。①食品回落是主因：11月CPI达1.6%（-0.5pct），其中食品、非食品CPI分别达3.7%（-3.3pct）、1.1%（持平）。11月消费品CPI、服务CPI分别达2.3%（-1.0pct）、0.5%（+0.4pct），受疫情影响导致线下消费场景恢复有限带动导致CPI恢复有限。②PPI-CPI剪刀差绝对值缩小：因CPI环比回落，PPI-CPI剪刀差绝对值缩小至2.9%。
- 失业率略升，收入和支出改善。①就业：11月全国城镇调查失业率5.7%，环比提升0.2pct。同时大城市失业率对疫情较为敏感，11月31个大城市失业率为6.7%，环比提升0.7pct，失业率和提升幅度均高于全国城镇失业率。②收入和支出：2022年9月居民人均收入累计同比达5.3%（+0.6pct），全国居民实际消费支出累计同比达1.5%（+0.7pct），居民收入支出剪刀差三季度小幅下滑0.8pct，表明三季度消费意愿回升。
- 投资建议：（1）机会方面：“疫情优化二十条”已带来消费行情的第一个阶段——行情来自估值提升，时间短暂；在疫情政策“新十条”的催化下，叠加未来趋势性的疫情优化预期，消费行情进入第二阶段——行情从估值转向基本面的持续优化，时间相对长久。（2）风险方面：以白酒为主的部分板块受疫情影响当下库存较高，消化仍需时间，Q4、Q1部分公司业绩仍有望迎波动风险。我们持续关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河、盐津铺子、劲仔食品、味知香、安井食品、千味央厨等。
- 风险提示：疫情影响；原材料价格的影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响。

正文目录

1. 整体社零：十一月社零负增长，表现弱于预期	5
2. 分品类：餐饮收入与商品零售均出现负增长.....	7
3. 价格表现：CPI 持续回落.....	12
4. 就业情况：失业率略有上升.....	15
5. 居民收入和居民支出：三季度收入支出环比提升，居民消费意愿回升	17
6. 投资建议	22
7. 风险提示	22

图表目录

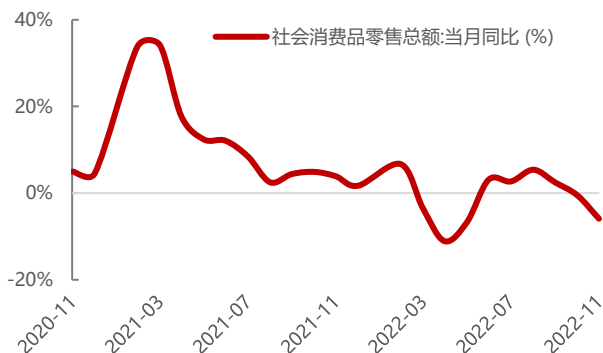
图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速	5
图 2 对比 2019 年的社零 CAGR	5
图 3 当期及去年社零对比 2019 年月度增长情况	5
图 4 对比 2020 年社零环比趋势	5
图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR	6
图 6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况	6
图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况	6
图 8 分渠道社零同比增速	7
图 9 线上社零累计同比增速	7
图 10 线上社零吃穿用累计同比增速	7
图 11 网上商品和服务零售额对比 2019 CAGR	7
图 12 近两年社零商品零售同比增速	8
图 13 近两年社零餐饮收入同比增速	8
图 14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR	8
图 15 对比 2019 年的餐饮收入社零 CAGR	8
图 16 商品零售及餐饮收入对比 2019 年 CAGR 增长情况	8
图 17 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例	8
图 18 不同类型社零同比增速	9
图 19 2021 年以来不同品类对社零增长贡献比例	9
图 20 不同品类对 11 月社零增长贡献比例	9
图 21 不同品类对社零增长贡献比例排名	9
图 22 2022 年不同品类社零同比增速	11
图 23 2022 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR	11
图 24 近两个月分行业社零同比增速对比	12
图 25 不同品类对 11 月社零增长贡献比例	12
图 26 不同品类对社零增长贡献比例排名	12
图 27 CPI 及 PPI 当期值	13
图 28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况	13
图 29 CPI 及 PPI 变化趋势	13
图 30 PPI-CPI 剪刀差变化趋势	13
图 31 分品类 CPI 当期值	14
图 32 食品类 CPI 当期值	14
图 33 分品类 CPI 同比增速环比变化情况	14
图 34 2019 年至今城镇调查失业率	15
图 35 不同年龄段城镇调查失业率	15
图 36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率	15
图 37 31 个大城市城镇调查失业率	16
图 38 不同户籍城镇调查失业率	16
图 39 2021 年以来不同户籍城镇调查失业率	16
图 40 农民工就业情况	17
图 41 人均收入及对 2019 年 CAGR 增速	17
图 42 人均收入及分项收入增速	18
图 43 人均收入及分项对比 2019CAGR	18
图 44 人均收入月度同比增速环比变化情况	18
图 45 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况	18
图 46 人均支出及对 2019 年 CAGR 增速	19

图 47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速	19
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	19
图 49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比	19
图 50 整体收入-社零剪刀差	20
图 51 城镇居民收入-支出剪刀差	20
图 52 乡村居民收入-支出剪刀差	20
图 53 人均收入及工企利润对比	21
图 54 2021 年第一、第二、第三产业人数占比	21
图 55 2021 年农民工在总人口中占比	21
图 56 2021 年农民工在劳动人口中占比	21
图 57 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速	22
图 58 农民工收入近两年复合增速	22
表 1 社零各大类增速比较	9
表 2 社零数据细分小类增速比较	10

1. 整体社零：十一月社零负增长，表现弱于预期

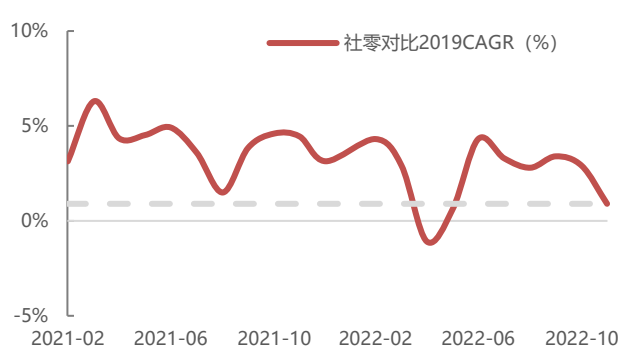
(1) 总体情况：十一月社零负增长，表现弱于预期。①本月社零同比低于预期：尽管当月国内防控政策有大幅优化，但疫情持续扩散对消费造成冲击，2022年11月当月社零同比增速为-5.9%（环比下跌5.4pct），弱于市场预期-2.5%。②本月社零相比2019CAGR环比走低：去除掉疫情对社零的干扰因素，2022年11月较2019年同期CAGR达0.9%，较上月下滑2.0pct。整体来看，11月社零因疫情扩散导致连续两个月出现负增长，消费依旧低迷。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



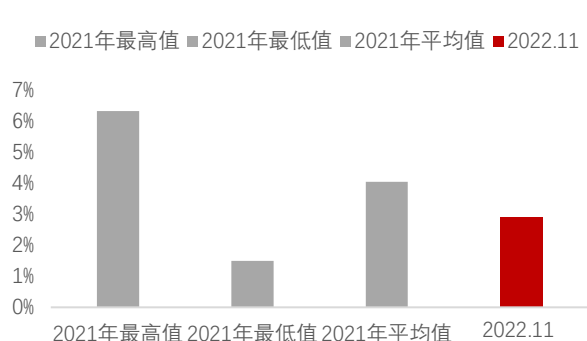
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 对比 2019 年的社零 CAGR



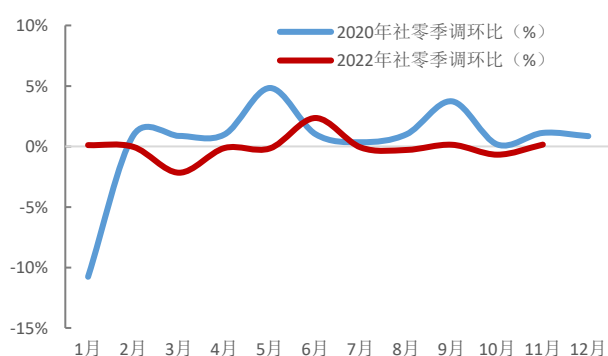
资料来源：wind，东海证券研究所

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

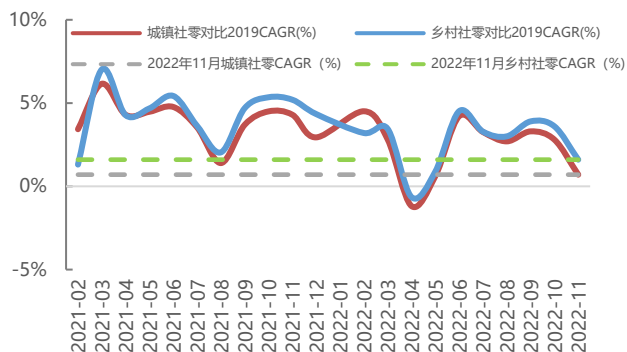
图4 对比 2020 年社零环比趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

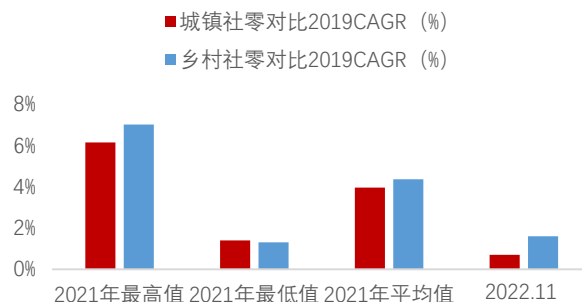
(2) 分地域：城镇乡村增速均下滑且幅度加大。①城镇：2022年11月城镇社零同比增速为-6.0%，较上月环比下降5.4pct；对比2019CAGR达0.7%，低于2021年全年平均值4.0%，较上月2.8%下跌2.1ct。②乡村：2022年11月乡村社零同比增速达-5.2%，较上月环比下降5.4pct；对比2019CAGR达1.6%，低于2021年全年平均值4.4%，较上月3.6%环比下跌2pct。整体来看，11月城镇和乡村社零增速均出现下滑，且下滑幅度加大。

图5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR



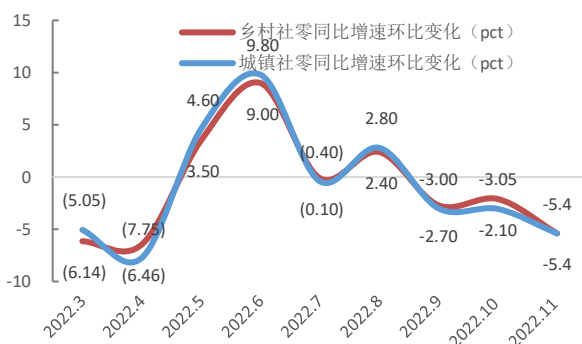
资料来源：wind，东海证券研究所

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

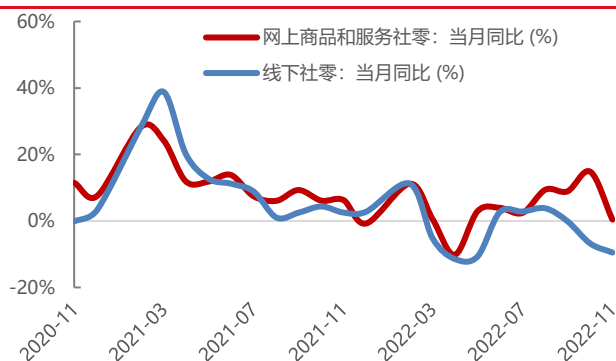
图7 本年城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind 东海证券研究所

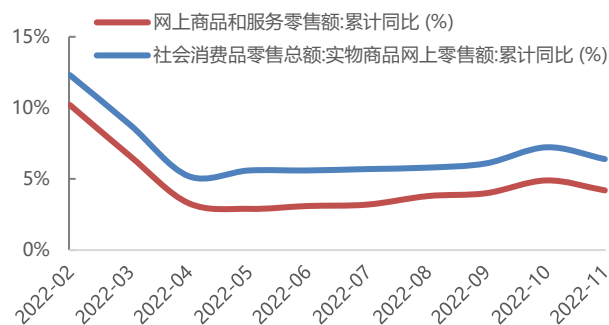
(3) 分渠道：线上增速下滑，线下消费连续三个月负增长。①**线上增速出现大幅下滑：**总体看，2022 年 11 月网上商品和服务零售额累计同比达 4.2%，较上月下修 0.7pct，11 月增速环比大幅下降 14.4pct 至 0.4%；11 月网上实物零售额累计同比增长 6.4%，较上月下降 0.83pct。**分品类来看**，11 月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长 15.1%、3.4%、6.1%，较上月增速环比-1.6pct、-2.1pct、-0.4pct。吃类网上实物零售额累计增速维持高位，穿类累计增速连续五个月走高首次迎来下滑，用类累计增速连续两月上升后也迎来下滑。**从趋势上看**，整体消费复苏仍较弱，对比 2019CAGR 自 2021 年中以来，网上商品和服务零售额累计增速整体趋缓，2022 年以来对 2019CAGR 均不及 2021 年同期，吃、穿、用三个品类对比 2019CAGR 均出现了环比下滑。②**线下消费疲软。**根据社零、网上商品及服务零售额，我们推算 2022 年 11 月线下社零当月同比为-9.5%，较上月环比下滑 2.7pct，拖累社零恢复整体表现。**整体看**，由于多地疫情散发，线下社零持续负增长，消费需求较弱。

图8 分渠道社零同比增速



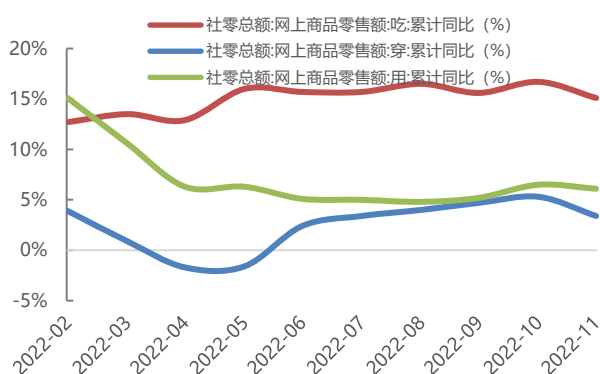
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 线上社零累计同比增速



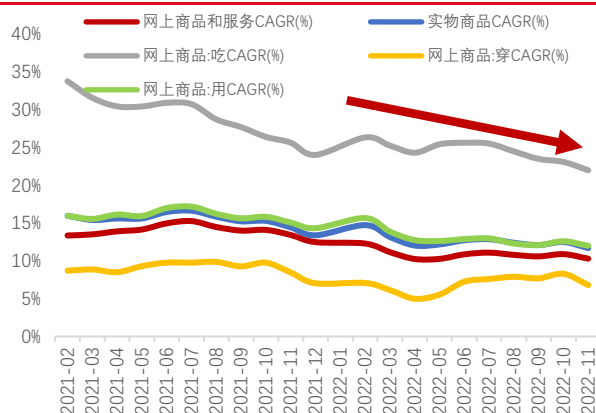
资料来源：wind，东海证券研究所

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

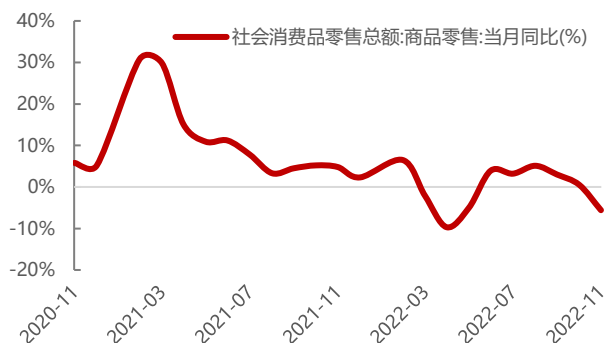


资料来源：wind，东海证券研究所

2.分品类：餐饮收入与商品零售均出现负增长

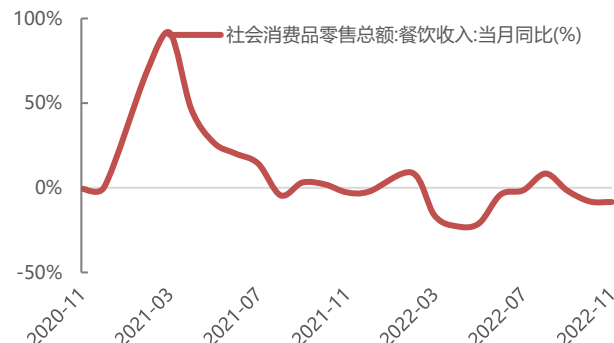
（1）分商品及服务：餐饮消费和商品零售均呈现负增长，商品零售环比下滑幅度较大。①餐饮消费同比连续三个月负增长。2022年11月社零餐饮服务总额当月同比下滑8.4%，较上月下降0.3pct。从去除疫情影响，2022年11月餐饮消费对比2019CAGR为-4.0%，降幅环比上月扩大2.1pct，低于2021各月对2019CAGR的平均值-0.4%，餐饮消费持续低迷。②商品零售增速时隔五个月出现负增长：2022年11月社零商品零售总额当月同比下降5.6%，较上月下降6.1pct，商品零售复苏进程受阻。从去除疫情影响角度，2022年11月商品零售对比2019CAGR达1.5%，较上月回落2pct，且低于2021各月对2019CAGR的平均值4.6%。整体来看，疫情明显升温背景下整体餐饮消费和商品零售消费均受到较大影响，消费恢复再次受阻。

图12 近两年社零商品零售同比增速



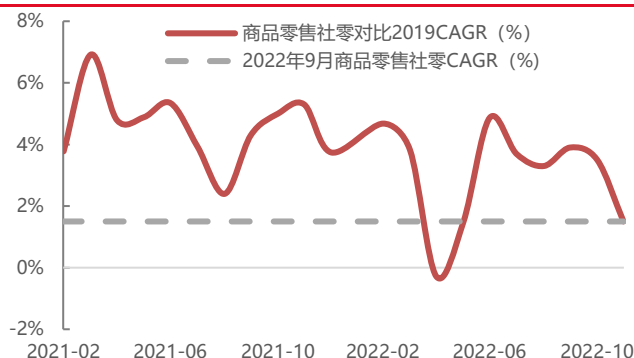
资料来源: wind, 东海证券研究所

图13 近两年社零餐饮收入同比增速



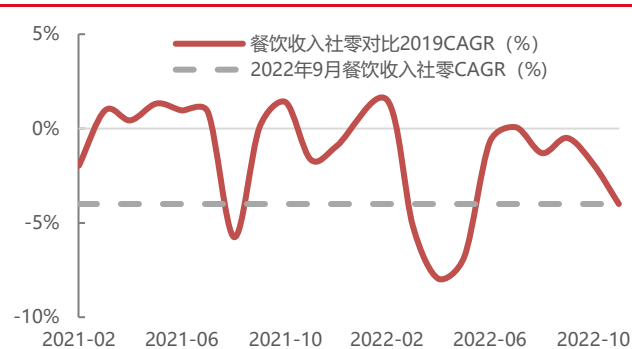
资料来源: wind, 东海证券研究所

图14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR



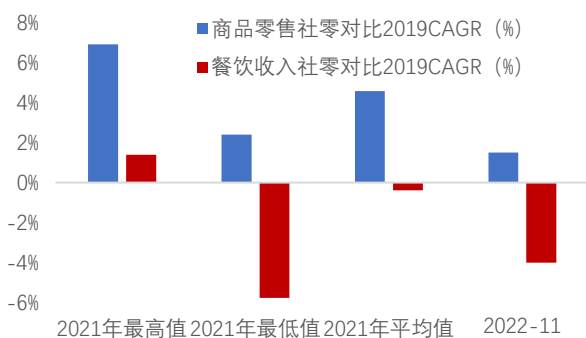
资料来源: wind, 东海证券研究所

图15 对比 2019 年的餐饮收入社零 CAGR



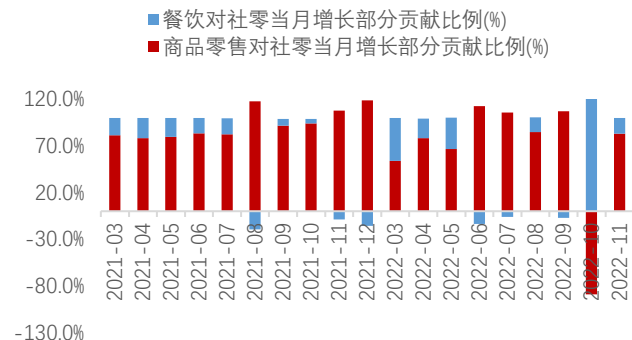
资料来源: wind, 东海证券研究所

图16 商品零售及餐饮收入对比 2019 年 CAGR 增长情况



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替代

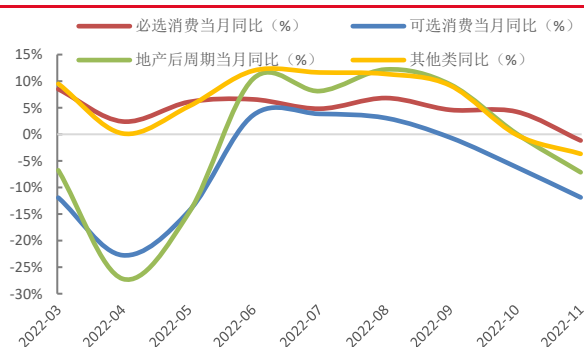
(2) 大类表现: 四大类本月均为负增长。①同比增长情况: 2022 年 11 月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比增长分别达-1.2%、-11.7%、-7.2%、-3.7%, 分别较上月环比下滑 5.5pct、5.5pct、7.3pct、3.6pct。②社零增长贡献情况: 从对社零同比增长的贡献情况来看, 因地产后周期规模大、占比高, 反弹快, 对社零增长部分贡献率达 45.9%, 远超其他品类, 成为拉动社零增长的主要动力。

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
10月同比增速(%)	4.3	-6.2	0.1	-0.1
11月同比增速(%)	-1.2	-11.7	-7.2	-3.7
增速环比改善(pct)	-5.5	-5.5	-7.3	-3.6
11月对社零同比增长贡献率(%)	4.3	33.1	45.9	16.7

资料来源: wind, 东海证券研究所

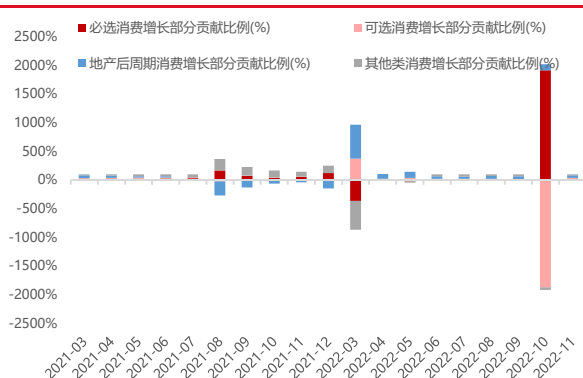
图18 不同类型社零同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

*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

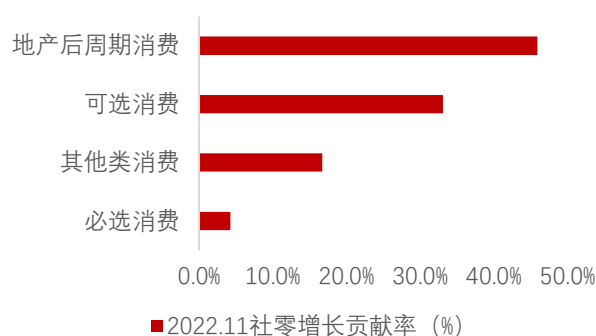
图19 2021年以来不同品类对社零增长贡献比例



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

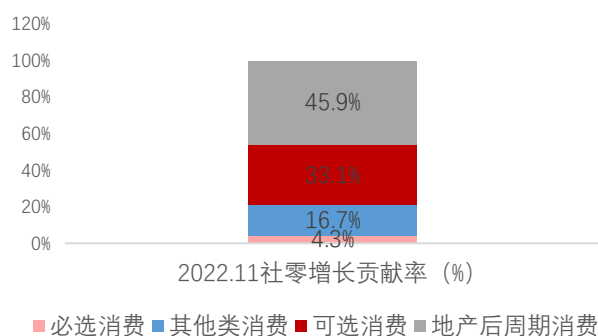
图20 不同品类对11月社零增长贡献比例



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

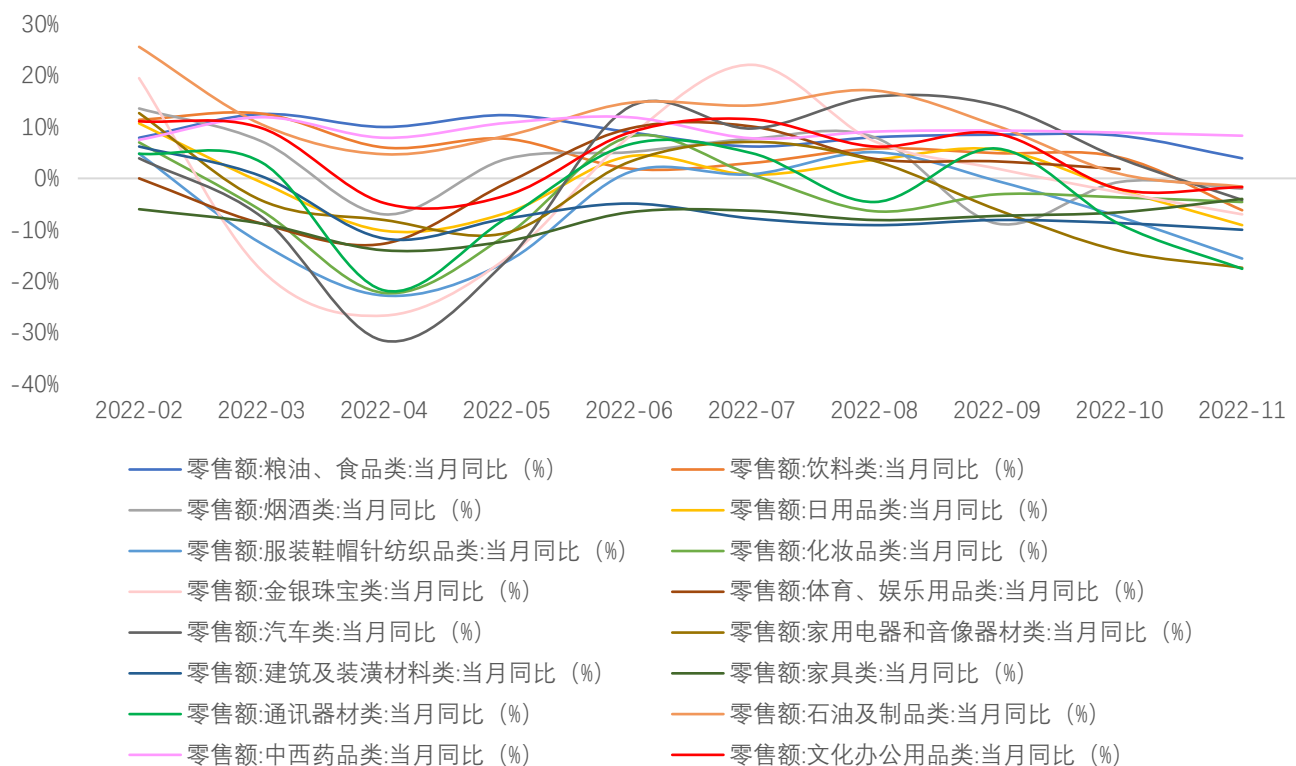
(3) 具体品类分析: 除粮油食品、中西药品外, 各类别商品零售额均处于同比负增状态。①必选情况: 四个子行业除粮油食品外均为负增长, 11月粮油食品零售额同比增长3.9%, 但环比下滑4.4pct; 环比来看, 除所有必选品类均环比下滑, 日用品环比下滑幅度

最大为 7.8pct。不考虑疫情因素对比 2019CAGR 的话，四个必选行业同比均保持较正增长，但环比均出现下滑。②**可选情况**：可选本月较为疲软，消费持续承压，所有子品类本月增速均为负，且下降幅度环比增大。去除疫情影响，所有子品类对比 2019CAGR 增速均为正。③**地产后周期**：11 月汽车销售表现较弱零售额增速为-4.2%，增速环比回落 8.1pct，降幅有所收窄。此外，其余地产后周期行业同比增速均为负。去除疫情影响，仅有汽车 11 月增速为正。④**其他**：中西药品受疫情影响本月增速为正，除文化办公用品子品类增速均出现下滑，其中通讯器材下滑幅度最大为 8.7pct。去除疫情影响，四个子品类增速均为正。整体看，消费疲软，汽车增速近五个月首次出现负增长。

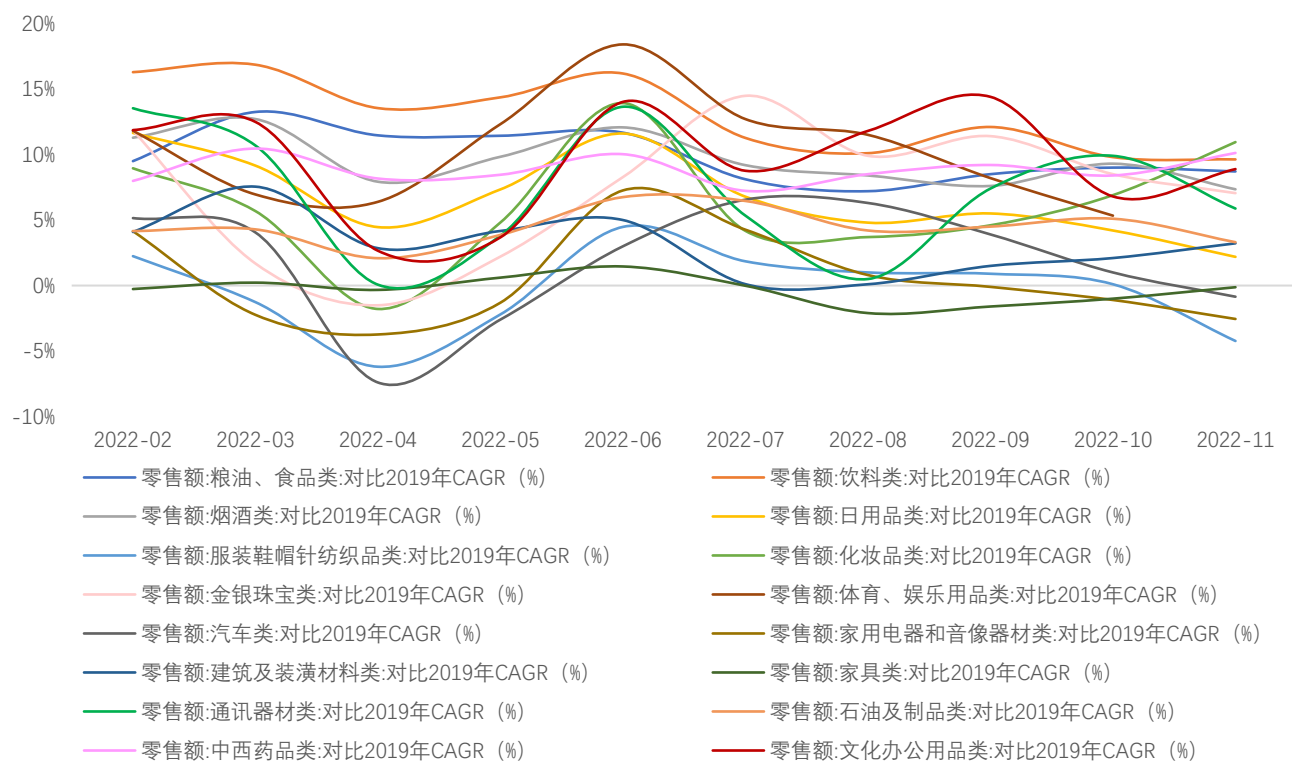
表2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	11 月同比增速 (%)	10 月同比增速 (%)	增速环比改善 (pct)	11 月对比 2019CAGR (%)	10 月对比 2019CAGR (%)	11 月对增长部分贡献率 (%)
必选消费	粮油、食品类	3.9	8.3	-4.4	8.7	9.0	-7.3
	饮料类	-6.2	4.1	-10.3	9.6	9.8	2.0
	烟酒类	-2	-0.7	-1.3	7.3	9.3	1.1
	日用品类	-9.1	-2.2	-6.9	2.2	4.2	8.6
可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	-15.6	-7.5	-8.1	-4.2	0.1	27.7
	化妆品类	-4.6	-3.7	-0.9	10.9	6.9	3.2
	金银珠宝类	-7	-2.75	-4.25	7.1	8.5	2.3
	体育、娱乐用品类	-	1.8	-	-	5.3	-
	汽车类	-4.2	3.9	-8.1	-0.9	1.0	23.2
房地产后周期类	家用电器和音响器材类	-17.4	-14.0	-3.3	-2.6	-1.1	2.4
	建筑及装潢材料类	-10	-8.7	-1.3	3.2	2.1	0.8
	家具类	-4	-6.6	2.6	-0.1	-1.0	17.5
	通讯器材类	-17.6	-8.9	-8.7	5.9	9.9	3.7
其他类	石油及制品类	-1.6	0.9	-2.5	3.3	5.1	-5.4
	中西药品类	8.3	8.9	-0.6	10.1	8.4	23.2
	文化办公用品类	-1.7	-2.1	0.4	8.9	6.8	1.0

资料来源：wind，东海证券研究所

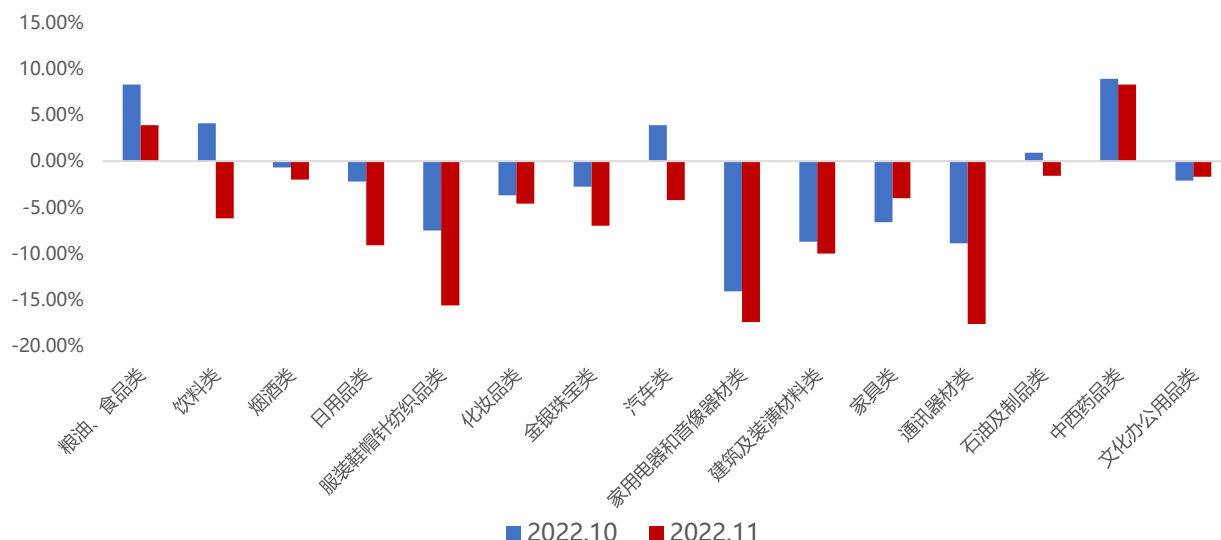
图22 2022 年不同品类社零同比增速

资料来源: wind, 东海证券研究所

图23 2022 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR

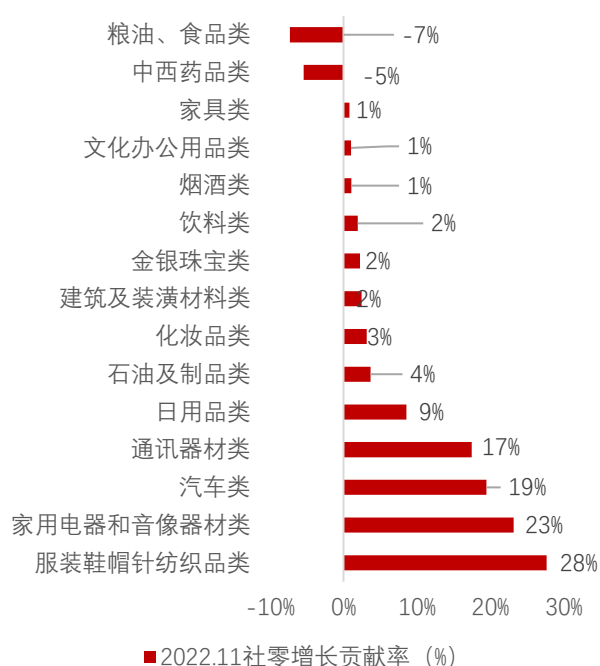
资料来源: wind, 东海证券研究所

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

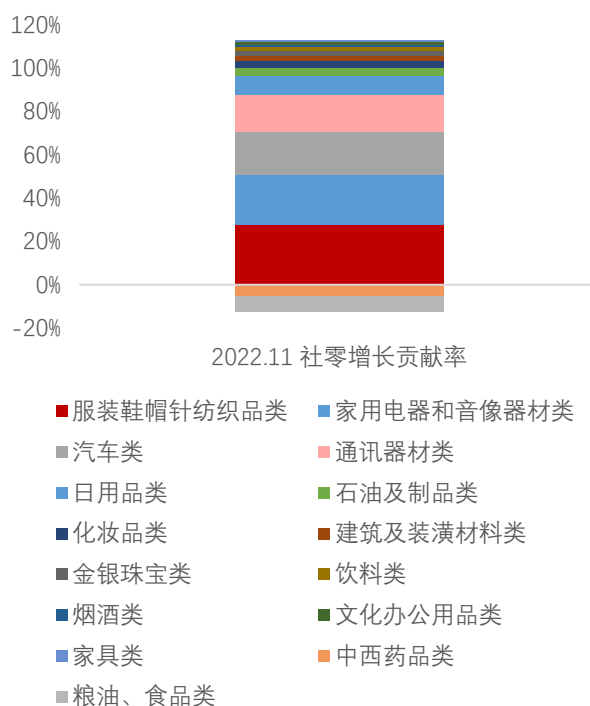
图25 不同品类对11月社零增长贡献比例



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

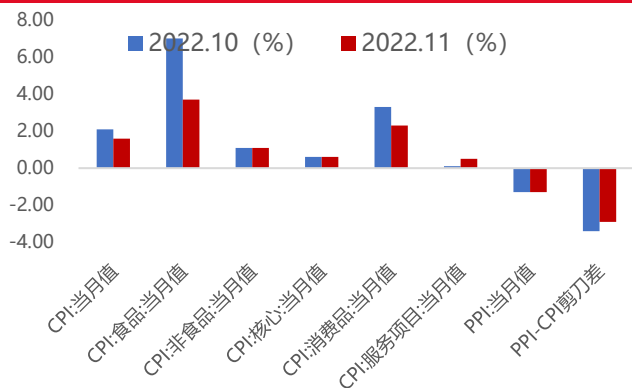
*贡献率通替代过分类增长部分对整体社零增长部分占比进行计算，因分品类为限额以上数据，社零并非限额以上数据，为调整口径差异，社零增长部分用已公布分品类增长部分总额

3.价格表现：CPI 持续回落

(1) 整体情况：①持续回落：2022年11月CPI达1.6%，涨幅环比下跌0.5pct，近两个月持续回落。②食品价格回落是主因：食品、非食品CPI分别达3.7%（-3.3pct）、1.1%（持平），去掉食品、能源的核心CPI达0.6%，环比持平。③消费品回落，服务价格

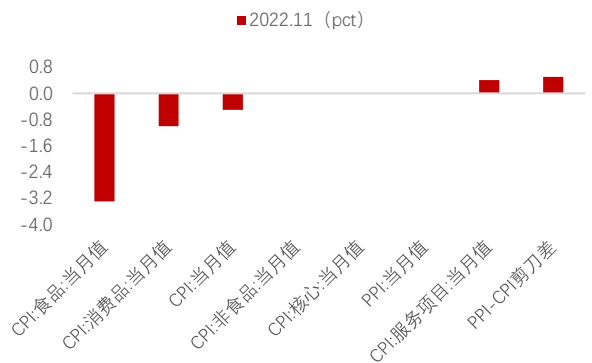
增高：2022 年 11 月消费品 CPI、服务 CPI 分别达 2.3% (-1.0pct)、0.5% (+0.4pct)，受疫情影响导致线下消费场景恢复有限带动导致 CPI 恢复有限，并且低于本轮疫情前的 1-3 月。**④PPI 维持低位，PPI-CPI 剪刀差绝对值减小：**11 月 PPI 同比-1.3%，与上月持平，从环比看，已连续两个月转正。2022 年 11 月 PPI-CPI 剪刀差为-2.90pct(环比+0.5pct)，因 CPI 环比回落，PPI-CPI 剪刀差环比提高，绝对值减少。

图27 CPI 及 PPI 当期值



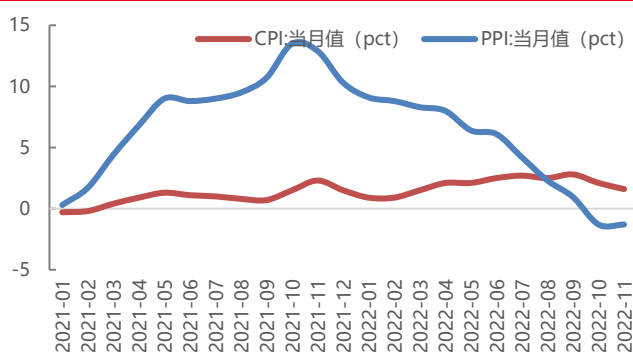
资料来源：wind，东海证券研究所

图28 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



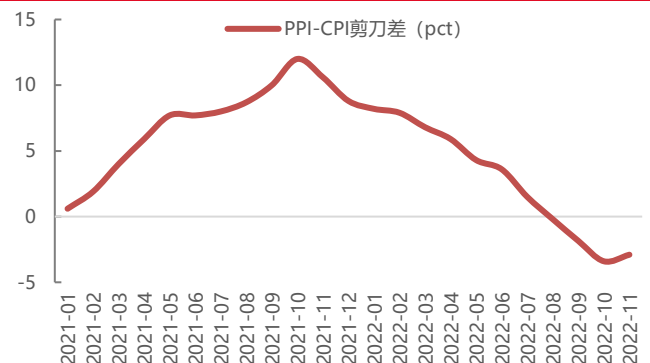
资料来源：wind，东海证券研究所

图29 CPI 及 PPI 变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

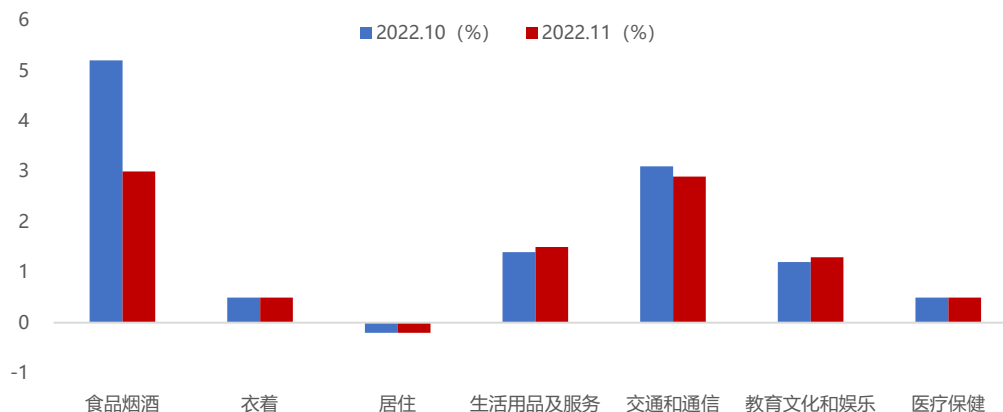
图30 PPI-CPI 剪刀差变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

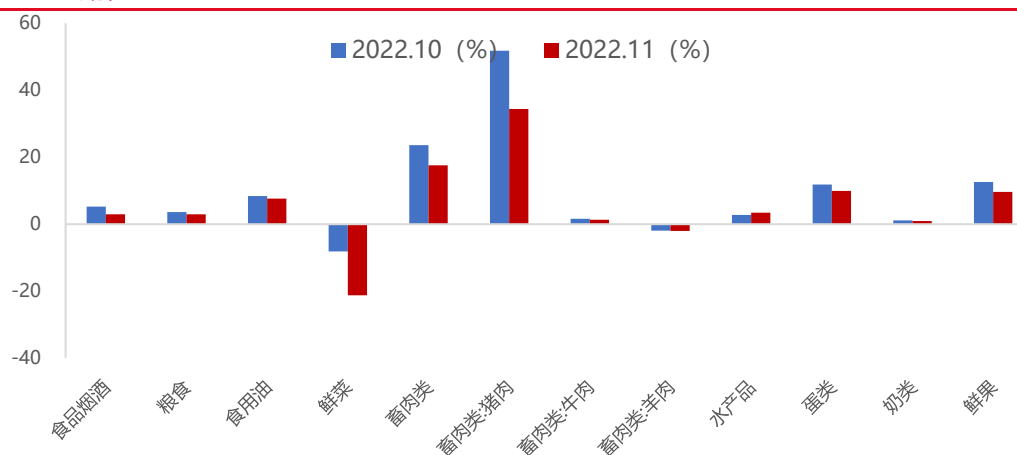
(2) 分品类：鲜菜和猪肉价格下降明显。食品类方面，中央储备猪肉投放工作的继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格由涨转降，11 月猪肉增长 34.40% 环比下降 17.40pct。随着猪肉价格下降，畜肉类 CPI 同比增幅较上月环比下降 6.0pct 至 17.60%，牛羊肉环比变化不大；蔬菜的大量上市加之节后消费需求有所回落，鲜菜价格 CPI 增幅较上月下降 13.10pct 至-21.20%。**非食品类方面**，除交通和通信因能源价格影响导致增幅环比回落 0.2pct，生活用品及服务、教育文化和娱乐环比提升 0.1pct，其他品类与上月持平。

图31 分品类 CPI 当期值



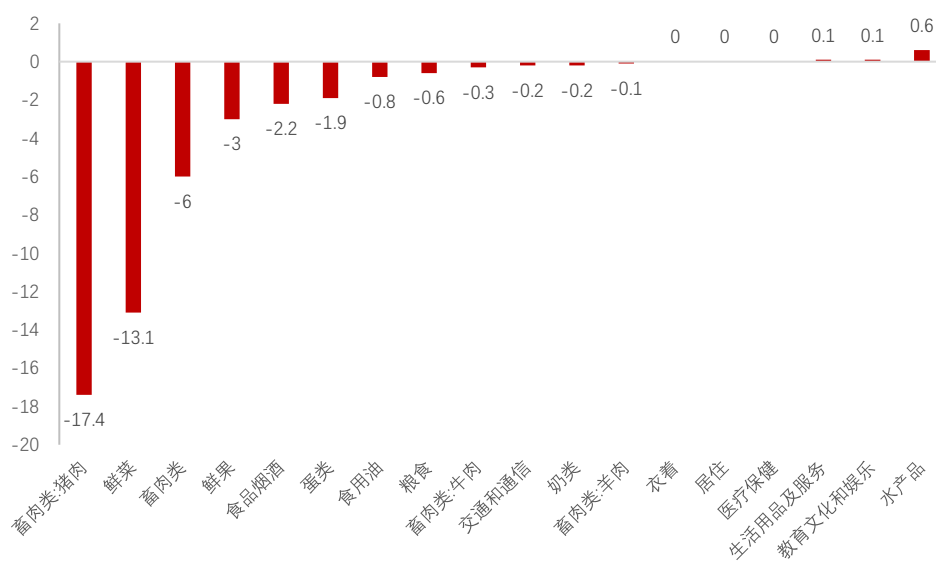
资料来源：wind，东海证券研究所

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

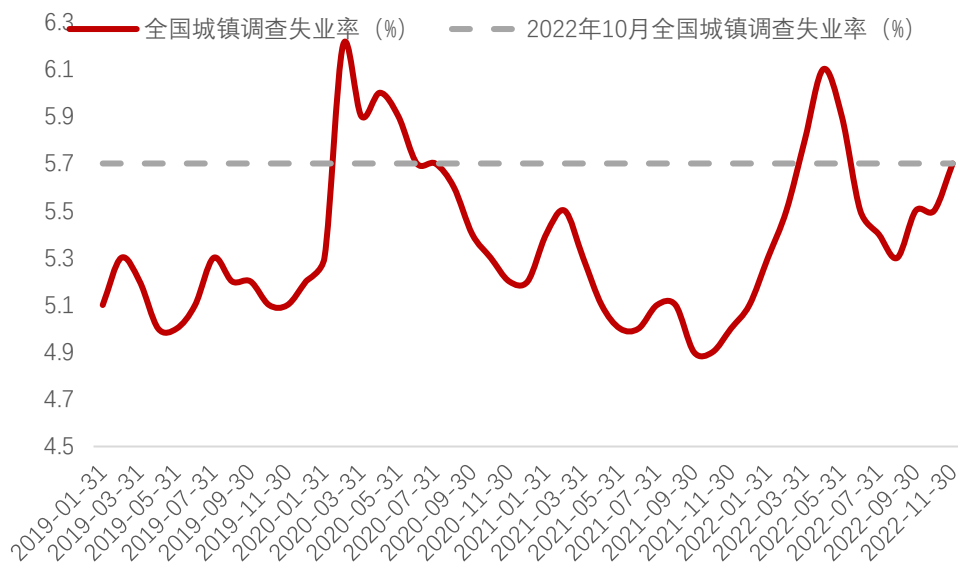


资料来源：wind，东海证券研究所

4.就业情况：失业率略有上升

(1) 整体情况：疫情散发导致 11 月城镇失业率出现小幅反弹。①失业率略有上升：2022 年 11 月全国城镇调查失业率 5.7%，环比提升 0.2pct，略高于本轮上海疫情前的 2 月份水平。②处于同期偏高位置。与去年同期失业率 4.9%相比，仍然偏高 0.7pct，本轮疫情影响周期更长。排除新冠疫情的影响，与 2019 年同期相比，失业率仍然高 0.6pct。

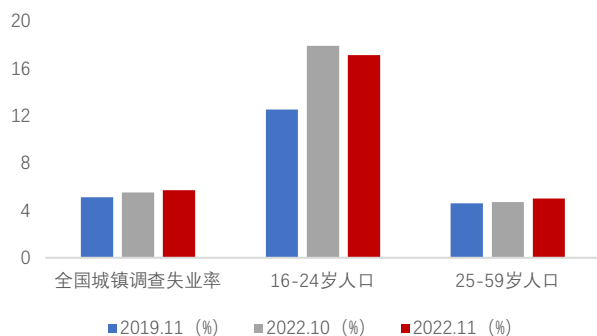
图34 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

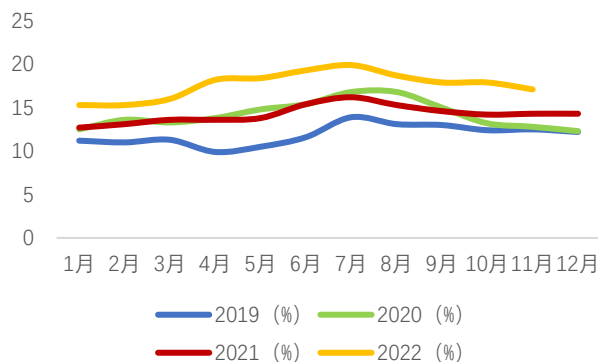
(2) 按年龄结构：16-24 岁失业率仍处高位。①16-24 岁年龄段失业率环比回落，但仍处高位。2022 年 11 月 16-24 岁人口城镇调查失业率达 17.1%，环比下滑 0.8pct。剔除疫情影响，与 2019 年同期相比高 4.6pct，同时明显高于 2020、2021。同美国，疫情对 16-24 岁主动求职、被动招聘均存在较大影响，该年龄段为受疫情影响的服务业招聘的核心需求所在，但因生活压力小主动求职意愿影响大，这导致一线城市服务业态劳动力回乡而导致的持续缺口和高薪。该年龄段主动求职、被动招聘在疫情影响下弹性均为最大，疫情恢复后预计恢复速度较快。②25-59 岁人群失业率微升：2022 年 11 月 25-59 岁人口城镇调查失业率 5.0%，环比提升 0.3pct，高于新冠疫情前 2019 年同期 0.4pct。

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

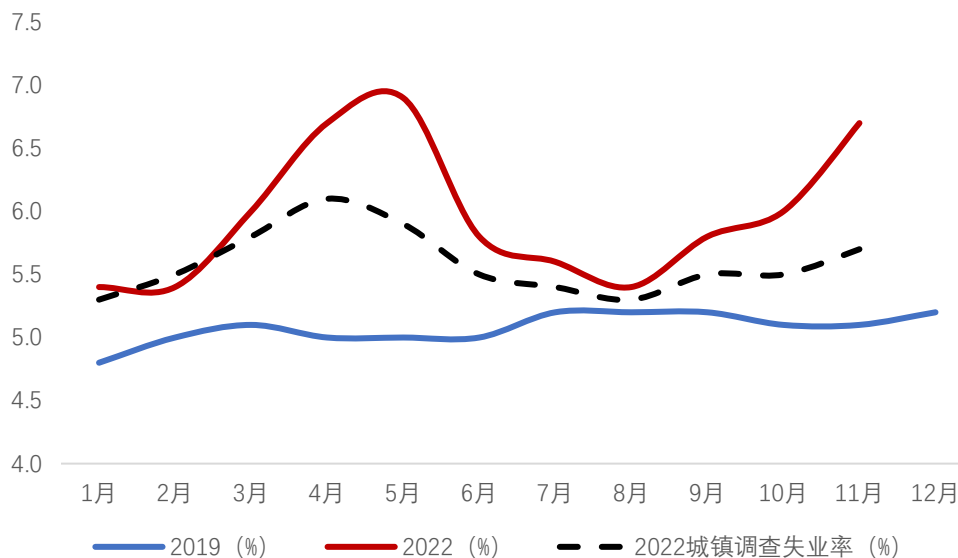
图36 16-24 岁年龄段城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 大城市失业率：11月受疫情影响，大城市失业率短期抬升，但大城市失业率的疫情弹性也更大。①疫情之下失业率抬升。2022年11月，全国31个大城市城镇调查失业率6.7%，较上月提升0.7pct，较城镇调查失业率高出1.0pct。②高线城市失业率的疫情弹性更大，长期表现仍看疫情。与此前疫情影响期间相比，高线城市影响较大，恢复也更快，核心原因为本年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，短期点状疫情仍存仍为高线城市失业率高于平均的主因，未来疫情管控放开后，高线城市恢复预计也将更快。

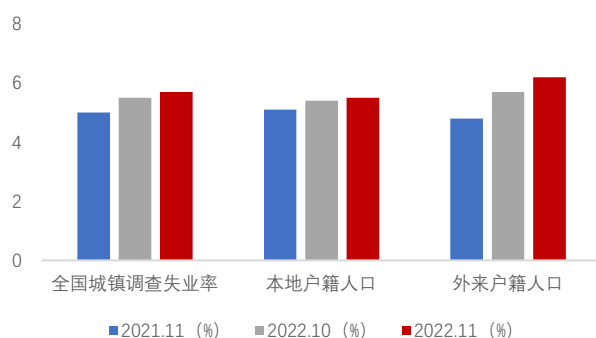
图37 31个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

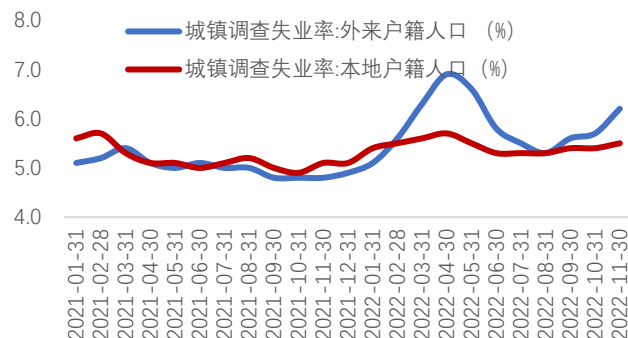
(4) 按户籍结构：外来人口、农民工失业率抬升。①外来户籍人口失业率抬升。2022年11月外来户籍人口失业率为6.2%，较上月提升0.5pct，仍高于去年同期1.4pct。本地户籍失业率为5.5%，环比提升0.1pct，高于去年同期0.4pct。疫情影响之下，外来户籍人口的失业可能性大于本地户籍人口。②农民工失业率抬升。11月外来农业户籍人口失业率6.0%，环比提高0.5pct。高于全国城镇调查失业率，但好于外来大城市失业率。

图38 不同户籍城镇调查失业率

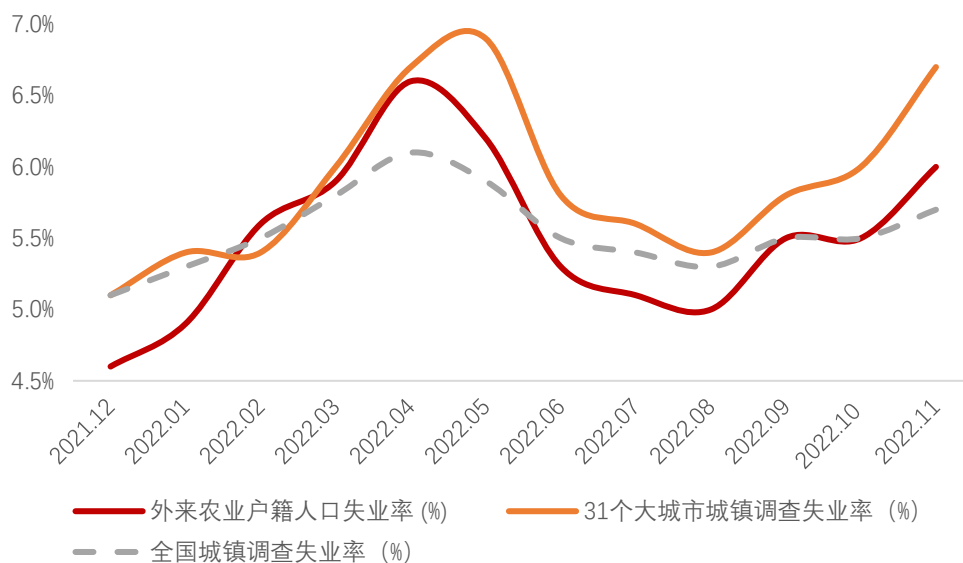


资料来源：wind，东海证券研究所

图39 2021年以来不同户籍城镇调查失业率



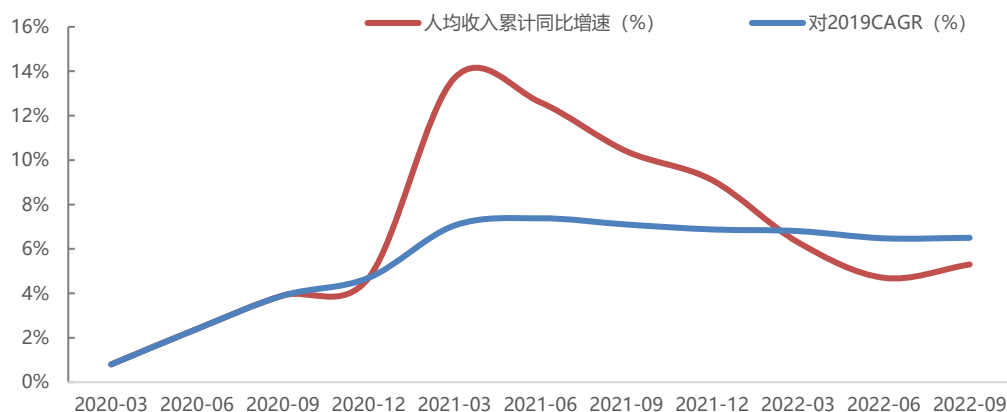
资料来源：wind，东海证券研究所

图40 农民工就业情况

资料来源：wind，东海证券研究所

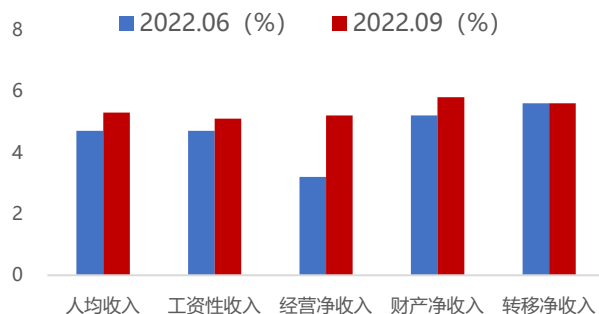
5.居民收入和居民支出：三季度收入支出环比提升，居民消费意愿回升

(1) 居民收入：增速环比提升，经营性收入影响相对较大。①**增速环比提升。**2022年，截至9月居民累计人均收入同比达5.3%，较上季度环比增长0.6pct，去除掉疫情影响因素，2022年截至9月居民累计人均收入较2019CAGR达6.5%，与上季度持平。②**经营性收入影响较大，其他影响有限：**具体来看，截至9月居民收入经营性收入影响较大，累计同比增长达5.2%，环比上升2.0pct，影响最为显著，其他三类收入影响有限。截至9月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5.1% (+0.4pct)、5.8%(+0.6pct)、5.6%(持平)。去除掉疫情影响因素，2022年截至9月居民人均收入四个分类基本与6月持平，变化在0.2pct以内。

图41 人均收入及对2019年CAGR增速

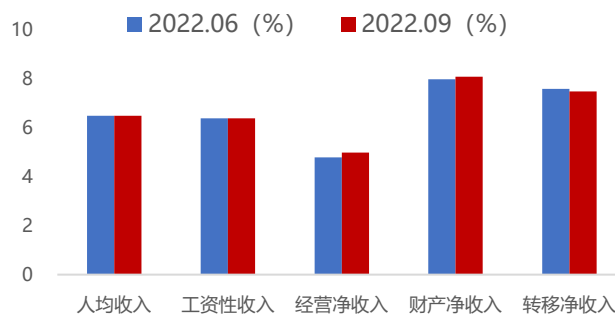
资料来源：wind，东海证券研究所

图42 人均收入及分项收入增速



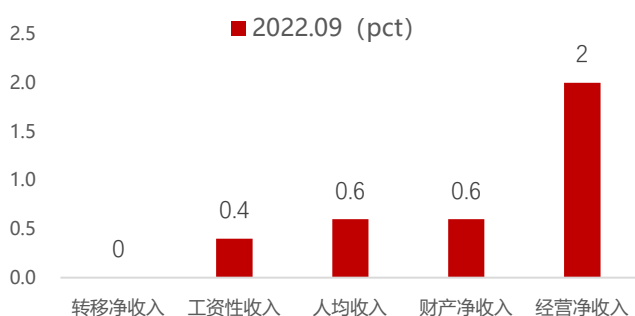
资料来源：wind，东海证券研究所

图43 人均收入及分项对比 2019CAGR



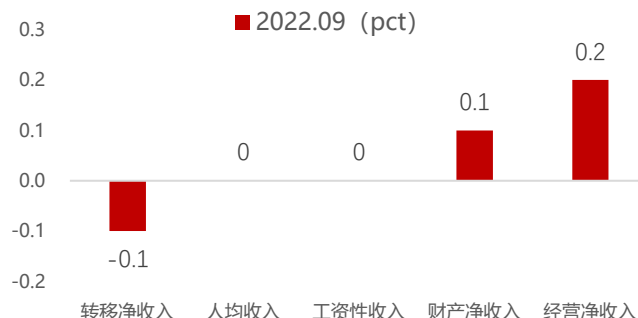
资料来源：wind，东海证券研究所

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

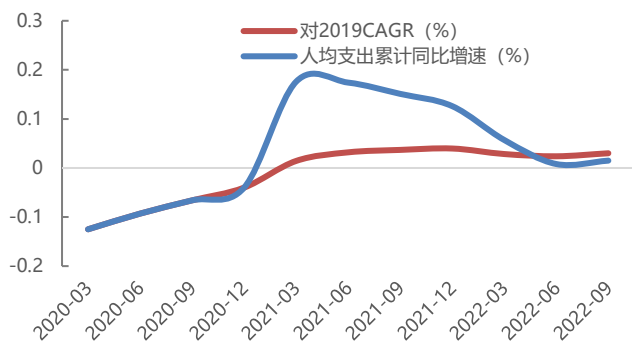
(2) 居民支出：环比提升，消费意愿开始回升。

①居民消费支出环比提升。2022 年前三季度全国居民实际消费支出累计同比达 1.5%，较上季提升 0.7pct，但仍比一季度低 4.2pct。

②城镇居民支出恢复速度快于农村居民：2022 年前三季度城镇、农村居民可支配收入实际累计同比增长分别达-0.3% (+0.7pct)、4.3%(+0.3pct)，二季度城镇居民收入支出受疫情影响幅度大于农村居民，其弹性也更高，因此三季度疫情影响减弱的情况，城镇居民支出恢复速度也较快。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、农村均出现环比小幅上升 0.5pct、0.6pct。

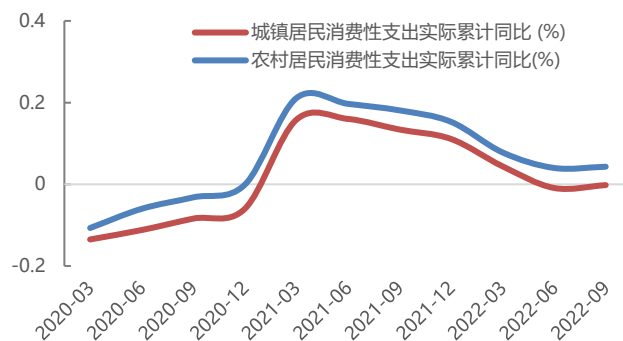
③居民收入支出剪刀差本季度小幅下滑，表明消费意愿回升。通过“居民收入支出剪刀差”衡量，(因居民消费支出无名义数据，仅有去掉价格因素的实际增速，和居民人均收入非同口径，这里我们用居民人均收入累计同比增速减去社零累计同比增速做剪刀差衡量的替代)，居民收入支出剪刀差自 2020 疫情明显提升，疫情中消费支出明显谨慎，2021 年下降主要为基数原因，2022 年 3 月以来重新回升，同样明显高于疫情前的 2019 年情况，表明消费蓄水池进一步回升。但 2022 年 9 月收入-社零剪刀差环比上季度下滑 0.8pct，表明居民消费意愿开始回升，核心原因主要为上季度存在上海等城市封控带来的社零影响。

图46 人均支出及对 2019 年 CAGR 增速



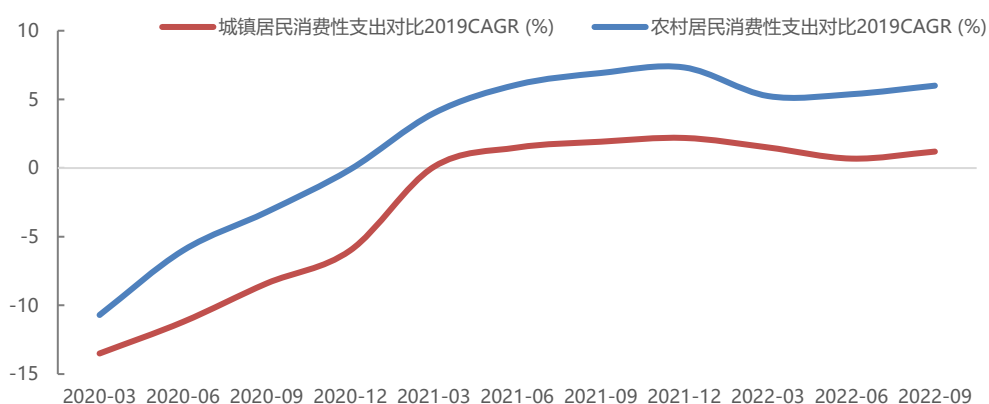
资料来源: wind, 东海证券研究所

图47 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速



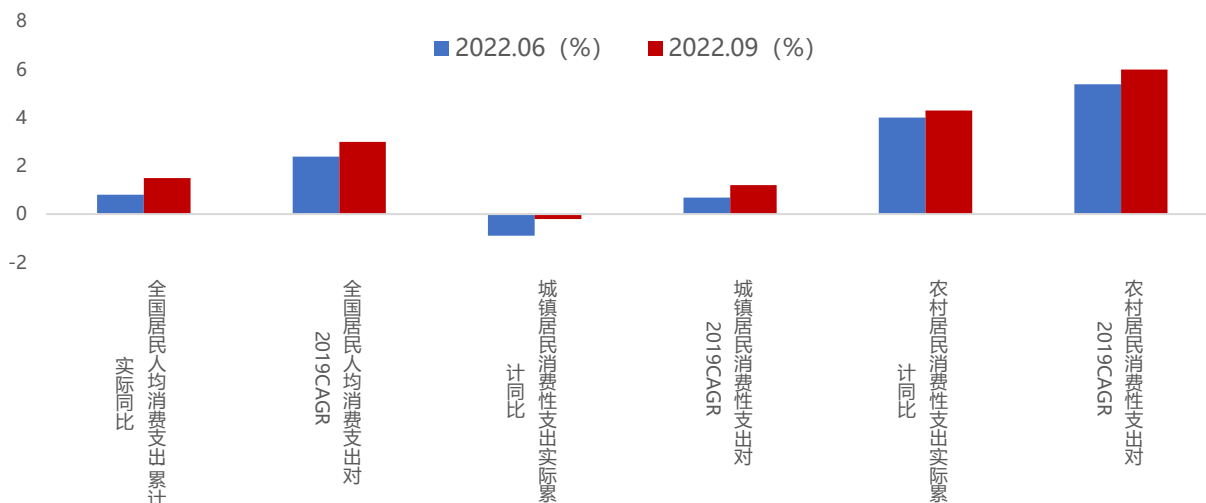
资料来源: wind, 东海证券研究所

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



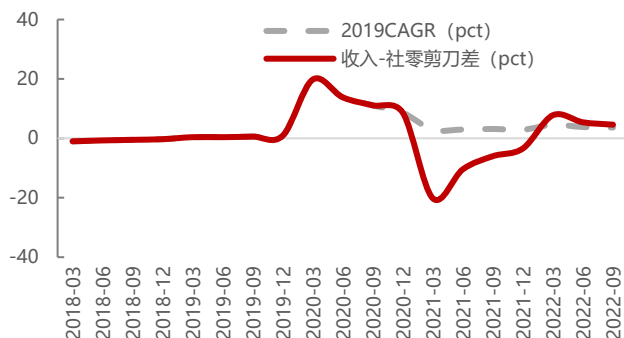
资料来源: wind, 东海证券研究所

图49 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比



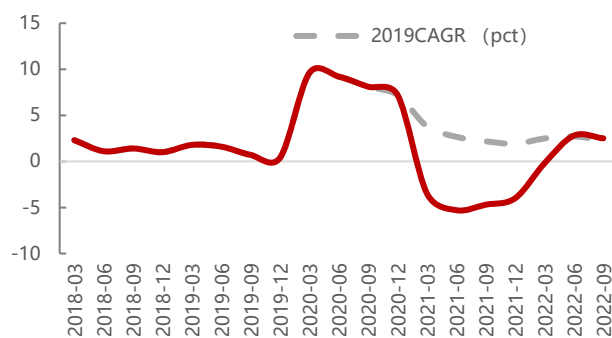
资料来源: wind, 东海证券研究所

图50 整体收入-社零剪刀差



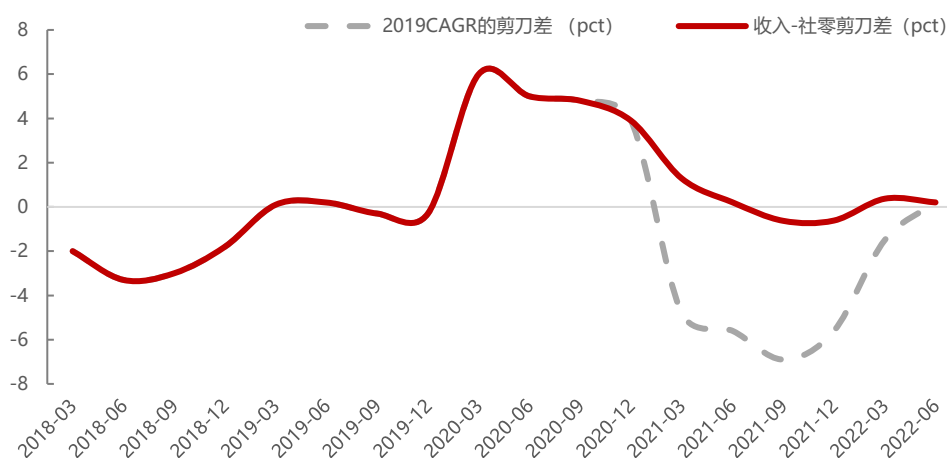
资料来源：wind，东海证券研究所

图51 城镇居民收入-支出剪刀差



资料来源：wind，东海证券研究所

图52 乡村居民收入-支出剪刀差

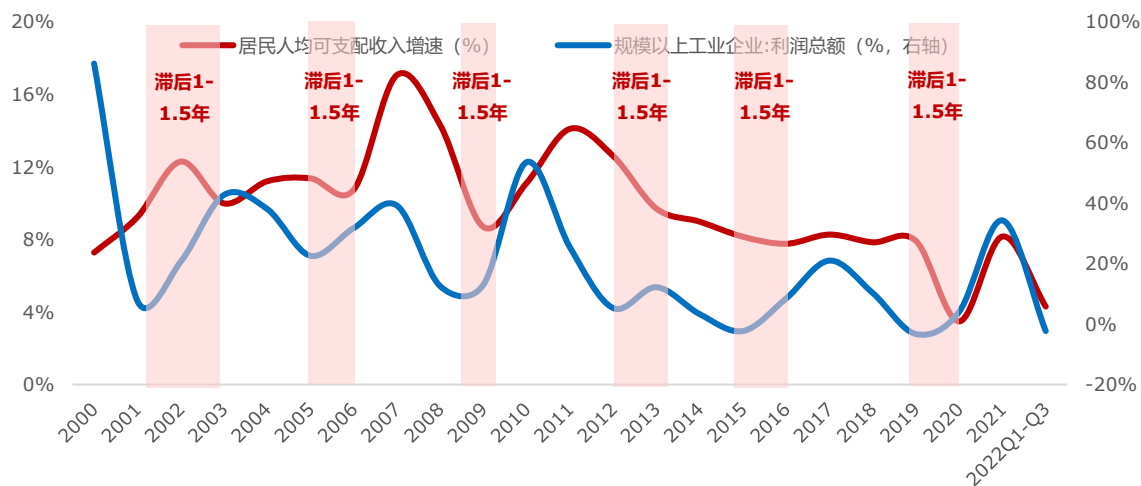


资料来源：wind，东海证券研究所

（3）需求仍有回升动能。①工业生产增速再放缓。2022年1—10月份全国规模以上工业企业利润下降3.0%。预计随着疫情管控逐渐放开和后续稳增长一揽子政策的实施，工业企业利润将止跌回升。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。2021年工业所在的第二产业从业人数占比约29.1%，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，人均收入稳态增速明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：2021年农民工达2.93亿人，人口占比、劳动人口占比分别达21%、39%，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2021农民工工资收入增长8.84%，较上年同比提升6.06pct，服务业、制造业、餐饮业较2019年两年复合增速均超2019年同期情况。在疫情政策逐步放开、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。

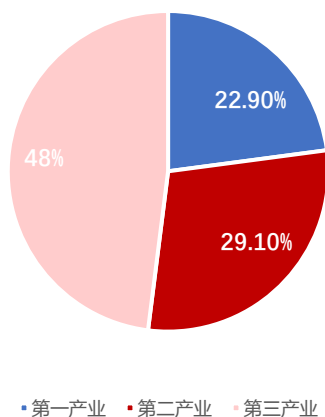
图53 人均收入及工企利润对比



资料来源：wind，东海证券研究所

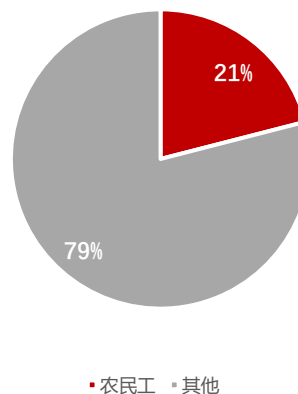
*2013 年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

图54 2021 年第一、第二、第三产业人数占比



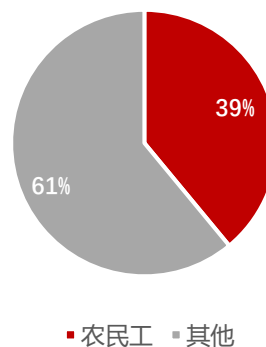
资料来源：wind，东海证券研究所

图55 2021 年农民工在总人口中占比



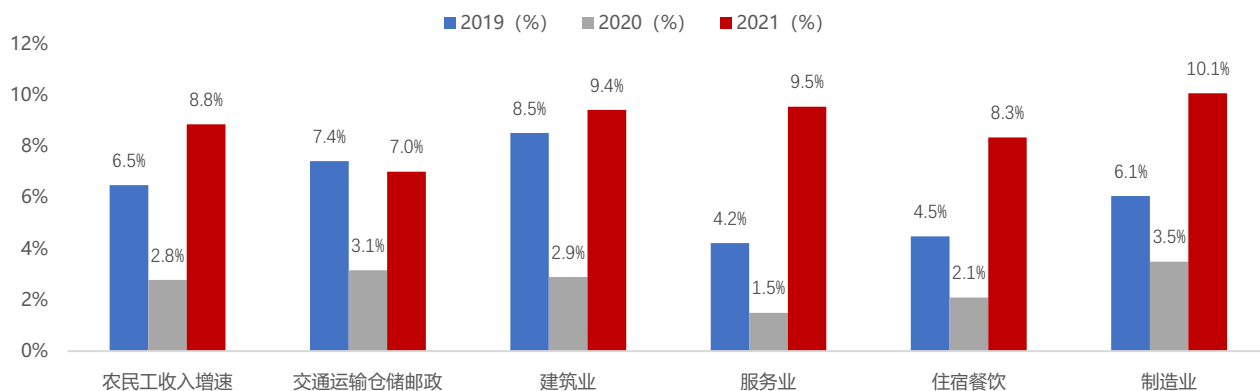
资料来源：wind，东海证券研究所

图56 2021 年农民工在劳动人口中占比



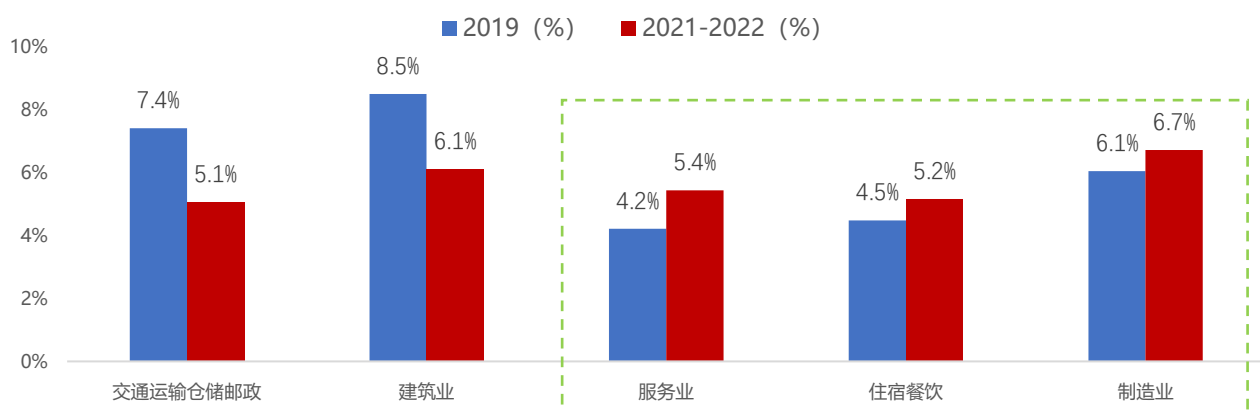
资料来源：wind，东海证券研究所

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 农民工收入近两年复合增速



资料来源：wind，东海证券研究所

6. 投资建议

(1) 机会方面：“疫情优化二十条”已带来消费行情的第一个阶段——行情来自估值提升，时间短暂；在疫情政策“新十条”的催化下，叠加未来趋势性的疫情优化预期，消费行情进入第二阶段——行情从估值转向基本面的持续优化，时间相对长久。**(2) 风险方面：**以白酒为主的部分板块受疫情影响当下库存较高，消化仍需时间，2022年Q4、2023年Q1部分公司业绩仍有望迎波动风险。我们持续关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河、盐津铺子、劲仔食品、味知香、安井食品、干味央厨等。

7. 风险提示

(1) 疫情影响：目前餐饮等主要消费场景仍未完全恢复，疫情波动以及疫情相关防疫政策可能对购物中心人流量、餐饮人流量以及商超便利店人流量产生影响，如果疫情反复，仍有可能对部分市场产生影响。

(2) 原材料价格影响：疫情情况可能对用工、开工情况产生影响进而进一步影响部分原材料市场价格

（3）竞争加剧的影响：去年以疫情以来，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 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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所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
 电话：(8621) 20333619
 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
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089