



首席证券分析师:

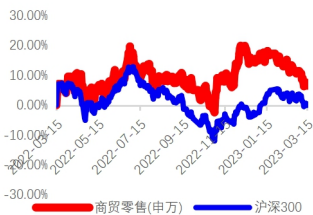
丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师:

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn



相关研究

- 11月社零专题：短期扰动，长期回暖不改
- 10月社零专题：底部已现，静待春天
- 9月社零专题：疫情影响餐饮及线下，9月社零略平淡
- 8月社零专题：结构性超预期，整体修复仍缓
- 7月社零专题：疫情扰动，7月社零恢复不及预期

持续复苏，向上仍存空间

——2月社零报告专题

投资要点:

- 随着疫情政策优化，在1月初仍存疫情二次冲击外，今年以来消费场景持续复苏，并延续至春节后。整体复苏以餐饮场景复苏为茅，其次传导至商超、购物中心等整个线下全面复苏。品类上，可选弹性明显好于必选及地产后周期；渠道上，线上因基数及春节错峰、线下回归等因素，明显弱于线下的强劲势头。目前来看，消费复苏终点尚远，Q2低基数效应下，消费趋势望继续向上。
- 1-2月社零同比增长，高于预期。①本月社零同比高于预期：受益疫情政策优化后消费场景复苏，2023年1-2月社零同比增速为3.5% (+5.3pct)，高于市场预期2.9%。②本月社零相比2019CAGR环比上涨。去除疫情因素，2023年1-2月较2019年同期CAGR达4.1%，较上月提升2.6pct。③城镇乡村增速均大幅上升：2023年1-2月城镇社零同比增速为3.4%，较上月环比上涨5.2pct；2023年1-2月乡村社零同比增速达4.5%，较上月环比上涨5.8pct。④线上、线下当月同比均上涨，线上复苏弱于线下：受春节2023年1-2月网上商品和服务零售额累计同比达6.2%，较上月提升2.2pct，1-2月网上实物零售额累计同比增长5.3%，较上月下跌0.9pct。2023年1-2月线下社零当月同比为3%，环比提升9.4pct，复苏明显。
- 餐饮、商品零售均回升。①餐饮消费结束同比连续四个月负增长，1-2月增速大幅上升。2023年1-2月社零餐饮服务总额当月同比增长9.2%，较上月提升23.3pct，主因消费场景复苏及春节餐饮消费旺盛。②商品零售同比增长。2023年1-2月社零商品零售总额当月同比上涨2.9%，较上月提升3pct，商品零售增速回升。③分品类看，可选复苏好于必选：可选恢复明显好于必选，必选整体维持高位，其中受春节餐饮、聚会、送礼等消费场景恢复影响，烟酒、日用品表现较好，地产后周期恢复相对弱于可选及必选。
- CPI、PPI同比增速与上月相比回落。①食品价格同比增速下降是主因：2月食品、非食品CPI同比增速分别达2.6% (-3.6pct)、0.6% (-0.6pct)。消费品CPI同比增速、服务CPI同比增速分别达1.2% (-1.6pct)、0.6% (-0.4pct)。②PPI-CPI剪刀差缩小：PPI-CPI剪刀差缩小为-2.4pct。③分品类：鲜菜、猪肉、水产品价格走弱：生猪节后需求回落叠加供给相对充足情况下，2月猪肉价格同比增长3.9%，增速环比下跌7.9pct。季节性高位、叠加春节错峰，鲜菜价格CPI同比增速与上月相比下降10.5pct至-3.8%。衣着和医疗保健CPI同比增速与上月相比提升0.2pct。
- 失业率环比略升，2022年全年居民人均收入实现5%正增长。①就业：2月全国城镇调查失业率5.6%，环比略升0.1pct。大城市失业率较高，大城市城镇调查失业率5.7%，较上月下降0.1pct。②收入和支出：2022年全年居民人均收入同比达5.0%，较上季度累计环比下滑0.3pct。2022年全国居民实际消费支出累计同比达-0.2%，较上季下滑1.7pct。
- 投资建议：场景修复逻辑中，整体消费估值趋于合理。但长期来看，“坚持实施扩大内需战略”政策驱动需求，短期来看，场景修复从餐饮向旅游、购物中心、街边客流传导仍在持续，Q2低基数下，消费市值变化从估值走向业绩，从贝塔走向阿尔法明确。当下，在1月初仍存消费2次冲击及部分行业成本高企背景下，谨慎看待Q1业绩。短期白酒次高端弹性、零食行业专营店爆发及制造型龙头对渠道型龙头快速替代的明确趋势、预制菜肴渗透率提升及行业扩容的机遇。重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、科拓生物、安井食品、味知香、干味央厨等。
- 风险提示：疫情影响；政策影响；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. 整体社零：1-2 月社零同比增长 3.5%，表现高于预期.....	5
2. 分品类：餐饮、零售均回升，消费有望持续修复.....	7
3. 价格表现：CPI、PPI 同比增速较上月回落.....	12
4. 就业情况：失业率略升偏高.....	14
5. 居民收入和居民支出：2022 年全年居民人均收入实现 5%正增长，居民消费意愿回落.....	16
6. 投资建议.....	21
7. 风险提示.....	21

图表目录

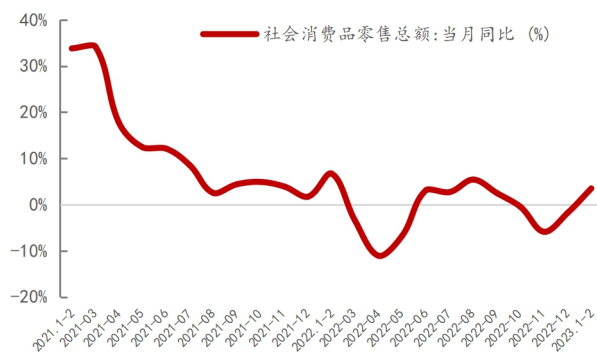
图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速.....	5
图 2 对比 2019 年的社零 CAGR.....	5
图 3 当期及去年社零对比 2019 年月度增长情况.....	5
图 4 对比 2020 年社零环比趋势.....	5
图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR.....	6
图 6 城乡社零对比 2019 年 CAGR 增长情况.....	6
图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况.....	6
图 8 分渠道社零同比增速.....	7
图 9 线上社零累计同比增速.....	7
图 10 线上社零吃穿用累计同比增速.....	7
图 11 网上商品和服务零售额对比 2019 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 2022 年不同品类社零同比增速.....	10
图 18 2022 年不同品类社零对比 2019 年 CAGR.....	11
图 19 近两个月分行业社零同比增速对比.....	11
图 20 CPI 及 PPI 当期值.....	12
图 21 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况.....	12
图 22 CPI 及 PPI 变化趋势.....	12
图 23 PPI-CPI 剪刀差变化趋势.....	12
图 24 分品类 CPI 当期值.....	13
图 25 食品类 CPI 当期值.....	13
图 26 分品类 CPI 同比增速环比变化情况.....	13
图 27 2019 年至今城镇调查失业率.....	14
图 28 不同年龄段城镇调查失业率.....	14
图 29 16-24 岁年龄段城镇调查失业率.....	14
图 30 31 个大城市城镇调查失业率.....	15
图 31 不同户籍城镇调查失业率.....	15
图 32 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率.....	15
图 33 农民工就业情况.....	16
图 34 人均收入及对 2019 年 CAGR 增速.....	16
图 35 人均收入及分项收入增速.....	17
图 36 人均收入及分项对比 2019CAGR.....	17
图 37 人均收入月度同比增速环比变化情况.....	17
图 38 人均收入同比增速对比 2019CAGR 环比变化情况.....	17
图 39 人均支出及对 2019 年 CAGR 增速.....	18
图 40 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速.....	18
图 41 城镇及农村居民消费性支出实际累计增长对比 2019CAGR 数据.....	18
图 42 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比.....	18
图 43 整体收入-社零剪刀差.....	19
图 44 城镇居民收入-支出剪刀差.....	19
图 45 乡村居民收入-支出剪刀差.....	19
图 46 人均收入及工企利润对比.....	20

图 47 2021 年第一、第二、第三产业人数占比.....	20
图 48 2021 年农民工在总人口中占比.....	20
图 49 2021 年农民工在劳动人口中占比.....	20
图 50 农民工收入增速及农民工各细分行业收入增速.....	21
图 51 农民工收入近两年复合增速.....	21
表 1 社零数据细分小类增速比较.....	9

1.整体社零：1-2月社零同比增长3.5%，表现高于预期

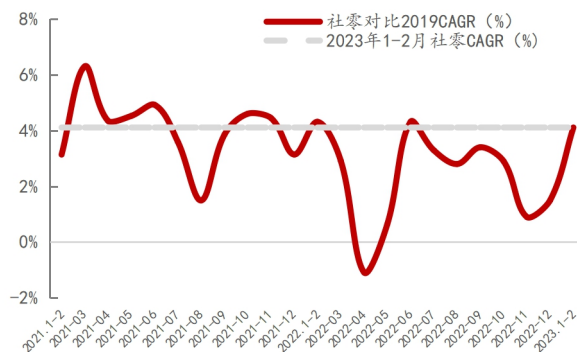
(1) 总体情况：2023年1-2月社零同比增长3.5%，表现高于预期(+2.9%) ①本月社零同比高于预期。受益疫情政策优化后消费场景复苏，2023年1-2月社零同比增速为3.5% (+5.3pct)，高于市场预期2.9%。②本月社零相比2019CAGR环比提升。去除掉疫情对社零的干扰因素，2023年1-2月较2019年同期CAGR达4.1%，较上月提升2.6pct。③1-2月社零对2019CAGR相比2022年处于最高水平附近。去除掉疫情对社零的干扰因素，本月社零对2019CAGR相比2022年对2019CAGR处于最高水平附近。整体来看，2023年1-2月社零出现正增长，结束了社零因疫情扩散导致连续三个月出现的负增长，随着新冠“乙类乙管”常态化防控的措施实施，消费开始复苏。随着经济活动正常化，消费有望持续改善。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



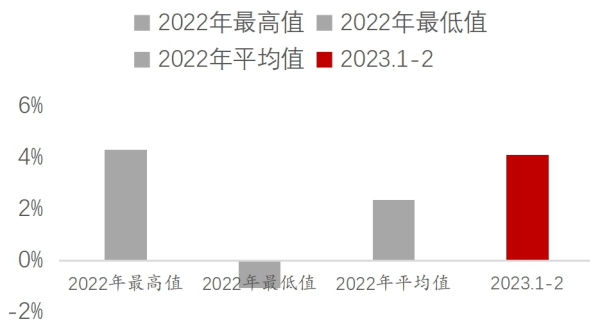
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 对比2019年的社零CAGR



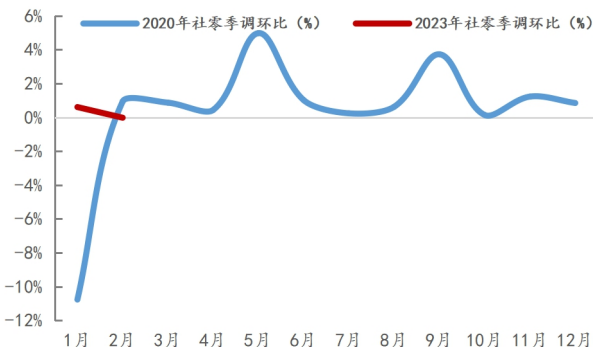
资料来源：wind，东海证券研究所

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

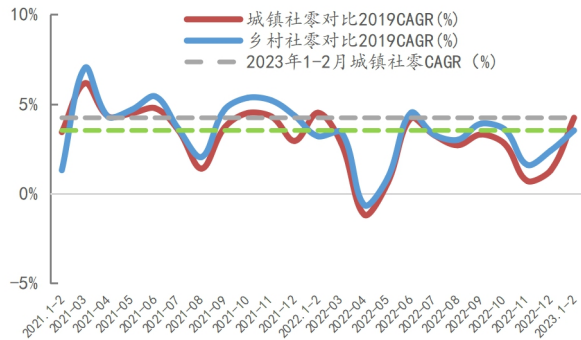
图4 对比2020年社零环比趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

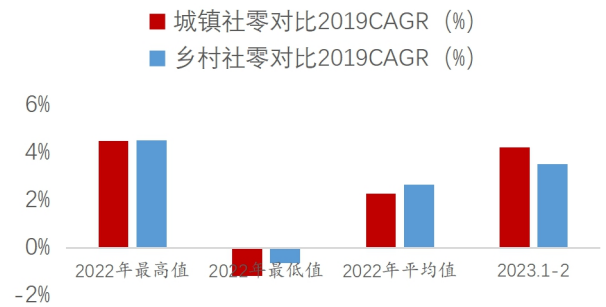
(2) 分地域：城镇乡村增速均大幅上升。①城镇：2023年1-2月城镇社零同比增速为3.4%，较上月环比提升5.2pct；对比2019CAGR达4.2%，在2022年全年最高值4.5%附近，较上月1.3%提升2.9pct。②乡村：2023年1-2月乡村社零同比增速达4.5%，较上月环比提升5.8pct；对比2019CAGR达3.5%，高于2022年全年平均值2.7%，较上月2.4%环比提升1.1pct。整体来看，2023年1-2月城镇和乡村社零增速均出现底部回升。增速由负转正，并且开始扩大。

图 5 城乡对比 2019 年的社零 CAGR



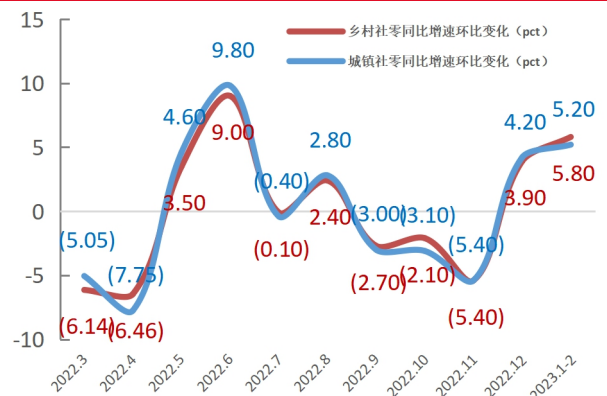
资料来源：wind，东海证券研究所

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

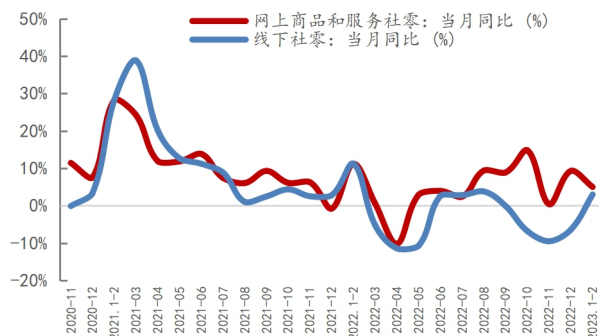
图 7 本年城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind 东海证券研究所

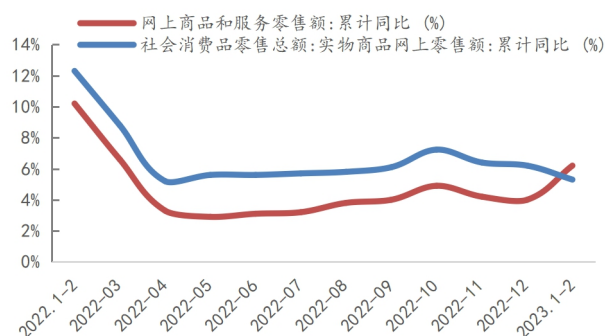
(3) 分渠道：线上、线下当月同比均增长，线上复苏略弱。①线上当月同比增速环比略有下降。总体看，线上复苏弱于线下，跟线下相关性高的含服务的网上零售额、网络商品零售额增速环比变化方向相反，进一步表明线上在基数、春节错峰、线下回归的基础上受到一定影响。2023 年 1-2 月网上商品和服务零售额累计同比达 6.2%，较上月提升 2.2pct，1-2 月网上实物零售额累计同比增长 5.3%，较上月下跌 0.9pct。**分品类来看**，1-2 月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长 5.3%、4%、5.7%，较上月增速环比-10.8pct、+0.5pct、0pct。吃类网上实物零售额累计增速相比去年 12 月下降，穿类累计增速相比去年 12 月略上涨，用类累计增速相比去年 12 月持平。**从趋势上看**，整体消费开始复苏，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，但是 2023 年 1-2 月开始增速有上升趋势；吃、穿、用三个品类对比 2019CAGR，除了吃其他均呈现环比上升。②**线下消费复苏明显**。根据社零、网上商品及服务零售额推算，2023 年 1-2 月线下社零当月同比为 3%，较上月环比提升 9.4pct，趋势向好。**整体看**，由于疫情政策优化，感染人数达峰后疫情冲击减弱，叠加春节线下消费旺盛。线下消费场景恢复带动消费显著复苏。

图 8 分渠道社零同比增速



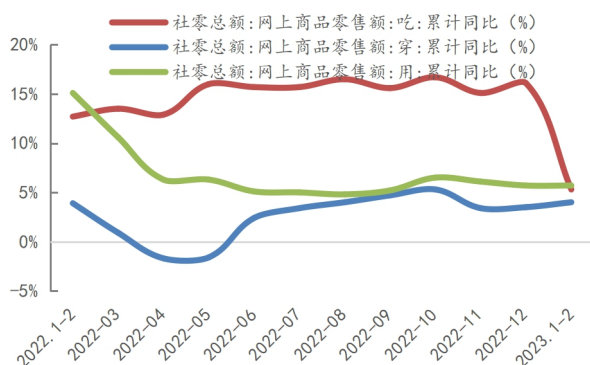
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 9 线上社零累计同比增速



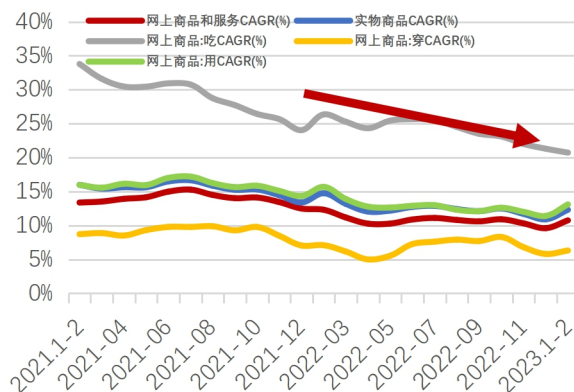
资料来源: wind, 东海证券研究所

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

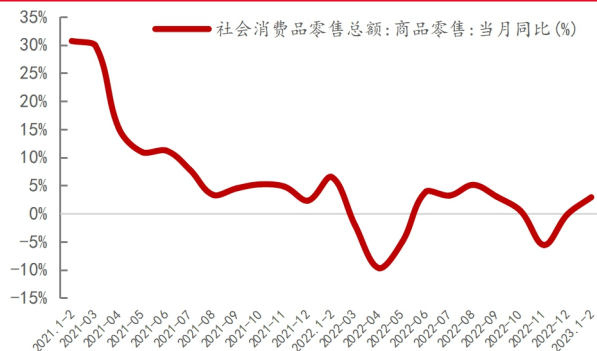


资料来源: wind, 东海证券研究所

2.分品类: 餐饮、零售均回升, 消费有望持续修复

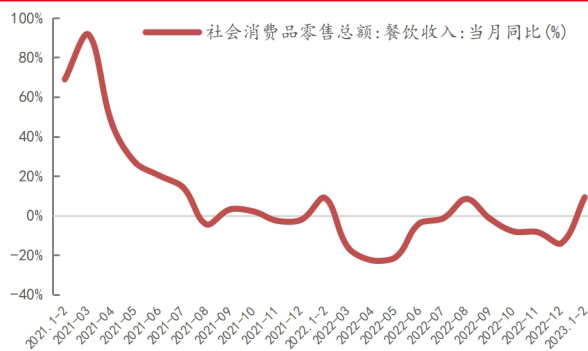
(1) 分商品及服务: 餐饮消费、商品零售均出现回升。①**餐饮消费**结束同比连续四个月负增长, 1-2 月增速大幅上升。2023 年 1-2 月社零餐饮服务总额当月同比上涨 9.2%, 较上月上升 23.3pct, 主因疫情防控放开后感染人数度过高峰期, 疫情影响日益减弱, 同时春节期间餐饮需求旺盛, 宴请需求带动餐饮服务总额大幅上升。去除疫情影响, 2023 年 1-2 月餐饮消费对比 2019CAGR 为 3.4%, 增速环比上涨 8.9pct, 高于 2022 年各月对 2019CAGR 的最高值 1.5%, 餐饮消费复苏需求旺盛。②**商品零售**同比上涨。2023 年 1-2 月社零商品零售总额当月同比上涨 2.9%, 较上月提升 3pct, 商品零售增速回升。从去除疫情影响角度, 2023 年 1-2 月商品零售对比 2019CAGR 达 4.2%, 较上月提升 1.8pct, 且略低于 2022 年各月对 2019CAGR 的最高值 4.9%。整体来看, 整体餐饮消费和商品零售消费均呈现较大增幅, 预计后续随着疫情影响日益减弱, 消费者对疫情反复的恐惧心理逐渐克服, 消费有望进一步复苏。

图 12 近两年社零商品零售同比增速



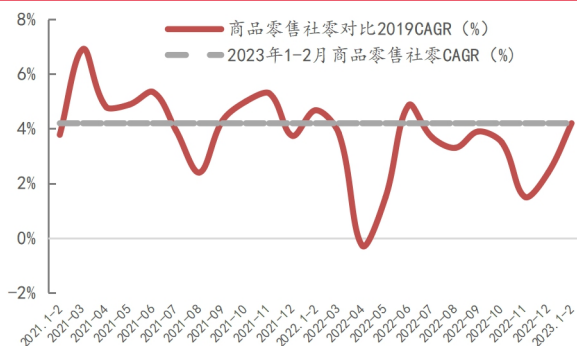
资料来源：wind，东海证券研究所

图 13 近两年社零餐饮收入同比增速



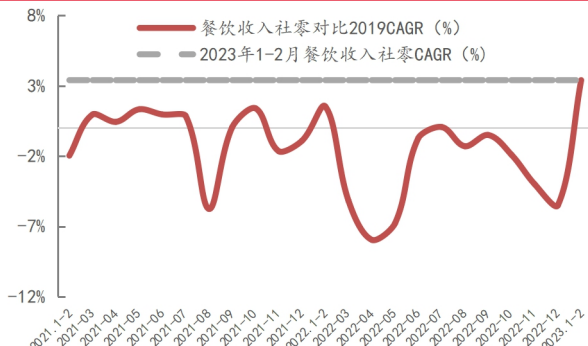
资料来源：wind，东海证券研究所

图 14 对比 2019 年的商品零售社零 CAGR



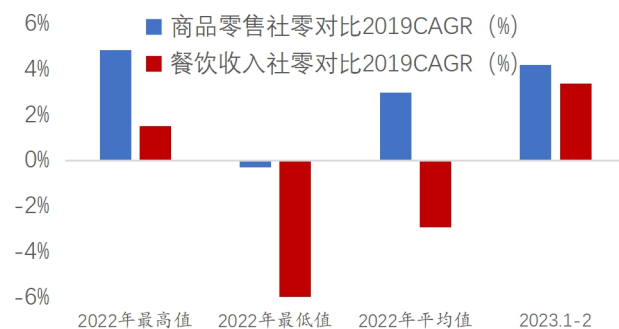
资料来源：wind，东海证券研究所

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

(2) 具体品类分析：可选复苏弹性明显好于其他品类①必选情况：烟酒及日用品增速回暖明显，其中烟酒、日用品可能与春节餐饮、聚会、送礼场景恢复超预期有关，粮油、食品类维持高位，饮料略有下行，预计与基数及春节错峰有关，对比 2019CAGR，则除粮油食品高位持平略降，其他增速均有提升。②可选情况：可选多数为门店型、线下百货、购物中心业态，疫情政策弹性较大，并且依据我们此前报告“消费周期理论”，消费复苏，往往高端、可选板块复苏快、弹性大，本月社零基本再次印证此结论。所有子品类同比增速，环比提升较快、其中对比 2019CAGR 提升明显。高端属性、可选属性均相对最强的金银珠宝类板块增速环比改善最高，环比提升 24.3pct。③地产后周期：除家具外其余子品类均出现同

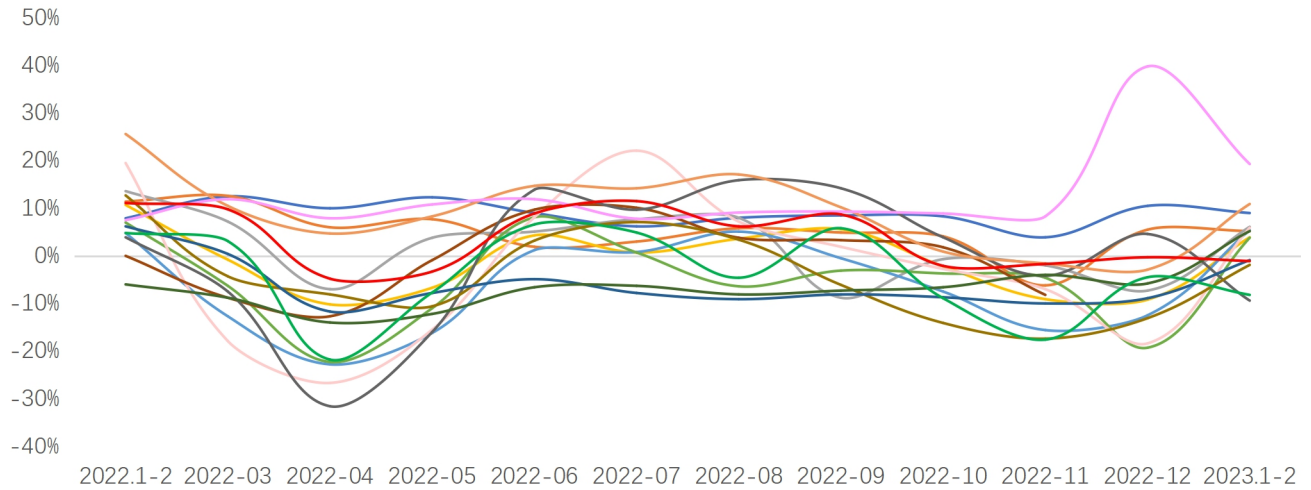
比下降,家具同比上涨 5.2%,增速环比上涨 11pct,汽车类同比增速下降显著,增速为-9.4%,增速环比下降 14pct。去除疫情影响,2023 年 1-2 月对比 2019 年 1-2 月 CAGR 全品类增速为正。④**其他**:中西药品受疫情囤货影响 1-2 月同比增长幅度较大,但是环比增速有所放缓。石油及制品类同比上涨 10.9%,增速环比上涨 13.8pct,其余子品类增速环比出现下滑,其中中西药品下滑幅度最大为 20.5pct。去除疫情影响,四个子品类增速均为正。**整体看,消费复苏,烟酒、日用品、金银珠宝、化妆品表现相对出色。预计随着疫情对消费需求的影响愈发减弱,必选、可选消费将持续修复。**

表 1 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	1-2 月同比增速 (%)	12 月同比增速 (%)	增速环比改善 (pct)	2023 年 1-2 月对比 2019CAGR (%)	2022 年 12 月对比 2019CAGR (%)
必选消费	粮油、食品类	9.0	10.5	-1.5	9.4	10.0
	饮料类	5.2	5.5	-0.3	13.4	11.6
	烟酒类	6.1	-7.3	13.4	10	6.2
	日用品类	3.9	-9.2	13.1	9.7	5.2
可选消费	服装鞋帽、针、 纺织品类	5.4	-12.5	17.9	3.0	-3.9
	化妆品类	3.8	-19.3	23.1	7.6	-3.4
	金银珠宝类	5.9	-18.4	24.3	10.3	-3.1
	体育、娱乐用品 类	-	-	-	-	-
地产后周 期类	汽车类	-9.4	4.6	-14.0	1.3	1.0
	家用电器和音 响器材类	-1.9	-13.1	11.2	2.6	-3.2
	建筑及装潢材 料类	-0.9	-8.9	8.0	2.8	3.4
	家具类	5.2	-5.8	11.0	1.1	-2.9
其他类	通讯器材类	-8.2	-4.5	-3.7	7.7	5.0
	石油及制品类	10.9	-2.9	13.8	5.8	2.9
	中西药品类	19.3	39.8	-20.5	10.7	19.7
	文化办公用品 类	-1.1	-0.3	-0.8	8.5	5.5

资料来源:wind,东海证券研究所

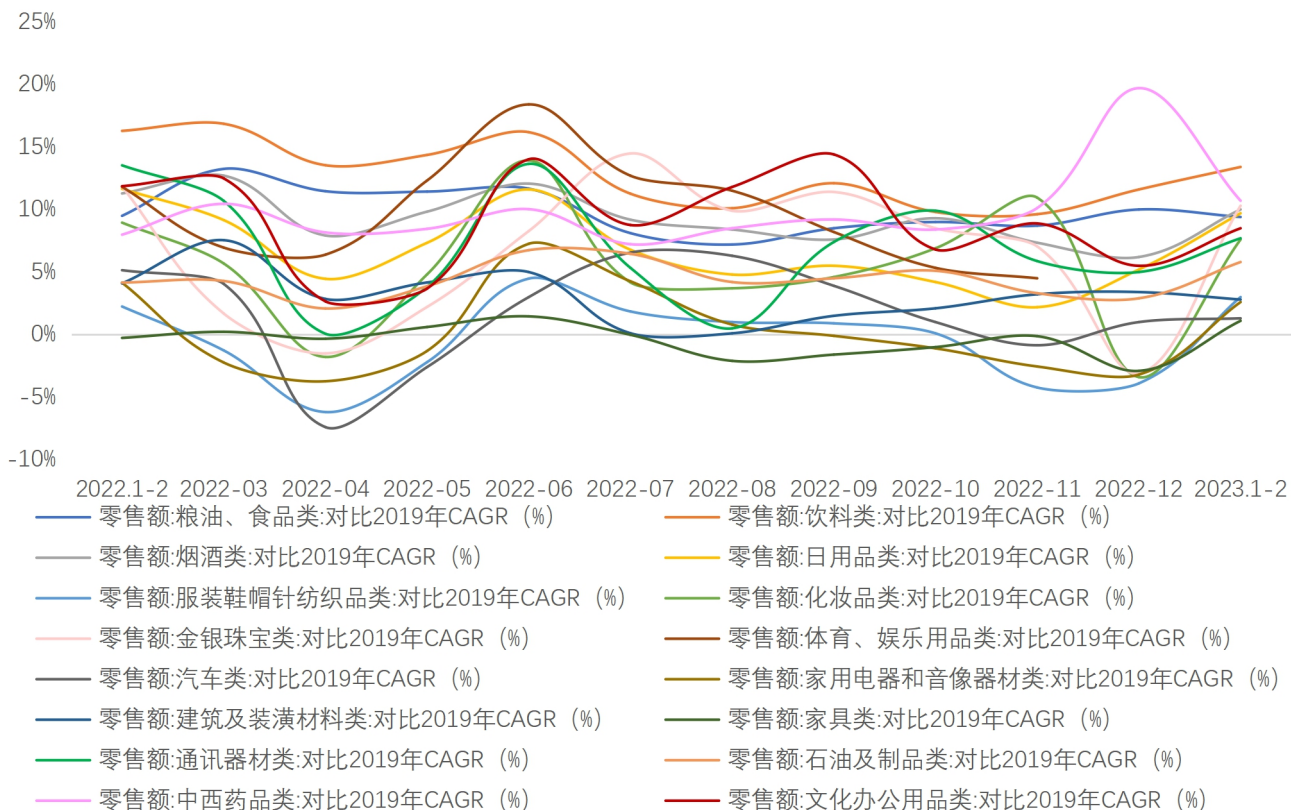
图 17 2022 年不同品类社零同比增速



- 零售额:粮油、食品类:当月同比 (%)
- 零售额:烟酒类:当月同比 (%)
- 零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)
- 零售额:金银珠宝类:当月同比 (%)
- 零售额:汽车类:当月同比 (%)
- 零售额:建筑及装潢材料类:当月同比 (%)
- 零售额:通讯器材类:当月同比 (%)
- 零售额:中西药品类:当月同比 (%)
- 零售额:饮料类:当月同比 (%)
- 零售额:日用品类:当月同比 (%)
- 零售额:化妆品类:当月同比 (%)
- 零售额:体育、娱乐用品类:当月同比 (%)
- 零售额:家用电器和音像器材类:当月同比 (%)
- 零售额:家具类:当月同比 (%)
- 零售额:石油及制品类:当月同比 (%)
- 零售额:文化办公用品类:当月同比 (%)

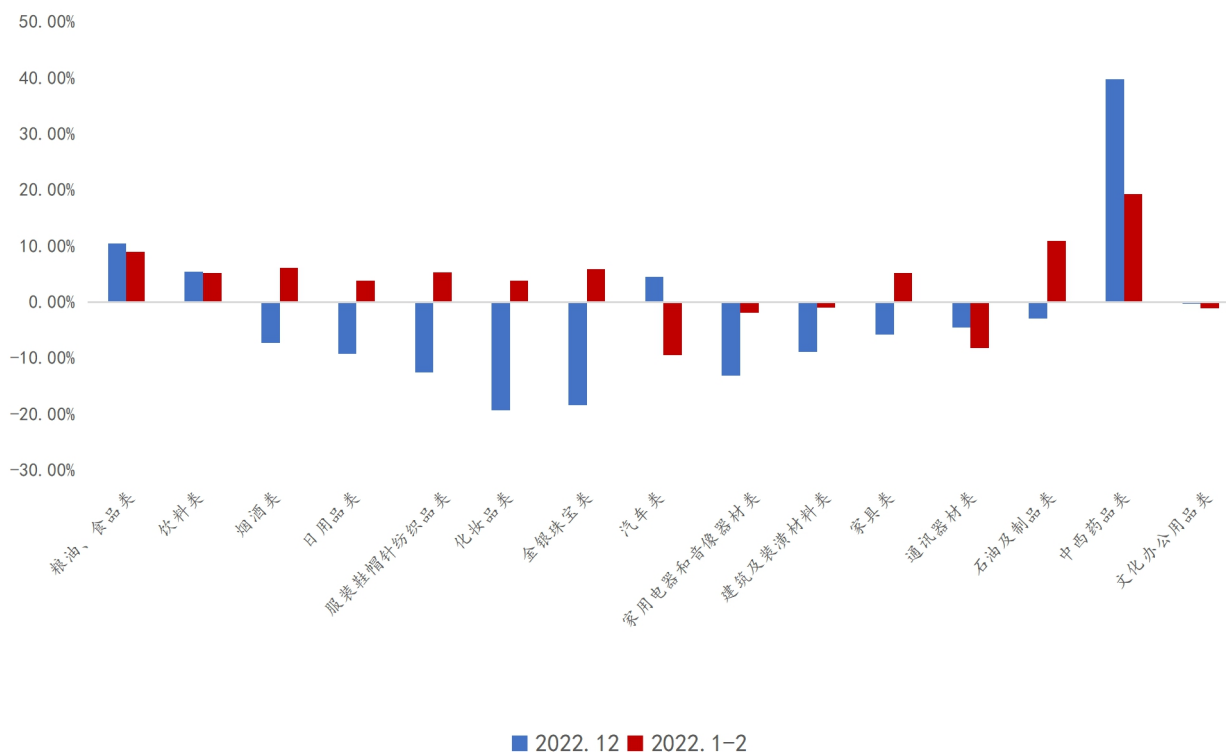
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 18 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 19 近两个月分行业社零同比增速对比

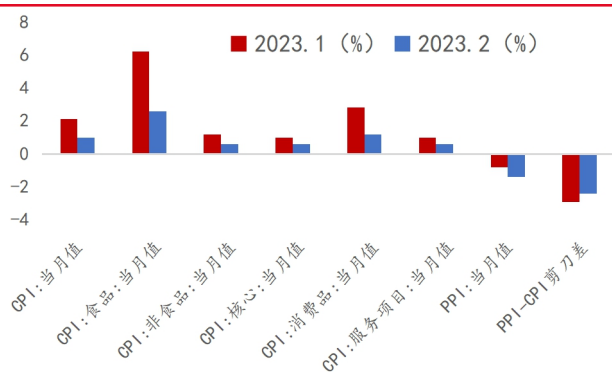


资料来源: wind, 东海证券研究所

3.价格表现：CPI、PPI 同比增速较上月回落

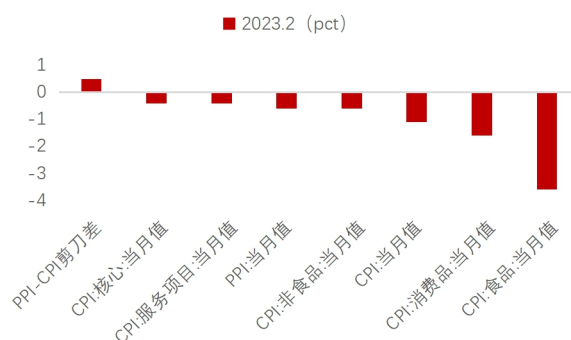
(1) 整体情况：CPI、PPI 同比增速较上月均回落。①CPI 同比增速环比下降。2023 年 2 月 CPI 同比增长 1.00%，增速环比下降 1.1pct。②食品价格增速环比下降是主因。食品、非食品 CPI 同比增长分别达 2.6% (-3.6pct)、0.6%(-0.6pct)，去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.6%，增速环比下降 0.4pct。③消费品和服务价格增速环比下降。2023 年 2 月消费品 CPI 同比、服务 CPI 同比分别达 1.2% (-1.6pct)、0.6% (-0.4pct)。④PPI 增速环比下降，PPI-CPI 剪刀差缩小。2 月 PPI 同比-1.4% (-0.6pct)。2023 年 2 月 PPI-CPI 剪刀差为-2.4pct(环比+0.5pct)，PPI-CPI 剪刀差绝对值减少。整体看，1 月春节过后，叠加春节错峰因素，CPI 同比增速环比回落，在政府目标(3%)、部分原材料高位运行、消费场景复苏背景下，CPI 仍具向上动能。

图 20 CPI 及 PPI 当期值



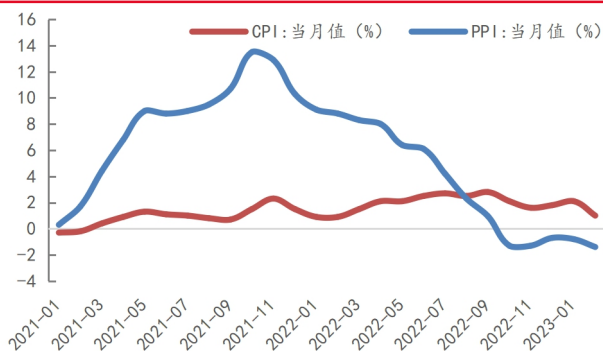
资料来源：wind，东海证券研究所

图 21 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



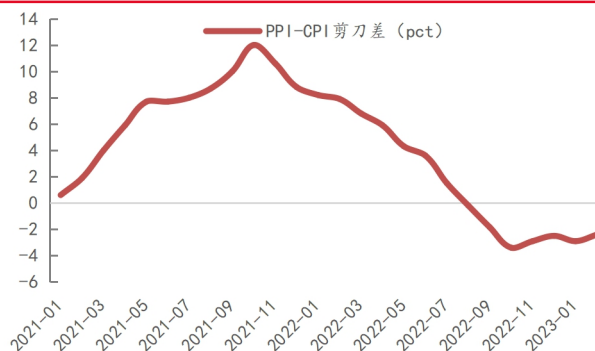
资料来源：wind，东海证券研究所

图 22 CPI 及 PPI 变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

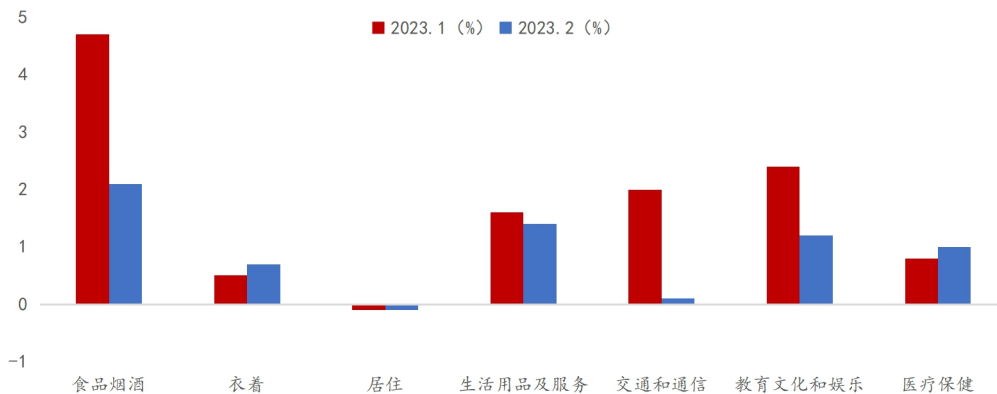
图 23 PPI-CPI 剪刀差变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

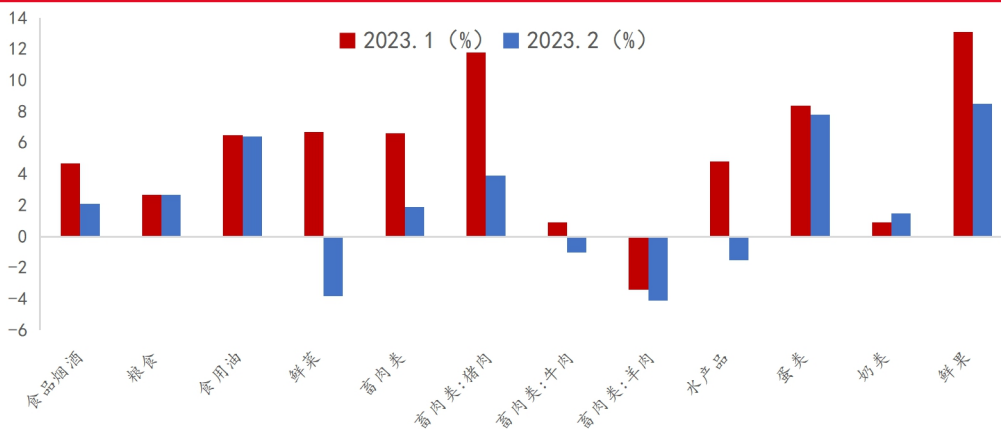
(2) 分品类：鲜菜、猪肉、水产品价格走弱。食品类方面，节后猪肉市场需求降低，2 月份为猪肉消费淡季，整体处于供大于求的状态。2 月猪肉价格同比增长 3.9%，增速环比下降 7.9pct。随着猪肉价格下降，畜肉类 CPI 同比增速较上月环比下降 4.7pct 至 1.9%，牛羊肉增速环比变化不大；节后消费需求回落，加之天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，鲜菜价格 CPI 增速环比下降 10.5pct 至-3.8%。非食品类方面，除衣着和医疗保健增速环比提升 0.2pct，教育文化和娱乐、交通和通信、生活用品及服务增速环比下降 1.2pct、1.9pct、0.2pct，主因节后消费需求下降以及能源价格下降，其他品类与上月持平。

图 24 分品类 CPI 当期值



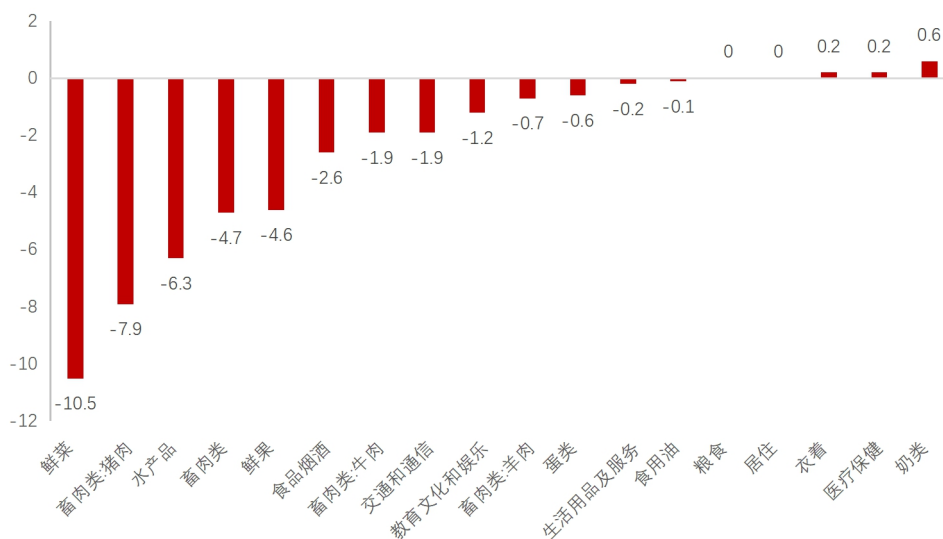
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 25 食品类 CPI 当期值



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 26 分品类 CPI 同比增速环比变化情况

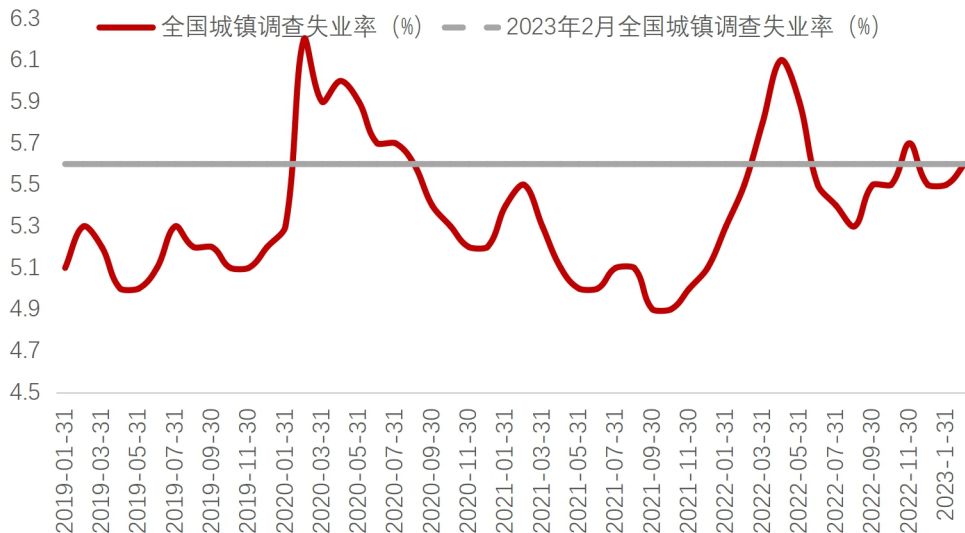


资料来源: wind, 东海证券研究所

4.就业情况：失业率略升偏高

(1)整体情况：2023年2月城镇失业率高於2023年1月城镇失业率0.1pct，处于同期偏高位置。①失业率略升。2023年2月全国城镇调查失业率5.6%，环比提升0.1pct。②处于同期偏高位置。与去年同期失业率5.5%相比，仍然偏高0.1pct，排除新冠疫情的影响，与2019年同期相比，失业率仍然高0.3pct。

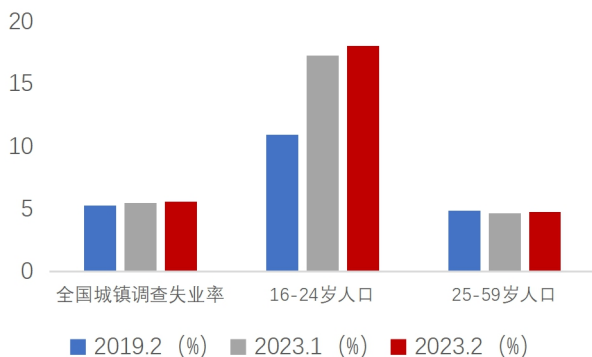
图 27 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

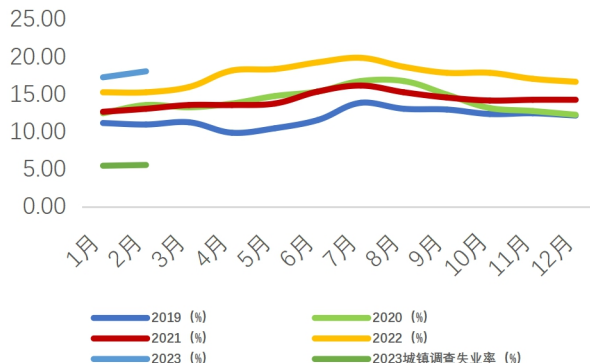
(2)按年龄结构：16-24岁失业率仍处高位。①16-24岁年龄段失业率环比上升，仍处高位。2023年2月16-24岁人口城镇调查失业率达18.1%，环比上升0.8pct。剔除疫情影响，与2019年同期相比高7.1pct，同时明显高于2020、2021。应届毕业生规模和增量连年创下历史新高，就业压力还将持续，高校就业率持续承压。随着国家“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置”等指导方针实施预计后续失业率将有所缓和。②25-59岁人群失业率环比上升：2023年2月25-59岁人口城镇调查失业率4.8%，环比上升0.1pct，低于新冠疫情前2019年同期0.1pct。

图 28 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 29 16-24 岁年龄段城镇调查失业率

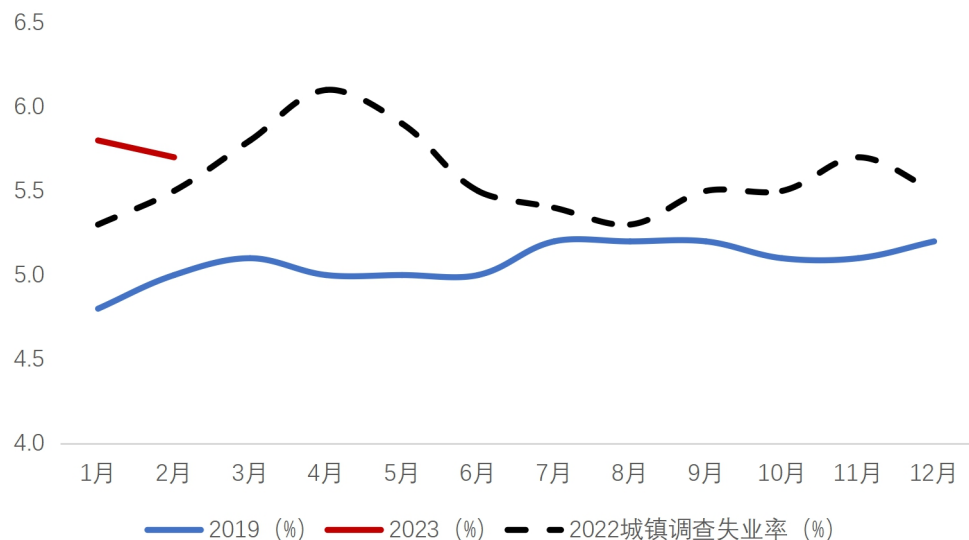


资料来源：wind，东海证券研究所

(3)大城市失业率：2022年12月受疫情管控放开影响，大城市失业率短期回落，后期恢复弹性也更大。①失业率环比下滑。2023年2月，全国31个大城市城镇调查失业率

5.7%，较上月下降 0.1pct，较城镇调查失业率高出 0.1pct。②**高线城市失业率的疫情弹性更大**。与之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，疫情管控放开后感染人数激增为高线城市失业率高于平均的主因，高线城市恢复预计也将更快。

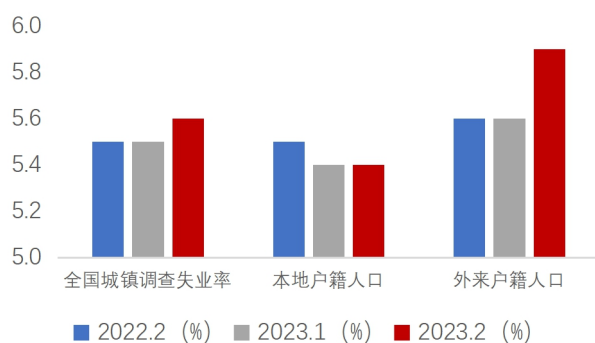
图 30 31 个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

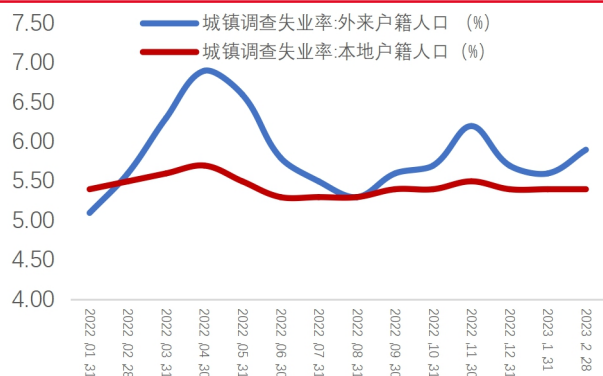
(4) 按户籍结构：外来人口失业率 2 月略升。①**外来户籍人口失业率较 11 月高点明显好转，但 2 月略升**。2023 年 2 月外来户籍人口失业率为 5.9%，较上月上升 0.3pct，高于去年同期 0.3pct。本地户籍失业率为 5.4%，环比持平，低于去年同期 0.1pct。②**农民工失业率回落**。2022 年 12 月外来农业户籍人口失业率 5.4%，环比下滑 0.6pct。低于同期全国城镇调查失业率，而且好于同期外来大城市失业率。

图 31 不同户籍城镇调查失业率



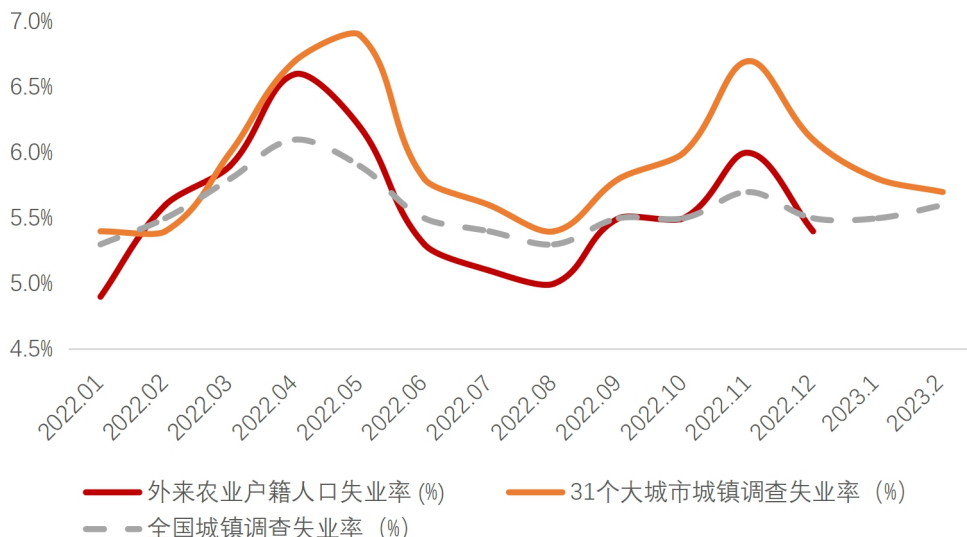
资料来源：wind，东海证券研究所

图 32 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 33 农民工就业情况

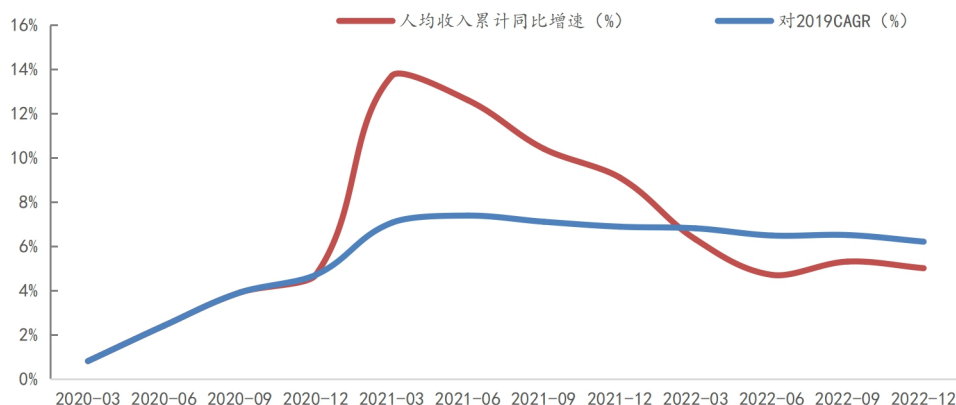


资料来源：wind，东海证券研究所

5.居民收入和居民支出：2022 年全年居民人均收入实现 5% 正增长，居民消费意愿回落

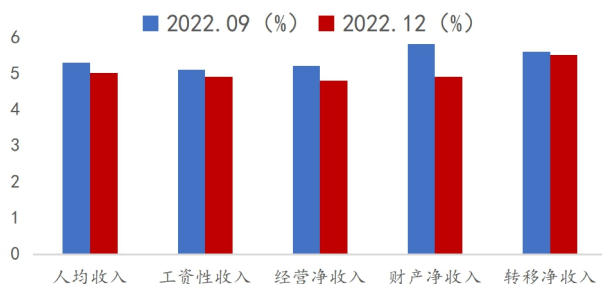
(1) 居民收入：2022 年全年居民人均收入实现 5% 正增长，财产净收入影响较大。① 增速环比下滑。2022 年全年居民人均收入同比达 5.0%，较上季度累计环比下滑 0.3pct，去除掉疫情影响因素，2022 年全年居民累计人均收入较 2019CAGR 达 6.2%，较上季度环比下滑 0.3pct。② 财产净收入影响较大，剔除疫情影响经营净收入环比上升。具体来看，截至 12 月居民收入财产净收入影响较大，累计同比增长达 4.9%，环比下滑 0.9pct，影响最为显著，其他三类收入影响有限。截至 12 月居民收入工资性收入、经营净收入、转移净收入累计同比增长分别达 4.9% (-0.2pct)、4.8% (-0.4pct)、5.5% (-0.1pct)。去除掉疫情影响因素，2022 年截至 12 月居民工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入累计同比增长分别达 6.2% (-0.2pct)、5.6% (+0.6pct)、7.2% (-0.9pct)、6.7% (-0.8pct)，财产净收入和转移净收入影响显著，经营净收入环比上升。

图 34 人均收入及对 2019 年 CAGR 增速



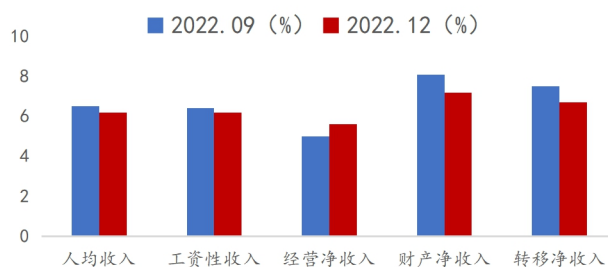
资料来源：wind，东海证券研究所

图 35 人均收入及分项收入增速



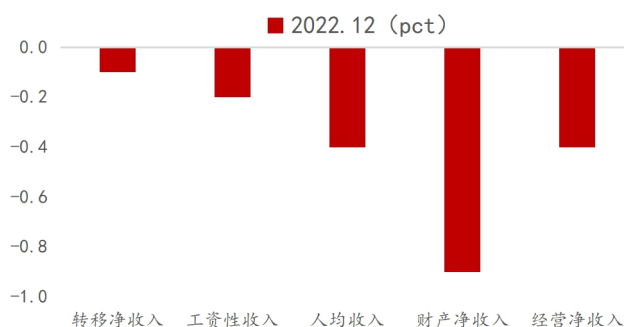
资料来源：wind，东海证券研究所

图 36 人均收入及分项对比 2019CAGR



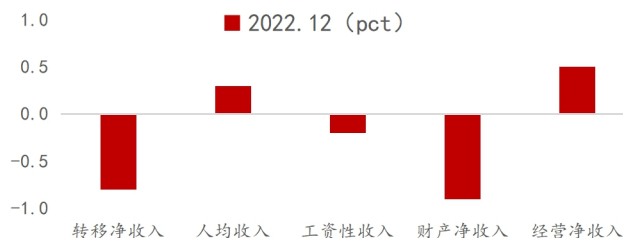
资料来源：wind，东海证券研究所

图 37 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 38 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

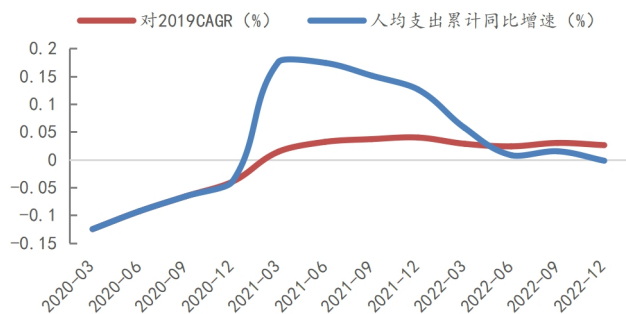
(2) 居民支出：截至去年末，因疫情二次冲击，环比下滑，消费意愿回落。

①居民消费支出环比下滑。2022 年全国居民实际消费支出累计同比达-0.2%，较上季下滑 1.7pct。

②农村居民消费性支出实际累计同比增速高于城镇居民。2022 年城镇、农村居民消费性支出实际累计同比增长分别达-1.7% (-1.5pct)、2.5%(-1.8pct)。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下滑 0.3pct、0.3pct。

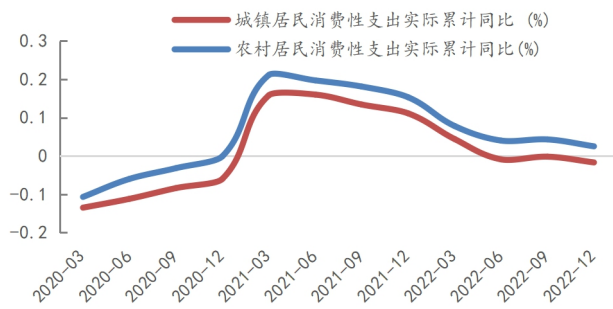
③居民收入支出剪刀差本季度上涨，表明消费意愿回落。通过“居民收入支出剪刀差”衡量，（因居民消费支出无名义数据，仅有去掉价格因素的实际增速，和居民人均收入非同口径，这里我们用居民人均收入累计同比增速减去社零累计同比增速做剪刀差衡量的替代），居民收入支出剪刀差自 2020 疫情明显提升，疫情中消费支出明显谨慎，2021 年下降主要为基数原因，2022 年 3 月以来重新回升，同时明显高于疫情前的 2019 年情况，表明消费蓄水池进一步回升。但 2022 年 12 月收入-社零剪刀差环比上季度上升 0.6pct，表明居民消费意愿回落，核心原因主要为疫情管控放开以来的外出恐慌心理以及感染人数上升。预计后期随着短期冲击减弱以及春节临近，消费意愿将回升。

图 39 人均支出及对 2019 年 CAGR 增速



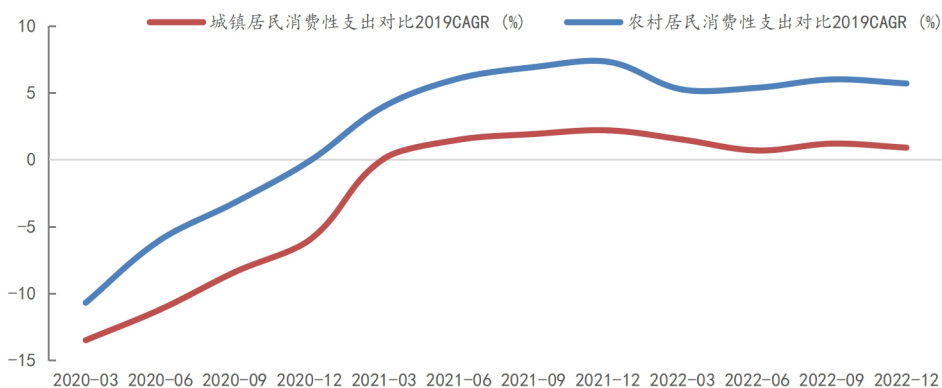
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 40 城镇及农村居民消费性支出实际累计同比增速



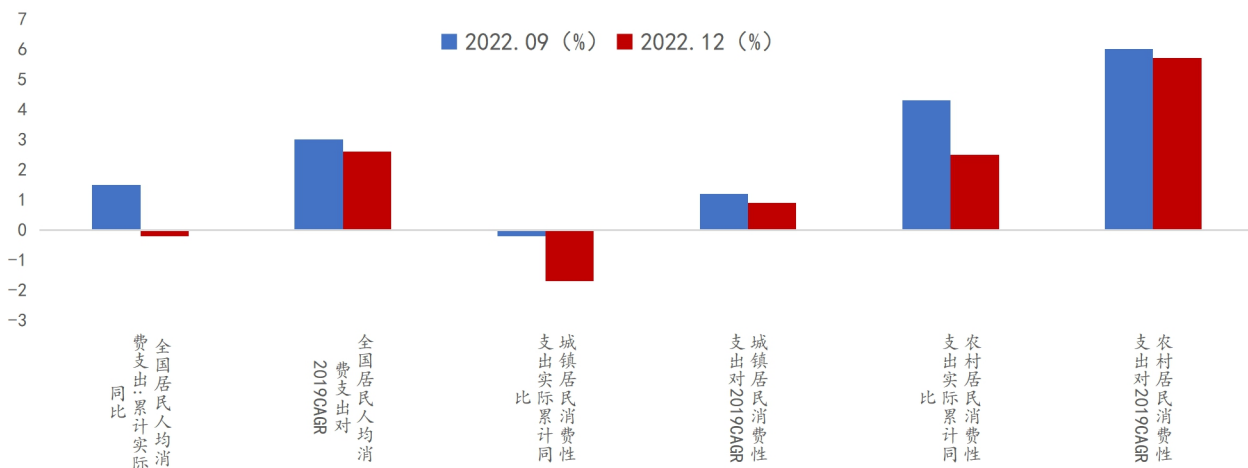
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 41 城镇及农村居民消费性支出实际累计增长对比 2019CAGR 数据



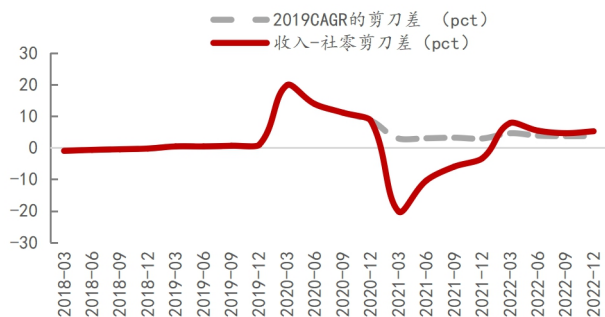
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 42 整体、城镇、农村支出累计实际同比增速对比



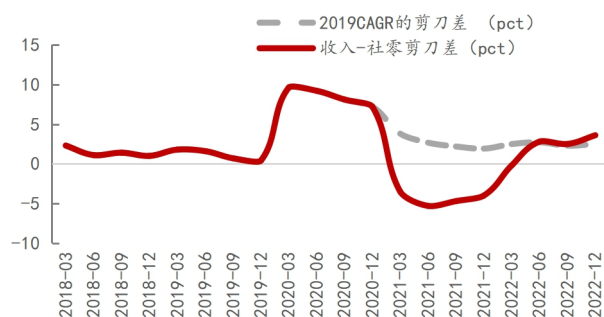
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 43 整体收入-社零剪刀差



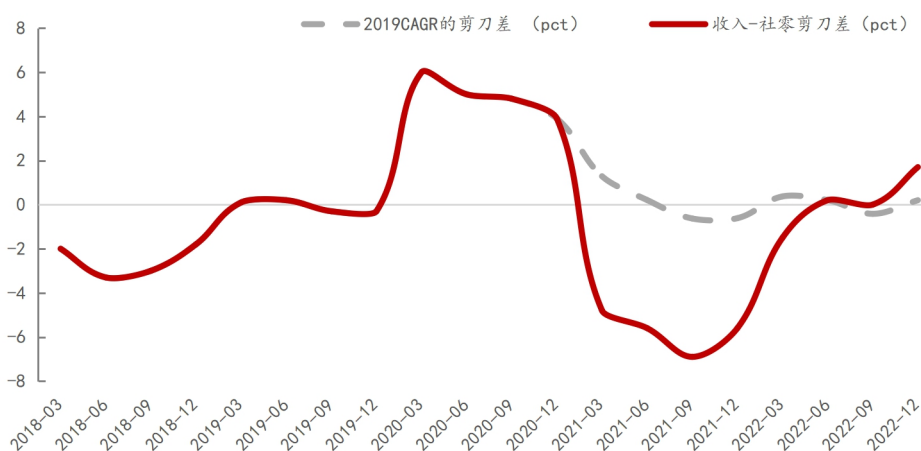
资料来源：wind，东海证券研究所

图 44 城镇居民收入-支出剪刀差



资料来源：wind，东海证券研究所

图 45 乡村居民收入-支出剪刀差



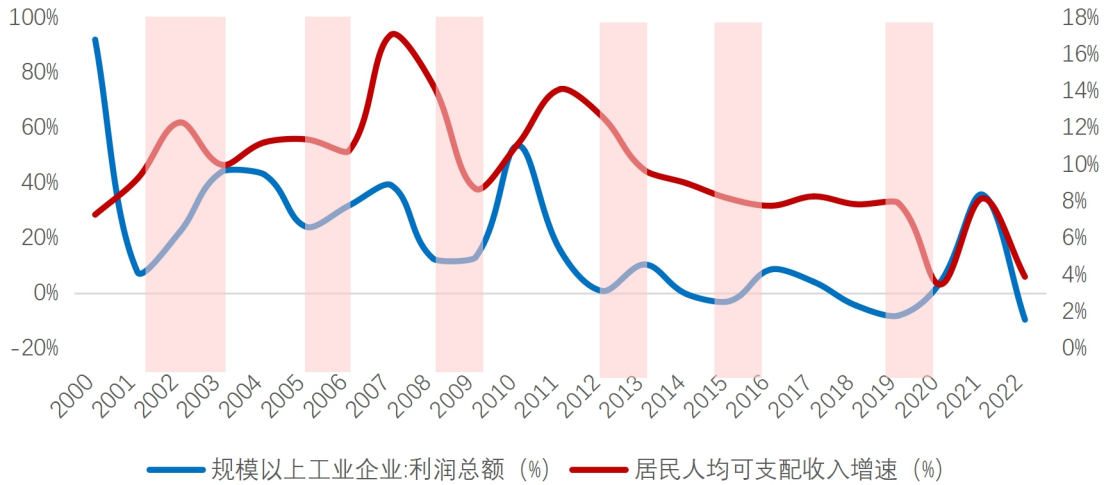
资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 需求短期仍有回升动能，长期存在一定影响。

①**工业生产增速再放缓。**2022 年全国规模以上工业企业利润下降 9.57%。预计随着疫情管控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 年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。

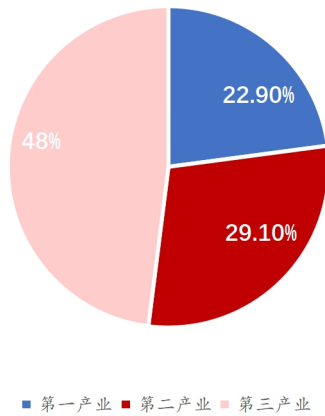
图 46 人均收入及工企利润对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

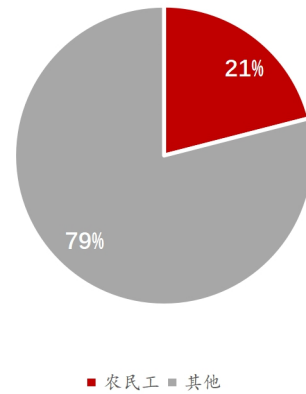
*2013 年之前数据采用城镇居民人均可支配收入增速计算

图 47 2021 年第一、第二、第三产业人数占比



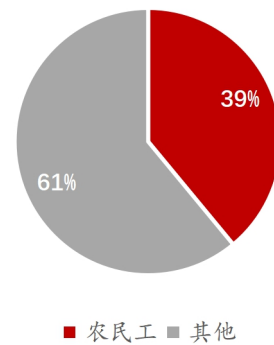
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 48 2021 年农民工在总人口中占比



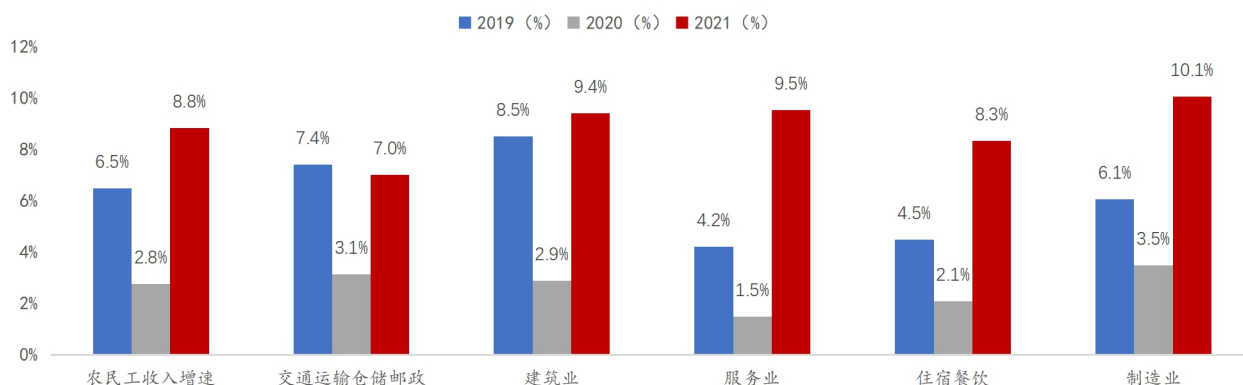
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 49 2021 年农民工在劳动人口中占比



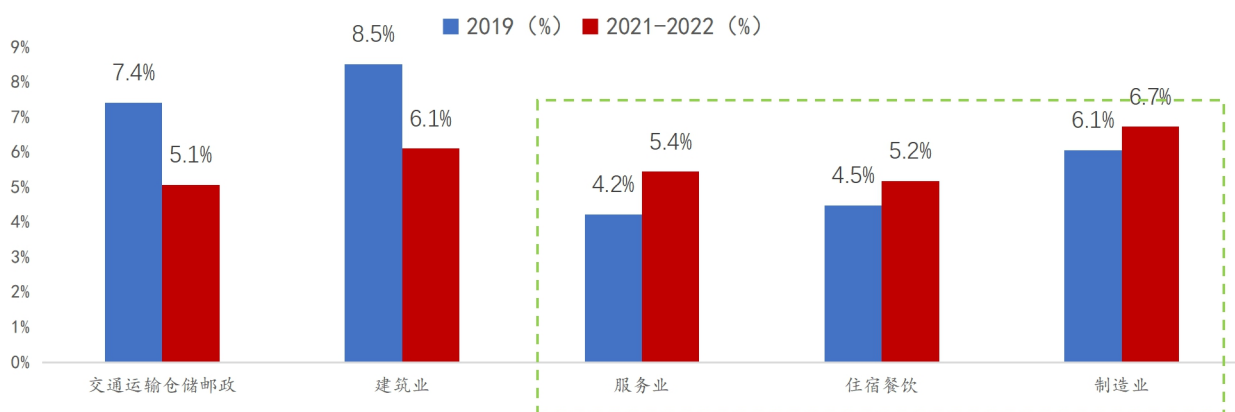
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 50 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 51 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

场景修复逻辑中，整体消费估值趋于合理。但长期来看，“坚持实施扩大内需战略”政策驱动需求，短期来看，场景修复从餐饮向旅游、购物中心、街边客流传导仍在持续，Q2低基数下，消费市值变化从估值走向业绩，从贝塔走向阿尔法明确。当下，在1月初仍存消费2次冲击及部分行业成本高企背景下，谨慎看待Q1业绩。短期白酒次高端弹性、零食行业专营店爆发及制造型龙头对渠道型龙头快速替代的明确趋势、预制菜肴渗透率提升及行业扩容的机遇。重点关注白酒公司有贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒、口子窖等；重点关注的非白酒公司有盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、科拓生物、安井食品、味知香、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虽恢复明显，甲流等其他疫情因素仍有可能对部分市场产生影响，积极关注。

(2) **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。

(3) **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

(4) **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。

(5) **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
 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