

2024年12月19日

标配

证券分析师

姚星辰 S0630523010001
yxc@longone.com.cn

证券分析师

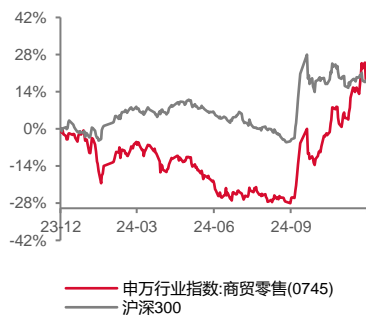
任晓帆 S0630522070001
rxf@longone.com.cn

联系人

吴康辉
wkh@longone.com.cn

联系人

陈涛
cht@longone.com.cn



相关研究

- 1.10月社零超预期，关注后续政策持续落地——10月社零报告专题
- 2.9月社零同增3.2%，关注双十一表现——9月社零报告专题
- 3.8月社零同增2.1%，关注消费政策力度——8月社零报告专题

11月社零延续弱复苏，品类同比分化

——11月社零报告专题

投资要点：

- **2024年11月社零同比增长3.0%**。2024年11月社会消费品零售总额43763亿元，同比增长3.0%，低于wind一致预期（+4.6%），主要受“双十一”网购启动时间提前的影响，部分商品销售分流至10月份。**1) 在农村居民收入较快增长、县域商业体系建设不断推进下，乡村市场销售增速持续快于城镇。**城镇：11月消费品零售额37596亿元，同比增长2.9%，增速较上月环比下降1.8个百分点。**乡村**：11月消费品零售额6167亿元，同比增速为3.2%，增速较上月下降1.7个百分点。**2) 分渠道来看，线上消费增速快于线下消费。****1>11月线上消费维持较快增长。**截至11月，网上商品和服务零售额和实物商品网上零售额累计分别同比增长7.4%和6.8%，增速较上月环比下降1.4和1.5pct。**分品类来看**，11月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长16.2%、2.8%、6.3%，较上月增速环比-1.5pct、-1.9pct、-1.4pct。**2>线下消费环比回落。**根据社零、网上商品及服务零售额推算，11月线下社零同比4.8%，增速较上月环比下降2.5pct。
- **餐饮表现更优，社零增长贡献比例上升，另外受益于以旧换新的政策，地产后周期表现亮眼。****1) 分商品及服务：餐饮表现相对较好，对社零增长贡献比例提升。****1>餐饮环比改善。**11月社零餐饮服务总额5802亿元，同比上涨4.0%，增速环比提升0.8pct，并且对当月社零增长贡献比例提升11pct至18%。**2>商品零售同比增长，增速环比下降。**11月社零商品零售总额37961亿元，同比上涨2.8%，增速环比下降2.2pct。**2) 可选、可选、其他类消费均承压，地产后周期表现相对较好。****1>必选：**同比分化，环比多数承压。从同比来看，粮油、食品类和日用品类同比为正，其余为负；从环比来看，粮油、食品类环比持平，饮料、烟酒、日用品类环比均下跌。**2>可选：**受“双11”大促提前分流影响，环比下降明显。从环比来看，各可选品类均下降，其中化妆品类和体育、娱乐用品类受影响最大，环比下降66.5pct和23.2pct。**3>地产后周期：**政策效应持续显现，表现最为亮眼。各细分品类同比、环比均上涨，其中家用电器和音响器材类表现优异，同比提升22.2%，环比提高17.0pct。**4>其他：同比、环比均承压。**各细分品类中同比、环比均为负数，其中，中西药品类同比下降幅度最小，石油及制品类环比下跌幅度最小。
- **CPI同比上涨，PPI同比下跌，PPI-CPI剪刀差收窄。**2024年11月CPI同比+0.2%（环比-0.1pct）；PPI同比-2.5%（环比+0.4pct），主要受大宗商品价格变化影响，11月PPI-CPI剪刀差为-2.7%（环比+0.5pct）。**1) 分品类：食品中鲜菜、猪肉同比价格延续上涨，非食品价格同比涨跌各半。****1>食品类：**本月食品类价格同比上涨0.9%，但随着前期极端天气转好价格环比回落，环比下降1.1pct，其中鲜菜环比下降11.6pct，环比变化幅度最大。另外，受低基数的影响，猪肉价格同比上涨13.7%，增速环比下降0.5pct。**2>非食品类：**教育文化和娱乐、衣着、医疗保健、生活用品及服务、居住和交通通信分别同比+1.0%（环比+0.2pct）、+1.1%（环比持平）、+1.1%（环比持平）、-0.3%（环比-0.4pct）、-0.1%（环比持平）和-3.6%（环比+1.2pct）。**2) 失业率稳定。**11月全国城镇调查失业率5.0%，环比持平。
- **投资建议：1) 11月社零烟酒类恢复偏弱，各公司加强渠道管理，稳定价格秩序叠加促消费政策持续落地，烟酒类有望筑底企稳。**2025年春节时间较早，关注年底动销表现及酒企明年的业绩目标，建议关注高端酒和区域龙头。**2) 化妆品方面，受双十一大促前置影响，十一月表现偏弱，建议关注产品矩阵丰富、品牌力强劲的国产品牌龙头企业。**
- **风险提示：经济恢复不及预期风险；消费信心修复不及预期；产品价格大幅下降风险。**

正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 整体社零：社零同增 3.0%，环比回落..... | 4 |
| 2. 分品类：餐饮表现更优，社零增长贡献比例上升..... | 6 |
| 3. 价格表现：CPI 同比上涨，PPI 同比下跌..... | 9 |
| 4. 就业情况：11 月失业率较稳定..... | 11 |
| 5. 投资建议..... | 13 |
| 6. 风险提示..... | 13 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速 | 4 |
| 图 2 社会消费品零售总额累计同比增速 | 4 |
| 图 3 城乡社零同比增速 | 4 |
| 图 4 城乡社零同比增速环比变化情况..... | 4 |
| 图 5 分渠道社零同比增速 | 5 |
| 图 6 线上社零累计同比增速 | 5 |
| 图 7 线上社零吃穿用累计同比增速 | 5 |
| 图 8 近两年社零商品零售同比增速 | 6 |
| 图 9 近两年社零餐饮收入同比增速 | 6 |
| 图 10 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例 | 6 |
| 图 11 不同类型社零同比增速 | 7 |
| 图 12 CPI 及 PPI 当期值 | 9 |
| 图 13 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况..... | 9 |
| 图 14 CPI 及 PPI 变化趋势 | 9 |
| 图 15 PPI-CPI 剪刀差变化趋势(pct)..... | 9 |
| 图 16 分品类 CPI 当期值 | 10 |
| 图 17 食品类 CPI 当期值 | 10 |
| 图 18 分品类 CPI 同比增速环比变化情况 (pct) | 11 |
| 图 19 2019 年至今城镇调查失业率 | 11 |
| 图 20 31 个大城市城镇调查失业率 | 12 |
| 图 21 不同户籍城镇调查失业率 | 12 |
| 图 22 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率 | 12 |
| 图 23 农民工就业情况 | 13 |
| 表 1 社零各大类增速比较 | 7 |
| 表 2 社零数据细分小类增速比较 | 8 |

1.整体社零：社零同增 3.0%，环比回落

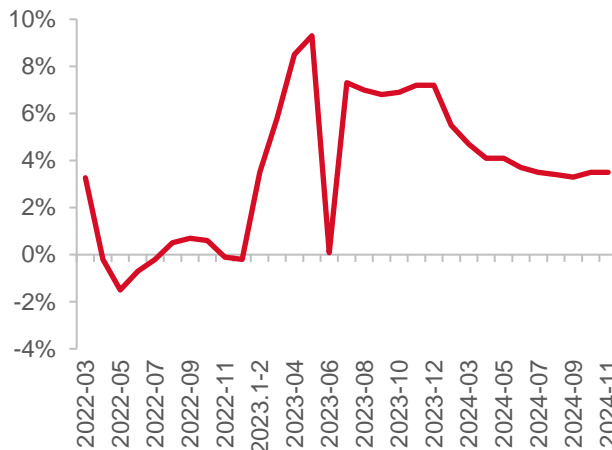
(1) 总体情况：2024 年 11 月社零同比增长 3.0%。2024 年 11 月社会消费品零售总额 43763 亿元，同比增长 3.0%，低于 wind 一致预期 (+4.6%)，主要受“双十一”网购启动时间提前的影响，部分商品销售分流至 10 月份。

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

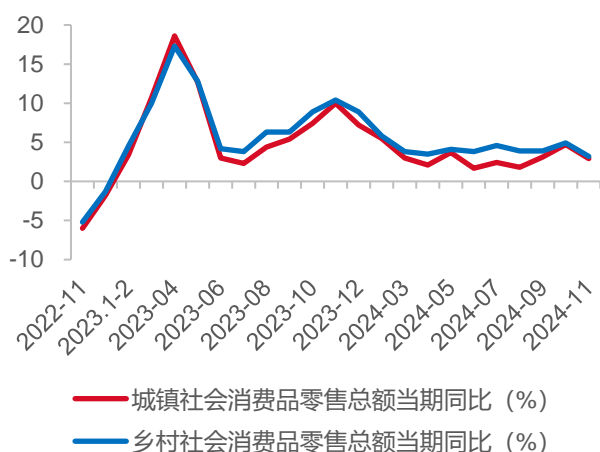
图2 社会消费品零售总额累计同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

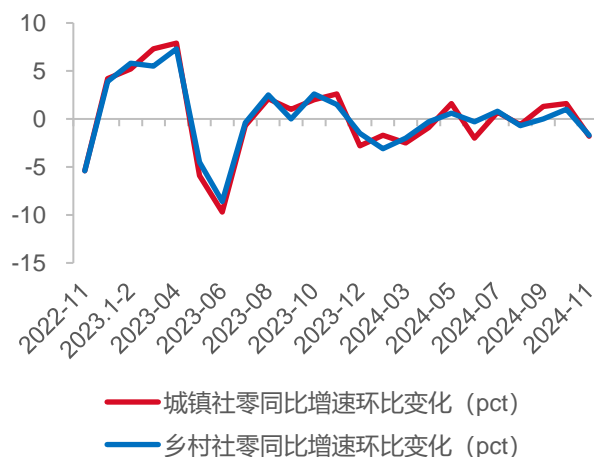
(2) 分地域：在农村居民收入较快增长、县域商业体系建设不断推进下，乡村市场销售增速持续快于城镇。①城镇：11 月消费品零售额 37596 亿元，同比增长 2.9%，增速较上月环比下降 1.8 个百分点。②乡村：11 月消费品零售额 6167 亿元，同比增速为 3.2%，增速较上月下降 1.7 个百分点。

图3 城乡社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

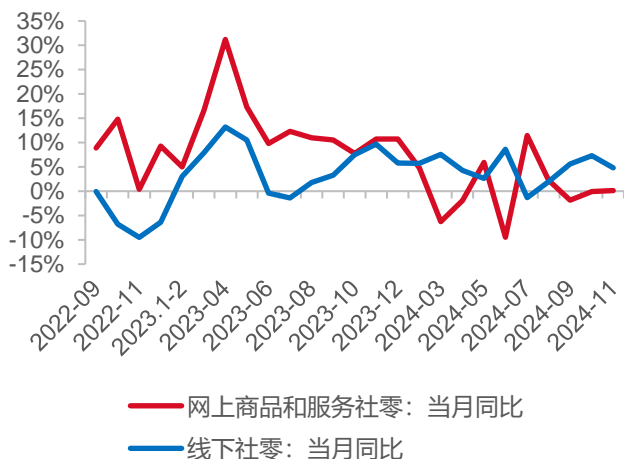
图4 城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

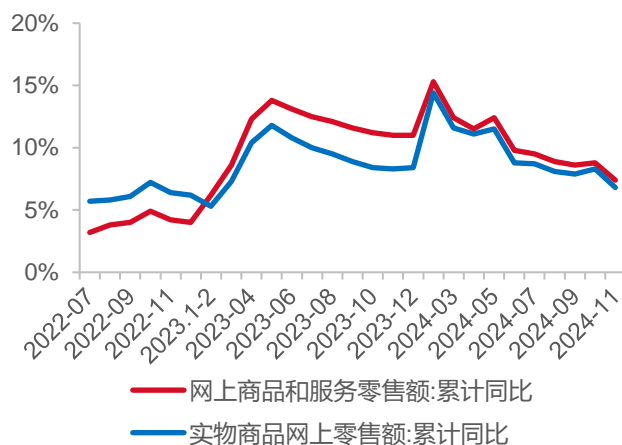
(3) 分渠道：线上消费增速快于线下消费。①**11月线上消费维持较快增长。**截至11月，网上商品和服务零售额和实物商品网上零售额累计分别同比增长7.4%和6.8%，增速较上月环比下降1.4和1.5pct。**分品类来看**，11月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长16.2%、2.8%、6.3%，较上月增速环比-1.5pct、-1.9pct、-1.4pct。②**线下消费环比回落。**根据社零、网上商品及服务零售额推算，11月线下社零同比4.8%，增速较上月环比下降2.5pct。

图5 分渠道社零同比增速



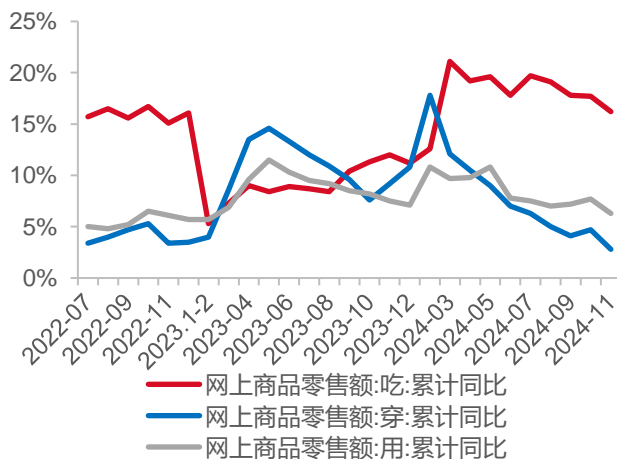
资料来源: wind, 东海证券研究所

图6 线上社零累计同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图7 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

2.分品类：餐饮表现更优，社零增长贡献比例上升

(1) 分商品及服务：餐饮表现相对较好，对社零增长贡献比例提升。①餐饮环比改善。

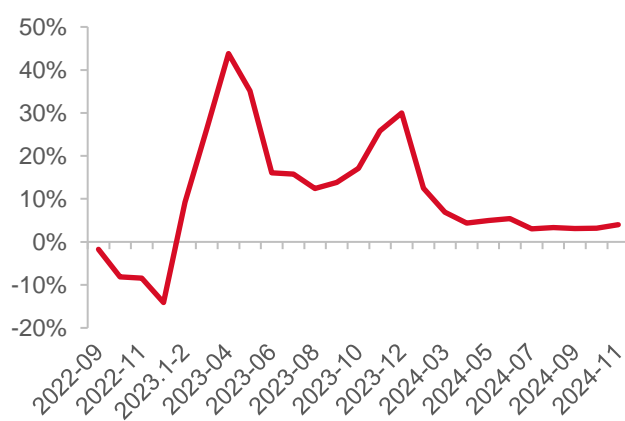
11月社零餐饮服务总额5802亿元，同比上涨4.0%，增速环比提升0.8pct，并且对当月社零增长贡献比例提升11pct至18%。②商品零售同比增长，增速环比下降。11月社零商品零售总额37961亿元，同比上涨2.8%，增速环比下降2.2pct。

图8 近两年社零商品零售同比增速



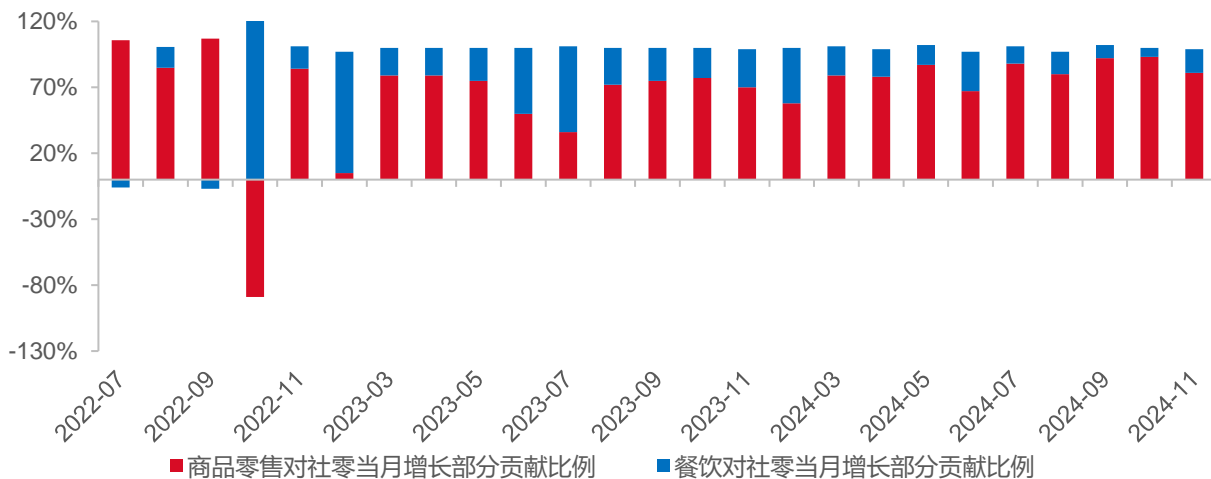
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 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10 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

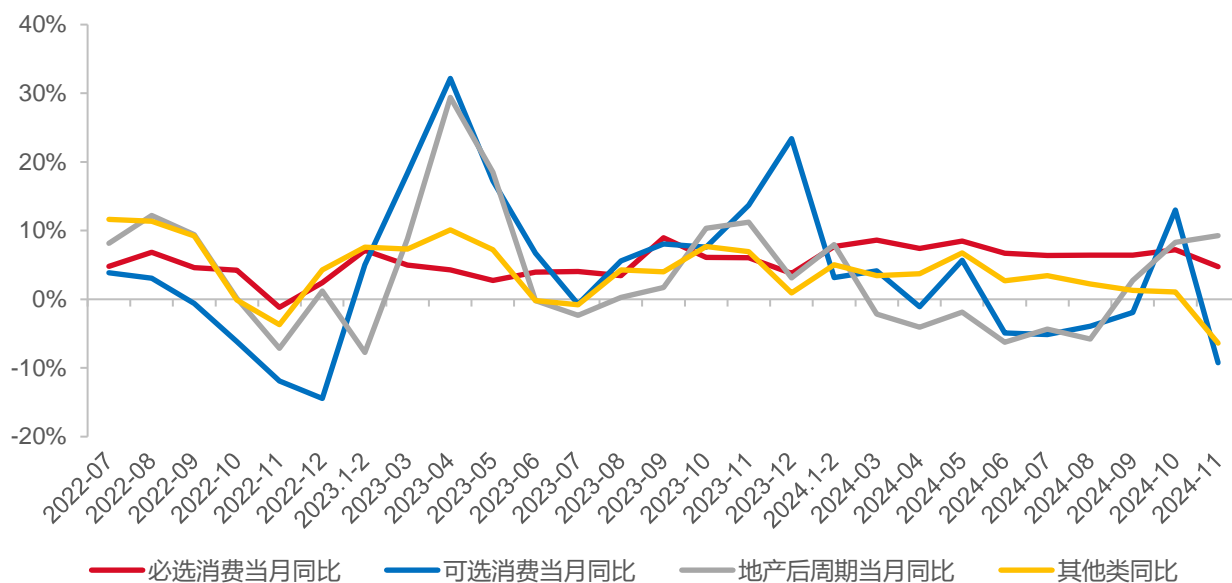
(2) 大类表现：地产后周期表现亮眼，必选较稳定、可选和其他类表现承压。11月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比分别为+4.77%、-9.24%、+9.26%、-6.38%，增速分别较上月环比-2.46pct、-22.25pct、+0.97pct、-7.46pct。随着后续提振消费政策将进一步加大，可选以及地产后周期消费有望持续回暖。

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 (%) | 7.23 | 13.01 | 8.29 | 1.08 |
| 11月同比增速 (%) | 4.77 | -9.24 | 9.26 | -6.38 |
| 增速环比改善 (pct) | -2.46 | -22.25 | 0.97 | -7.46 |

资料来源：wind，东海证券研究所

图11 不同类型社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

(3) 具体品类分析：可选、可选、其他类消费均承压，地产后周期表现相对较好。

①**必选情况：同比分化，环比多数承压。**从同比来看，粮油、食品类和日用品类同比为正，其余为负；从环比来看，粮油、食品类环比持平，饮料、烟酒、日用品类环比均下跌。

②**可选情况：受“双11”大促提前分流影响，环比下降明显。**从环比来看，各可选品类均下降，其化妆品类和体育、娱乐用品类受影响最大，环比下降66.5pct和23.2pct。

③**地产后周期：政策效应持续显现，表现最为亮眼。**各细分品类同比、环比均上涨，其中家用电器和音响器材类表现优异，同比提升22.2%，环比提高17.0pct。

④**其他：同比、环比均承压。**各细分品类中同比、环比均为负数，其中，中西药品类同比下降幅度最小，石油及制品类环比下跌幅度最小。

表2 社零数据细分小类增速比较

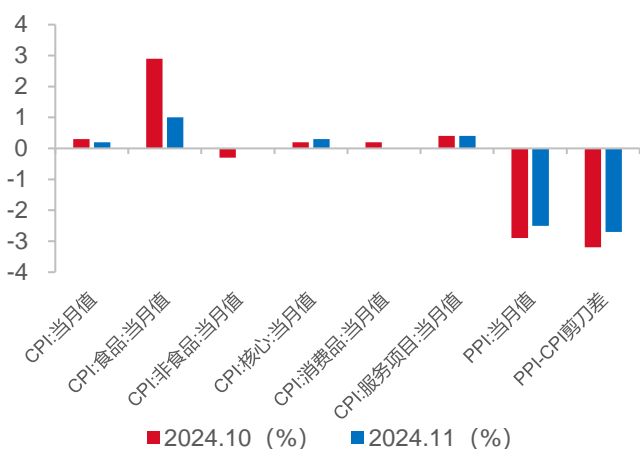
| 大类 | 小类 | 10月同比增速 | 11月同比增速 | 增速环比 (pct) |
|--------|-------------|---------|---------|------------|
| 必选消费 | 粮油、食品类 | 10.1% | 10.1% | 0 |
| | 饮料类 | -0.9% | -4.3% | -3.4 |
| | 烟酒类 | -0.1% | -3.1% | -3.0 |
| | 日用品类 | 8.5% | 1.3% | -7.2 |
| 可选消费 | 服装鞋帽、针、纺织品类 | 8.0% | -4.5% | -12.5 |
| | 化妆品类 | 40.1% | -26.4% | -66.5 |
| | 金银珠宝类 | -2.7% | -5.9% | -3.2 |
| | 体育、娱乐用品类 | 26.7% | 3.5% | -23.2 |
| 地产后周期类 | 汽车类 | 3.7% | 6.6% | 2.9 |
| | 家用电器和音响器材类 | 39.2% | 22.2% | 17.0 |
| | 建筑及装潢材料类 | -5.8% | 2.9% | 8.7 |
| | 家具类 | 7.4% | 10.5% | 3.1 |
| 其他类 | 通讯器材类 | 14.4% | -7.7% | -22.1 |
| | 石油及制品类 | -6.6% | -7.1% | -0.5 |
| | 中西药品类 | 1.4% | -2.7% | -4.1 |
| | 文化办公用品类 | 18.0% | -5.9% | -23.9 |

资料来源：wind，东海证券研究所

3.价格表现：CPI 同比上涨，PPI 同比下跌

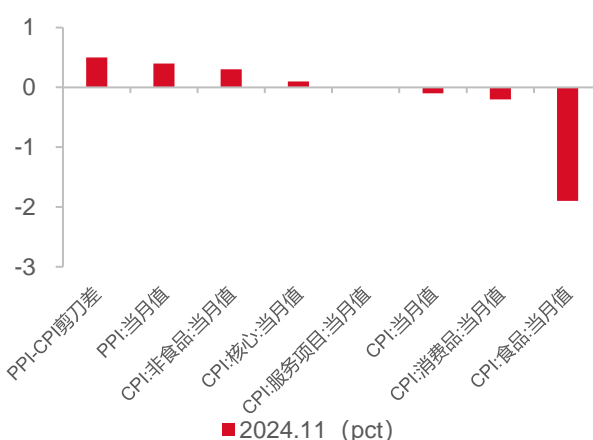
(1) 整体情况：CPI 同比上涨，PPI 同比下跌，PPI-CPI 剪刀差收窄。①CPI 同比上涨，增速环比下降。2024 年 11 月 CPI 同比+0.2% (环比-0.1pct)。②食品价格同比上涨，增速环比下降，非食品价格同比持平，增速环比上升。食品、非食品 CPI 分别同比+1.0% (环比-1.9pct)、持平(环比+0.3pct)，去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 0.3% (环比+0.1pct)。③消费品价格同比持平，增速环比下降，服务价格同比上升、增速环比持平。消费品 CPI 同比持平，环比-0.2%，服务 CPI 同比+0.4% (环比持平)。④PPI 同比下降，环比上涨，PPI-CPI 剪刀差收窄。11 月 PPI 同比-2.5% (环比+0.4pct)，主要受大宗商品价格变化影响，11 月 PPI-CPI 剪刀差为-2.7%(环比+0.5pct)。

图12 CPI 及 PPI 当期值



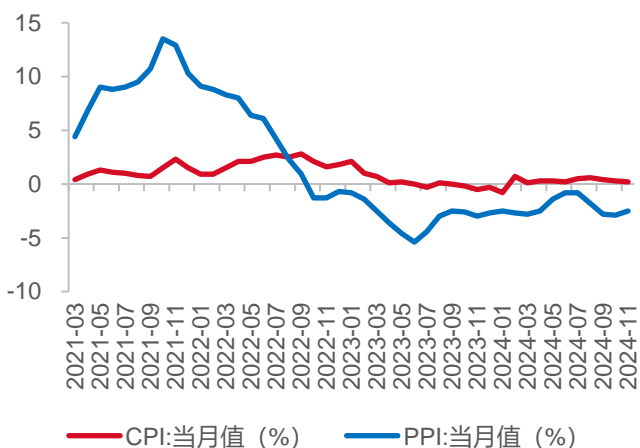
资料来源：wind，东海证券研究所

图13 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况



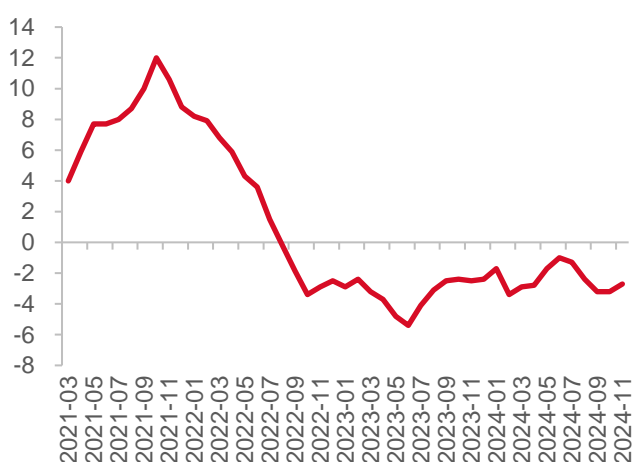
资料来源：wind，东海证券研究所

图14 CPI 及 PPI 变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

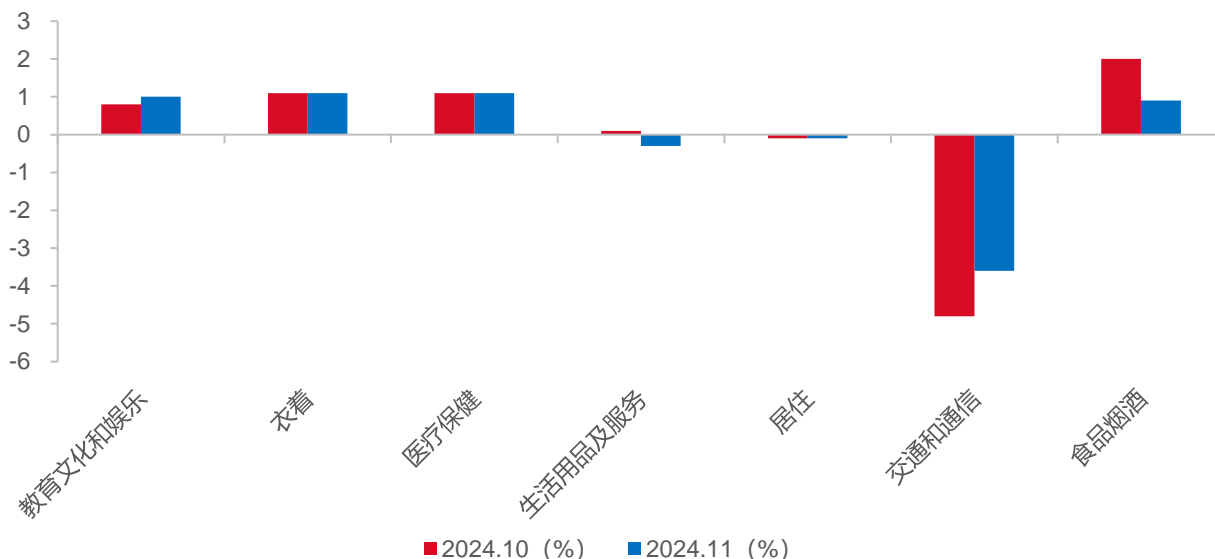
图15 PPI-CPI 剪刀差变化趋势(pct)



资料来源：wind，东海证券研究所

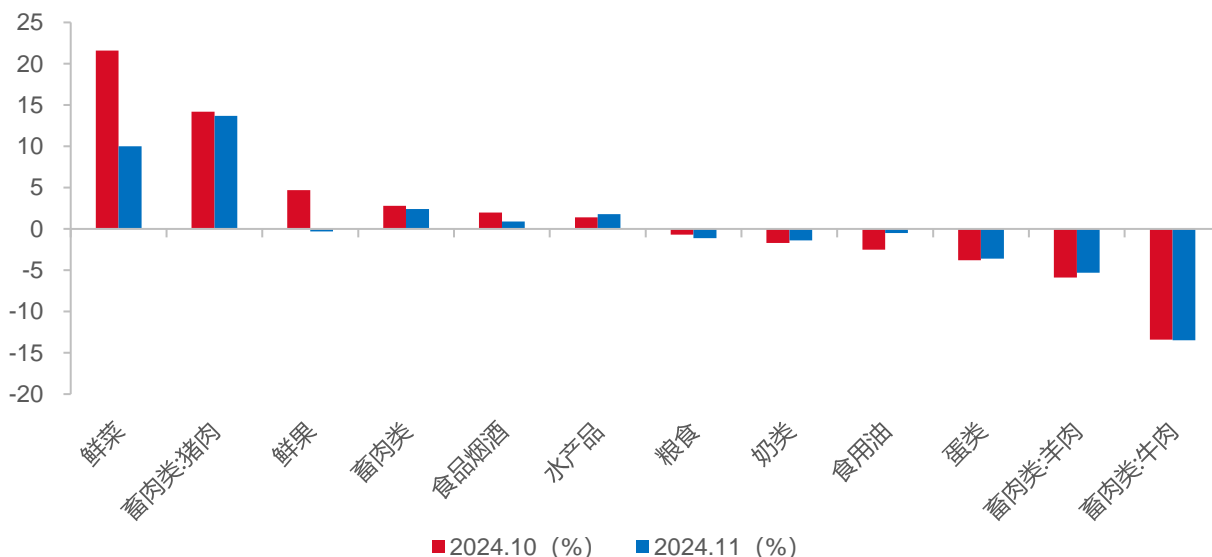
(2) 分品类：食品中鲜菜、猪肉同比价格延续上涨，非食品价格同比涨跌各半。①食品类：本月食品类价格同比上涨 0.9%，但随着前期极端天气转好价格环比回落，环比下降 1.1pct，其中鲜菜环比下降 11.6pct，环比变化幅度最大。另外，受低基数的影响，猪肉价格同比上涨 13.7%，增速环比下降 0.5pct。②非食品类：教育文化和娱乐、衣着、医疗保健、生活用品及服务、居住和交通通信分别同比+1.0% (环比+0.2pct)、+1.1% (环比持平)、+1.1% (环比持平)、-0.3% (环比-0.4pct)、-0.1% (环比持平) 和-3.6% (环比+1.2pct)。

图16 分品类 CPI 当期值



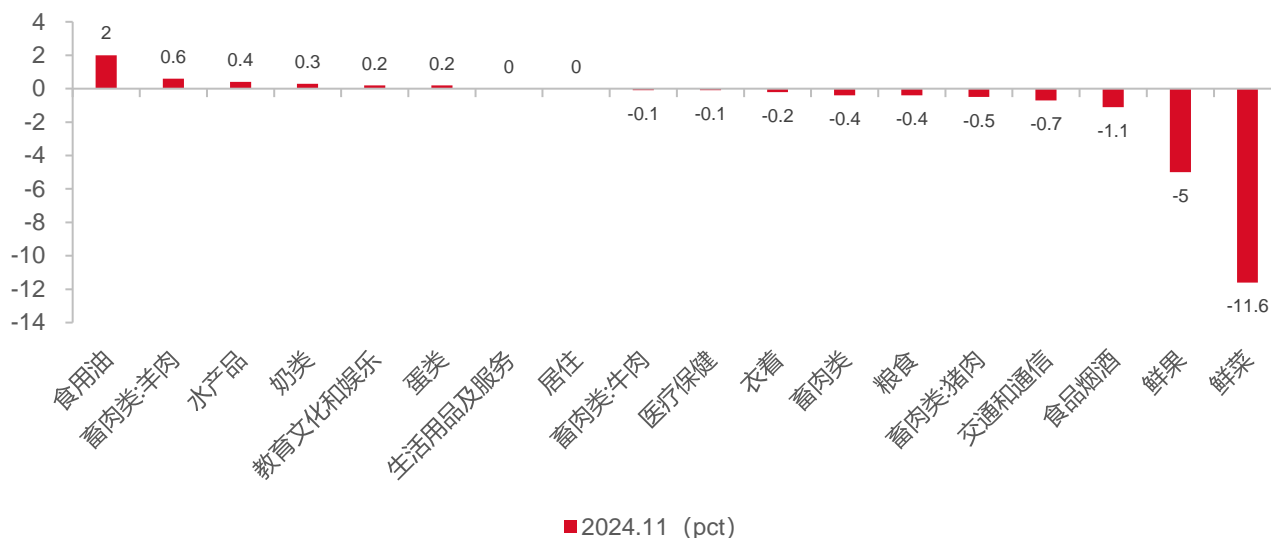
资料来源：wind，东海证券研究所

图17 食品类 CPI 当期值



资料来源：wind，东海证券研究所

图18 分品类 CPI 同比增速环比变化情况 (pct)

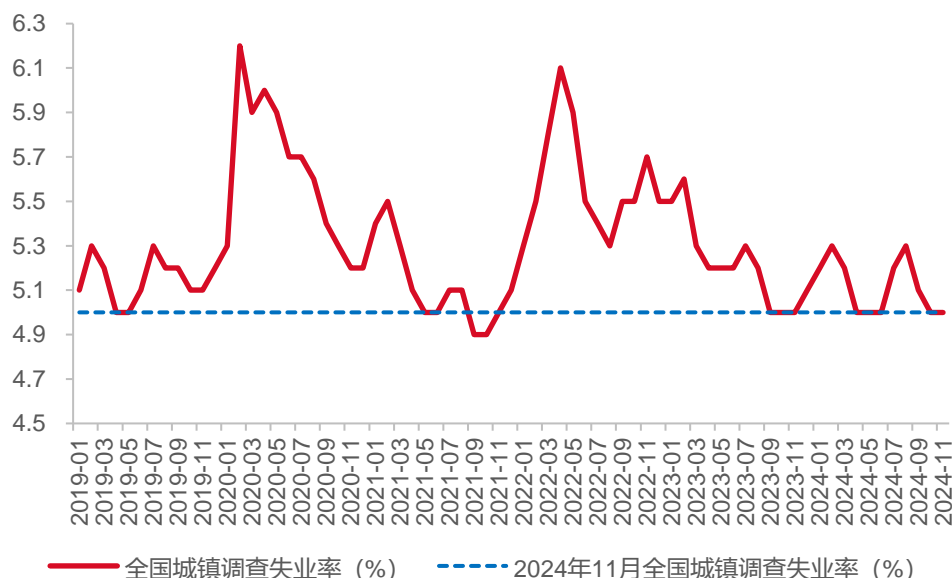


资料来源: wind, 东海证券研究所

4. 就业情况: 11 月失业率较稳定

(1) 整体情况: 11 月失业率环比持平。①**失业率**: 2024 年 11 月全国城镇调查失业率 5.0%, 环比持平。②**与去年同期持平**。与去年同期失业率 5.0%持平; 与 2019 年同期相比下降 0.1pct。

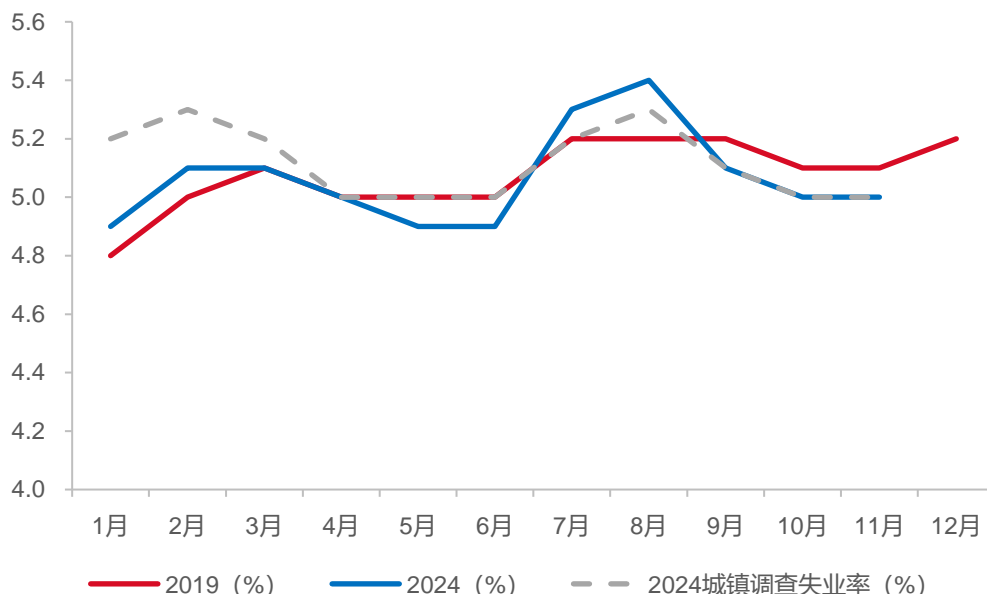
图19 2019 年至今城镇调查失业率



资料来源: wind, 东海证券研究所

(2) **大城市失业率保持稳定**。2024 年 11 月, 全国 31 个大城市城镇调查失业率 5.0%, 较上月环比持平, 与城镇调查失业率持平; 对比 2019 年同期, 下降 0.1pct。

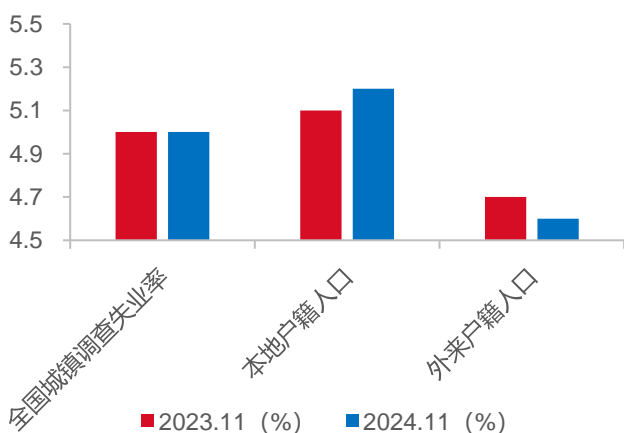
图20 31个大城市城镇调查失业率



资料来源: wind, 东海证券研究所

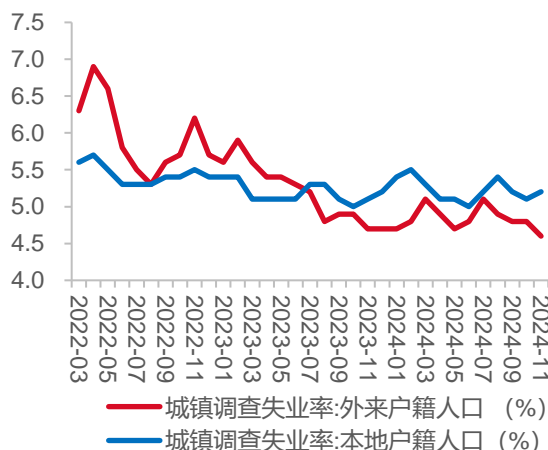
(3) 按户籍结构: 外来户籍劳动力情况好于本地户籍劳动力。①外来户籍人口失业率较去年上半年高点好转。2024年11月外来户籍人口失业率为4.6%,与上月环比下降0.2pct, 低于去年同期0.1pct。本地户籍失业率为5.2%,高于上月0.1pct,与去年同期比上升0.1pct。②农民工失业率环比下降。2024年11月外来农业户籍人口失业率4.4%,较上月环比下降0.3pct, 好于同期全国城镇调查失业率和同期外来大城市失业率。

图21 不同户籍城镇调查失业率



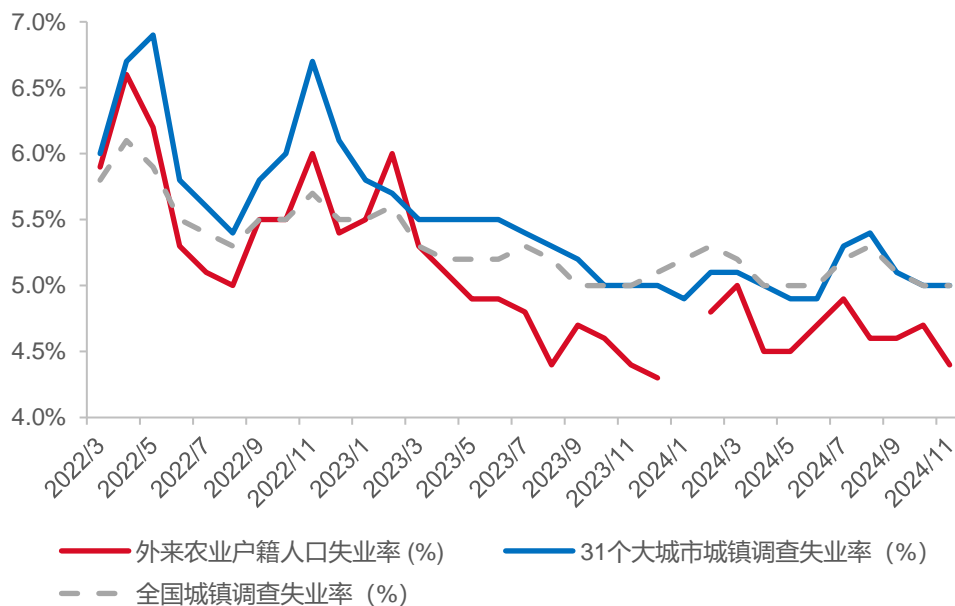
资料来源: wind, 东海证券研究所

图22 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23 农民工就业情况



资料来源：wind，东海证券研究所

5.投资建议

1) 11月社零烟酒类恢复偏弱，各公司加强渠道管理，稳定价格秩序叠加促消费政策持续落地，烟酒类有望筑底企稳。2025年春节时间较早，关注年底动销表现及酒企明年的业绩目标，建议关注高端酒和区域龙头。

2) 化妆品方面，受双十一大促前置影响，十一月表现偏弱，建议关注产品矩阵丰富、品牌力强劲的国产品牌龙头企业。

6.风险提示

(1) **经济恢复不及预期风险**：消费与宏观经济发展水平正相关，如果经济回暖不及预期，将影响企业生产经营和居民收入水平，最终导致消费力减弱。

(2) **消费信心修复不及预期**：如果居民的消费信心下滑，对产品的购买力下降，将影响消费公司销售情况，可能对估值及短期基本面带来影响。

(3) **产品价格大幅下降风险**：若在市场竞争力加剧且消费需求疲软背景下，公司有可能加大产品促销力度，或造成产品价格大幅下降，从而产生不利影响。

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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089