

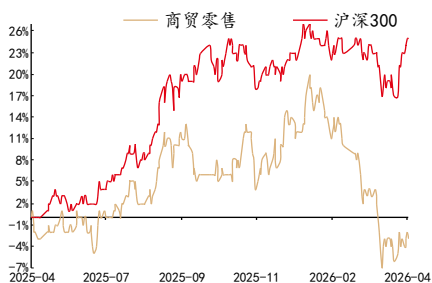
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2106.15
52周最高	2584.65
52周最低	2013.78

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：李鑫鑫  
SAC 登记编号：S1340525010006  
Email:lixinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《老铺黄金（6181.HK）：品牌渠道共振，净利率再创新高》 - 2026.04.03

## 26年3月社零数据如何？

### ● 事件

国家统计局发布最新社零数据，3月份，社会消费品零售总额41616亿元，同比增长1.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额37875亿元，增长3.2%。1—3月份，社会消费品零售总额127695亿元，同比增长2.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额117727亿元，增长3.6%。

### ● 投资要点

**基数较高+季节性因素，增速回落。**3月社零数据增速1.7%，较上月放缓1.1pct，除汽车外的消费增速3.2%，较上月放缓0.5pct；1-3月社零数据增速2.4%，较上季度加快0.7pct。受上年同期基数较高、春节等季节性因素影响，增速环比降速。

**(1) 城乡拆分：乡村市场销售快于城镇。**3月份，城镇同比增长1.5%，乡村增长2.7%，乡村市场销售依旧快于城镇1.2pct，去年下半年以来乡村持续快于城镇。县域商业体系建设稳步推进，县乡市场供给持续改善，市场活力不断激发。一季度，包含镇区和乡村的县乡消费品零售额占社会消费品零售总额的比重为40.3%，比上年同期提高0.1个百分点。

**(2) 线上线下：新业态新模式成长壮大。**3月份，全国网上商品和服务零售额同比增长8.0%，其中，网上商品销售零售额增长7.5%，高于商品零售额1.5pct，网上服务零售额增长8.8%，增速比1-2月份加快1.5pct，高于服务零售额3.3pct。网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为24.8%，占比较上个月继续提升。直播行业技术持续赋能，促进供需双方更好对接，一季度直播电商零售额突破5000亿元，延续快速增长态势。

**商品 vs 服务：餐饮好于商品，服务消费亮眼。**我们将社零总额数据进行拆分为商品零售额（限额以上/以下）、餐饮收入（限额以上/以下），3月份商品零售额同比增长1.5%，环比上月放缓1.0pct，3月份餐饮收入同比增长2.9%，环比上月放缓1.9pct。此外，1-3月份，服务零售额同比增长5.5%，增速高于同期商品零售额3.3pct。

我们继续看限额以上数据，**限额以上增速均低于总量**，当下环境小微企业表现好于大企业，其中限额以上商品同比1.2%（较整体略低），限额以上餐饮同比2.0%（较整体略低）。

**可选 vs 必选：必选有一定回暖，可选继续分化，升级类增长，以旧换新降速，部分受提价影响表现较好。**我们将限额以上商品零售数据继续拆分：

**(1) 必选：饮料表现亮眼，穿类表现较好，必选有一定回暖。**3月份吃类商品如粮油食品类、饮料类、烟酒类零售额分别增长9.5%、8.2%、7.7%，分别较上月变动+6.3pct、+4.3pct、+22pct，较去年同期变动-4.3pct、+3.8pct、-0.8pct，饮料类表现继续亮眼。此外穿类、日用品零售额同比增长7.0%、4.6%，分别较上月变动-3.4pct、-2.0pct，比去年同期变动+3.4pct、-4.2pct，穿类表现较好。我们认为环比变化主要与季节性回落有关，同时也体现出消费的一定回暖。

**(2) 可选：耐用品中提价品类增速亮眼，升级类消费增速依旧不错。**可选我们拆分为非耐用品、耐用品（地产相关）、耐用品（非地产相关）。

**一耐用品：以旧换新降速，通讯器材、办公用品受提价影响，增速较好。**3月份限额以上销售额同增最亮眼的品类依旧为通讯器材类，同比+27.3%，增速较上月+9.5pct，我们认为与内存成本飙升、设备涨价有关；其次为办公用品，同比增长15%，增速较上月+9.2pct，我们认为亦与提价相关。

其余耐用品增速均继续下滑，家具、家电音像、建筑及装潢材料类、汽车类，分别同比-8.7%、-5%、-9%、-11.8%，增速分别较上月-17.5pct、-8.3pct、-6.8pct、-4.5pct。总的来说，上述六类以旧换新商品销售陆续进入高基数、补贴退坡阶段，后续变动预计与季节性、提价、真实需求等相关度较大。

**一非耐用品：珠宝&化妆品继续增长，体育娱乐两年内首下滑。**金银珠宝类零售额增长11.7%，环比-1.3pct/同比+1.1pct，主要与金价处于高位有关；化妆品零售额同比8.3%，环比+3.8pct/同比+7.2pct，与318促销有一定关系。此外，体育娱乐用品零售额-2.0%，我们认为主要与高基数有关。

### 3月社零数据成色如何？我们认为：

**(1) 整体来看：季节性影响增速回落，服务消费依旧亮眼。**3月社零数据增速1.7%，较上月放缓1.1pct，除汽车外的消费增速3.2%，较上月放缓0.5pct；1-3月社零数据增速2.4%，较上季度加快0.7pct。受上年同期基数较高、春节等季节性因素影响，增速环比降速。此外，餐饮好于商品，服务消费亮眼。

**(2) 两个特点：必选一定回暖，可选继续分化（国补影响减小，提价影响增大）。**3月数据出现一定回落，必选可选均有一定回落，拆分来看，一方面必选消费稳健的同时有一定亮点，饮料、服装增速表现较好，体现出一定的消费回暖，另一方面可选消费继续分化，可是分化的同时发现与以旧换新关系逐步减弱，提价影响较大，如通讯器材、办公用品、黄金珠宝等增速较其他品类表现更好。

**3月CPI：继续温和上涨，季节性回落。**3月份，居民消费价格指数（CPI）同比上涨1.0%，环比下降0.7%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，主要系春节长假后消费需求季节性回落影响。

拆分来看，一方面，服务价格上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.8pct，影响 CPI 同比上涨约 0.36pct，节后出行和人工服务类价格涨幅有所回落，其中旅行社收费、宾馆住宿、飞机票和交通工具租赁涨幅回落；再一方面黄金饰品价格上涨 65.8%，涨幅回落 10.8pct。

**消费后续如何？一方面需后续验证，另一方面期待后续实际政策落地。**1) **后续仍需验证：**24 年下半年消费政策推出之后，消费数据逐步企稳，25 年 5 月份社零数据达到了 24 年以来的阶段性新高，后消费数据疲软，先是禁酒令影响，再是中秋错月、双十一的影响，月度间波动很大，26 年 1-2 月数据表现超预期，3 月预期内回落。但是这几年来春节消费数据表现均为全年最好，我们认为与节日的虹吸效应有关，后续如何，还需其他节日验证。2) **期待政策落地：**25 年下半年以来服务消费政策逐步出台，十五五规划和 26 年政府工作报告中，均把扩大内需放在首位，26 年将安排超长期特别国债 2500 亿元支持消费品以旧换新，设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，也提出引导民间投资向高技术、现代服务业等新赛道拓展等。**我们期待后续政策的落地，未来随着政策出台，我们认为顺周期消费及服务消费等将逐步企稳，共同推动 cpi 上行。**

### ● 投资建议及关注标的

我们认为消费复苏的过程是曲折的，是螺旋上升的，消费最差的时候已经过去。未来随着消费政策的推出，居民收入和消费信心将逐步恢复，但是消费回暖依旧是个缓慢的过程，消费短期将受益于补贴类政策，中长期将受益于稳收入等政策。

基于我们以上分析及判断，我们中短期看好政策相关板块机会，中长期看好两类消费的长期机会。中长期我们建议关注攻守兼备两类机会：

**攻之新消费机会：**潮玩、黄金珠宝、新茶饮等赛道建议积极关注，一方面符合当下消费个性化、悦己化等趋势，另一方面文化出海氛围正浓，赛道公司或从中受益。

**相关标的：**泡泡玛特、布鲁可、名创优品；老铺黄金、潮宏基；蜜雪集团、古茗、茶百道、沪上阿姨等。

**守之顺周期赛道：**若各种刺激消费政策继续推出，经济逐步迎来复苏，则白酒、餐酒旅等顺周期公司将迎来行情，以及受益于政策的服务消费公司也将迎来行情，建议积极关注。

**相关标的：**百胜中国、海底捞；宋城演艺、祥源文旅、三峡旅游等；锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S；携程集团-S、同程旅行等。

### ● 风险提示：

政策不及预期风险；相关公司业绩不及预期；市场竞争加剧风险等。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048