



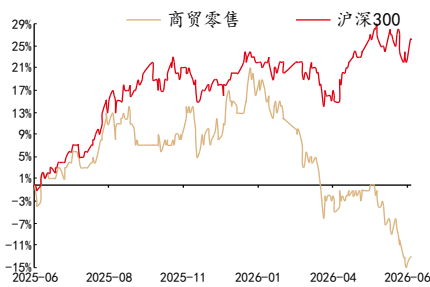
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	1869.57
52周最高	2584.65
52周最低	1807.62

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

《海外复盘：万代南梦宫——构筑多元娱乐宇宙的行业巨擘》 -
2026.06.09

26年5月社零数据如何？

● 事件

国家统计局发布最新社零数据，5月份，社会消费品零售总额41090亿元，同比下降0.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额37781亿元，增长1.1%。1—5月份，社会消费品零售总额206031亿元，同比增长1.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额190022亿元，增长2.7%。这是1995年有完整月度统计以来，除疫情外首次出现社零月度数据同比负增长。

● 投资要点

五一假期+618 预热加持，不敌高基数+需求疲软，增速除疫情外首次为负数。5月社零数据同比-0.6%，较上月放缓0.8pct，除汽车外的消费增速1.1%，较上月放缓0.7pct，即使在五一假期和618预热加持的情况下，数据仍旧出现一定疲态，单月增速成为继1995年有完整月度统计以来，除疫情外首次出现的负增长。

(1) 城乡拆分：乡村市场销售快于城镇，城镇增速继续下滑。5月份，城镇同比-0.9%，乡村同比+1.5%，乡村市场销售依旧快于城镇2.4pct，去年下半年以来乡村持续快于城镇。县域商业设施日趋完善，以旧换新产品下乡进村纵深推进，带动乡村市场销售增长。1-5月包含镇区和乡村地区的县乡消费品零售额占社会消费品零售总额的比重达39.3%，比上年同期提高0.4个百分点。

(2) 线上线下：网上消费占持续活跃，实体新业态增长加快。1-5月份，网上商品和服务零售额同比增长5.9%，保持较快增长。其中，网上服务零售额增长7.6%，增速高于服务零售额2.2pct；网上商品零售额增长5.0%，增速高于商品零售额3.8pct。直播带货持续带动零售增长，1-5月份直播电商零售额增长6.9%，增速比1-4月份加快0.2pct。

实体零售商业数字化转型加速、消费体验提升，相关企业销售较快增长。1-5月份，限额以上单位仓储会员店、无人值守商店零售额同比增速均超过20%；购物中心零售额增长超过10%，持续加快增长。

商品 vs 服务：餐饮好于商品，服务消费领跑。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），5月份商品零售额同比-0.7%，环比上月放缓0.6pct，餐饮收入同比+0.6%，环比上月放缓1.6pct。此外，1-5月份，服务零售额同比增长5.4%，增速比上年同期加快0.2pct，假日消费保持活跃，1-5月份，旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额均实现两位数增长，增速明显高于服务零售额增速。

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-5.2%（低于整体），限额以上餐饮同比-1.7%（出现下滑）。

可选 vs 必选：必选稳健，可选大部分下滑，可喜的是部分以旧换新品类增速环比有所改善。我们将限额以上商品零售数据继续拆分：

(1) 必选：饮料表现不错，必选呈现一定韧性。5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1.9%、6.1%、4.8%，分别较上月变动-2.2pct、+2.5pct、-6.9pct，较去年同期变动-12.7pct、+6.0pct、-6.4pct，饮料类表现亮眼，我们认为与去年基数有一定关系。此外穿类、日用品零售额同比+3.8%、+1.6%，分别较上月变动+0.2pct、-1.9pct，比去年同期变动-0.2pct、-6.4pct，穿类有一定企稳。我们认为环比变化主要与基数有关，同时必选呈现一定韧性。

(2) 可选：耐用品中部分品类出现环比改善，升级类消费化妆品618拉动下依旧降速。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）。

—耐用品：以旧换新集体降速，部分品类增速环比改善。5月份限额以上销售额唯一正增长的品类依旧为通讯器材类，同比+0.7%，增速较上月-5.5pct，我们认为与内存成本飙升、设备涨价有关。其余耐用品增速均继续下滑，家电音像、办公用品类、家具、建筑及装潢材料类、汽车类，分别同比-15.6%、-1.5%、-8.7%、-13.6%、-16.1%，增速分别较上月-0.5pct、+5.4pct、+1.7pct、+0.2pct、-0.8pct，以旧换新部分品类增速环比改善。

总的来说，上述五类以旧换新商品销售均进入高基数、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，同时看到部分以旧换新品类增速环比改善。根据政策推出的时间推算，以旧换新品类基数影响预计将要从今年11月份开始有所缓解。

—非耐用品：618下化妆品增长但降速，珠宝、体育娱乐高基数下增速下滑。化妆品零售额同比2.5%，环比-2.2pct/同比-1.9pct，618带动下依旧敌不过需求疲软；金银珠宝类零售额-8.9%，环比+12.4pct/同比-31pct，增速为近两年内的第二次下滑，我们认为主要与去年同期基数较高有关；此外，体育娱乐用品零售额-8.0%，环比+0pct/同比-31pct，我们认为主要与高基数有关。

5月CPI：原有价格变动+金价增速回落+猪肉价格下行，CPI总体平稳。5月份，居民消费价格指数（CPI）环比下降0.1%，同比上涨1.2%，同比持平，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，CPI总体平稳，主要受国际原油价格变动、金价增速回落、猪肉价格下行等影响。拆分来看，1) 工业消费品中，受上年同期同比基数较低影响，汽油价格涨幅继续扩大至23.5%，黄金饰品价格涨幅继续回落至39.0%；2) 服务消费中，出行服务价格上涨2.8%，涨幅比上月回

落 0.9pct；3) 食品价格下降 1.7%，降幅比上月扩大 0.1pct，其中猪肉价格下降 16.1%，降幅比上月扩大 0.9pct。

5 月社零数据成色如何？我们认为：

(1) 整体来看：剔除疫情月度首次下滑，假期加持不敌需求疲软。5 月社零数据同比 -0.6%，较上月放缓 0.8pct，除汽车外的消费增速 1.1%，较上月放缓 0.7pct，即使在五一假期和 618 预热加持的情况下，数据仍旧出现一定疲态。5 月份 CPI 同比上涨 1.2%，环比下降 0.1%，整体平稳。本月社零增速下滑，这为 1995 年来正常年份的首次，上月剔除通胀社零下滑，亦为首次。

(2) 两个特点：必选稳健，可选下滑。5 月数据下滑，必选相对稳健，可选在高基数下，仅有个别品类增长。拆分来看，一方面必选消费虽然降速但依旧稳健，饮料类和穿类出现一定回暖；另一方面可选消费大幅下滑，以旧换新品类均进入高基数，除提价影响较大的品类如通讯器材类增长外，其他均进入下行周期，可喜的是部分品类环比增速出现一定改善；升级类消费亦进入高基数周期，化妆品在 618 的拉动下虽然增长但是依旧降速，黄金珠宝、娱乐类增速均进入高基数阶段。

消费后续如何？一方面需后续验证，另一方面呼吁后续政策的推出。

(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，4 月剔除价格因素负增长，5 月首次下滑。虽然 618 和五一的拉动，不敌以旧换新和金价下的高基数影响，但是我们看到了一些好的迹象，如部分以旧换新品类增速环比出现改善。

(2) 呼吁政策落地：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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

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