

宏观研究/专题研究

2019年09月16日

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

相关研究

1《宏观: 负利率金融产品呈现扩散化》
2019.09

2《宏观: 财政困难系数代表“财政困难”
吗?》2019.04

3《宏观: 增值税率下调对 PPI 影响几何?》
2019.03

必选消费坚挺, 可选消费企稳

2019年8月社零数据点评

8月社零总额同比增长7.5%

8月社零增长7.5%, 剔除价格因素实际增长5.6%, 略低于此前市场预期(Wind一致预期7.9%), 增速环比下降0.1pct。其中限额以上企业零售增长2.0%, 增速环比下降0.9pct。扣除汽车后, 8月社零增长9.3%, 增速较7月提升0.5pct。按区域分, 8月城镇/乡村社零增长7.2%/8.9%, 增速环比变化-0.2/1.5pct。按消费类型分, 8月社零餐饮收入/商品零售增长9.7%/7.2%, 增速环比变化0.3/-0.2pct。1-8月网上零售增长16.8%, 线上增速放缓后企稳, 但增速仍高于线下, 其中实物商品网上零售增长20.8%, 占社零总额比重19.4%。

CPI 上涨推动必选消费保持坚挺

8月限额以上企业商品零售同比增长1.6%, 增速环比下降1.0pct, 但必选消费依旧保持坚挺, 其中粮油食品/日用品/烟酒/饮料/文化办公用品等8月分别同比增长12.5%/13.0%/12.6%/10.4%/19.8%, 增速环比提升2.6/0.0/1.7/0.7/5.3pct, 整体仍保持快速增长, 且增速尚未见放缓迹象。必选类消费快速增长与CPI上涨关联较大, 8月CPI同比增长2.8%, 达到18年2月以来最高值, 其中食品类CPI同比增长10.0%, 达到12年1月以来最高值。

可选消费出现企稳回升迹象

限额以上企业商品零售中, 剔除汽车扰动整体表现较为平稳。可选消费类, 服装鞋帽/化妆品/通讯器材等8月分别增长5.2%/12.8%/3.5%, 增速环比分别提升2.3/3.4/2.5pct, 均出现企稳回升趋势, 尤其是化妆品增速迅速恢复至高增长状态; 但金银珠宝类8月增长-7.0%, 增速环比下降5.4pct, 预计与金价短期上涨较多, 观望者增多有关。地产相关类, 如家电/建筑建材/家具类等8月分别增长4.2%/5.9%/5.7%, 增速环比分别变化1.2/5.5/-0.6pct, 整体增速出现企稳回升态势。

零售整体及宏观层面观点

宏观: 汽车消费处于筑底阶段, 预计未来汽车对整体消费仍有拖累, 但拖累有望逐步缓释。年内社零当月数据可能出现波动, 但累计同比数据将总体趋稳; 各类消费刺激政策频出, 对全年消费不悲观, 预计仍有韧性。零售: 首先, 社零增速温和放缓但不应放大社零增速担忧, 若剔除汽车、石油等品类, 社零增速仍较为平稳; 其次, 必选消费在CPI上行趋势下将保持乐观表现, 而可选消费随着短期冲击被消化也将呈现企稳趋势。

必选类行业观点

食品: 白酒行业仍然处于景气上行期, 行业业绩或将保持较快增长。农业: 农业大周期愈演愈烈, 看好量价兼具的养殖龙头以及后周期动物疫苗板块。医药: 我们对医药行业中性偏乐观, 强者恒强趋势有望延续, 细分板块看好创新药及创新产业链、医药流通触底反弹、低估白马估值修复。

可选类行业观点

家电: 行业社零增速环比有所回暖, 地产数据降幅收窄或将托底家电市场需求, 带动行业稳健增长。电子: 新机纷至沓来, AR/VR加速成熟, 3C产业链热度不减。纺织: 终端零售企稳回升, 关注高景气度的童装及运动子行业。建筑建材: 需求旺季开启, 建材零售高景气有望延续, 坚守优质消费建材标的。轻工: 地产销售、竣工增速回升下关注家居订单增速情况, 两条主线精选个股; 关注内需稳健的办公文具及生活用纸龙头投资机会。社服: 我国化妆品渗透率持续提升, 作为单价相对低的入门级奢侈品, 消费低迷时表现相对突出, 电商平台加大低线渗透带动行业持续高景气。

风险提示: 宏观经济加速下行; 居民部门债务压力增大; 国际贸易战加剧。

8 月社零总额同比增长 7.5%，略低于市场预期

2019 年 8 月社零总额 3.39 万亿元，同比增长 7.5%，剔除价格因素实际增长 5.6%，低于此前市场预期（Wind 一致预期增长 7.9%），8 月增速环比下降 0.1pct。1-8 月社零总额累计 26.22 万亿元，同比增长 8.2%，剔除价格因素实际增长 6.4%。社零增速下降主要受 8 月汽车消费承压影响，剔除汽车消费后 8 月社零总额同比增长 9.3%，增速较 6 月提升 0.5pct，社零增长仍具备一定韧性。

8 月限额以上企业零售总额 1.18 万亿，同比增长 2.0%，8 月增速环比下降 0.9pct。1-8 月限额以上企业零售总额 9.39 万亿元，同比增长 4.3%。

按区域分，8 月城镇社零总额 2.91 万亿元，同比增长 7.2%，8 月增速环比下降 0.2pct，乡村社零总额 0.48 万亿元，同比增长 8.9%，8 月增速环比提升 0.3pct。乡村社零增速高于城镇，未来仍有深挖空间。

按消费类型分，8 月社零餐饮收入 0.39 万亿元，同比增长 9.7%，8 月增速环比提升 0.3pct，商品零售总额 3.00 万亿元，同比增长 7.2%，8 月增速环比下降 0.2pct。餐饮消费增长快于商品零售，且具备一定抗周期性。

1-8 月网上商品和服务零售总额 6.44 万亿元，同比增长 16.8%，线上增长整体呈现持续放缓状态，但增速仍高于线下，其中实物商品网上零售额 5.07 万亿元，同比增长 20.9%，占社零总额比重 19.4%。

图表1：2019 年 8 月社会消费品零售总额增长情况

	8 月当月值 (万亿元)	8 月当月名义同比增速 (%)	8 月当月实际同比增速 (%)	8 月名义增速同比变化 (pct)	8 月名义增速环比变化 (pct)	1-8 月累计值 (万亿元)	1-8 月累计名义同比增速 (%)	1-8 月累计实际同比增速 (%)
社会消费品零售总额	3.39	7.5%	5.6%	-1.5	-0.1	26.22	8.2%	6.4%
其中：除汽车以外的消费品零售额	3.08	9.3%	—	—	—	23.71	9.1%	—
其中：限额以上企业零售额	1.18	2.0%	—	-4.0	-0.9	9.39	4.3%	—
其中：实物商品网络零售额	—	—	—	—	—	5.07	20.8%	—
按区域分：城镇	2.91	7.2%	—	-1.6	-0.2	22.44	8.1%	—
乡村	0.48	8.9%	—	-1.3	0.3	3.78	9.0%	—
按消费类型分：餐饮收入	0.39	9.7%	—	0.0	0.3	2.88	9.4%	—
其中：限额以上企业餐饮收入	0.08	7.6%	—	0.1	0.3	0.60	7.3%	—
商品零售	3.00	7.2%	—	-1.7	-0.2	23.34	8.1%	—
其中：限额以上企业商品零售	1.10	1.6%	—	-4.3	-1.0	8.78	4.1%	—

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

必选消费保持坚挺，可选消费出现企稳迹象

2019 年 8 月限额以上企业商品零售总额 1.10 万亿元，同比增长 1.6%，增速环比下降 1.0pct，1-8 月限额以上企业商品零售总额 8.78 万亿元，同比增长 4.1%。

必选类消费在 CPI 上涨的催化下保持坚挺。粮油食品、日用品、烟酒、饮料、文化办公用品等 8 月零售总额分别增长 12.5%、13.0%、12.6%、10.4%、19.8%，增速环比分别提升 2.6pct、0.0pct、1.7pct、0.7pct、5.3pct，整体仍保持快速增长，且增速尚未见放缓迹象。必选类消费快速增长与 CPI 上涨关联较大，8 月 CPI 同比增长 2.8%，达到 18 年 2 月以来最高值，其中食品类 CPI 同比增长 10.0%，达到 12 年 1 月以来最高值，非食品类 CPI 同比增长 1.1%，表现比较温和，增速较前几个月有所回落。必选类消费受价格和收入影响较小，当价格上涨时零售增速将抬升。

可选类消费增长出现企稳趋势。汽车品类对社零整体表现拖累明显，8 月限额以上企业汽车类零售额同比增长-8.1%，增速环比下降 5.5pct，进一步延续 7 月份销售低迷状态。剔除汽车后，限额以上商品零售表现较为平稳。其中可选消费类，服装鞋帽、化妆品、通讯器材类 8 月同比分别增长 5.2%、12.8%、3.5%，增速环比分别提升 2.3pct、3.4pct、2.5pct，均出现企稳回升趋势，尤其是化妆品增速迅速恢复至高增长状态；但金银珠宝类 8 月增长-7.0%，增速环比下降 5.4pct，预计与金价短期上涨较多，观望者增多有关。地产相关类，如家电、建筑建材、家具类等 8 月同比分别增长 4.2%、5.9%、5.7%，增速环比分别变化 1.2pct、5.5pct、-0.6pct，整体增速出现企稳回升态势。

图表2： 2019 年 8 月限额以上企业商品零售总额情况

	8 月当月值	1-8 月累计值	1-8 月累计占比	1-8 月累计名义同比增速	8 月当月名义同比增速	7 月当月名义同比增速	8 月名义增速环比变化
	(亿元)	(亿元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
限额以上单位商品零售	10957.00	87833.00	100%	4.1%	1.6%	2.6%	-1.0
汽车类	3052.00	25123.00	29%	-0.5%	-8.1%	-2.6%	-5.5
石油及制品类	1710.00	12948.00	15%	2.0%	-1.2%	-1.1%	-0.1
粮油、食品类	1176.00	9233.00	11%	10.6%	12.5%	9.9%	2.6
服装鞋帽、针纺织品类	946.00	8427.00	10%	3.2%	5.2%	2.9%	2.3
家用电器和音像器材类	687.00	5783.00	7%	5.9%	4.2%	3.0%	1.2
中西药品类	476.00	3811.00	4%	10.6%	7.7%	11.6%	-3.9
日用品类	504.00	3791.00	4%	13.8%	13.0%	13.0%	0.0
通讯器材类	365.00	2942.00	3%	6.1%	3.5%	1.0%	2.5
烟酒类	312.00	2497.00	3%	7.3%	12.6%	10.9%	1.7
文化办公用品类	288.00	2026.00	2%	7.4%	19.8%	14.5%	5.3
化妆品类	232.00	1893.00	2%	12.7%	12.8%	9.4%	3.4
金银珠宝类	212.00	1735.00	2%	1.5%	-7.0%	-1.6%	-5.4
饮料类	183.00	1350.00	2%	9.9%	10.4%	9.7%	0.7
建筑及装潢材料类	181.00	1262.00	1%	3.5%	5.9%	0.4%	5.5
家具类	161.00	1220.00	1%	5.8%	5.7%	6.3%	-0.6

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

行业观点及投资建议

宏观：8 月社零名义同比增速 7.5%，前值 7.6%，1-8 月累计同比增速 8.2%。8 月汽车、家具、家电及建筑装潢等零售同比分别为-8.1%、5.7%、4.2%和 5.9%。8 月汽车消费拖累整体消费下滑，8 月除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.3%，1-8 月除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.1%。我们认为，汽车消费处于筑底阶段，下半年汽车基数渐高也有影响，预计未来汽车对整体消费仍有拖累，但随着二阶拐点出现负向拖累有望逐步缓解。我们认为，年内社零当月数据可能出现波动，但累计同比数据将总体趋稳；各类消费刺激政策频出，主要布局在挖掘消费潜力、优化消费结构和推动消费升级等方面，符合供给侧改革解决总需求问题的思路，但对整体消费提振有限。我们对全年消费不悲观，预计仍有韧性。

零售：首先，社零增速温和放缓但不应放大社零降速担忧，若剔除汽车、石油等品类，社零增速仍较为平稳；其次，必选消费在 CPI 上行趋势下将保持乐观表现，而可选消费随着短期冲击被消化也将呈现企稳趋势；最后，经济下行期抗周期品种，或符合消费升级趋势品类将获得更好表现。CPI 上行趋势下，关注超市、餐饮等必选品类表现；黄金涨价趋势下，关注相关企业产品价格变动带来的业绩弹性；另外可关注可选消费底部企稳恢复增长带来的弹性机会。

家电：2019 年 8 月家用电器和音像器材限额以上批发零售额同比+4.2%，增速环比+1.2PCT；1-8 月累计同比+5.9%。家电行业零售增速相比 7 月的年度低值有小幅回暖，叠加地产竣工与销售数据回暖等因素拉动，行业需求有望保持稳健增长。分拆子行业来看，白电：空调出货量保持平稳，维持强者恒强格局；黑电：高清视频产品消费促进政策有望提升高清智能终端需求；小家电：爆款效应提升增长预期，关注具备研发实力公司；上游：

关注具备份额优势及高技术门槛标的，预计收入增长稳定性领先；厨电：8 月地产数据回暖，或将缓解厨电业绩与估值压力，但业绩释放将滞后于地产数据反转。

食品：食品饮料行业重点推荐高端白酒，我们认为白酒行业仍然处于景气上行期，行业业绩或将保持较快增长；行业主要关注重点公司中秋国庆动销情况、一批价走势、发货情况等；影响行业的核心因素包括宏观经济走势、行业政策调整和重点公司竞争情况。未来我们预计白酒行业马太效应凸显，行业呈现出集中度持续提升、名优白酒占比持续提升的趋势。

农业：猪周期上行纵深演绎，非洲猪瘟疫情影响下，防疫、资金等优势强的企业将愈发受益。此外，动物疫苗方面，政策鼓励生产+非洲猪瘟疫苗预期，我们认为动物疫苗行业亦迎来发展黄金阶段。

电子：继上周苹果发布会之后，9 月 18 日华为将于德国慕尼黑推出 5G 终端 Mate 30 系列，一方面拉升华为手机全年出货量预期，另一方面强化 3C 产业链市场关注度。基于我们 Q2 末以来对电子板块“短中长成长逻辑兼备”的判断，我们对电子后续行情展望乐观，看好在 5G 时代由网到端展现竞争力的华为引领消费电子进入高速物联的新一轮创新周期，投资主线依然围绕射频前端集成化、天线有源化及核心元器件国产化，主题方面建议关注 VR/AR、交互式智能平板等。

纺织：8 月份终端零售企稳回升，关注高景气度的童装及运动子行业。未来童装及运动子行业仍将有 α 增长机会，基本面表现持续超越其他板块。关注居民可支配收入变化，终端售罄率变化，以及存货、应收账款边际变化。未来服装行业仍将呈现强者恒强趋势，把握龙头公司机会。

医药：对医药行业中性偏乐观，强者恒强趋势有望延续，2H19 关注集采边际变化、谈判受益品种、超跌低估白马，细分板块看好创新药及创新产业链（未来大主题）、流通（政策冲击消化完毕、利率下行）、合理估值白马（修复行情）。

建筑建材：需求旺季开启，建材零售高景气有望延续，8 月限额以上建筑及装潢材料企业零售额 181 亿元，YoY+5.9%，1-8 月累计零售额 1262 亿元，YoY+3.5%，高于 1-7 月累计增速 3.1%，9 月装饰需求将逐渐进入旺季，预计行业有望维持高景气。地产端精装修占比快速提升，可能影响零售端流量，但地产新开工维持较快增长，竣工逐月小幅改善，且老旧小区改造有望加快存量住宅重装需求，建材装潢类零售额有望延续改善趋势。

轻工：8 月家居零售额同比增长 5.7%，7、8 月定制企业订单增速普遍有所好转，低基数效应下我们预计 19 年下半年家居销售增速有望逐季回升，建议沿内生增长可持续、精装放量两条主线精选个股。文化办公用品 8 月社零增速同比增长 19.8%，增速环比提升 5.3pct，主要系旺季需求回升，建议关注受益阳光集采政策、大办公业务快速发展的文具龙头；消费偏刚性的日用品类 8 月社零同比增长 13%，增速较为稳定，建议关注需求稳健、原材料成本下行释放盈利空间的生活用纸行业。

社服：8 月化妆品同比增速为 12.8%，增速环比 7 月上升 3.4pct，在可选消费中表现突出。居民消费能力、美妆意识提升，我国处化妆品渗透率持续提升阶段，作为单价相对低的入门级奢侈品，消费低迷时表现相对突出。电商平台加大低线渗透也带动行业持续高景气。社服行业整体持续看好长期景气行业龙头，下半年社零消费有韧性。社服板块持续看好行业龙头。

行业新闻

图表3：行业新闻概览

行业	新闻日期	来源	新闻标题及链接地址
食品饮料	2019 年 08 月 16 日	北京商报	国内外双滑，葡萄酒市场面临洗牌（ 点击查看原文 ）
食品饮料	2019 年 08 月 10 日	腾讯网	酱酒热潮来袭，资本竞逐，门槛难迈（ 点击查看原文 ）
食品饮料	2019 年 08 月 09 日	金融界	特色川酒受追捧，省酒龙头在崛起（ 点击查看原文 ）
食品饮料	2019 年 08 月 05 日	前瞻网	软饮料行业市场分析：NFC 果汁前景看好（ 点击查看原文 ）
食品饮料	2019 年 08 月 01 日	北京商报	国产啤酒缘何难进高端超市（ 点击查看原文 ）
家电	2019 年 08 月 23 日	界面新闻	上半年全国光伏累计装机同比增两成，光伏发电量增三成（ 点击查看原文 ）
家电	2019 年 08 月 20 日	奥维云网	2019 年 7 月家电线下市场简析（ 点击查看原文 ）
家电	2019 年 08 月 15 日	搜狐财经	洗碗机行业增速下滑，华帝新品能否扭转颓势？（ 点击查看原文 ）
家电	2019 年 08 月 09 日	信息时报	三大细分需求或成家电新增长点？（ 点击查看原文 ）
家电	2019 年 08 月 06 日	产业信息网	市场整体低迷 国内厨电行业迎来多元化竞争（ 点击查看原文 ）
农业	2019 年 08 月 28 日	天下粮仓网	从世界主产国供需看国内外小麦价格走势（ 点击查看原文 ）
农业	2019 年 08 月 21 日	搜狐网	打破国外垄断，新希望成功选育“国产”肉鸭新品（ 点击查看原文 ）
农业	2019 年 08 月 20 日	东方财富网	国产人造肉概念红火 短期难撼大豆市场（ 点击查看原文 ）
农业	2019 年 08 月 05 日	中国畜牧网	非瘟一周年：上市猪企表现分化，肉鸡养殖迎好时代（ 点击查看原文 ）
电子	2019 年 08 月 27 日	新京报	中兴通讯上半年净利 14.7 亿，已获 25 个 5G 合同（ 点击查看原文 ）
电子	2019 年 08 月 14 日	财经网	运营商取消“达量限速”，红利没到手先遇变相涨价？（ 点击查看原文 ）
电子	2019 年 08 月 13 日	财经网	伟创力被踢出供应链后，富士康比亚迪“摘桃”华为订单（ 点击查看原文 ）
电子	2019 年 08 月 01 日	财经网	二季度华为中国市场份额占比近四成，苹果下滑 14%（ 点击查看原文 ）
纺织服装	2019 年 08 月 30 日	中国纺织网	中国纺织出口“黑暗时刻”到来（ 点击查看原文 ）
纺织服装	2019 年 08 月 28 日	中国棉花网	2019 年上半年纺织行业景气度处扩张区间（ 点击查看原文 ）
纺织服装	2019 年 08 月 14 日	中国纺织报	产业用纺织品行业企业用什么应对需求升级新格局？（ 点击查看原文 ）
纺织服装	2019 年 08 月 06 日	全球纺织网	内需不足，外销受困！今年的纺织旺季遥遥无期！（ 点击查看原文 ）
建筑材料	2019 年 08 月 19 日	慧聪建材网	两极分化？高安多家陶瓷企业 7 月份产销率达 9 成（ 点击查看原文 ）
建筑材料	2019 年 08 月 13 日	中国经济网	水泥市场稳定 预计上半年利润达 800 亿元（ 点击查看原文 ）
建筑材料	2019 年 08 月 08 日	新浪财经	价格涨了！但建材业还需补短板（ 点击查看原文 ）
医药	2019 年 08 月 29 日	同花顺财经	17 家医药公司上半年净利翻倍（ 点击查看原文 ）
医药	2019 年 08 月 27 日	中投网	站在十字路口的医药行业：带量采购扩容谁受益（ 点击查看原文 ）
医药	2019 年 08 月 27 日	网易财经	医药行业中报业绩超预期，基金密集调研（ 点击查看原文 ）
黄金珠宝	2019 年 08 月 28 日	格隆汇	周生生：中期纯利同比仅增 2%，黄金珠宝行业遇到“瓶颈”了？（ 点击查看原文 ）
黄金珠宝	2019 年 08 月 09 日	交汇点资讯	“去爱情化”的消费需求之变：黄金珠宝有望成为第三大消费市场（ 点击查看原文 ）
家具	2019 年 08 月 30 日	乐居财经	红星美凯龙牵手阿里巴巴，新零售转型持续推进（ 点击查看原文 ）
家具	2019 年 08 月 16 日	新浪家居	凛冬中的家居经销商 能否迎来行业春天？（ 点击查看原文 ）
化妆品	2019 年 08 月 29 日	搜狐网	上半年全国网络销售额，化妆品比重大于日用品？（ 点击查看原文 ）
化妆品	2019 年 08 月 04 日	搜狐网	中国化妆品消费图谱：量价齐升，面膜领先，高端加速（ 点击查看原文 ）

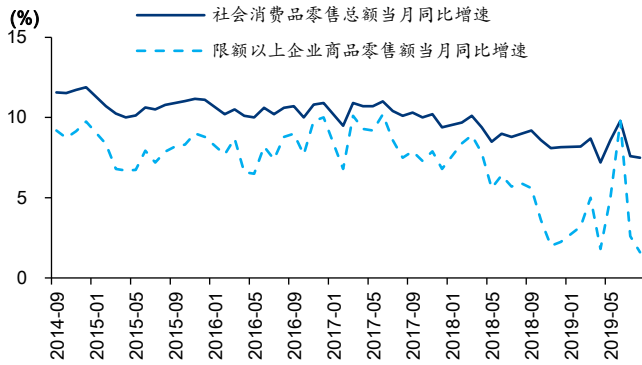
资料来源：华泰证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济加速下行，若国内宏观经济出现意外波动，则会影响居民可支配收入，进而对整体居民消费构成长期影响。
- 2、居民部门债务压力增大，若居民部门杠杆率继续提升，债务压力增大，会影响居民消费的风险偏好，抑制消费动力，对社零增长及消费公司业绩有不利影响。
- 3、国际贸易战加剧，外部局势变化不仅会对贸易部门产生较大影响，同时也会影响国内多个产业，存在一定的不可预测性。

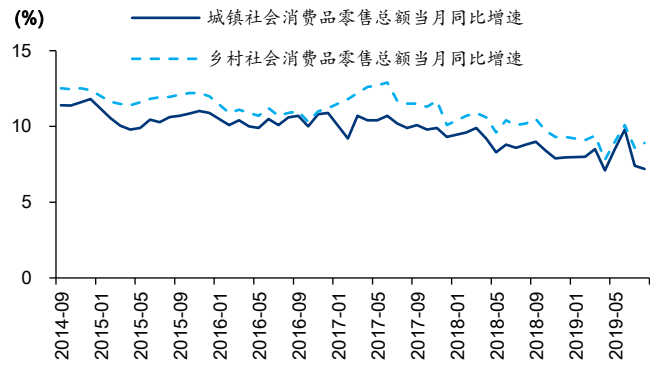
附图：

图表4： 社会消费品零售同比增速



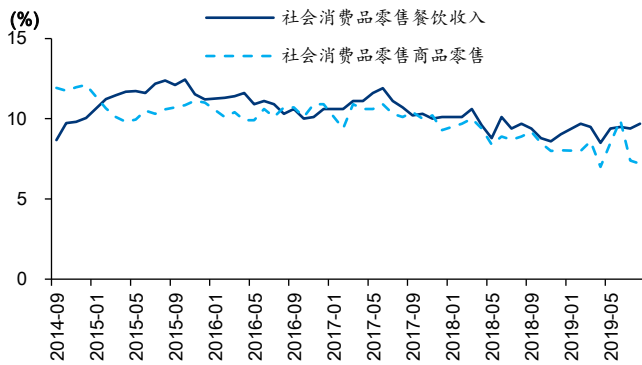
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表5： 城镇/乡村社会消费品零售同比增速



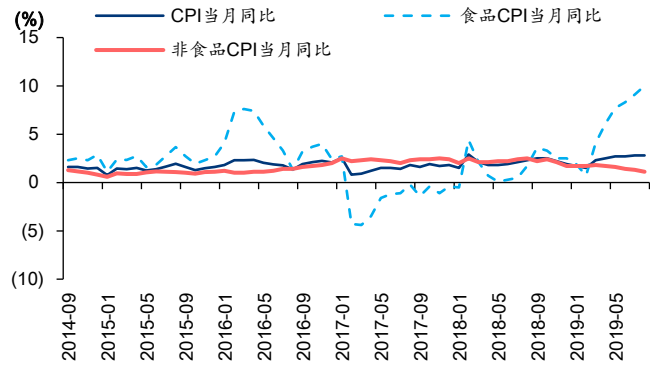
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表6： 餐饮收入/商品零售收入同比增速



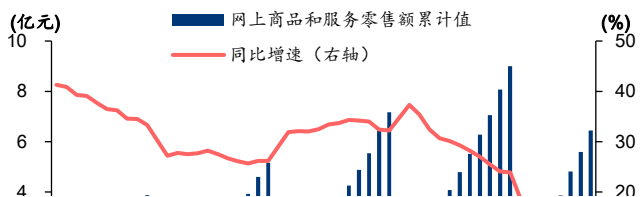
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表7： CPI 同比增速

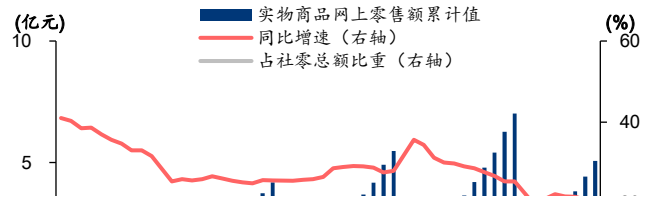


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表8： 网上商品和服务零售额



图表9： 实物商品网上零售额



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10055

