

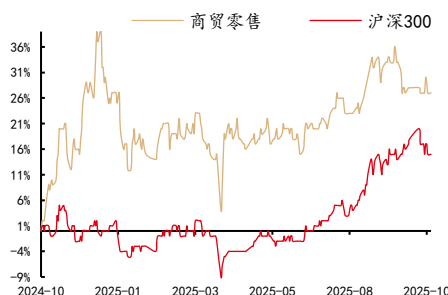
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2286.43
52周最高	2501.51
52周最低	1796.9

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：任天堂——创造惊喜的游戏王国》 - 2025.10.17

9月社零数据如何？

● 事件

国家统计局发布最新社零数据，9月份社会消费品零售总额41971亿元，同比增长3.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额37260亿元，增长3.2%。1—9月份，社会消费品零售总额365877亿元，增长4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额329954亿元，增长4.9%。

● 投资要点

中秋错月影响，9月继续降速。9月社零数据增速3.0%，受中秋节错月节假日减少等因素影响，增速较上月回落0.4pct，扣除价格因素，实际增长3.5%，实际增速回落0.6pct。其中城镇同比增长2.9%，乡村增长4.0%，乡村市场销售持续快于城镇，县域商业设施不断完善，县乡市场规模稳步扩大。整体来看，前三季度社零总额同比增长4.5%，增速较上年同期、上年全年分别加快1.2pct、1.0pct。

商品 vs 服务：限额以上餐饮再次转负，且为年内最低。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），9月份商品零售额同比增长3.3%，9月份餐饮收入同比增长0.9%，环比上月回落1.2pct，增速回落至6月份水平，即年内最低增速水平。我们拆分限额以上/以下，限额以上均低于总量。其中限额以上商品同比+2.7%，限额以上餐饮同比-1.6%，这是6、7月两个月下滑8月转正之后，再次出现下滑，我们认为这与中秋错月有一定关系。总的来说，9月份延续先前趋势，商品销售增速好于餐饮服务收入，中秋错月影响较大。

可选 vs 必选：必选稳健，烟酒企稳，可选分化，升级类高增，以旧换新强劲。我们将限额以上商品零售数据继续拆分：

1) 必选：烟酒企稳。9月份粮油食品类、饮料类、烟酒类零售额分别增长6.3%、-0.8%、1.6%，增速分别较上月变动+0.5pct、-3.6pct、+3.9pct，我们认为烟酒企稳与去年基数有一定关系。此外日用品、穿类零售额同比增长6.8%（上月7.7%）、4.7%（上月3.1%），今年以来增速稳健。

2) 可选：家电基数影响开始降速，升级类消费恢复中速增长。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：以旧换新影响减弱但效果仍在，家电受基数影响增速降至3.3%。9月份限额以上销售额同增最亮眼的品类转为家具类、通讯器材类，分别同比增长16.2%、16.2%，但增速较上月-2.4pct、+8.9pct。其次为办公用品，同比增长6.2%，增速较上月-8pct。另外，

今年以来高增长的家电音像类同比增长 3.3%，较上月下行 11pct，主要是基数因素，去年 9 月份开始家电以旧换新开启。

此外，建筑及装潢材料类、汽车类零售额分别增长-0.1%、1.6%。

总的来说，上述六类以旧换新商品销售大部分保持较快增长，但不同品类在不同时间出现了一定变化。

—非耐用品：升级类商品近双位数增长。体育娱乐用品零售额增长 11.9%（上月 16.9%），金银珠宝类零售额增长 9.7%（上月 16.8%），二者今年前五个月大部分月份有 20%+ 增长，8 月份恢复 15%+ 的增长，9 月再次下探至 10% 左右。此外，化妆品零售额同比 8.6%（上月 5.1%），消费步入 618 后、双 11 前正常数据月份。以上三类消费均有一定的季节性和可囤货属性，我们认为这几个月增速变动较大主要与 618、双 11 有关。

9 月社零数据成色如何？我们认为：

（1）中秋错月，继续降速。9 月社零数据增速 3.0%，受中秋节假日错月节假日减少等因素影响，增速较上月回落 0.4pct。

（2）两个特点：国补拉动减弱+升级类消费中增长。今年以来以旧换新商品销售大部分保持较快增长，但不同品类在不同时间出现了一定变化。去年 9 月开启以旧换新，至此即满一年，从 9 月份开始国补品类面临高基数影响，家电作为最早开启的品类首当其冲，本月在高基数下实现了 3.3% 的正增长，后续其他国补品类会逐步面临高基数影响。与此同时，消费升级类品类受潮流、618、双 11 等影响较大，8、9 月份为两个购物节的正常月份，相对实现了中高速增长，如化妆品、体育娱乐用品、金银珠宝等品类。

消费后续如何？我们认为仍需后续数据确认。今年以来销售数据，特别是去年下半年以来消费政策推出之后，消费数据逐步企稳，5 月份数据更是达到了 24 年以来的阶段性新高，这里面有基数的原因也有政策的原因。6 月份开始消费数据疲软，先是禁酒令影响，再是中秋错月影响，最新的国庆中秋消费数据叫好不叫座，当然或与出境游分流有关。未来消费究竟如何，我们认为仍需后续数据确认。

● 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。从今年以来各月社零数据来看，数据虽有短期波折但依旧逐步企稳，不管是政策原因还是基数原因还是新趋势。我们认为消费回暖是缓慢的过程，从去年到今年消费的一系列组合拳政策，消费短期将受益于消费券等政策，中长期将受益于稳收入等政策。

基于我们以上分析及判断，我们继续看好消费投资机会，看好消费长期机会。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，建议积极关注。

相关标的：百胜中国、海底捞、达势股份；宋城演艺、祥源文旅等；锦江酒店、首旅酒店等。

● **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，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，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等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

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

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

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