

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2470.34
52周最高	2584.65
52周最低	1877.67

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

《11月社零数据如何?》 -
2025.12.22

12月社零数据如何?

● 事件

国家统计局发布最新社零数据，12月份，社会消费品零售总额45136亿元，同比增长0.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额39654亿元，增长0.9%。1-12月份，社会消费品零售总额501202亿元，比上年增长3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额451413亿元，增长4.4%。

● 投资要点

整体及除汽车外消费再次降速。12月社零数据增速0.9%，较上月继续回落0.4pct，除汽车外的消费增速1.7%，较上月回落0.8pct，社零整体增速为23年以来再次新低，除汽车外消费亦为23年来最低。我们认为增速新低主要与“双十一”虹吸等因素有关。

(1) 城乡拆分：城镇同比增长0.7%，乡村增长1.7%，乡村市场销售依旧快于城镇1.0pct，下半年以来乡村持续快于城镇。2025年城镇同比增长3.6%，乡村同比增长4.1%，城乡市场同步发展，县域商业体系不断完善，县乡市场消费潜力稳定释放；

(2) 线上线下：1-12月份，全国网上零售额同比增长8.6%，环比降速同比提速，直播电商保持良好发展态势，直播交易额比上年增长11.3%，即时配送快速发展，更好更快满足消费者需求。1-12月份，限额以上零售业实体店商品零售额比上年增长1.7%，仓储会员店、集合店、无人值守商店零售额均保持两位数增长，以高性价比为代表的折扣店零售额增速持续加快，入境免签、离境退税等政策优化实施，入境消费持续升温。

商品 vs 服务：商品补贴退坡，餐饮继续回暖，小微企业好于大企业。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），12月份商品零售额同比增长0.7%，环比上月回落0.3pct，12月份餐饮收入同比增长2.2%，环比上月降1pct，亦为下半年不错的增速。“以旧换新”补贴退坡之后，餐饮服务增速呈现高于商品增速的情况。

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-2.0%，限额以上餐饮同比-1.1%。

可选 vs 必选：必选受双十一影响，大部分降速，可选继续分化，升级类高增，以旧换新降速。我们将限额以上商品零售数据继续拆分：

(1) 必选：大部分降速，日用品回正。12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3.9%、1.7%、-2.9%，除烟

酒外，增速均较上月均有一定降速。我们认为吃类增速变化与双十一促销活动有关，烟酒继续下滑与销售淡季有关。此外穿类、日用品零售额同比增长 0.6%、3.7%，分别较上月变动-2.9pct、+4.5pct，亦与双十一活动有关。

(2) 可选：家电家具补贴退坡开始降速，升级类消费增速回归。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：以旧换新政策影响，通讯器材、办公用品同比增长，其余同比下滑环比改善。12 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，同比增长 20.9%，增速较上月+0.3pct，25 年 1 月将手机、平板、智能手表/手环纳入国家以旧换新补贴范围，1 月 20 日起全国实施，高增与政策有关；其次仍为办公用品，同比增长 9.2%，增速较上月-2.5pct。

12 月份其余耐用品增速均继续下滑，但环比改善。家电音像类同比-18.7%，较上月+0.7pct，家具类同比-2.2%，较上月+1.6pct，建筑及装潢材料类同比-11.8%，较上月+5.2pct，汽车类零售额同比-5%，较上月+3.3pct。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。

—非耐用品：升级类均有增长，均为大个位数增长。金银珠宝类零售额增长 5.9%（上月 8.5%），10 月黄金珠宝受婚庆送礼、金价快速上行、黄金税等影响，增速创年内新高，本月恢复至年内淡季正常月份增速；化妆品零售额同比 8.8%（上月 6.1%），增速变化部分与双十一节奏有关；体育娱乐用品零售额增长 9.0%（上月 0.4%），增速回升明显，我们认为或与冰雪旺季到来有关。

12 月社零数据成色如何？我们认为：

(1) 整体来看：再次降速，亦有亮点。12 月社零数据增速 0.9%，较上月继续回落 0.4pct，除汽车外的消费增速 1.7%，较上月回落 0.8pct，社零整体增速为 23 年以来再次新低，除汽车外消费亦为 23 年来最低。2025 年服务消费潜力加速释放，保持稳中向好的增长态势，出行类和信息类服务消费较快增长。

(2) 两个特点：国补进入高基数阶段+升级类消费大个位数增长。今年以来以旧换新商品销售大部分保持较快增长，9 月份开始品类陆续进入高基数阶段，如家电补贴高基数开始于 24 年 9 月，通讯器材开始于 25 年 1 月。12 月以旧换新大部分品类增速同比下滑但环比改善，仅有通讯器材、办公用品增速提速较大。与此同时，消费升级类品类季节性明显，受金价、购物节等影响较大，10 月由于金价上行、双十一提前等影响，增速依旧表现亮眼，11、12 月份增速回归至大个位数增长。

12 月 CPI：继续上行，食品价格、金饰品价格上涨拉动。12 月份，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.7%，为 2023 年 3 月份以来

最高，同比涨幅扩大主要是食品价格涨幅扩大拉动；12月份，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅连续4个月保持在1%以上，其中金饰品价格涨幅扩大至68.5%。不过无论是食品涨幅还是金价涨幅未来能否保持当下的水平，尚未可知。

消费后续如何？期待后续政策发力。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，但依旧透出消费疲软态势。CPI数据表面亮眼的同时，看到核心推动持续性尚未可知。

同时，我们看到，25年下半年以来服务消费政策逐步出台，如：9月5日商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》的通知；12月12日商务部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》。我们期待后续政策发力，特别是补贴类政策的出台，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。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、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，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

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