

零售行业投资策略交流

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

零售行业分析师 李昂

2019年1月

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

- 1.社消总额增速下行，结构之中仍具亮点
- 2.从发达经济体的发展经验来看，社消下行周期如何进行渠道配置？
- 3.对消费增速下行阶段中零售行业估值体系的探究——如何选择零售企业？
- 4.对消费增速下行时期企业治理体系的探究——零售企业如何打造可持续的核心竞争力？
- 5.配置建议
- 6.风险提示

社消总额增速下行，结构之中仍具亮点

China galaxy securities

I



2

3

4

5

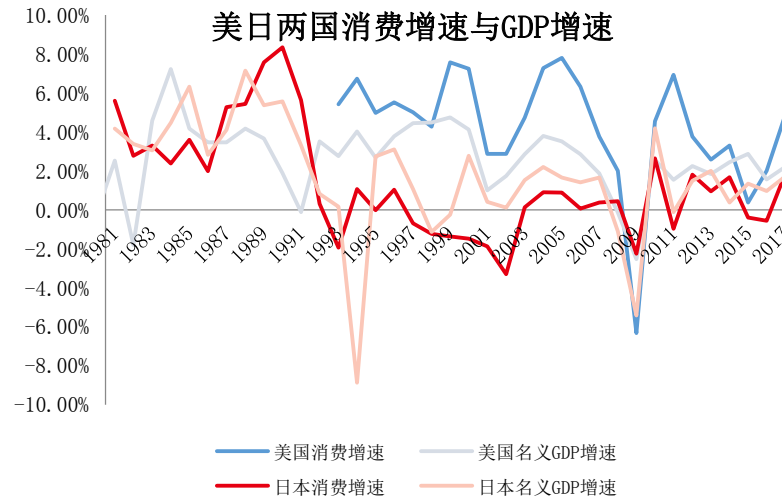
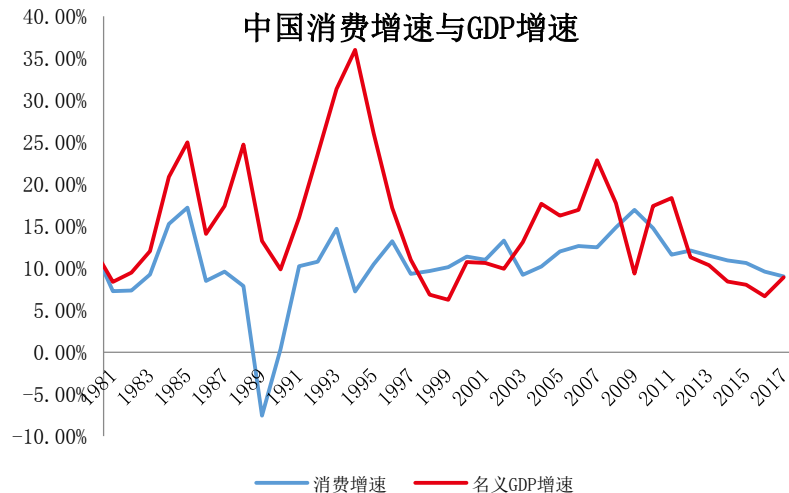
6

I.社消总额增速下行，结构之中仍具亮点

China galaxy securities



消费增速与GDP基本保持同周期变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



居民消费支出占总体GDP比例维持在较高水平



人口老龄化趋势加重，就业人口数量增速放缓



选取2011-2016年为所研究的时间段

消费增速下行阶段整体零售市场虽表现分化，但仍不乏积极因素



分地区

- 东部沿海地区：主要贡献区域，占比超过50%，增速放缓，浙闽琼粤苏地区表现较好
- 中西部地区：贡献占比逐年上升接近40%，2004年起增速超过全国均值水平，川蜀地区增长领先



分商品品类

- 可选类：汽车类（占比约12%）、服装类（占比约3%）和电器类（占比超过2.5%）表现不尽人意，拖累社消零售情况下滑
- 必选类：粮油食品（占比逐年上升至4%）、日用品等表现相对优异，体量较小，难以撬动拉升销售零售额总体水平积极上涨



分规模

- 限额以上：占比在2014年到达峰值45.96%后逐年下降，增速下滑
- 限额以下：市场规模相对更大，2017年增速高达15.04%，增长不容小觑



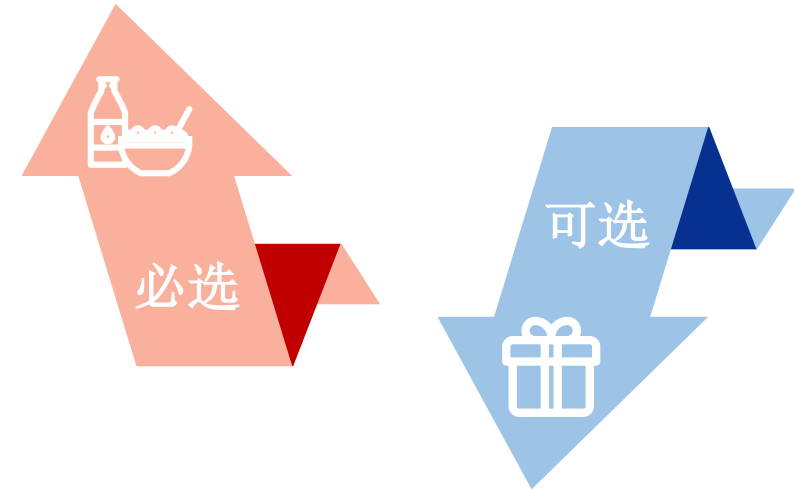
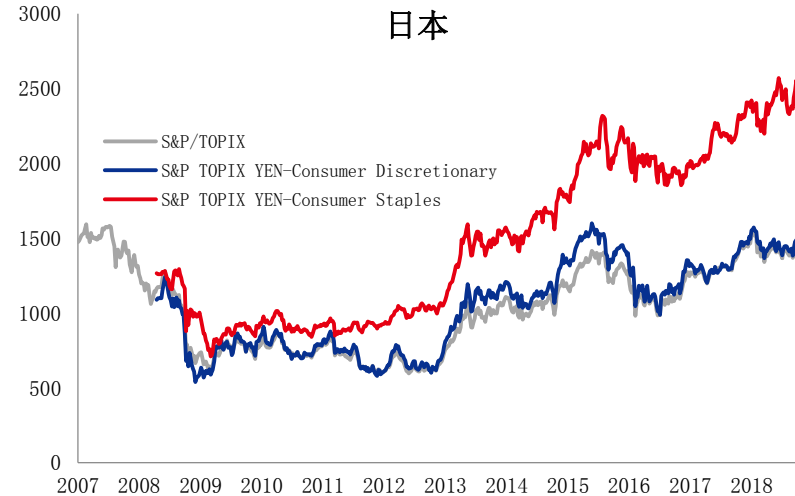
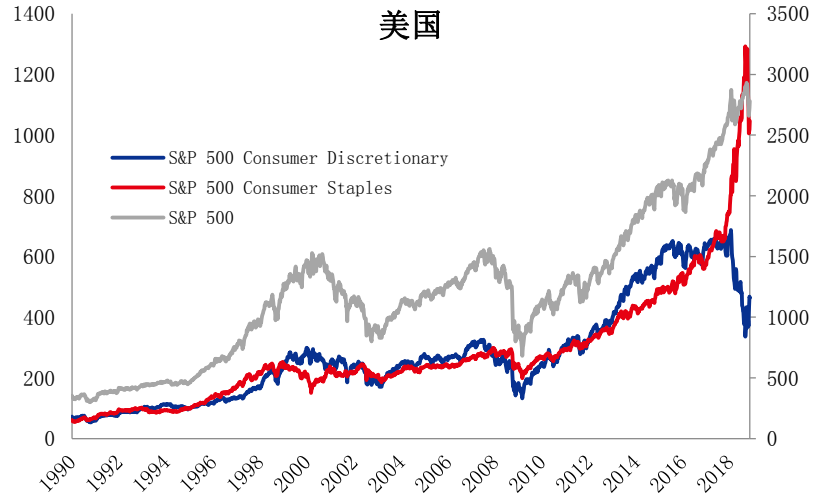
收入水平与消费者信心

- 人均可支配收入上涨
- 消费者信心指数回升
- 购买力呈现复苏态势
- 未来消费增长可期

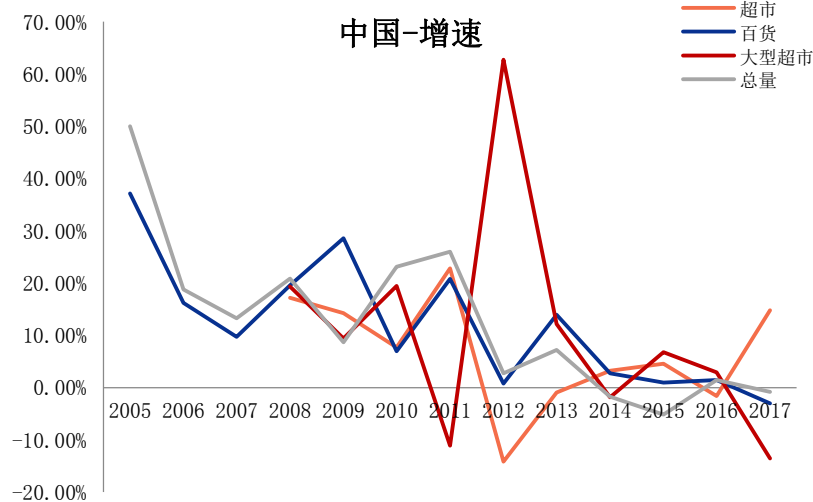
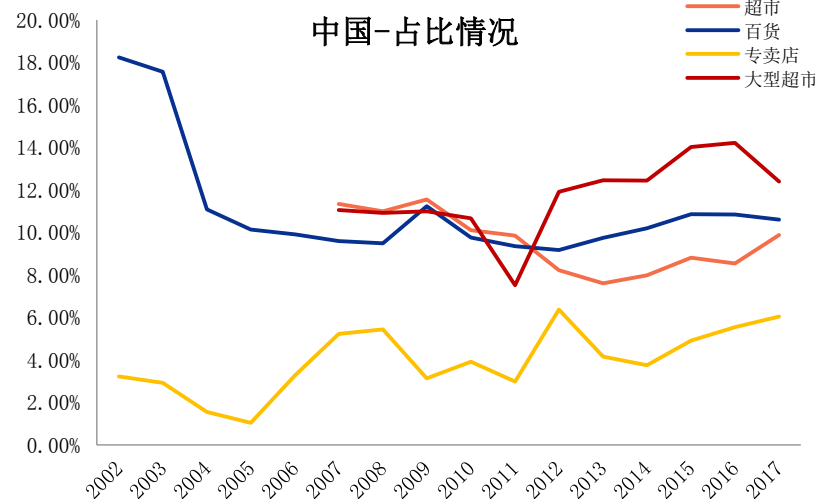
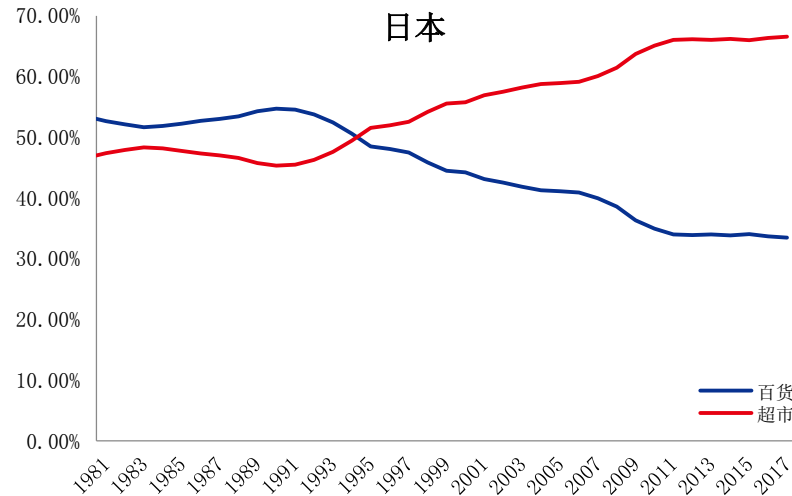
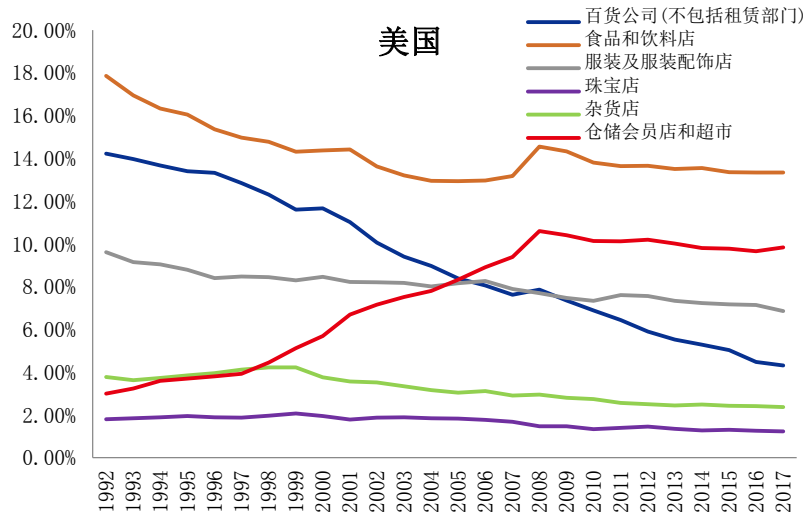
2.从发达经济体的成熟经验来看，社消下行周期该如何进行渠道配置？

China galaxy securities

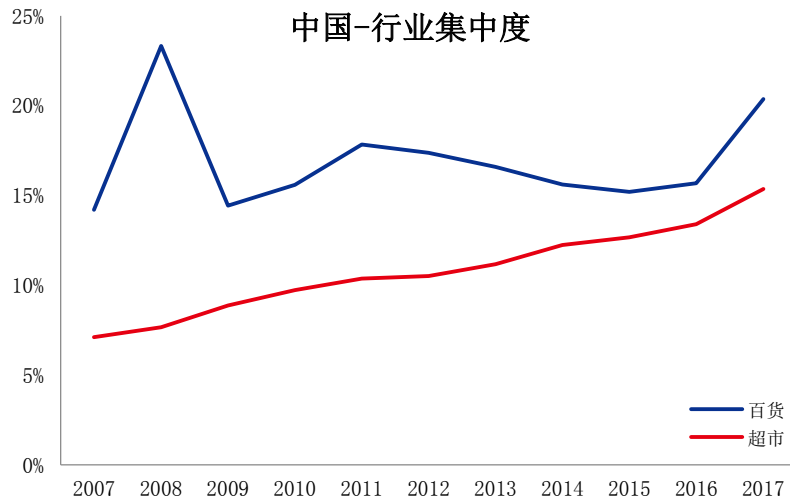
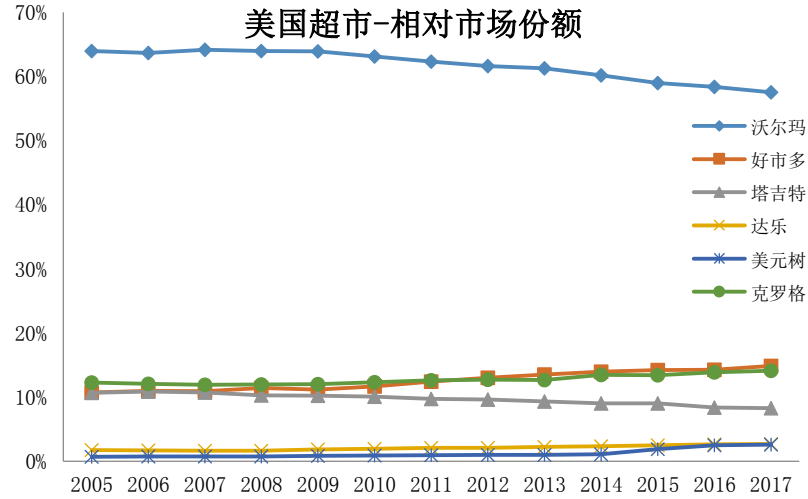
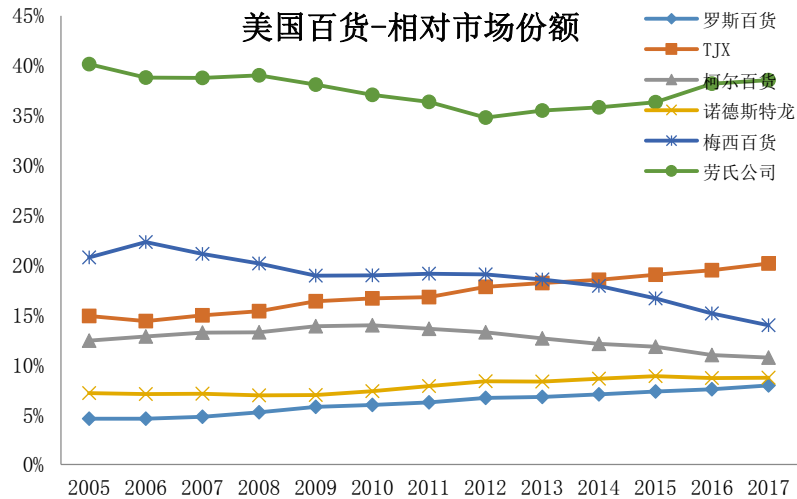
行情走势回顾：必需品消费跑赢可选，大卖场与超市表现优于百货



渠道份额变迁：超市渠道占有率逐年上升，百货渠道占有率逐年下降



各渠道竞争格局：龙头效应显著，行业集中度逐步提升



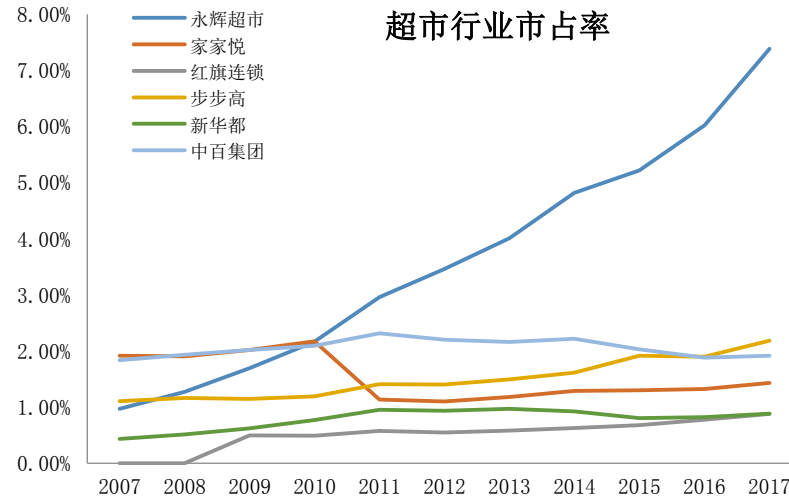
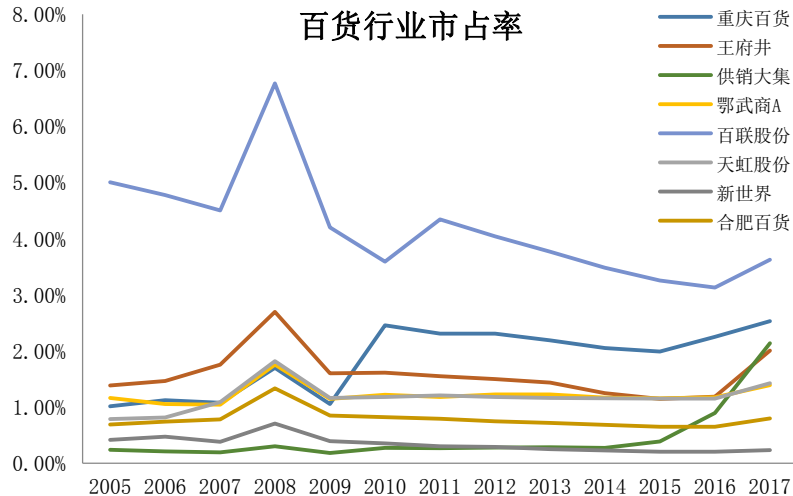
➤ 无论行业整体上升或是下行，行业集中度不断提升，龙头公司的市场份额不断扩张



各渠道竞争格局：龙头效应显著，行业集中度逐步提升

按照市值与销售额情况筛选我国零售行业的龙头公司

百货类	超市类	专业连锁类
重庆百货 王府井 供销大集 鄂武商 新世界 合肥百货 百联股份 天虹百货	家家悦 新华都 永辉超市 红旗连锁 中百集团 步步高	苏宁易购 上海家化 老凤祥 周大生 潮宏基



3.对消费增速下行阶段中零售行业估值体系的探究 ——如何选择零售企业？

China galaxy securities

从拥有成熟零售市场经验的美国可以发现：PS估值最优



PS估值的优势

- 与销售额挂钩
- 体现公司的外在规模，必须通过确认消费来实现
- 排除非经常性损益带给净利润的影响



PE估值的优势

- 零售企业固定资产占比高，门店、存货等不会骤变，账面价值稳定

美股标的公司中，PS和PB与公司市值走势的契合度远高于PE

从我国实际情况出发，仍需考虑PE估值

中美零售企业行情走势与估值指标变化趋势的相关性

	PE (TTM)	PB (LYR)	PS (TTM)		PE (TTM)	PB (LYR)	PS (TTM)
美国							
平均值	45.65%	68.52%	88.91%				
市值加权平均值	37.71%	73.04%	88.43%				
中位数	60.03%	85.33%	95.18%				
中国				中美差值			
平均值	38.68%	38.84%	56.33%	6.96%	29.68%	32.58%	
市值加权平均值	33.07%	19.76%	43.70%	4.64%	53.28%	44.73%	
中位数	44.02%	45.74%	68.69%	16.01%	39.59%	26.49%	

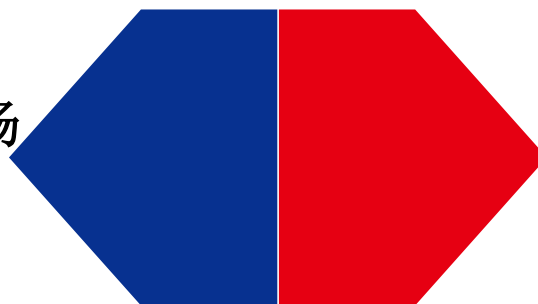


PS为主要指标
PE为补充指标



美国：成熟市场

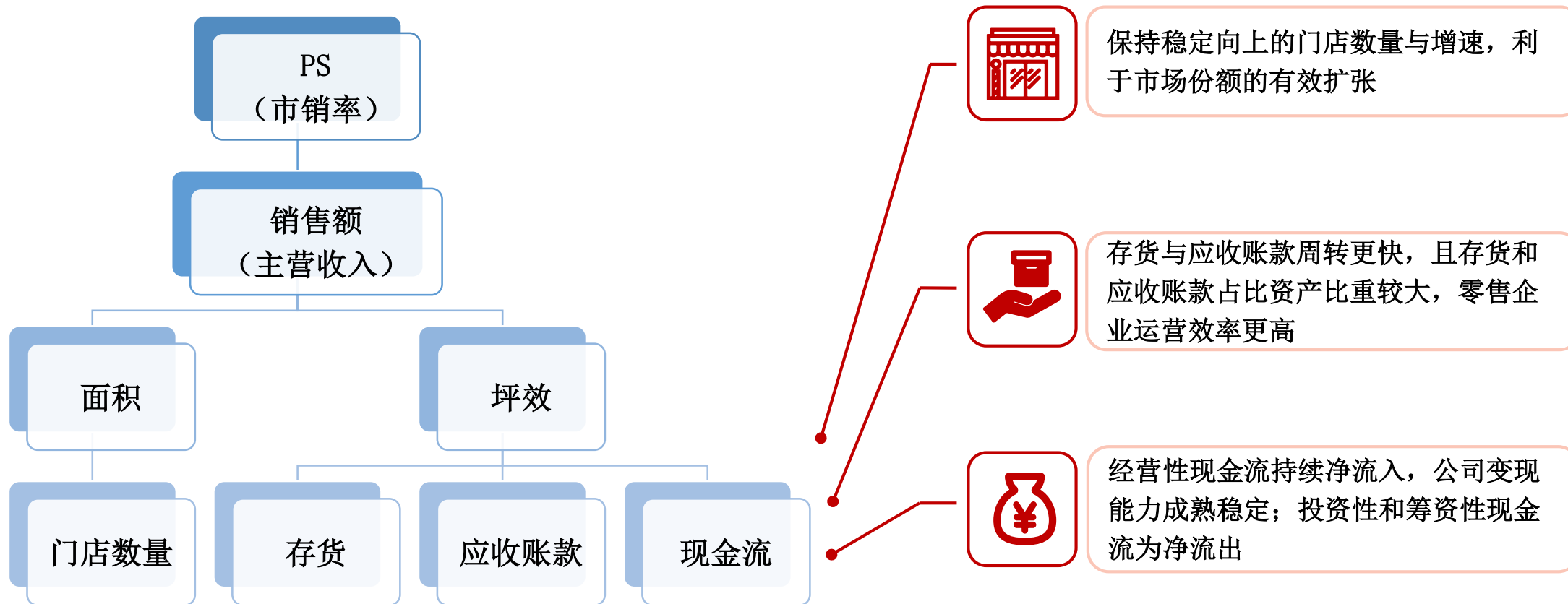
龙头优势明显，盈利水平和商业模式相对稳定，营收规模相关的PS指标足以反应市场预期



中国：成长市场

行业集中度较低，企业高速扩张难以保障实现盈利回报投资者，补充关注PE指标确保企业不会盲目扩张

PS估值的延伸运用：寻找可以实现有效规模扩张的企业



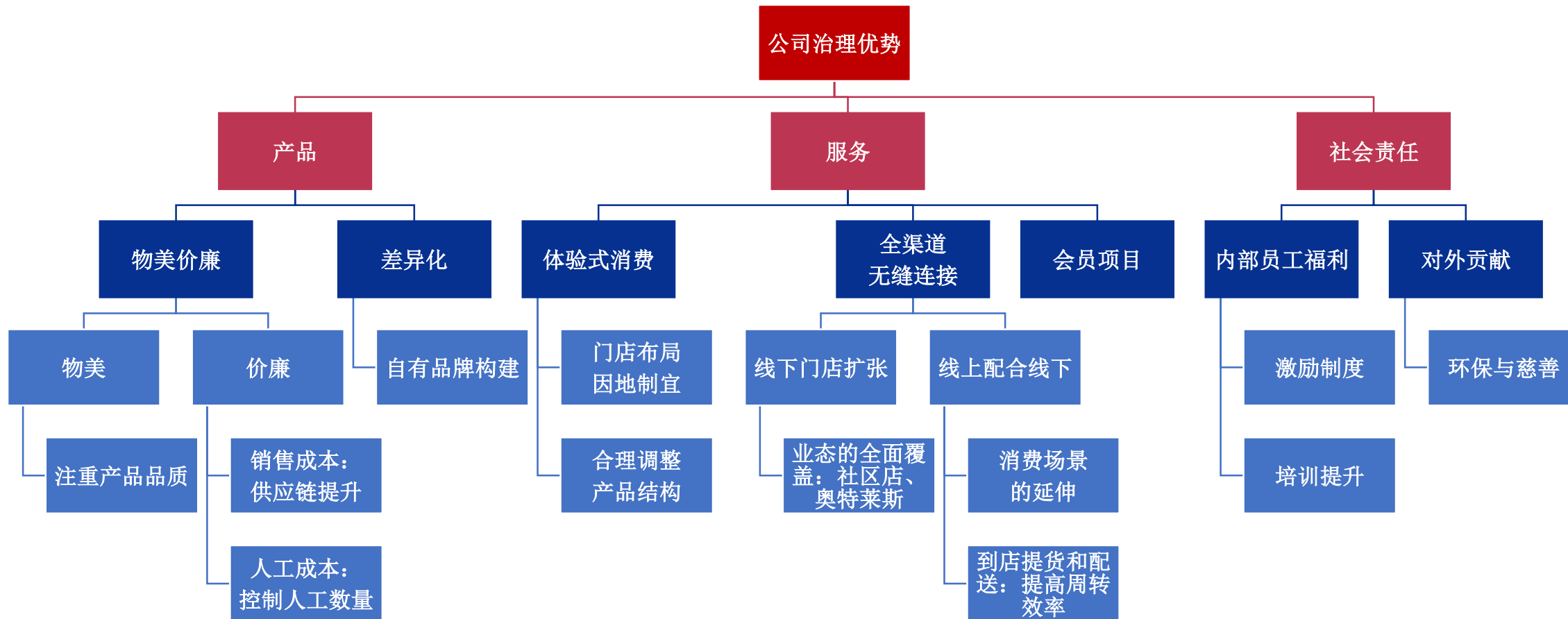
PE估值的延伸运用：衡量零售企业将规模效应货币化的能力



4.对消费增速下行时期企业治理体系的探究—— 零售企业如何打造可持续的核心竞争力？

China galaxy securities

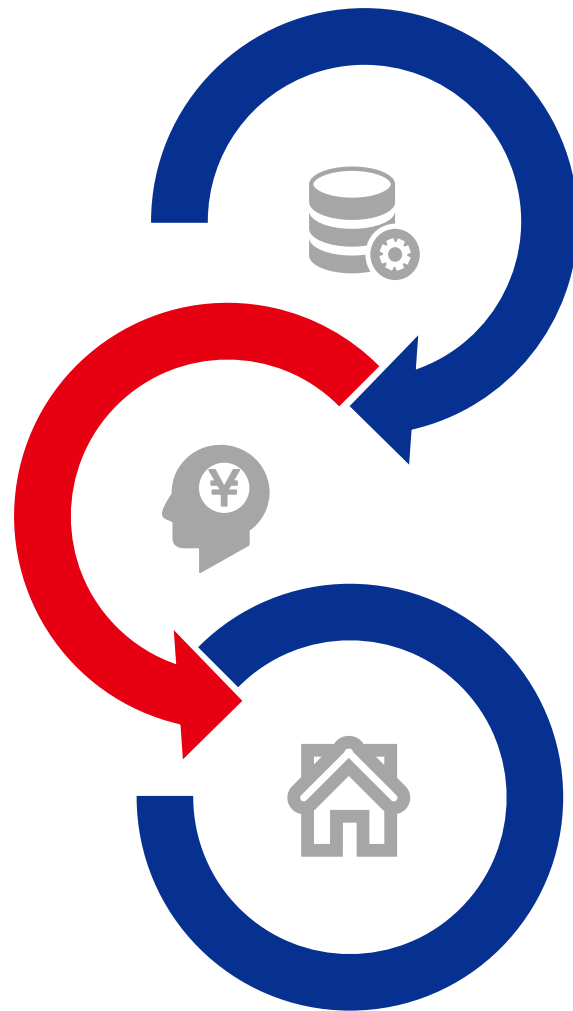
美国零售行业公司治理优势汇总



5. 配置建议

估值层面

- PS与PE兼顾



渠道层面

- 必选优于可选
- 超市优于百货

公司层面

- 家家悦 (603708. SH)
- 永辉超市 (601933. SH)
- 天虹股份 (002419. SZ)
- 老凤祥 (600612. SH)
- 周大生 (002867. SZ)
- 苏宁易购 (002024. SZ)

6. 风险提示



宏观层面中美贸易战加剧

零售行业层面社消增速持续下行

公司层面新零售推行/门店扩张不及预期

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。



李昂

执业证书编号：S0130517040001

- 银河证券研究院，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。
- 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别鸣谢：甄唯萱

- 银河证券研究院，商贸零售行业分析师助理。2018年5月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究工作。中央财经大学学士，澳大利亚悉尼大学硕士。

