

商业贸易行业

1-2月社零总额同比增长8.2%，高基数导致电商增速放缓

分析师：洪涛

分析师：高峰



SAC 执业证号: S0260514050005



SAC 执业证号: S0260518050003

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



021-60750604



hongtao@gf.com.cn



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 1-2月社零总额同比增长8.2%，增速下滑趋势有所企稳

据国家统计局数据，2019年1-2月我国社零总额为6.61万亿元，同比增长8.2%，增速与12M18持平，增速持续下滑趋势有所企稳。若基于广发零售指数（GFRI），1-2月消费品零售同比增速为7.4%（统计局限额以上社零商品增速为3.2%），较12M18放缓1.3pp，主要受服装、家电品类增速大幅放缓的影响。

分地区看，乡村增速快于城镇：2019年1-2月城镇零售额5.6万亿元，同比增长8.0%，与12M18持平；乡村零售额0.99万亿元，同比增长9.1%，较12M18下降0.2pp。**分类型看，餐饮增速高于商品零售：**19年1-2月餐饮收入0.73万亿元，同比增长9.7%，较12M18提升0.7pp；商品零售5.9万亿元，同比增长8.0%，与12M18持平。

分品类看，日用必需品增速保持稳定，1-2月食品粮油、日用品增速分别为10.1%和15.9%，分别环比下降1.2pp和0.9pp；服装增速大幅下滑，1-2月同比增长仅1.8%，环比大幅下降5.6pp；可选消费随渗透率提升和渠道下沉增速有所抬升，1-2月金银珠宝和化妆品增速分别为4.4%和8.9%，分别环比提升2.1pp和7.0pp；家电、家具等地产后周期品类增速下滑明显，1-2月家电和家具的增速分别为3.3%和0.7%，分别环比大幅下滑10.6pp和12pp。

● 高基数因素导致电商增速较12M18放缓，电商渗透率同比稳步提升

2019年1-2月全国实物商品网上零售额为1.09万亿元，同比增长19.5%，较12M18放缓12.7pp，主要系去年高基数所致；电商渗透率为16.5%，同比提升1.6pp。此趋势与我们跟踪的上市公司线上销售数据保持一致，如南极电商1-2月份GMV同比增速约46%，较12月份的89%有所放缓。若基于广发零售指数，则1-2月份电商渗透率达30.5%。分品类来看，“吃、穿、用”的1-2月份增速分别为20.2%、15.6%和20.8%。

● 关注大众消费升级及渠道下沉，把握确定性的龙头份额提升红利

尽管终端需求放缓，但龙头公司的加速扩张趋势超预期。建议把握成长型龙头公司的机会，苏宁易购在家电零售市场地位不断巩固，渠道下沉和规模成长溢价机会值得关注。我们持续看好南极电商，规模化带来的性价比是大众消费层级最核心的诉求，而电商马太效应的释放将推动南极电商持续增长。黄金珠宝龙头仍保持扩张，抢占三四线品牌化的红利，扩张对冲同店放缓，建议关注周大生和老凤祥。关于超市，前端流量格局、业态变迁、消费方式的变化是目前行业的主要矛盾，而龙头公司强劲扩张，持续抢夺市场份额，实现业绩的稳健增长，关注永辉超市、家家悦。推荐组合：苏宁易购、南极电商、周大生、永辉超市、天虹股份。

● 风险提示

终端需求疲软，拖累零售增速下滑；各公司兼并整合低于预期；运营效率低下，人工租金成本上涨。

相关研究：

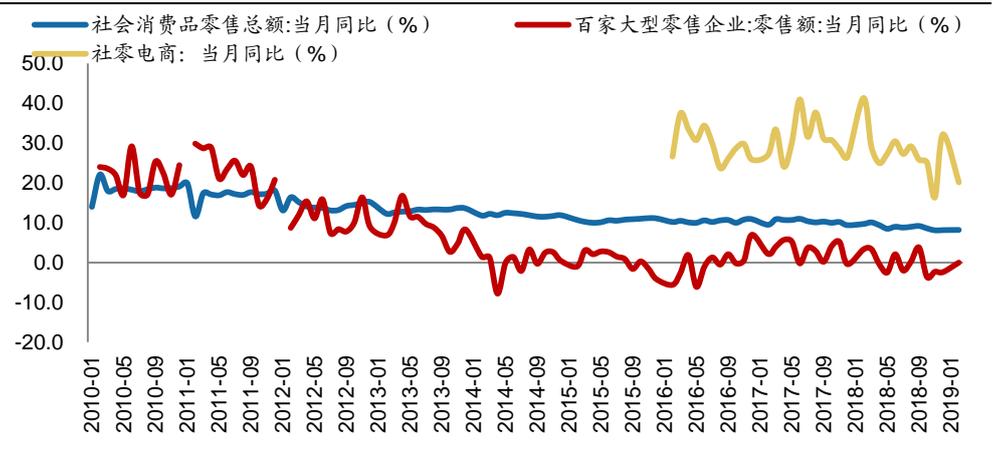
商贸行业投资月报——海外高端品牌观察:2018年高端消费复苏延续，中国区、数字化、免税店是关键词	2019-03-04
商业贸易行业:2019猪年春节黄金周消费平稳增长，三线城市表现仍优于一二线	2019-02-11
商贸行业投资月报——会员超市运营之道:聚焦思维叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒	2019-01-28

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/14	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
南极电商	002127.SZ	买入	CNY	10.41	12	0.36	0.51	28.92	20.41	25.03	18.43	23.7%	25.4%
永辉超市	601933.SH	增持	CNY	8.25	-	0.16	0.23	51.56	35.87	40.65	27.74	7.0%	9.3%
家家悦	603708.SH	买入	CNY	22.49	27	0.87	1.08	25.85	20.82	14.27	11.38	14.0%	14.9%
苏宁易购	002024.SZ	买入	CNY	12.04	16.36	1.43	1.84	8.42	6.54	40.81	27.85	10.3%	3.3%
天虹股份	002419.SZ	买入	CNY	12.38	15.5	0.75	0.87	16.51	14.23	11.38	10.53	13.6%	13.4%
周大生	002867.SZ	买入	CNY	30.43	35.5	1.66	2.03	18.33	14.99	15.61	12.11	19.6%	19.9%

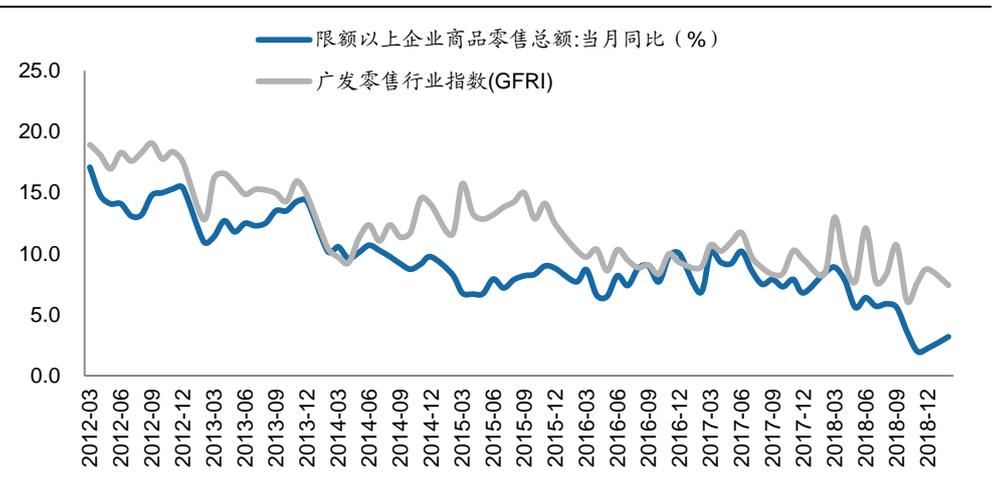
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图1: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 (%)



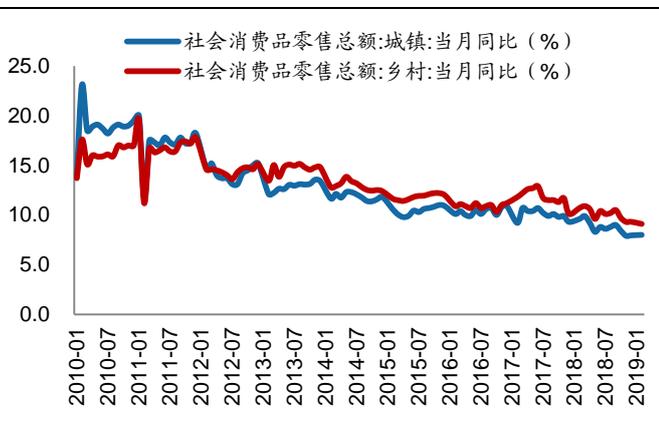
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 (%)



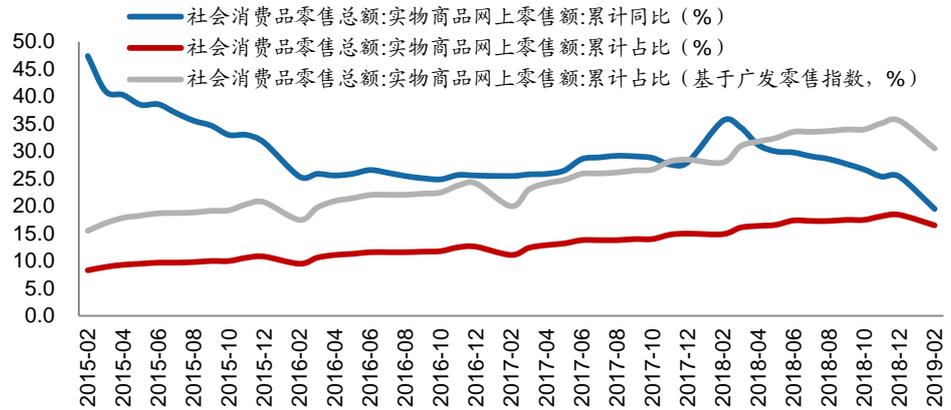
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速 (%)



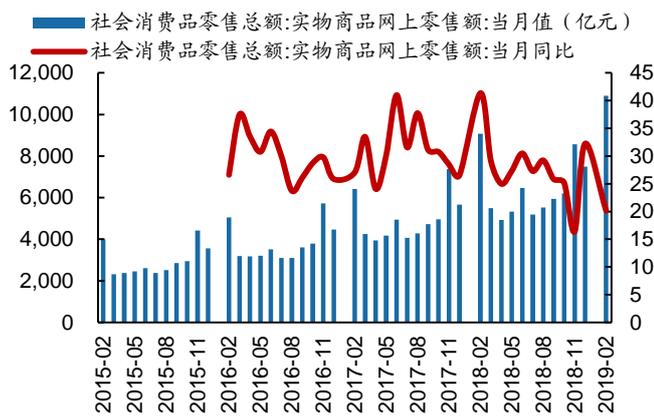
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



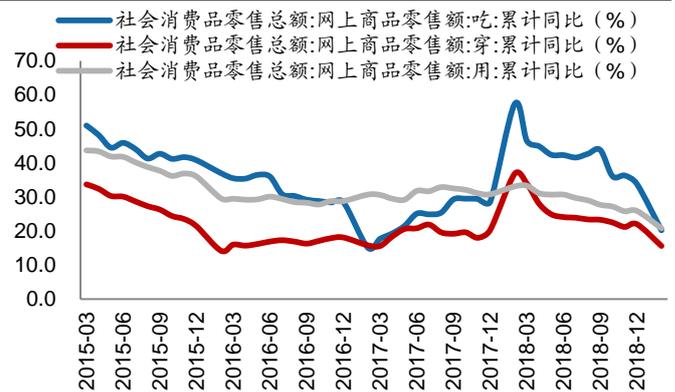
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 实物电商社零占比与累计同比 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 网购社零: 吃/穿/用累计同比 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018年										2019年
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月
食品粮油	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1
服装鞋帽纺织品	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8
化妆品	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9
金银珠宝	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4
日用品	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9
家用电器和音像器材	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3
文化办公品	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8
家具类	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7
通讯器材	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

广发商贸零售行业研究小组

洪 涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。

高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券在过去 12 个月内与周大生(002867)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。