

多角度辩证看零售，维持推荐必选渠道

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

- 01.从节假日零售数据看社会消费增速
- 02.从不同角度挖掘必选渠道的产业价值
- 03.从金融的角度看零售行业配置
- 04.配置建议
- 05.风险提示



01 | 从节假日零售数据看社会消费增速

China galaxy securities

辩证的使用LFL (like-for-like sales)

传统定义



- an adjusted growth metric that only includes revenues generated from organically comparable stores or products with similar characteristics and historical sales periods of operation
- 针对零售线下门店渠道：可比店/同店增长 (sssg)



我们的思考

- LFL的核心在于控制变量，确定统一的考察对象，排除外部因素可能造成的影响
- 上升到全零售渠道，覆盖渠道和品牌零售商：以节假日作为可比时间点来监测整体消费走势
- 全年70个大中型假期的表现将很大程度上决定全年消费的增量空间



节假日分类

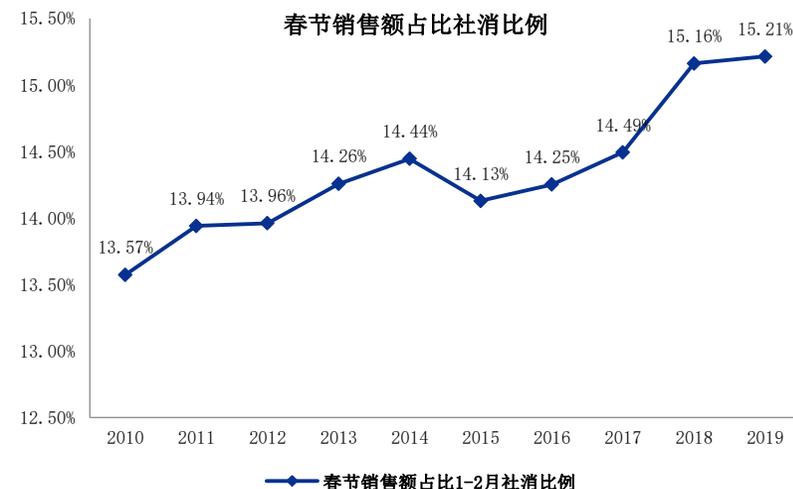
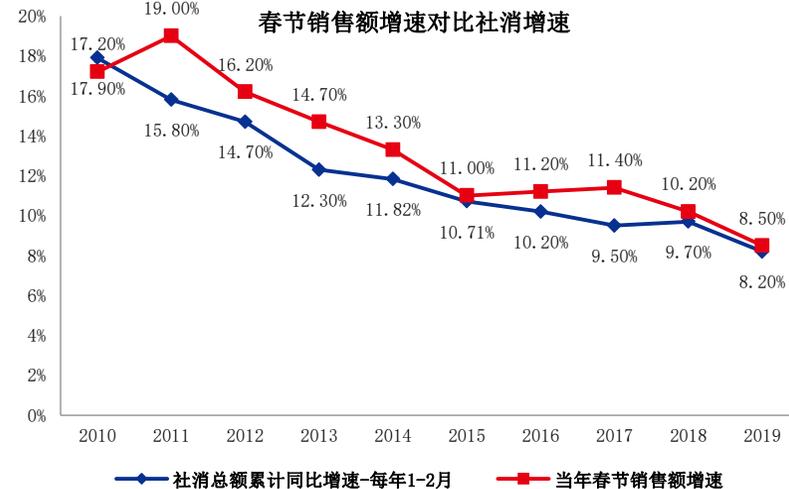
- 传统假期：元旦、春节、清明、五一、端午、中秋、十一等
- 电商促销活动节点：“618”，“双十一”，“双十二”等



我们的判断

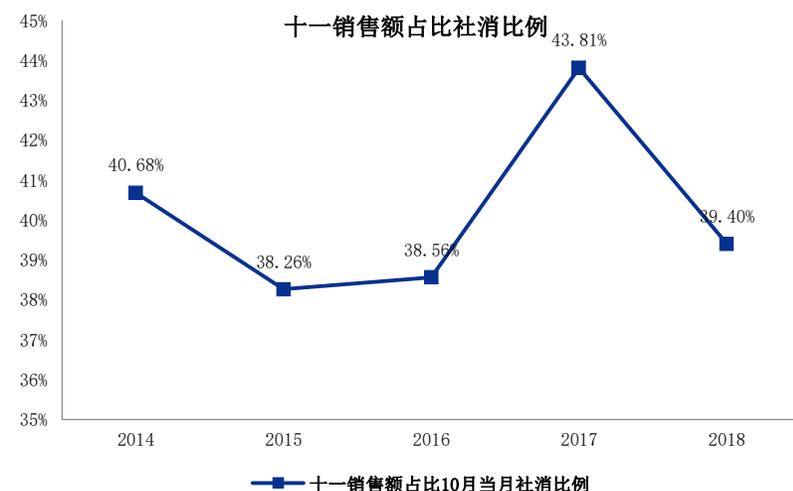
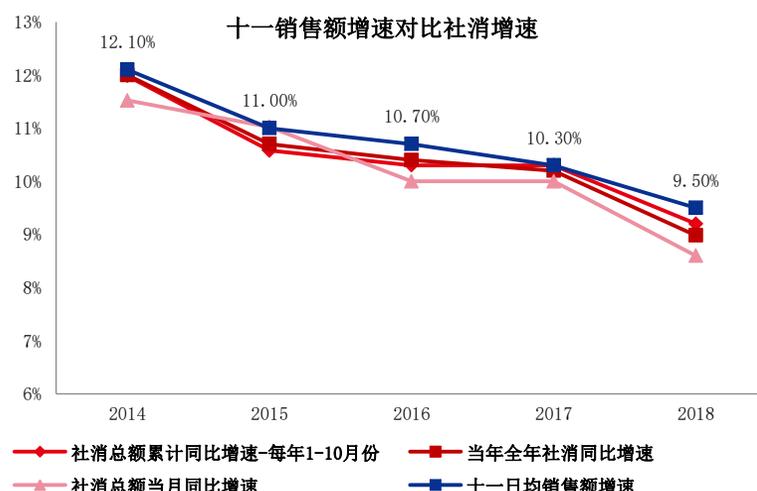
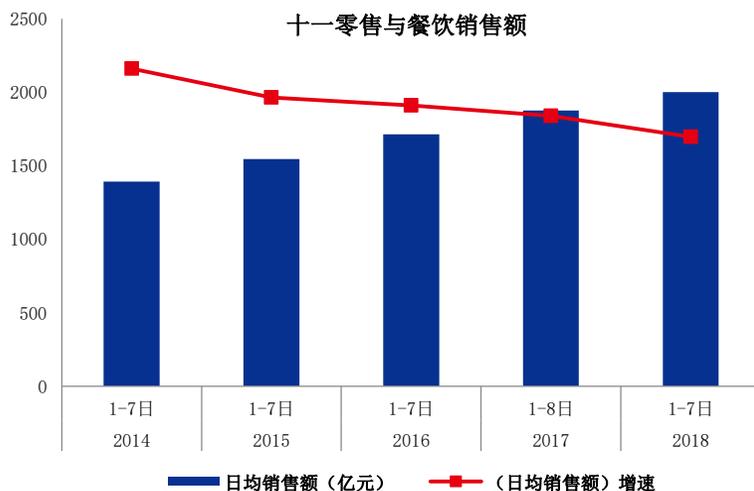
- 零售市场降速增长趋势将延续，社消增速的惯性滑落区域继续延长

节假日销售额变化趋势——春节假期



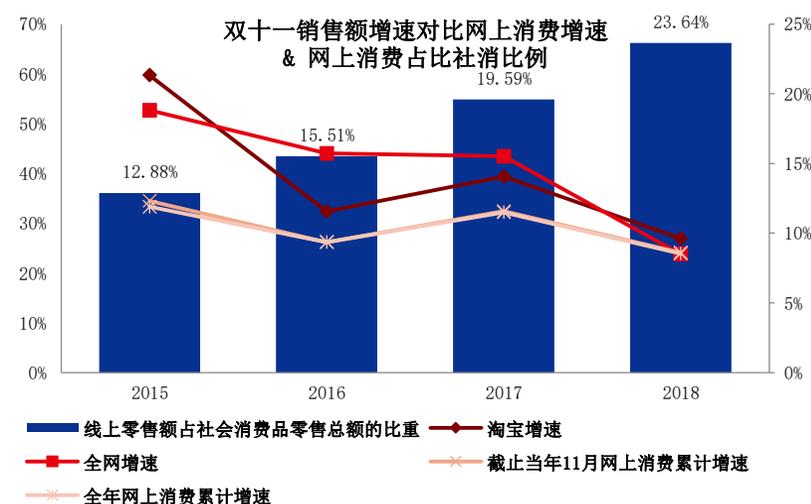
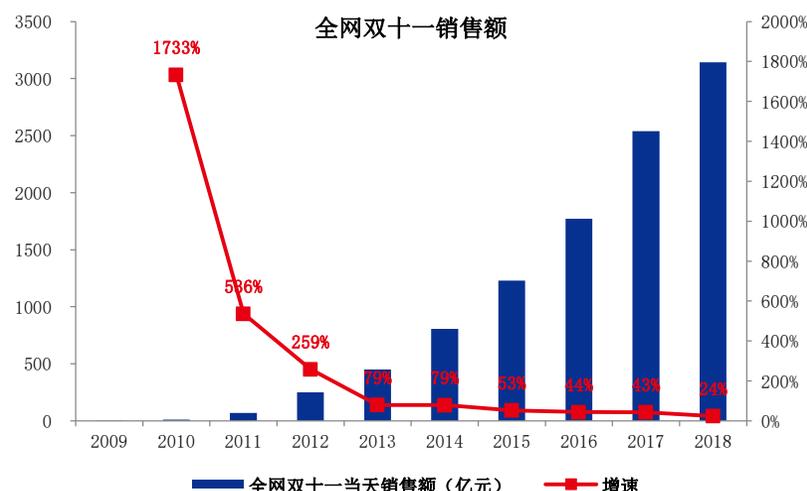
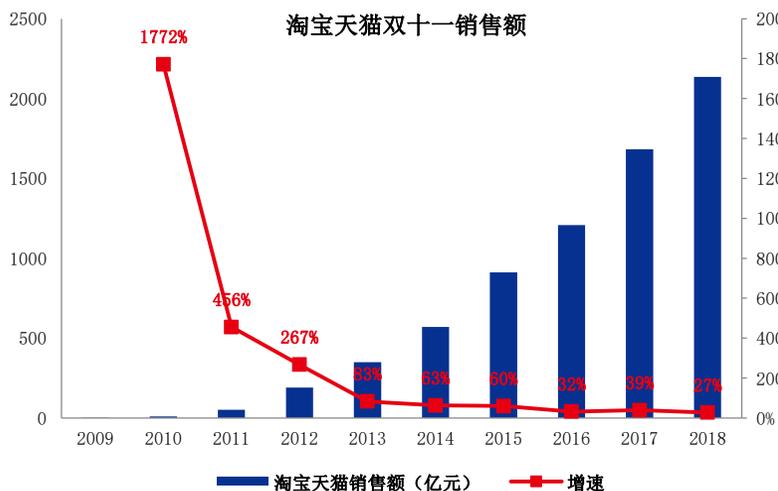
- 春节销售额增速与社消增速保持相同的变化趋势
- 2019年春节期间零售与餐饮的销售额规模超过1万亿，可比口径的同比增速为8.50%
- 春节期间的销售额增速表现优于当年1-2月份社消总额累计同比增速
- 春节销售额占比1-2月份社消总额比例逐年上升，2019年达到15.21%

节假日销售额变化趋势——十一假期



- 十一日均销售额增速与社消增速保持相同的变化趋势
- 2018年十一期间零售与餐饮的销售额规模达到1.4万亿，可比口径的同比增速为9.50%
- 十一期间的日均销售额增速表现优于社消总额同比增速
- 十一销售额占比10月当月社消总额比例在40%左右波动

节假日销售额变化趋势——电商双十一促销



- “双十一”线上销售额增速与网上消费增速保持相同的变化趋势
- 2018年“双十一”期间线上销售额规模超过3000亿，可比口径的同比增速为23.76%
- “双十一”全网线上增速表现优于社消中网上消费同比增速
- 线上零售额占比社消总额比例逐年上升，2018年达到23.64%

02 | 从不同角度挖掘必选渠道的产业价值

China galaxy securities

消费增速滑落期间更加偏好选择必选消费渠道

从周期属性的角度

必选消费更抗周期，消费需求更为稳定



从产业链的角度

必选渠道与上下游的议价能力更强，毛利率水平表现更好

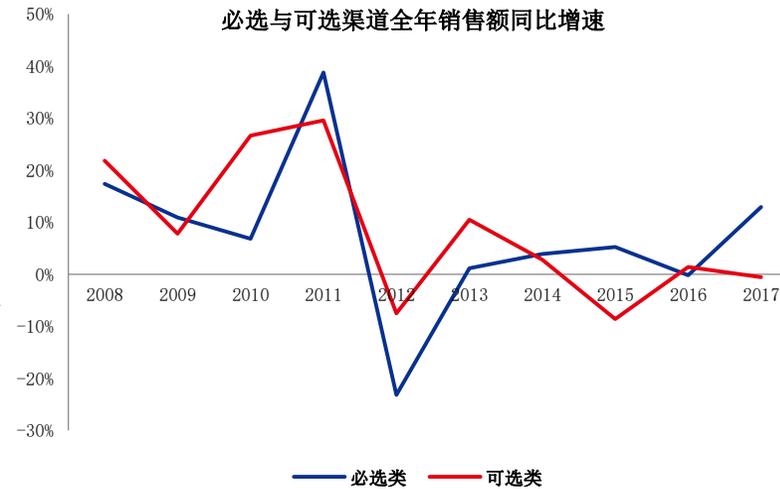
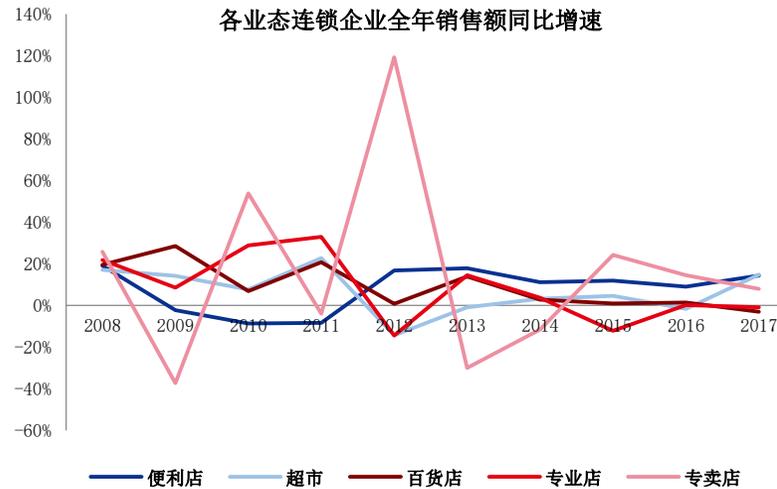
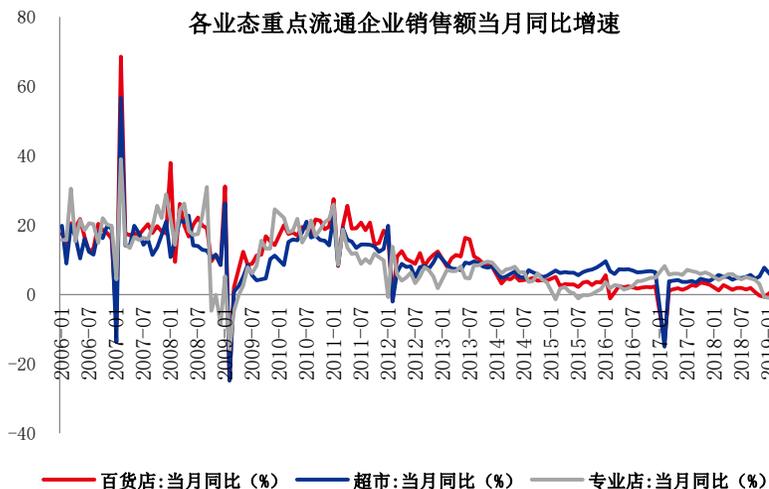


从价格传导的角度

必选品的生产价格和消费价格都存在相对优势，价格传导与利益分配更为通畅



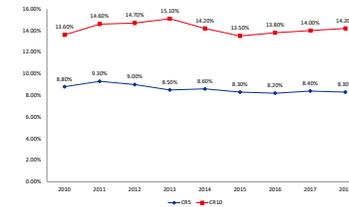
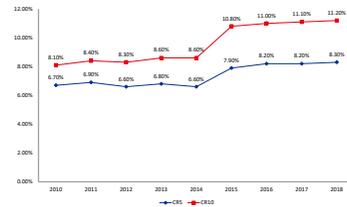
必选消费具有抗周期的特征



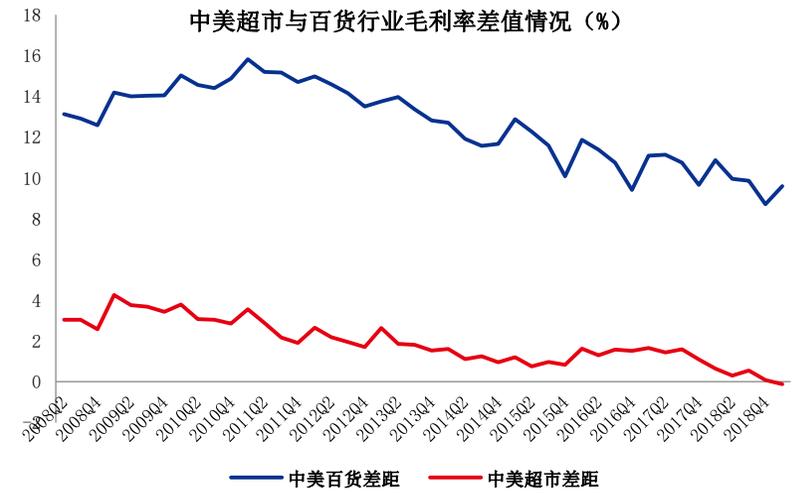
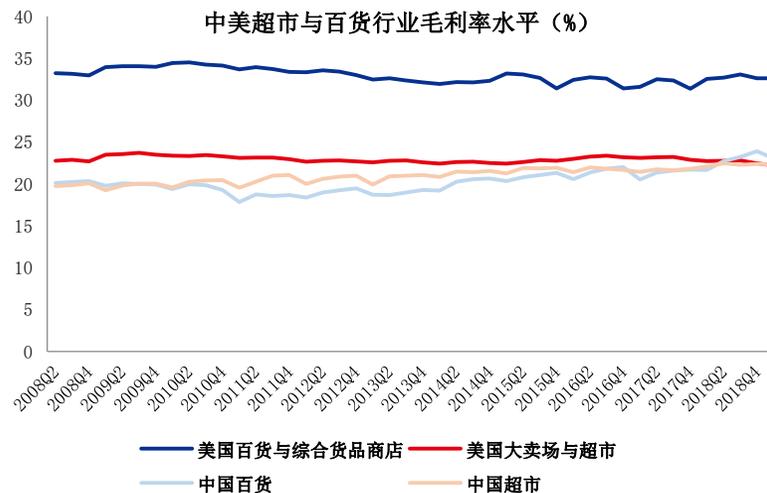
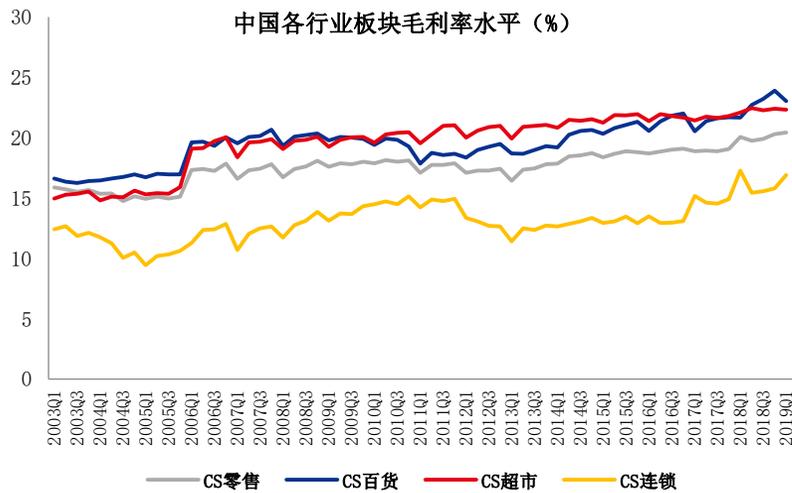
- 重点流通企业当月同比增速表现：超市最优，百货与专业店相对劣势
- 连锁企业销售额同比增速表现：必选类（便利店和超市）呈向上趋势且变化的幅度更小，走势更为平稳；可选类（百货、专业店和专卖店）增速下行

必选消费需求更稳定

		必需消费	可选消费
主要商品品类		食品粮油、日用品等	品牌服饰、家具家电等
商品特征		消费频次高，客单价相对较低，易耗品	消费频次低，客单价相对较高，耐用品
主要渠道		超市、大卖场、便利店等	百货、购物中心、专卖店等
需求	类型	满足日常生活基本需求	可支配收入充足时改善生活质量与生活水平，满足更高层次的生活需求
	来源	对应大众群体，来源广	对应特殊消费场景，来源相对较少
	稳定性	高	低
行业竞争情况	市场集中度低	同质化竞争严重	
	宏观经济环境	影响小	影响大
受外界因素的影响	其他行业	上游农业，轻工制造业等供给的影响	不仅受到工业、制造业生产供给的影响，还会受到房地产等其他行业的影响，产业链传导影响范围更大
	线上零售	影响较小，主要针对日用品类，食品中生鲜产品的线下渠道优势更为明显	影响更大，基本都可以通过线上渠道替代购买



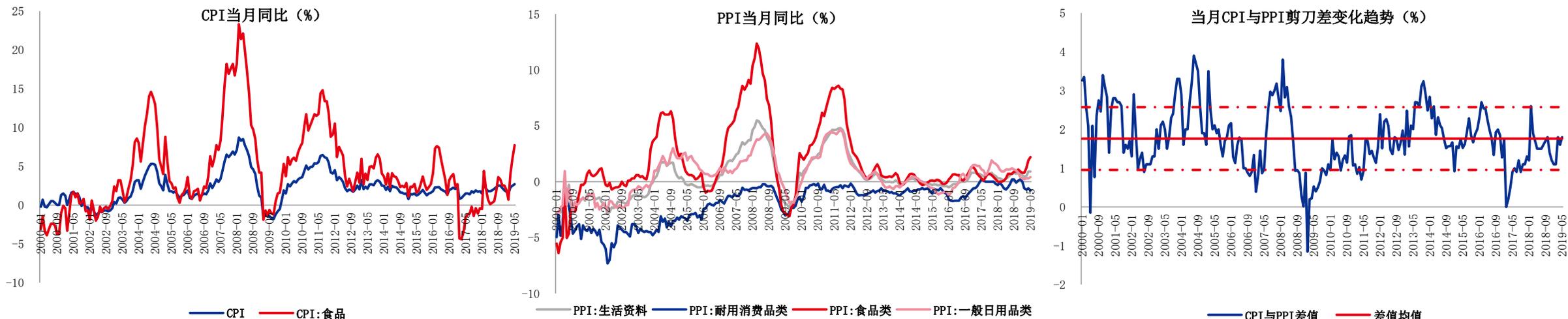
必选消费渠道议价能力更强，相对毛利率表现更好



- 我国的百货渠道应该凭借高弹性的属性而享有毛利率优势，但目前与超市渠道的毛利率水平相当
- 假设美国为成熟市场，百货和超市行业的毛利率水平均较为稳定，可以看出：

我国百货与美国百货相比，毛利率之间存在较大差距，尽管近年差距有所收窄，但是仍高达8-9个百分点；我国超市行业与美国超市行业的毛利率水平较为接近，2019Q1的时候我国超市行业的毛利率水平已经轻微超过了美国

必选消费渠道的价格传导与利益分配更为通畅



- 食品类CPI同比增速与总体CPI同比增速相比上涨的波动幅度更大
- 生活资料中食品类和一般日用品类的PPI同比增速表现优于耐用品PPI同比增速
- 结合来看CPI和PPI的剪刀差，CPI优于生活资料PPI的程度围绕1.76个百分点波动

I

2

3

从金融的角度看零售行业配置
China galaxy securities

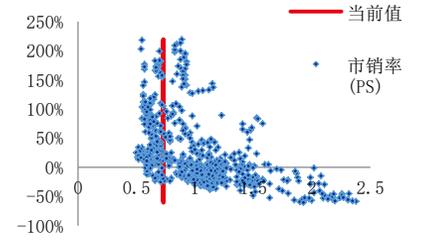
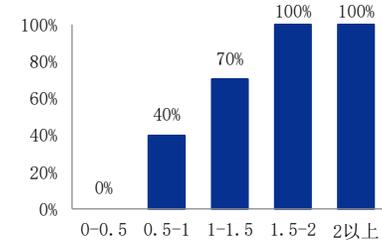
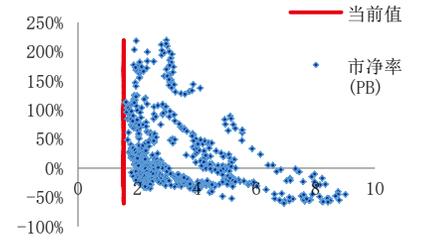
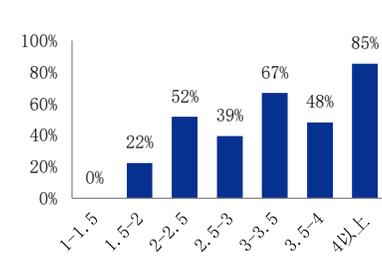
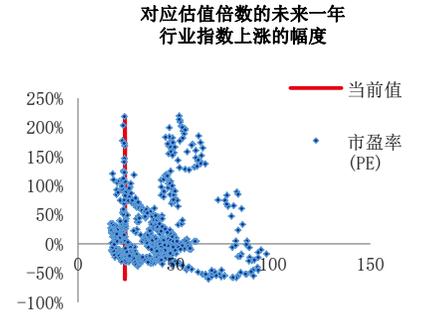
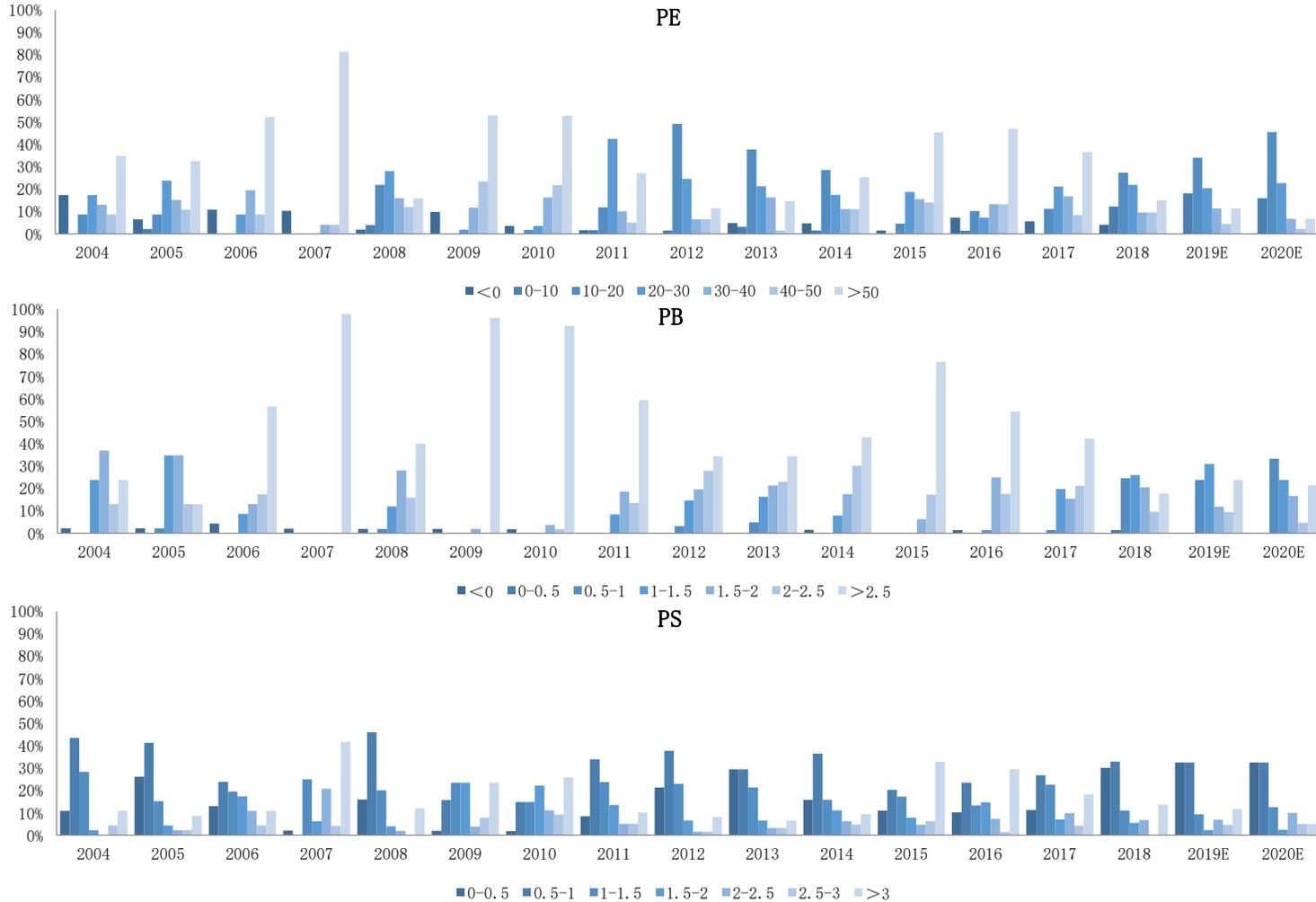
4

5

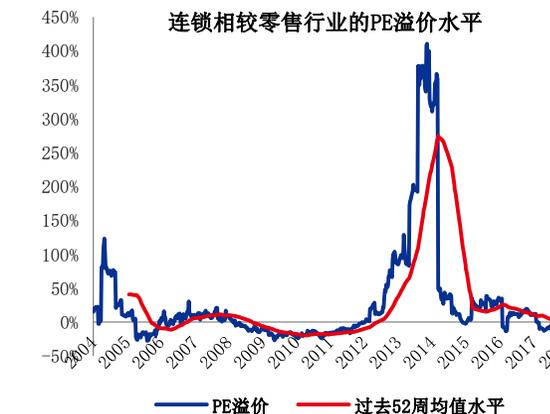
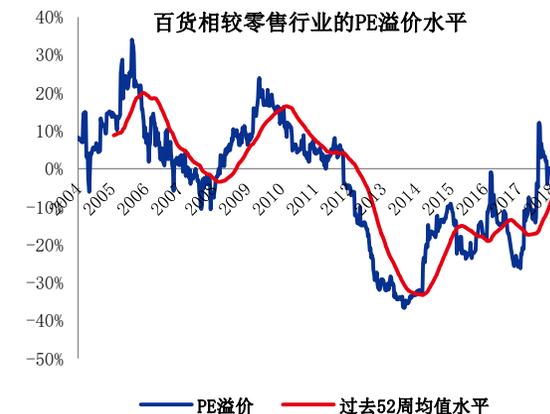
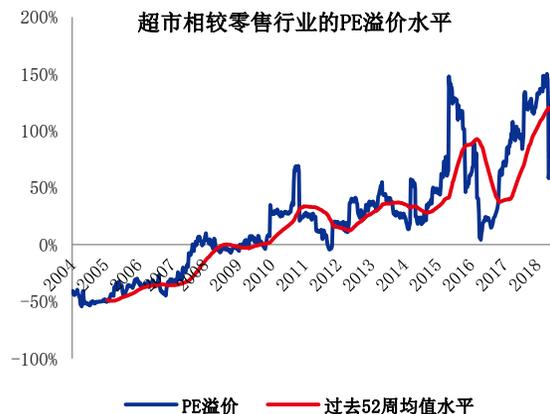
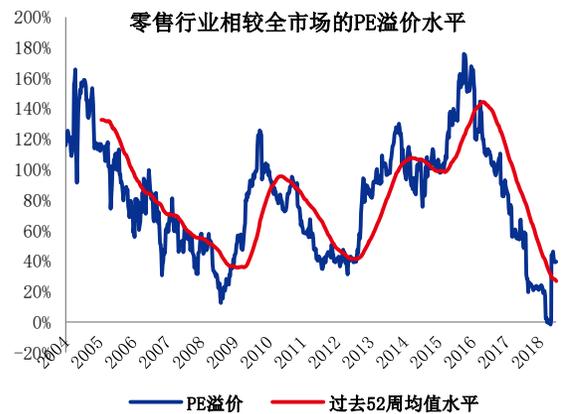
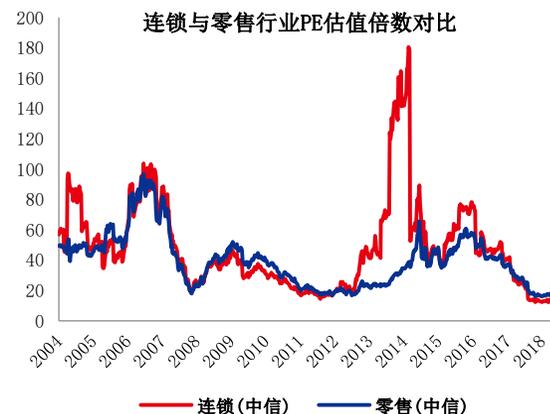
03 | 从金融的角度看零售行业配置

China galaxy securities

零售行业向低估值倍数区间转移，对应行情上扬的概率偏低，幅度更大



零售行业相对于全行业持续存在溢价，PE估值倍数水平较高



零售行业中超市板块在市场配置层面存在相对优势

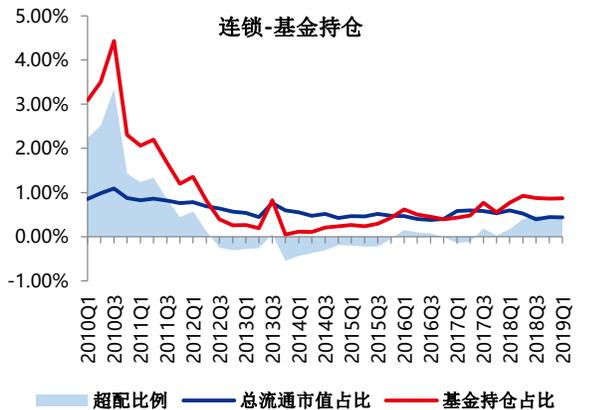
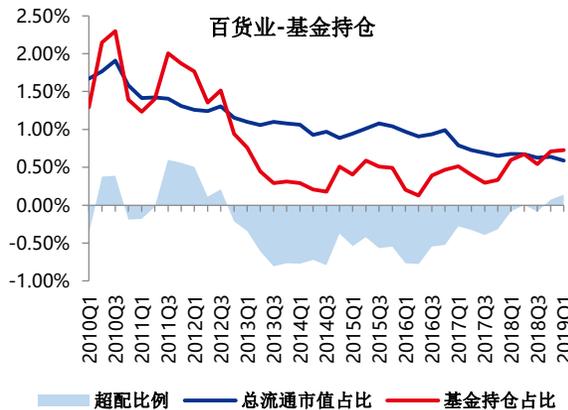
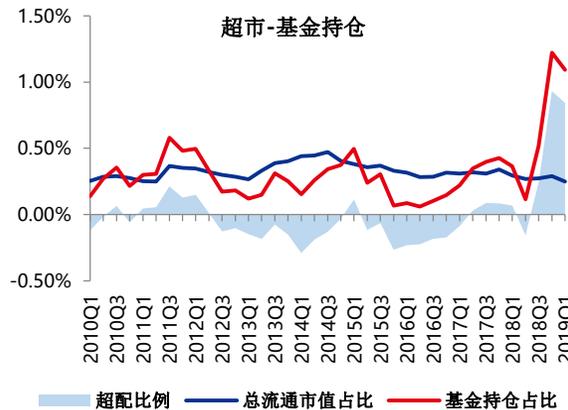
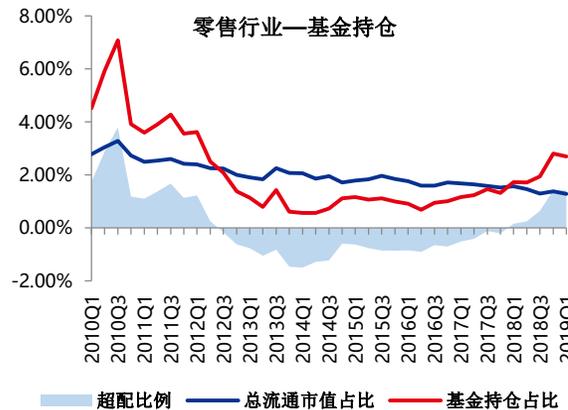


- **市值：**超市的市值占比抬升明显，近期远超过历史均值水平；不考虑回归均值水平的场景，各子板块的表现：超市>连锁>百货
- **成交额：**仅有超市行业表现优于均值和中位数水平；不考虑回归均值水平的场景，各子板块的表现：连锁>超市>百货
- **基金持仓：**2019Q1零售行业超配比例1.41%，其中子行业超配比例超市0.84%>连锁0.43%>百货0.14%，超市行业的基金持仓情况相较历史水平明显高涨，出现偏好
- **破净：**2019Q1破净公司占比超市0%>连锁11%>百货9.5%；长期均值和中位数情况百货~3.5%>连锁~9%>超市~15.5%
- **beta：**超市、百货、连锁相对于零售行业的beta比值分别为0.99、1.01、0.97，历史均值和中位数范围大致分别在0.97-1、0.99-1.03、0.88-1.06范围内，考虑到波动性，可以认为beta代表的系统性风险层面超市（波动性小且风险性偏低）>连锁（波动性大但风险性可以较低）>百货（波动性适中但风险性偏高）



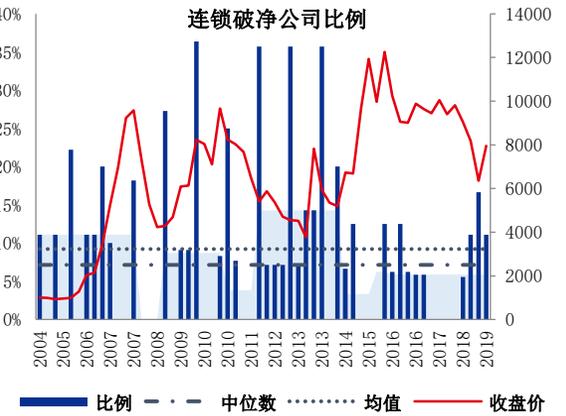
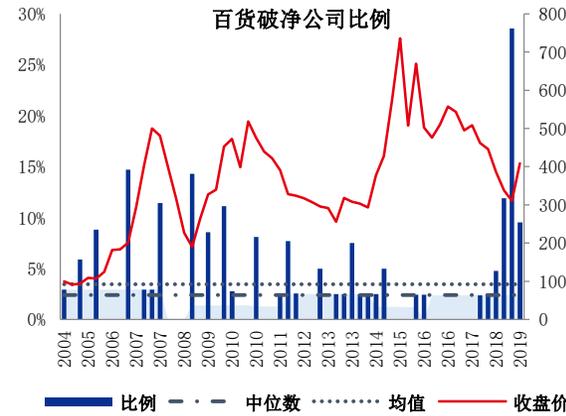
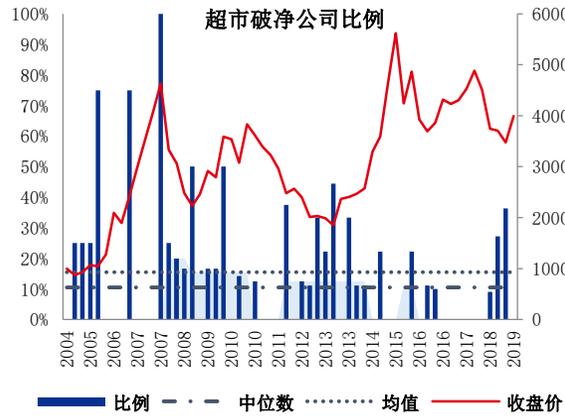
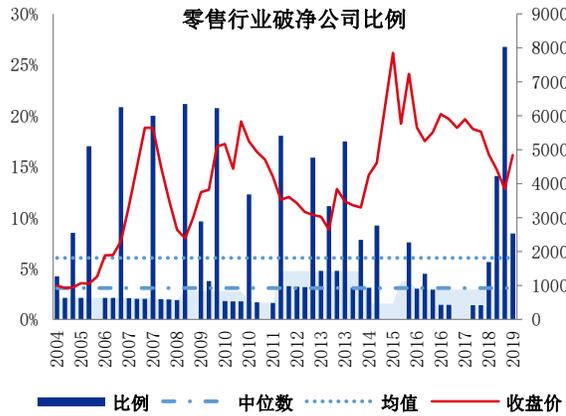
注：① 市值比例系两个对标行业之间的市值比率。

零售行业中超市板块在市场配置层面存在相对优势



注：① 成交额比例系两个对标行业之间的成交额比率；
② 基金持仓情况主要考虑行业与全市场的市值比例，以及行业与全市场的基金持仓市值比例，两个比例之间的差值。

零售行业中超市板块在市场配置层面存在相对优势

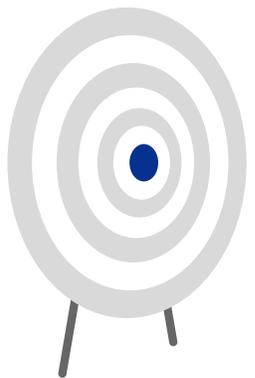


注：①破净公司比例系行业内破净公司数量占比行业内全部公司的比重；
②beta比例系两个对标行业之间的beta值比率。

04 | 配置建议

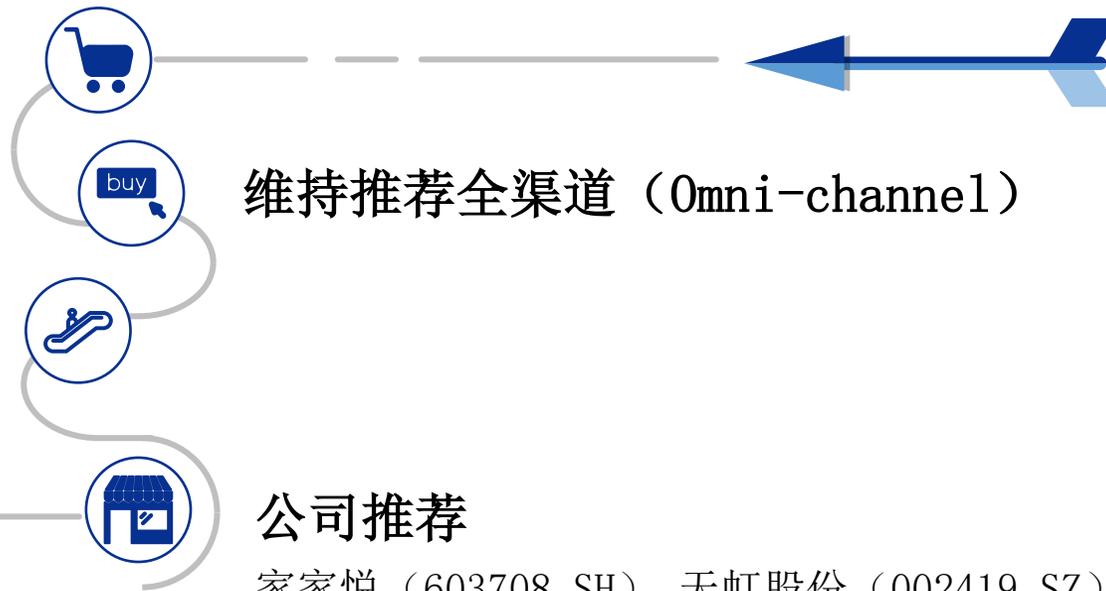
China galaxy securities

配置建议



子版块

建议关注必选消费渠道，
增持超市和购物中心



维持推荐全渠道 (Omni-channel)

公司推荐

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

05 | 风险提示

China galaxy securities

风险提示



消费者信心不足的风险



行业竞争加剧的风险



CPI增速不及预期的风险

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，零售及轻工行业分析师。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。

特别鸣谢：



甄唯萱

- 银河证券研究院，零售及轻工行业分析师助理。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。



章鹏

- 银河证券研究院，零售及轻工行业分析师助理。2019年3月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究工作。纽约大学学士，哥伦比亚大学硕士。



欢迎扫码关注，持续了解行业动态

