

年底双旦将至线上线下促销频繁，维持推荐全渠道配置

核心看点：

1. 10月社消同比增长7.2%，必选商品销售与渠道表现符合预期

2019年10月份，社会消费品零售总额3.81万亿元，同比名义增长7.2%；1-10月份社会消费品零售总额达到33.48万亿元，同比名义增长8.1%，汽车与石油持续滑落以及双十一大促提前分流拖累整体走势。必选消费方面，CPI持续高涨，必选超市渠道Q3当季营收加速增长。可选类商品10月销售额同比增速大幅回落。

2. 零售行业指数下跌4.62%，行业估值指标仍处于较低的历史百分位点

11月份商贸零售指数下跌4.62%，跑输深证成指（-1.03%）、上证综指（-2.29%）。新零售指数下跌-4.85%，跌幅略高于商贸零售指数。商贸零售各子行业中，百货板块（-3.05%）跌幅最小，连锁板块（-5.56%）表现其次，超市板块（-7.55%）下滑较为明显。关注核心组合本月下跌-8.53%，年初至今累计上升7.32%。CS商贸零售行业PB、PS、PE估值指标均处于较低的历史百分位点，分别为0.50%/11.00%/13.20%。

3. 十二月投资建议：维持全渠道配置，推荐超市、购物中心和化妆品

伴随年底传统消费旺季的回归，圣诞与元旦双节将至，且2020年春节提前至1月，线下促销频繁。同时，今年全网双十一销售额呈现出加速扩张趋势，各平台“双十二”线上活动也在陆续开展。在全渠道促销的各类商品中，化妆品类商品作为促销的重点品类销售额增速表现较好。我们维持前期全渠道配置的逻辑不变，同时建议重点关注超市、购物中心和化妆品。公司方面维持周报和月报的推荐组合：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）。

表：核心组合10月表现

股票代码	股票简称	权重	月涨跌幅 (%)	累计涨幅 (年初至今, %)	绝对收益率 (入选至今, %)	相对收益率 (入选至今, %)
603708.SH	家家悦	20%	-7.60	53.33	37.88	53.26
002419.SZ	天虹股份	20%	-6.01	-9.01	-5.39	31.42
002867.SZ	周大生	20%	-9.61	-4.17	-22.35	6.34
002024.SZ	苏宁易购	20%	-8.20	1.04	-5.00	24.82
601933.SH	永辉超市	20%	-11.23	-4.60	-20.53	-17.74

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4. 风险提示

中美贸易战升级的风险，消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

零售行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

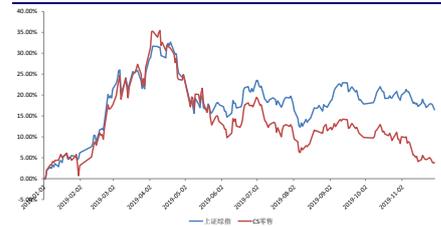
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

时间 2019.11.29



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

相关研究

《行业月报_关注双十一线上大促，维持推荐必选消费渠道_20191101》

《行业月报_十一黄金周销售额同比上涨8.5%，维持推荐必选消费渠道_20191008》

《行业月报_9月维持推荐必选消费渠道_20190901》

《行业月报_8月维持推荐核心组合_20190801》

《行业月报_暑期消费淡季将至，维持推荐核心组合_20190702》

《行业月报_中美贸易不确定性犹在，推荐超配必选消费_20190603》

《行业月报_5月维持推荐超配零售行业_20190508》

《行业月报_4月维持推荐全渠道配置_20190408》

《行业月报_3月维持建议主线与主题双线配置_20190228》

《行业月报_2月建议主题与主线双线配置_20190131》

《行业月报_1月重点关注超市与购物中心_20191230》

目 录

一. 行业情况	3
(一) 行业总体情况: 10 月社消同比增速回落至 7.2%, 汽车销售持续疲软, 双十一预售形成分流	3
(二) 必选消费: 10 月 CPI 同比大幅提升 3.8%, 必选超市渠道 Q3 当季营收增速加速回升	4
(三) 可选消费: 可选品类 10 月销售额增速大幅回落; 百货与专业连锁渠道 Q3 营收规模表现各异	6
二. 市场行情	8
(一) 商贸零售指数 11 月下跌 4.62%, 子行业中超市板块连续三个月领跌跑输行业总体水平	8
(二) 零售行业估值处于较低的历史百分位水平	10
(三) 市场资金流向多元, 相对偏好超市与连锁板块	11
(四) 核心关注组合表现较好	12
三. 十一月核心组合公司经营情况跟踪	13
(一) 家家悦 (603708.SH)	13
(二) 天虹股份 (002419.SZ)	14
(三) 周大生 (002867.SZ)	14
(四) 苏宁易购 (002024.SZ)	14
(五) 永辉超市 (601933.SH)	14
四. 十二月份配置建议	14
五. 风险提示	15

一. 行业情况

(一) 行业总体情况：10月社消同比增速回落至7.2%，汽车销售持续疲软，双十一预售形成分流

2019年10月份，社会消费品零售总额3.81万亿元，同比名义增长7.2%（扣除价格因素实际增长4.9%）；除汽车以外的消费品零售额为3.49万亿元，增长8.3%。2019年1-10月份社会消费品零售总额达到33.48万亿元，同比名义增长8.1%；除汽车以外的消费品零售额达到30.31万亿元，增长9.0%。其中，1-10月份食品粮油以及日用品等必选品类累计同比增速分别为10.4%和13.4%，维持领先的较高速增长，符合预期，弱周期的优势显现。2019年1-10月份实物商品网上零售额为6.52万亿元，同比增长19.8%，占社会消费品零售总额的比重为19.47%。整体零售市场表现分化，1-10月份必选消费品类表现符合预期，但食品粮油、日用品、化妆品等表现较为优异的品类所占零售额份额较小，难以撬动社消总额整体水平上行；同时从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额增速较上月下跌1.9个百分点至1.2%，1-10月份累计增速仅为3.8%，表现不及社零整体走势，当前规模以下的零售商市场依旧贡献主要增长。纵观过去一年单月的社消增速表现，整体保持波动向下的趋势。

十月初，2019年最后一个小长假“十一黄金周”已经结束，全国零售餐饮实现销售额1.52万亿元，增速较2018年下滑1.0个百分点至8.5%（对比10月单月社消增速（不含汽车）为8.3%，1-10月份社消累计增长8.1%）；根据我们在中期策略中提到的观点，历史上十一期间的销售额对应占据10月份社消零售额的比重约为40%，且其增速基本代表了当月社消增速的向上空间上限；今年十一销售额占比社消比重达到39.89%，占比情况与增速表现均符合预期。网上零售额由于高增速的特征，占社消比重逐年提升，11月重点关注双十一线上表现对于全年网上零售额的影响，目前我们检测的双十一销售情况也证明了线上促销对于化妆品、家电3C产品和家具产品的10月销售会产生分流影响。

10月社消同比增速较上月下滑0.6个百分点，是今年4月份达到7.2%的极低值后再次触底；参考往年的同比增速数据，过去3年10月份的当月同比增速较9月均会环比减速，收窄幅度在0.3-0.7个百分点范围内变化，因此本月增速的波动符合历史规律。社消增速依旧明显受到汽车、石油及制品两大类（10月单月零售额分别贡献限额以上单位商品零售的26.20%、13.93%）商品零售额同比下滑拖累，但由于二者表现持续向下，其所占份额以及对于社消的影响程度也对应出现下滑；其中汽车类商品在去年同期负增长（-6.4%）低基数的情况下依旧同比下降3.3%，较上月跌幅扩大1.1个百分点，表现不容乐观；相比之下油价上涨导致石油及制品类去年同期实现高速增长（+17.10%），今年回落尚属合理。排除汽车的影响，10月同比增速较上月下滑0.7个百分点，同样符合历史的波动水平。

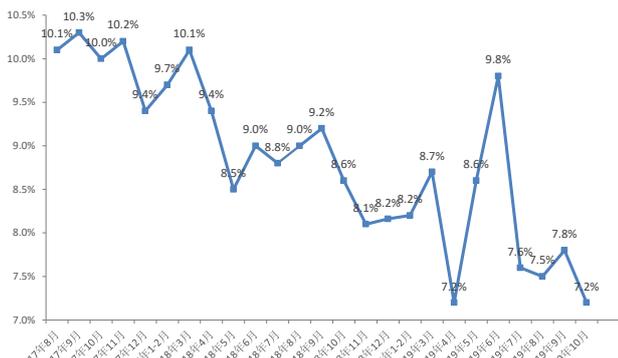
表1：2019年10月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	10月		1-10月	
	绝对量(亿元)	同比增长(%)	绝对量(亿元)	同比增长(%)
社会消费品零售总额	38104	7.2	334778	8.1
其中：除汽车以外的消费品零售额	34876	8.3	303066	9.0
其中：限额以上单位消费品零售额	12322	1.2	118919	3.8

其中：实物商品网上零售额	-	-	65172	19.8
按经营地分				
城镇	32744	7.0	286268	7.9
乡村	5360	8.6	48510	9.0
按消费类型分				
餐饮收入	4367	9.0	36932	9.4
其中：限额以上单位餐饮收入	846	5.6	7695	7.1
商品零售	33737	7.0	297846	7.9
其中：限额以上单位商品零售	11476	0.9	111224	3.6
粮油、食品类	1241	9.0	11808	10.4
饮料类	180	9.5	1723	9.8
烟酒类	308	4.4	3173	6.7
服装鞋帽、针纺织品类	1153	-0.8	10624	2.8
化妆品类	234	6.2	2382	12.1
金银珠宝类	199	-4.5	2134	0.1
日用品类	506	12.0	4845	13.4
家用电器和音像器材类	678	0.7	7195	5.4
中西药品类	484	5.1	4801	9.6
文化办公用品类	249	-3.4	2531	5.4
家具类	174	1.8	1569	5.4
通讯器材类	418	22.9	3813	8.0
石油及制品类	1717	-4.5	16412	1.0
汽车类	3228	-3.3	31712	-1.0

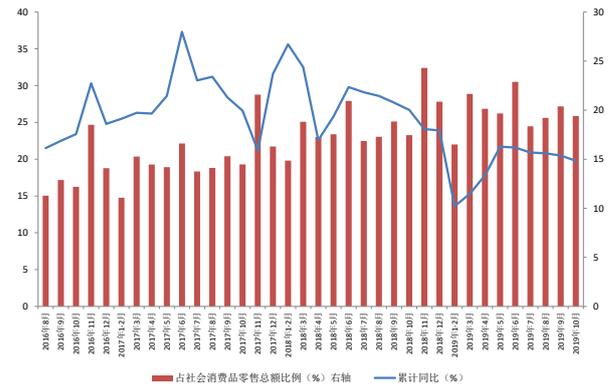
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 1：社会消费品零售总额分月同比增长



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 2：网上实物零售额增速及占社会消费品零售总额比重



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

(二) 必选消费：10月CPI同比大幅提升3.8%，必选超市渠道Q3当季营收增速加速回升

10月CPI同比增速较前一月大幅提升0.8个百分点至3.8%，达到过去7年（自2012年10月以来）的最高值水平；其中食品价格上涨15.5%，涨幅扩大4.3个百分点，影响CPI上涨

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

约 3.05 个百分点；猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，贡献 CPI 同比总涨幅的近三分之二；由于消费肉食的替代效应持续发挥作用，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 12.3%—21.4% 之间，五项合计影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点；秋冬应季蔬果上市，供应充足，鲜果和鲜菜价格分别下降 0.3% 和 10.2%，两项合计影响 CPI 下降约 0.28 个百分点。八大类价格环对比中，除居住与上月持平外，价格全部环比上涨。其中，食品烟酒以 2.7% 的环比增幅领涨，衣着、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健和其他用品和服务价格分别上涨 0.3%、0.1%、0.1%、0.1%、0.1%、0.1%。

从渠道来看，超市表现较好，2019Q3 营业收入当季同比增长 11.28%，较去年水平出现回暖趋势；超市等必选渠道商品销售需求稳定，伴随前三季度 CPI 的稳步提升，板块内公司三季度营收规模得到保障。2019 年 6 月 21 日，商务部在全国品牌连锁便利店发展工作会议上提出将全面部署推动便利店品牌化连锁化发展工作，根据会议内容指导，未来便利店会趋向于品牌化、连锁化、智能化的发展，行业在门店布局、增加品牌连锁便利店数量、提高商品和服务供给水平等方面都有望做出提升改善。

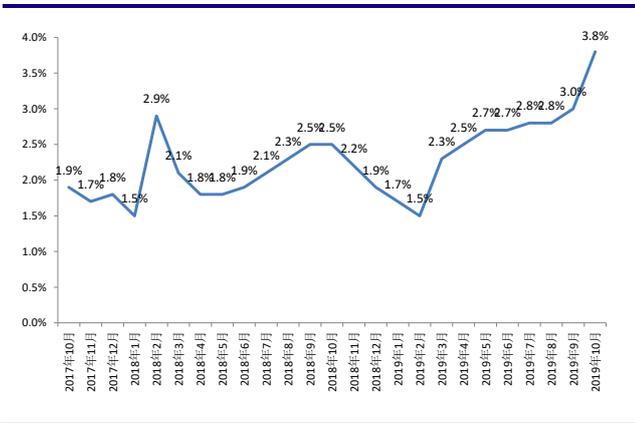
表 2：2019 年 10 月份居民消费价格指数（CPI）主要数据

	环比涨跌幅	同比涨跌幅	1-10 月同比涨跌幅
居民消费价格	0.9	3.8	2.6
其中：城市	0.8	3.5	2.5
农村	1.2	4.6	2.8
其中：食品	3.6	15.5	7.4
非食品	0.2	0.9	1.4
其中：消费品	1.4	5.2	3
服务	0	1.4	1.8
其中：不包括食品和能源	0.1	1.5	1.7
其中：不包括鲜菜和鲜果	1.1	4.2	2.3
按类别分			
一、食品烟酒	2.7	11.4	5.7
粮 食	0.1	0.5	0.5
食 用 油	1.2	3.3	0.6
鲜 菜	-1.7	-10.2	3.5
畜 肉 类	14.7	66.8	20.5
其中：猪 肉	20.1	101.3	29.7
牛 肉	2.5	20.4	10.2
羊 肉	2	16.1	11.7
水 产 品	-1.1	2.7	0
蛋 类	-1.3	10.4	4.5
奶 类	0	0.9	1.7
鲜 果	-5.7	-0.3	16.5
烟 草	0	0.7	0.5
酒 类	0.6	2.7	1.9
二、衣着	0.3	1.2	1.7

服 装	0.4	1.4	1.9
衣着加工服务费	0.4	3.8	4.2
鞋 类	0	0.4	1
三、居住	0	0.5	1.5
租房房租	-0.1	1.2	2
水电燃料	0.2	-0.8	0.7
四、生活用品及服务	0.1	0.6	1
家用器具	0	-1	-0.5
家庭服务	0.2	4.2	4.9

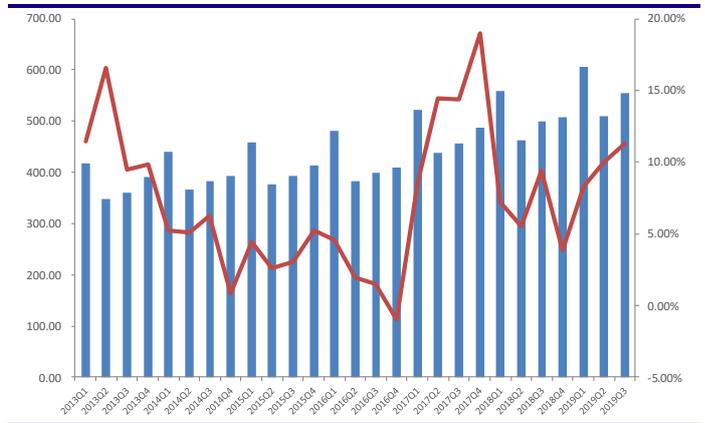
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 3：居民消费价格指数（CPI）当月同比



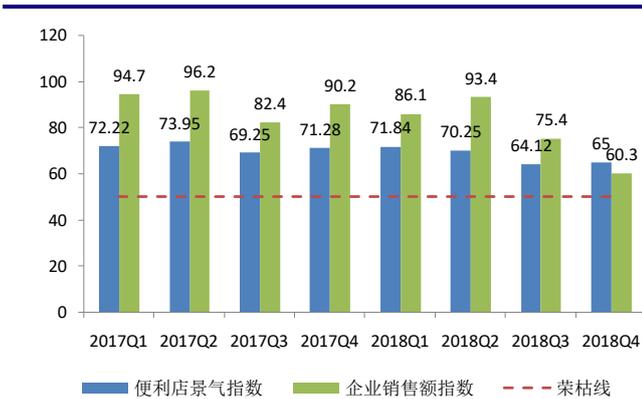
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 4：超市营业收入（亿元）及当季同比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：便利店景气指数与便利店企业销售额指数



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

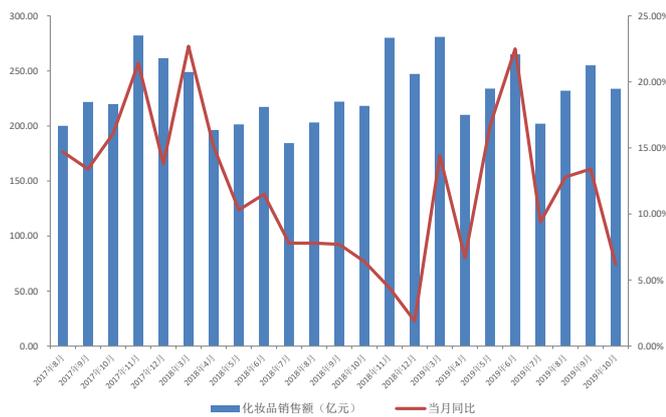
（三）可选消费：可选品类 10 月销售额增速大幅回落；百货与专业连锁渠道 Q3 营收规模表现各异

从产品品类来看，化妆品 10 月零售额增幅较上月收窄 7.2 个百分点至 6.2%，出现增速的大幅回撤，达到今年以来的单月增速最低点，1-10 月份累计增速下滑 0.7 个百分点至 12.1%，但在细分品类中的增速表现依旧亮眼。黄金珠宝 10 月零售额同比下跌 4.5%，较上月跌幅收窄

2.1个百分点，连续四个月处于规模收紧的负增长状态，累计增速下降0.5个百分点至0.1%；服装鞋帽10月零售额单月同比增速较上月大幅下跌4.4个百分点至-0.8%，当月累计增速滑落0.5个百分点至2.8%（上年同期累计增长8.4%，但去年10月的当月同比增速较前一月亦出现环比下滑4.3个百分点的剧烈波动）。考虑到百货渠道、专业连锁渠道与线上平台的同质化竞争较为激烈，服装鞋帽以及化妆品等商品在各渠道之间不存在明显的供应差距，消费者主要受到性价比的影响；10月下旬线上平台的双十一预售活动已经开展，线上商品的折扣价格相较百货渠道表现出相对优势，因此提前开始对百货及专业连锁渠道销售额形成分流。

从渠道来看，2018全年购物中心综合指数为64.5，同比下降4.0，高出荣枯线14.5；购物中心聚客能力相对更强，客流量的提升推动销售额增速跑赢整体零售餐饮企业的表现。体验式门店丰富了消费者的购物场景，不仅可以吸引消费者到店以增加到店频次与客流量，同时可以拉长顾客的驻店时间，把握潜在的多样化消费需求，全方面推动销售额的稳步提升。百货业态2019Q3总体营业收入在上半年缩窄后进一步萎缩至737.35亿元，当季同比增速由2019Q2的-7.55%下挫至2019Q3的-12.60%。连锁行业营收增速延续了二季度的强势上扬趋势，2019Q3营收增速由上一季度的11.05%提升至84.11%。

图6：化妆品销售额（亿元）及当月同比（%）



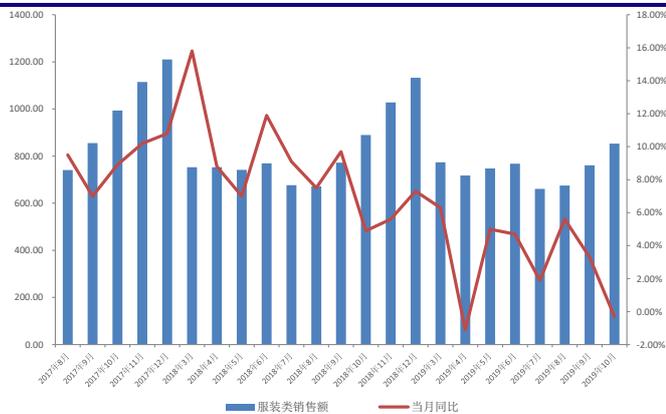
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图7：金银珠宝销售额（亿元）及当月同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8：服装销售额（亿元）及当月同比（%）



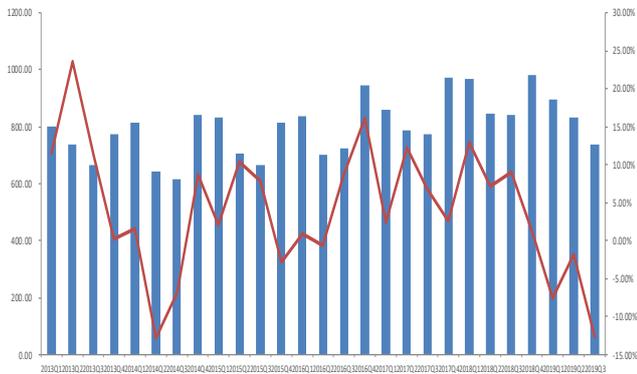
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图9：购物中心发展指数



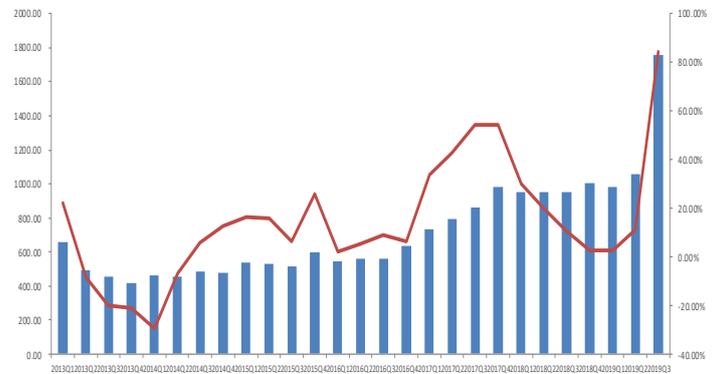
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10: 百货营业收入 (亿元) 及当季同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 连锁店营业收入 (亿元) 及当季同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二. 市场行情

(一) 商贸零售指数 11 月下跌 4.62%，子行业中超市板块连续三个月领跌跑输行业总体水平

11 月份商贸零售指数下跌 4.62%，跑输深证成指（-1.03%）、上证综指（-2.29%）。新零售指数下跌-4.85%，跌幅略高于商贸零售指数。商贸零售各子行业中，百货板块（-3.05%）表现最佳仅录得得福最小，连锁板块（-5.56%）表现其次，超市板块（-7.55%）跌幅明显高于商贸零售行业整体水平。

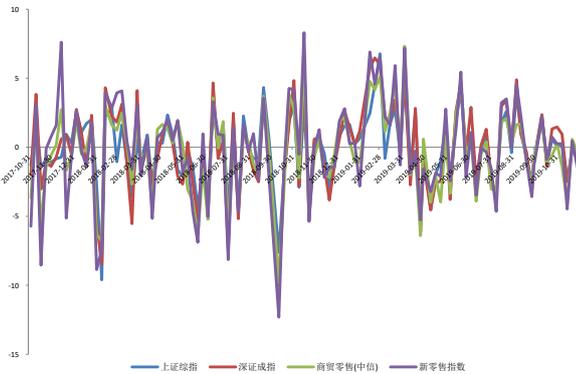
百货板块中，天虹股份（002419.SZ，-4.24%）在上海进口博览会上与四家海外企业达成战略合作并签订超亿元采购协议，经过四年的国际采购业务推进，当前天虹已与超过 20 多个国家 70 多个海外厂家的直接合作。海外直采提升公司旗下的产品品质，迎合当前消费升级的需求，通过打造精品化的产品结构，有利于品牌升级；同时公司的直采比重提升利于提升公司对于上游品牌的把控能力，进一步改善供应链的运营情况。今年“双 11”期间天虹各业态线上销售均创历史新高，凸显出公司近年来坚持对门店数字化以及会员管理体系的不断投入已经取得了一定成效，并且公司持续加码的超市板块在公司拓展微信小程序等线上入口的帮助下在“双 11”期间实现了线上客流量与客单价同步抬升，加强了公司对超市业态投入的信心。20 日公司公告租赁广东省中山市中澳滨河湾项目部分物业用于开设购物中心，尽管短期内租金和相关投资会带来公司资本支出的增长，并影响公司的现金流表现；但长期来看会持续利好公司营收规模和市场影响力的提升。此次租赁中澳滨河湾项目物业主要用于开设购物中心，将成为公司在华南区开设的第六家购物中心；截止 2019H1 公司在华南区共有 4 家购物中心（占比公司购物中心总数的 27%，数量仅次于华中地区的 6 家），新增的签约门店凸显了广东省大本营的主要地位。公司在经营购物中心方面具备经验，随着购物中心的数量不断扩张且经过时间的考验不断步入成熟的经营状态，将对公司未来业绩带来正面影响。

连锁板块中，苏宁易购（002024.SZ，-6.63%）双十一期间为家装品牌商家提供多种渠道流量入口，通过线上线下融合全面打响渠道升级战，巩固提高家装行业地位；行业数据显示提升生活品质和改善居住环境的二次住房装修需求走强，而苏宁目前针对该项需求主要提出了家装家电以及核心单品的供应链支撑服务，以自身的线下体验搭配线上流量实现销售额的提升。

借此，苏宁的双十一全品类销售场景得到了进一步完善，覆盖市场范围再次扩充。2019年“双11”战报显示11月11日当天，苏宁全渠道订单量增长76%，苏宁物流发货完成率达99.6%，新增Super会员超过百万，移动支付笔数同比增长139%。透过公司今年“双11”期间取得的喜人战绩来看，公司在全渠道、全业态发展上的布局正加速成型，而多业态间的融合将能够最大限度的发挥公司对整个零售体系在金融、物流、科技领域的全方面赋能，从而保证在为顾客提供高质量商品与服务的同时保持各渠道以及各业态间的联动与共振，完善公司所搭建的生态体系。18日苏宁云享仓储二期基金已募集认缴资金合计20.93亿元，将用于收购公司或下属公司拟建、在建及已建成高标准仓储物流设施或所属标的公司，以及市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。伴随公司零售业务规模的持续增长，以及覆盖用户对物流服务时效要求日益增强，同时公司物流能力对外开放进程不断深化，公司需要加快物流仓储资源的投资，预计未来公司将形成“开发-运营-基金运作”的良性资产运转模式。29日家乐福旗舰店在苏宁易购正式上线，二者在渠道、物流、支付方式等方面进一步相互融合

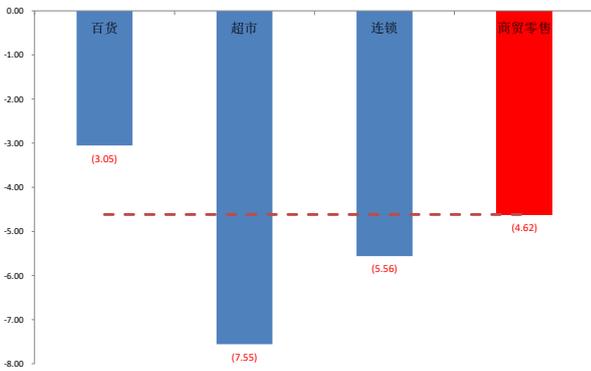
超市板块中，永辉超市(601933.SH, -10.91%)在进博会上与澳大利亚前二名的龙头超市品牌Woolworths签约，成为其在中国的首家线下全品类落地销售的零售渠道；最快在春节前就能在永辉全国重点门店以及线上“永辉买菜”APP等全渠道购买到来自澳洲品牌商品及其自有产品，首批选品包括日配、休闲、清用、个护、葡萄酒等9个系列97支品类。此举不仅符合当前行业发展的需求，消费者对于食品的安全质量和品质要求逐步提升，同时伴随居民消费升级，高品质进口商品的需求也出现增长；同时利于公司进一步打造供应链体系，享受全球供应链网络带来的发展红利。28日公司公告2018年限制性股票激励计划授予的限制性股票第一个解锁期解锁条件已成就，拟为20名符合解锁条件的激励对象解锁合约292.92万股股票(占公司当前总股本比重0.03%)上市流通；此外公司拟回购3名激励对象已获授尚未解除限售的限制性股票91.806万股并注销，回购金额为各自初始认购金额加上银行同期定期存款利息。家家悦(603708.SH, -9.26%)5日收到《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》，公司对于前期竞得的七家山东华润万家门店可以开展进一步的收购行为，从而利好公司在山东本地市占率和行业地位的稳步提升。21日公司公告拟以自有资金投资2.10亿元，通过受让股权及增资方式收购淮北市乐新商贸有限公司75%股权。真棒集团是安徽省淮北市超市销售规模、品牌影响力位居前列的连锁零售企业，在区域发展连锁超市业务接近二十年，目前在淮北市拥有已开业的直营连锁门店31处，经营业态主要为超市，门店的面积总计约10.95万平方米，并自建了支撑超市业务发展的物流中心和食品加工厂。本次标的公司位于安徽省北部的淮北市，邻近山东省，从地理及区位上符合公司超市业务发展的布局，且标的公司经营业态与公司的主力业态一致，容易形成规模化发展效益，预计将增厚公司未来营收并提升公司的市占率，家家悦的全国连锁网络布局进一步扩张。但考虑到短期的资本投入增加；同时为运营新增的31家超市，公司需要持续投入、耗时耗资进行门店的整合与改造，且公告数据显示快乐真棒门店在2018年、2019年前三季度分别亏损2932.93、2480.39万元，在对应门店经营扭亏转盈之前均将对公司的总体盈利情况造成拖累。

图 12: 沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅 (%)



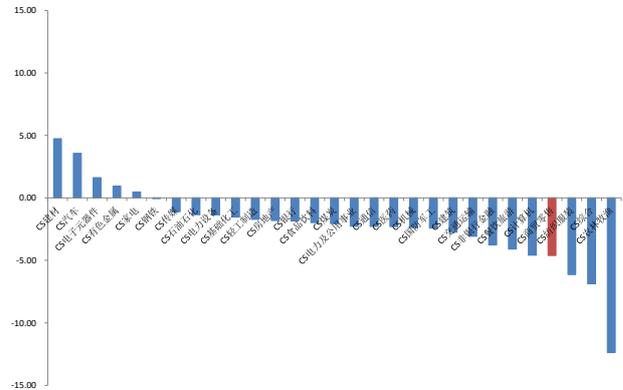
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 商贸零售行业子行业 11 月涨跌幅 (%)



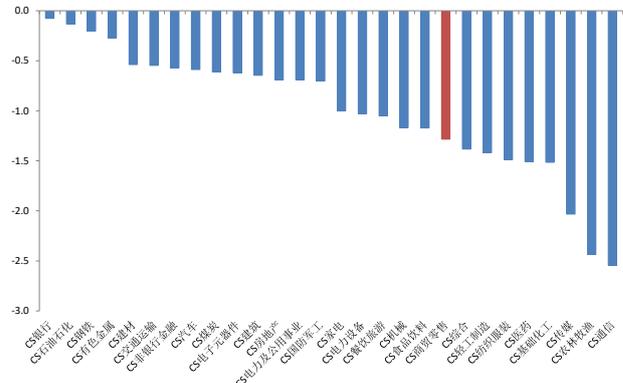
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: A 股市场各行业 11 月涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 11 月各行业资金流向占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 零售行业估值处于较低的历史百分位水平

商贸零售行业总体以及 CS 百货、CS 连锁行业表现与其 PS 变化趋势较为契合, 但 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平, 属于被市场低估的阶段。CS 超市行业表现与 PS、PE 都呈现出一定的契合, PE、PB、PS 水平较高, PS 和 PE 更接近于历史的中枢水平。

表 3: 行业表现和估值指标情况汇总

	指数	PB	PS	PE	
CS 商贸零售	2004. 12. 31 数据	1000. 0000	2. 0470	0. 5440	35. 4957
	2019. 11. 30 数据	3800. 6799	1. 3010	0. 4590	20. 6225
	当月数据对应历史百分位	43. 60%	0. 50%	11. 00%	13. 20%
	相对涨跌幅	280. 07%	-36. 44%	-15. 63%	-41. 90%
CS 百货	2004. 12. 31 数据	1000. 0000	1. 7739	0. 8368	53. 4326
	2019. 11. 30 数据	3135. 8447	1. 0532	0. 6487	19. 9634
	当月数据对应历史百分位	35. 90%	0. 50%	12. 70%	22. 00%
	相对涨跌幅	213. 58%	-40. 63%	-22. 48%	-62. 64%

	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7149	0.3466	29.1656
CS 超市	2019.11.30 数据	3696.1991	2.1472	0.6264	39.3395
	当月数据对应历史百分位	65.70%	23.70%	44.10%	45.30%
	相对涨跌幅	269.62%	25.21%	80.73%	34.88%
	2004.12.31 数据	1000.0000	2.9010	0.6368	56.8370
CS 连锁	2019.11.30 数据	6599.0083	1.2960	0.5025	16.1488
	当月数据对应历史百分位	44.70%	1.60%	11.00%	6.60%
	相对涨跌幅	559.90%	-55.33%	-21.09%	-71.59%

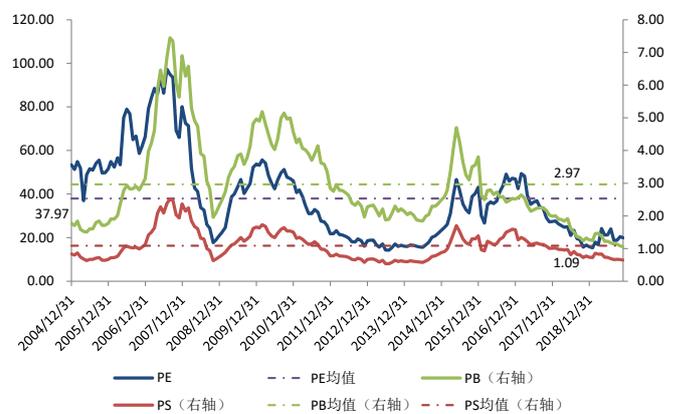
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: CS 商贸零售行业指数与估值指标



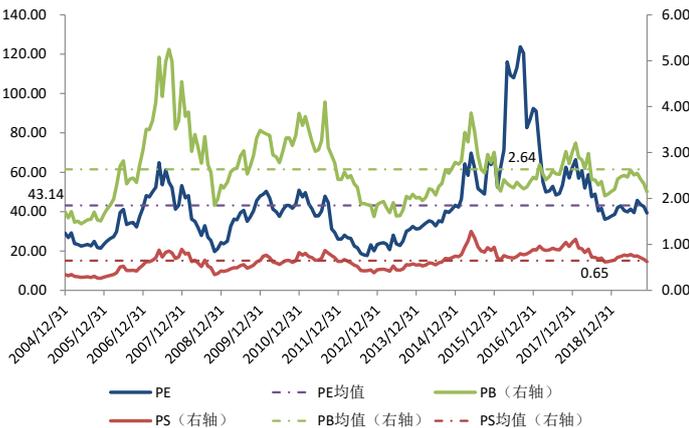
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: CS 百货行业指数与估值指标



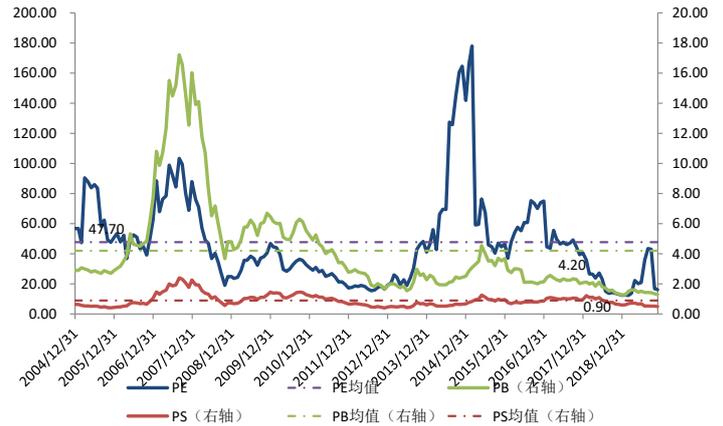
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: CS 超市行业指数与估值指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: CS 连锁行业指数与估值指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 市场资金流向多元, 相对偏好超市与连锁板块

跨境通 (002640.SZ)、红旗连锁 (002697.SZ)、金洲慈航 (000587.SZ)、武汉中商 (000785.SZ)、步步高 (002251.SZ)、飞亚达 A (000026.SZ)、新华锦 (600735.SH)、爱婴室

(603214.SH)、三江购物(601116.SH)、南京新百(600682.SH)等资金持续较高净流入(至少两个月);汇嘉时代(603101.SH)、南极电商(002127.SZ)、安德利(603031.SH)、步步高(002251.SZ)、翠微百货(603123.SH)、鄂武商A(000501.SZ)持续出现涨幅。

苏宁易购(002024.SZ)、徐家汇(002561.SZ)、汉商集团(600774.SH)、广百股份(002187.SZ)、宁波中百(600857.SH)、新华百货(600785.SH)、欧亚集团(600697.SH)、利群股份(601366.SH)、百联股份(600827.SH)、东方集团(600811.SH)、豫园股份(600655.SH)资金净流入占比总市值比重较低(至少两个月);永辉超市(601933.SH)、中兴商业(000715.SZ)、莱绅通灵(603900.SH)持续较大跌幅。

表 4: 11 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名

证券代码	证券简称	月涨幅 (%)	证券代码	证券简称	资金净流入 (亿元)
002091.SZ	江苏国泰	13.51	601933.SH	永辉超市	8.81
600891.SH	秋林集团	12.82	002127.SZ	南极电商	6.03
600628.SH	新世界	9.66	002640.SZ	跨境通	5.58
603031.SH	安德利	9.02	002251.SZ	步步高	4.23
600735.SH	新华锦	7.85	600086.SH	东方金钰	4.23
002251.SZ	步步高	7.78	600682.SH	南京新百	3.61
000026.SZ	飞亚达 A	7.38	600278.SH	东方创业	3.52
603123.SH	翠微股份	6.09	002024.SZ	苏宁易购	3.19
600712.SH	南宁百货	5.95	600612.SH	老凤祥	3.08
000151.SZ	中成股份	4.72	002697.SZ	红旗连锁	3.02

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 核心关注组合表现较好

表 5: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今累计涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	入选时间
603708.SH	家家悦	山东区域超市龙头, 自有完善的生产加工产业链和供应链, 看好其快速开店扩张能力和持续发力的大卖场、综合超市业务; 同时公司开始推进全国性战略布局, 进一步完善供应链和物流布局。	53.33	-7.60	2018.7.23
002419.SZ	天虹股份	升级商业模式、增强门店体验、优化零售业态, 优化业态组合复制提高客流和收益, 实现可比店利润的较好增长, 亏损店大幅减亏扭亏, 新店开店效果提升。全面推进购物中心和独立超市、便利店业务, 稳步布局与数字化改造双管齐下, 供应链优化升级,	-9.01	-6.01	2017.10.16

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

业态创新升级，体验式消费优势逐步显现，业绩增长可期。

002867.SZ	周大生	加盟模式助力门店数量快速扩张，在珠宝首饰行业集中度提升阶段抢占三四线市场份额，在消费升级的大背景下业绩增长可期。	-4.17	-9.61	2018.6.4
002024.SZ	苏宁易购	线下价值凸显，门店数量与可比门店营收稳步增长；线上高增速持续，会员数量攀升，零售+物流+金融三线并进，基本面持续改善。	1.04	-8.20	2017.6.1
601933.SH	永辉超市	公司扩大线下门店规模的同时，不断进行业态升级，新开门店数量显著提升。在主营业态方面，公司聚焦云超主业，必选消费渠道的优势显现；搭配回归本源、节能增效的战略目标，看好其未来业绩增长空间。	-4.60	-11.23	2019.8.14

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20：核心组合累计收益率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三. 十一月核心组合公司经营情况跟踪

(一) 家家悦 (603708.SH)

投资并购	11月21日，公司拟以自有资金投资2.1亿元，通过受让股权及增资方式收购淮北市乐新商贸有限公司75%股权。真棒集团是安徽省淮北市超市销售规模、品牌影响力位居前列的连锁零售企业，在区域发展连锁超市业务接近二十年，目前在淮北市拥有已开业的直营连锁门店31处，经营业态主要
------	---

	为超市，门店的面积总计约 10.95 万平方米，并自建了支撑超市业务发展的物流中心和食品加工厂。本次交易，真棒集团将其在淮北市的超市业务涉及的经营性资产和负债、物流中心和食品加工厂的房产和土地重组至家家悦。真棒集团 2018 年末资产总额 3.20 亿元，负债总额 3.55 亿元，净资产 -3550.86 万元，2018 年度营业收入 5.46 亿元，净利润 -2804.10 万元。
收购完成	11 月 21 日，山东华润万家生活超市有限公司完成工商变更登记手续，公司已成为山东华润万家生活超市有限公司的唯一股东，并取得了由济南市市中区行政审批服务局颁发的《营业执照》。

(二) 天虹股份 (002419.SZ)

租赁项目	11 月 20 日，公司与珠海市横琴新区申润商贸发展有限公司、中山市荣利丰建材有限公司签署房屋租赁合同，租赁广东省中山市中澳滨河湾项目部分物业，用于开设购物中心。该项目租赁面积约 6.13 万平方米，租赁期限 20 年，交易总金额（含租金、商业服务费及停车场场地管理费）约 7.32 亿元。此外，公司对于该项目装修、设备购置等投资约 7856 万元。签订该合同目的在于公司租赁物业开设购物中心，有利于公司扩展连锁门店网络，扩大影响力和提升行业地位。
------	--

(三) 周大生 (002867.SZ)

本月公司无重要公告。

(四) 苏宁易购 (002024.SZ)

回购股票	公司于 2019 年 11 月 4 日首次以集中竞价方式实施回购股份，回购股份数量 359.87 万股，占公司总股本的 0.04%，最高成交价为 10.74 元/股，最低成交价为 10.61 元/股，支付的总金额为 3841.69 万元（不含交易费用）。
投资基金	11 月 18 日，为进一步推进物流地产基金的运作，公司全资子公司江苏苏宁物流有限公司与深创投不动产基金管理（深圳）有限公司计划设立苏宁深创投-云享仓储物流设施二期私募股权投资基金，基金目标募集资金规模不超过人民币 26 亿元，其中江苏苏宁物流或公司下属控股子公司认缴 51%，深创投不动产以管理的资金或深圳市创新投资集团有限公司或其控股下属公司以自有或管理的资金认缴 49%。云享仓储二期基金将用于收购公司或下属公司拟建、在建及已建成高标准仓储物流设施或所属标的公司，以及市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。云享仓储二期基金已募集认缴资金合计 20.93 亿元，其中江苏苏宁物流认缴出资 10.67 亿元，深创投集团下属企业广东红土创业投资管理有限公司代表其管理的私募投资基金认缴出资 10.25 亿元。

(五) 永辉超市 (601933.SH)

限制性股票上市	11 月 28 日，针对于 2018 年限制性股票激励计划授予的限制性股票，公司确认除 1 名已离职的激励对象不符合解锁条件外，其他 20 名激励对象被授予的限制性股票第一个解锁期解锁条件已成就，同意公司为该 20 名激励对象办理解锁事宜，共计解锁 292.92 万股（占目前公司股本总额的 0.03%。），对已离职的 1 名激励对象持有的已获授但尚未解锁的 32.79 万股限制性股票进行回购。
---------	--

四. 十二月份配置建议

伴随年底传统消费旺季的回归，圣诞与元旦双节将至，且 2020 年春节提前至 1 月，线下促销频繁。同时，今年全网双十一销售额达到 4101 亿元，较去年同期增长 30.47%，增速提升

6.71个百分点，呈现出加速扩张趋势，各平台“双十二”线上活动也在陆续开展。在全渠道促销的各类商品中，化妆品类商品表现较好，今年双十一期间国际化妆品品牌销量爆发，部分单品预售销售额均超过2.5亿元；实际销售数据显示目前我国化妆品市场依旧受营销影响较大，国产品牌在大众彩妆、面膜等细分领域具有相对优势；在海外黑五、年底促销等节点化妆品销售将持续占据重要地位。因此在当前的经济环境与市场环境之下，我们维持前期（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持超市和购物中心，重点关注化妆品行业：超市是消费者购买必需品的渠道，CPI中食品粮油类与日用品类商品价格上涨（尤其是果蔬肉禽蛋价格上升）将利好超市同店营收表现，但需要谨防超市板块公司容易出现因为业绩表现难超预期而估值回落的情形；购物中心的发展与消费者追求体验式和个性化的消费需求相匹配，同时相比百货业态，购物中心收入韧性较强，在经济下行时期的抗周期能力凸显；我国化妆品仍以大众市场为主，且随着人均可支配收入上升有较大成长空间，且伴随渠道下沉，受众群体规模增长，而目前美妆（护肤+彩妆）类产品市场份额占比高，同样对应发展机会较多，因此本土品牌在大众和美妆领域存在更多的增长空间。公司方面维持周报和月报的推荐组合：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)。

全渠道配置层面，实体零售渠道和线上零售渠道的无缝衔接符合消费者对于购物体验的升级需求，通过在消费者接触商品、搜集信息、商品比较、商品购买、售后服务等各个环节实现零售渠道和信息渠道的融合，零售企业可以及时全面的跟踪消费者的动态，为之提供个性化的服务体验。全渠道可以帮助零售企业和消费者打通时间和空间的限制，更大程度的丰富现有的消费场景；推荐组合中重点关注：①天虹股份(002419.SZ)：公司持续推进百货的“购物中心化”升级，力推体验式消费，毛利率上升，推动百货可比同店营收和利润同比增长；同时体验式业态的存在利于提升门店聚客能力，延长消费者到店时间，促进百货整体营收增长；购物中心打造特色生活中心，实现可比店销售额与利润双增长；线下购物中心、超市、百货、便利店等业态搭配线上天虹APP不断推进全渠道数字化进程，公司持续优化超市“天虹到家”、百货增加数字化专柜、“超级导购”等数字化服务，运营效率稳步提升。②苏宁易购(002024.SZ)：公司线下门店加速布局，以收购的方式兼并万达百货与家乐福超市，丰富自身百货与超市业态的建设，苏宁小店便利店和零售云加盟店快速推进网点扩张，直营店强化店面经营管理，结合市场需求推进店面的调整升级，丰富店面商品品类，家电3C家居生活专业店、直营店和母婴店同店营收出现不同幅度的高涨；线上聚焦流量、会员，加强社交电商运营，加大资源推进苏宁拼购、苏宁推客等互联网营销产品，实现全渠道会员权益的打通。③永辉超市(601933.SH)：线下超市门店数量加速扩张，BRAVO和MINI店互补搭建完善的消费场景，同时部分门店与京东合作为消费者提供到家服务，满足从到店到到家的延伸；公司另有大科技部板块业务致力于建设全渠道运营营销平台，支撑到家业务的C端应用及线上中台建设与优化，永辉已经完成社区团购、永辉超市小程序的开发落地与推广，并全面落地与应用永辉辉腾2.0。

五. 风险提示

中美贸易战升级的风险；消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

插图目录

图 1: 社会消费品零售总额分月同比增长	4
图 2: 网上实物零售额增速及占社会消费品零售总额比重	4
图 3: 居民消费价格指数 (CPI) 当月同比	6
图 4: 超市营业收入 (亿元) 及当季同比 (%)	6
图 5: 便利店景气指数与便利店企业销售额指数	6
图 6: 化妆品销售额 (亿元) 及当月同比 (%)	7
图 7: 金银珠宝销售额 (亿元) 及当月同比 (%)	7
图 8: 服装销售额 (亿元) 及当月同比 (%)	7
图 9: 购物中心发展指数	7
图 10: 百货营业收入 (亿元) 及当季同比	8
图 11: 连锁店营业收入 (亿元) 及当季同比	8
图 12: 沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅 (%)	10
图 13: A 股市场各行业 11 月涨跌幅 (%)	10
图 14: 商贸零售行业子行业 11 月涨跌幅 (%)	10
图 15: 11 月各行业资金流向占比 (%)	10
图 16: CS 商贸零售行业指数与估值指标	11
图 17: CS 百货行业指数与估值指标	11
图 18: CS 超市行业指数与估值指标	11
图 19: CS 连锁行业指数与估值指标	11
图 20: 核心组合累计收益率变动	13

表格目录

表: 核心组合 10 月表现	1
表 1: 2019 年 10 月份社会消费品零售总额主要数据	3
表 2: 2019 年 10 月份居民消费价格指数 (CPI) 主要数据	5
表 3: 行业表现和估值指标情况汇总	10
表 4: 11 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名	12
表 5: 核心关注组合	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，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，本人承诺，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。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人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。

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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn