

关注消费券与促消费政策的拉动效应，维持推荐韧性凸显的超市渠道

核心看点：

1. 1-2月社消同比大幅下滑，必需品消费逆势增长符合预期

2020年1-2月份，社会消费品零售总额5.21万亿元，绝对值规模较上年同期缩减约1.39万亿元，同比名义下滑20.5%（扣除价格因素实际增长23.7%）；除汽车以外的消费品零售额为4.85万亿元，下降18.9%。其中，限额以上单位消费品零售额1.53万亿元，增长4.4%。2月CPI同比增速较上月的5.4%轻微滑落0.2个百分点至5.2%，维持在高位水平，食品生鲜类产品均保持领先的增速。

2. 商贸零售指数上涨3.85%，行业估值指标仍处于较低的历史百分位点

3月份商贸零售指数上涨3.85%，跑赢上证综指（-4.51%）、沪深300（-6.44%）以及深证成指（-9.28%）。新零售指数上涨0.32%，跑输商贸零售指数。商贸零售各子行业中，一般零售板块（10.17%）走势领先，表现优于商贸零售行业整体水平；贸易板块（-2.48%）、专业市场经营板块（-3.55%）、电商及服务板块（2.61%）、专营连锁板块（-3.52%）均低于商贸零售行业整体水平。关注核心组合本月上漲20.69%，年初至今累计上漲34.26%。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2.10%/22.50%/30.10%。

3. 四月投资建议：维持全渠道配置，推荐韧性凸显的超市渠道

短期内，必需消费品渠道仍将维持优异表现；可选消费品渠道中，由于线下门店客流量爬升缓慢，以线上模式为主可选渠道的复苏进程大概率将优于以线下模式为主可选渠道。建议关注各地方政府及企业发放消费券以及刺激重点商品消费方面的政策，公司方面维持周报和月报的推荐组合：家家悦（603708.SH）和永辉超市（601933.SH）。

表：核心组合3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	50%	22.30	32.70	91.80	104.88
601933.SH	永辉超市	50%	19.07	35.81	9.52	9.67

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4. 风险提示

疫情恶化的风险；新零售推进不达预期的风险；转型进展及效果低于预期的风险。

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

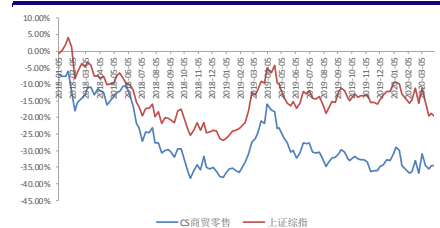
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

时间 2020.3.31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

《行业月报_疫情短期影响整体零售消费，维持推荐抗冲击的必需超市渠道_20200229》

《行业月报_客观环境短期波动较大，维持推荐韧性重要性凸显的超市渠道_20200131》

《行业月报_春节消费旺季已至，建议重点关注超市、购物中心及化妆品板块_20200102》

《行业月报_12月年底双旦将至线上线下促销频繁，维持推荐全渠道配置_20191201》

《行业月报_11月关注双十一线上大促，维持推荐必选消费渠道_20191101》

《行业月报_10月十一黄金周销售额同比上涨8.5%_20191007》

《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》

目 录

一. 行业情况.....	3
(一) 行业总体情况: 1-2 月社消总额受疫情影响大幅下滑 20.5%, 必需消费品表现坚挺.....	3
(二) 必选消费: 2 月 CPI 同比增长 5.2% 维持高位, 食品价格持续上涨利好超市渠道规模扩张.....	4
(三) 可选消费: 1-2 月受疫情影响可选品销售额全面锐减, 消费券及刺激政策出台后望迎强势反弹.....	7
二. 市场行情.....	9
(一) 商贸零售指数 3 月上涨 3.85%, 子行业中一般零售板块领涨.....	9
(二) 零售行业估值整体处于较低的历史百分位水平, 超市及电商 PE 估值水平处于较高分位.....	11
(三) 必选消费渠道龙头广受市场关注, 涨幅表现与资金流入量表现亮眼.....	14
(四) 核心关注组合表现.....	14
三. 三月份核心组合公司经营情况跟踪.....	15
(一) 家家悦 (603708. SH)	15
(二) 永辉超市 (601933. SH)	15
四. 四月份配置建议.....	15
五. 风险提示.....	16

一. 行业情况

(一) 行业总体情况：1-2 月社消总额受疫情影响大幅下滑 20.5%，必需消费品表现坚挺

2020 年 1-2 月份社会消费品零售总额为 5.21 万亿元，同比名义下滑 20.5%（扣除价格因素实际增长 23.7%）；除汽车以外的消费品零售额为 4.85 万亿元，下降 18.9%。2020 年 1-2 月份，全国网上零售额 1.37 万亿元，同比下滑 3.0%。其中，实物商品网上零售额 1.12 万亿元，增长 3.0%，占社会消费品零售总额的比重为 21.5%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 26.4%和 7.5%，穿类商品下滑 18.1%。

2020 年 1-2 月份受新冠肺炎疫情拖累，社消总额增长趋势出现异常降速现象，尽管必选消费品类在此期间受益于居家生活时间拉长以及表现符合预期，但食品粮油与饮料等逆势上涨的品类在零售总额中占比较小，难以弥补其余商品受疫情影响出现的巨幅下滑。从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额增速同比下滑 23.4%，表现不及社零整体走势，证明限额以下的零售商市场在此次新冠疫情中所遭受的负面影响不及限额以上企业。截止 2020 年 2 月底，全国网上商品和服务零售额占比社消总额的比重达到 21.5%，较去年同期 21.2%的水平略有提升，证明尽管受疫情影响快递物流运输受阻，但线上零售渠道在我国社会消费品零售市场中的重要性依旧得到了提升。鉴于历年 1-2 月份包含春节假期这一重要消费时点，根据我们跟踪的历史数据来看，春节七天小长假期间贡献 1-2 月份社消总额的比重呈现出逐年上升趋势，2019 年春节期间消费的 1.005 万亿元占 1-2 月社消总额比重已经达到 15.21%；尽管商务部今年并未披露今年春节消费的具体情况，但本次疫情自 1 月下旬开始全面爆发，恰好完全覆盖春节假期，直接导致零售环节内部分商品销售情况表现分化严重。其中，餐饮业受到的直面影响更为明显，1-2 月份餐饮业销售额同比下降 43.1%，主要是由于本应受益于居民外出就餐的餐饮服务收入转化为以居家生活为主导的超市卖场等必需消费品渠道，从而使得粮油与食品等品类出现逆势增长，但其他可选品类和渠道出现不同程度的规模萎缩的状况。

对比 2003 年非典疫情时期，我们认为社消总额增速的放缓属于短期异常现象。2003 年 4-5 月份是疫情爆发和全面防控的主要时期，5 月社消总额增速阶段性降至 4.3%，但在 7 月时单月同比增速已经恢复至疫情前 10%左右的水平。基于此我们认为，随着我国疫情管控效果的显现，以及近期政府加速推出恢复经济正常运转和提升消费市场活力与热度的各项举措，社会生产与生活势必将逐步恢复正常，而社消增速也将在包括消费券、刺激汽车、家具、家电等重点商品消费的助力下回归疫情前的趋势走向，恢复至于 2019 年全年实现的 8%左右的均值水平，并延续受经济增速放缓而出现的增速惯性滑落趋势。

表 1：2020 年 1-2 月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	1-2 月	
	绝对量（亿元）	同比增长（%）
社会消费品零售总额	52130	-20.5
其中：限额以上单位消费品零售额	16950	-23.4
其中：实物商品网上零售额	11233	3.0

按经营地分

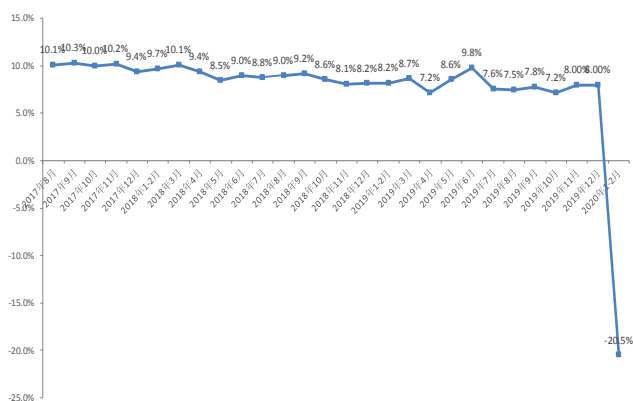
城镇	44881	-20.7
乡村	7249	-19.0

按消费类型分

餐饮收入	4194	-43.1
其中：限额以上单位餐饮收入	928	-39.7
商品零售	47936	-17.6
其中：限额以上单位商品零售	16022	-22.2
粮油、食品类	2591	9.7
饮料类	308	3.1
烟酒类	600	-15.7
服装鞋帽、针纺织品类	1534	-30.9
化妆品类	387	-14.1
金银珠宝类	277	-41.1
日用品类	837	-6.6
家用电器和音像器材类	805	-30.0
文化办公用品类	393	-8.9
家具类	142	-33.5
通讯器材类	665	-8.8
汽车类	3654	-37.0

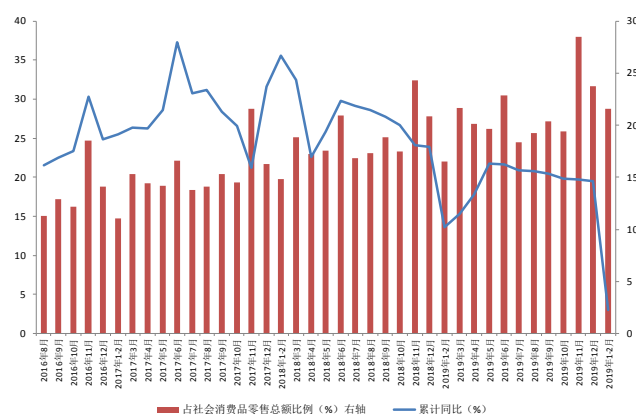
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

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：2月CPI同比增长5.2%维持高位，食品价格持续上涨利好超市渠道规模扩张

2月份，食品烟酒类价格同比上涨16.0%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约4.84个百分点。食品中，畜肉类价格上涨87.6%，影响CPI上涨约3.85个百分点，其中猪肉价格上涨135.2%，影响CPI上涨约3.19个百分点；鲜菜价格上涨10.9%，影响CPI上涨约0.33

个百分点；蛋类价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；粮食价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果价格下降 5.6%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。

环比情况，2 月 CPI 同比增速较上月环比回落 0.2 个百分点，继续维持在 5.2% 的高位。其中，食品烟酒价格环比上涨 4.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.99 个百分点；主要为畜肉类价格环比上涨 7.1%，影响 CPI 上涨约 0.53 个百分点，其中，猪肉价格环比上涨 9.3%，影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点，而消费肉食的替代效应持续发挥作用，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格环比涨幅在 1.3%-9.3% 之间，而鸡蛋价格环比下降 5.8%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点；此外，鲜果价格环比上涨 4.8%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点，而鲜菜价格进一步扩大上月上漲趋势，环比增长达到 9.5%，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点；

分渠道来看，超市、便利店等必选渠道作为居民生活必需品的主要供给渠道，所受冲击相对较小，短期来看，自春节假期以来餐饮行业复工进程缓慢，且消费者卫生安全意识较强，在公共场合就餐意愿不比往期，因此对应原属于餐饮行业的资金流入转移至提供食品、生鲜原材料的超市板块，而超市企业在此次疫情期间，充分利用到家配送的线上服务优势，配合社区周边密集布局的线下优势，获得了客流量与客单价的双重提升，有效拉动业绩增长；长期来看，此次疫情之后，消费者将进一步意识到超市等专业卖场与传统的农贸市场相比具有源头可追踪、售后有保障等服务优势，“农改超”的进程将进一步加速，为未来超市企业加速展店、推进下沉整合提供有利的发展环境。

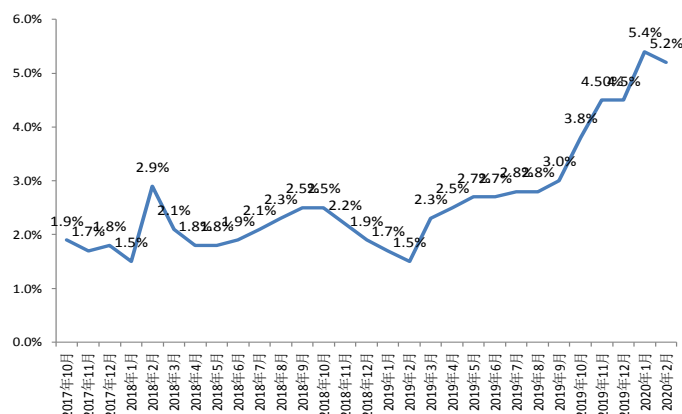
表 2：2020 年 2 月份居民消费价格指数（CPI）主要数据

	环比涨跌幅	同比涨跌幅	1-2 月同比涨跌幅
居民消费价格	0.8	5.2	5.3
其中：城市	0.8	4.8	5
农村	0.9	6.3	6.3
其中：食品	4.3	21.9	21.3
非食品	-0.2	0.9	1.3
其中：消费品	1.4	7.9	7.8
服务	-0.2	0.6	1.1
其中：不包括食品和能源	-0.1	1	1.3
其中：不包括鲜菜和鲜果	0.5	5.2	5.2
按类别分			
一、食品烟酒	3	16	15.6
粮食	0.4	0.7	0.6
食用油	0.5	5.7	5.4
鲜菜	9.5	10.9	13.8
畜肉类	7.1	87.6	82.2
其中：猪肉	9.3	135.2	125.6
牛肉	2.3	21.1	20.6
羊肉	1.3	11.2	10.8
水产品	3	2.8	3.3

蛋 类	-5.8	1	1.7
奶 类	0.2	0.9	0.7
鲜 果	4.8	-5.6	-5.3
烟 草	0	0.7	0.7
酒 类	0.5	3.2	2.9
二、衣着	-0.3	0.5	0.5
服 装	-0.3	0.6	0.6
衣着加工服务费	-0.2	2.2	2.7
鞋 类	-0.2	-0.1	0
三、居住	-0.1	0.3	0.4
租房房租	-0.1	0.3	0.5
水电燃料	-0.1	0.2	0.3
四、生活用品及服务	-0.1	0.1	0.1
家用器具	-0.1	-1.6	-1.6
家庭服务	-1.5	1.2	2.4

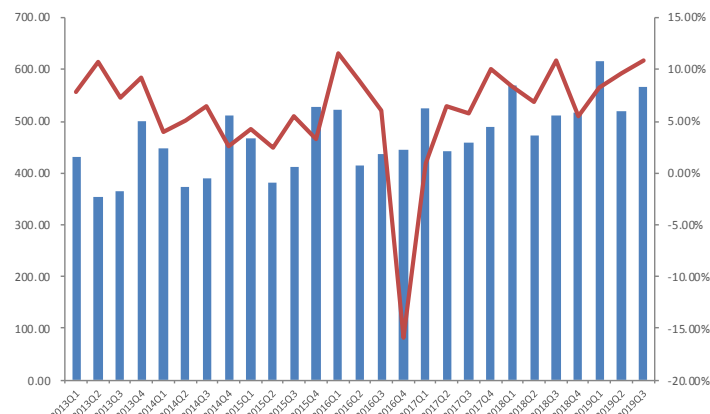
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 3：居民消费价格指数（CPI）当月同比



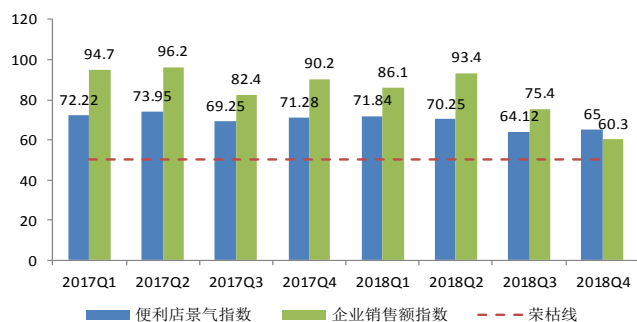
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 4：超市及便利店营业收入（亿元）及当季同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：便利店景气指数与便利店企业销售额指数



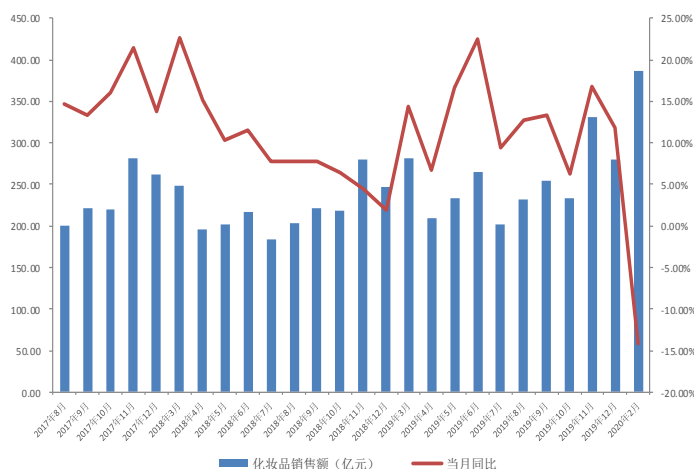
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

（三）可选消费：1-2月受疫情影响可选品销售额全面锐减，消费券及刺激政策出台后望迎强势反弹

1-2 月份期间，服装鞋帽/化妆品/金银珠宝/家电/家具/汽车等可选消费品及耐用消费品零售额均出现大幅下滑，分别实现-30.9%/-14.1%/-41.1%/-30.0%/-33.5%/-37.0%的同比降幅，主要是由于自春节起新冠疫情爆发后疫情防控措施使得居民外出消费以及可选消费渠道闭店停业等因素影响，使得居民可选品及耐用品消费受客观环境因素影响有所压制。鉴于疫情短期内对可选品及耐用品的消费仅存在压制作用，并且居民在居家隔离期间由于对家具、家电等家用设备的使用频率大幅提升，使得其对居家体验的要求更高，可能还会产生新增需求，基于此，我们认为在疫情结束后，对应的可选消费品及耐用品消费需求大概率将会得到释放，叠加 5 月份开始的传统旺季与 6 月电商大促，可选消费回暖可期。

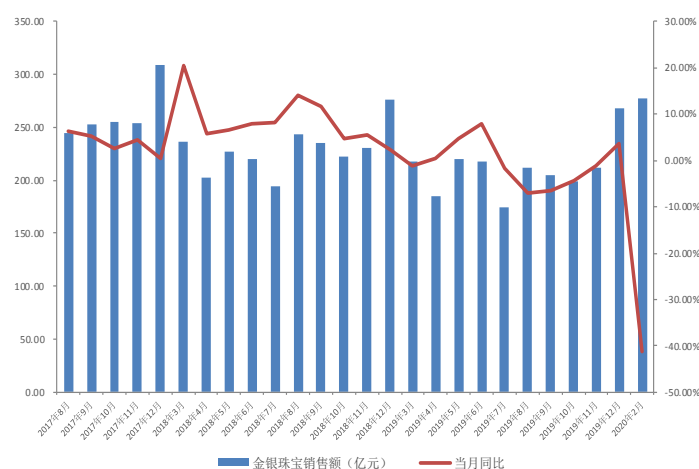
从渠道来看，百货、购物中心等可选渠道短期承压；其面临的主要问题集中在开业率低、经营时间短、客流量低、人工成本与租金成本较高、库存高、资金周转困难等方面。近日，商务部办公厅发布关于推动步行街加快恢复正常营业秩序的通知，其中提出，鼓励购物中心、百货店逐步恢复正常营业时间，加快推动小微商户、沿街店铺开门营业，争取尽快恢复消费氛围。多地百货及购物中心均已复工，截至 3 月 13 日，四川全省商场、超市、连锁便利店、购物中心等复工率平均达到 89%；截至 3 月 19 日北京市海淀区规模以上商场、购物中心和超市 132 家全部实现复工，上海 85 家购物中心已全部开门迎客；3 月 30 日上午开始，武汉多家商场、购物中心恢复营业。此外，线上渠道通过直播带货等网络新媒体营销手段持续营销，各快递逐步恢复至正常运营状态，有效支持电商的物流配送运营。由此，虽然线下门店经营受限，可提供的销售收入有限，但线上电商渠道不断发力，原本发生在 2 月份的冬春服饰换季购买、214 情人节消费等均会受到不同程度的影响，但影响程度会逐步降低。

图 6：化妆品销售额（亿元）及当月同比（%）



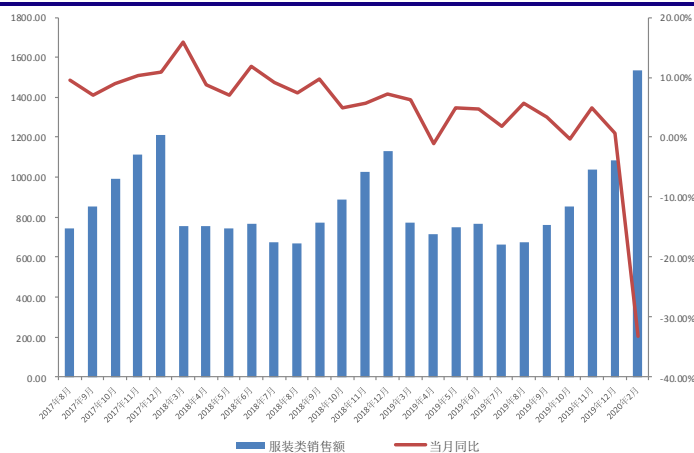
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：金银珠宝销售额（亿元）及当月同比（%）



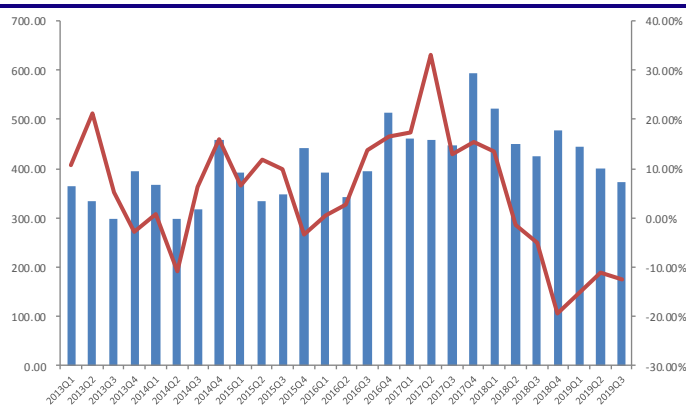
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8: 服装销售额 (亿元) 及当月同比 (%)



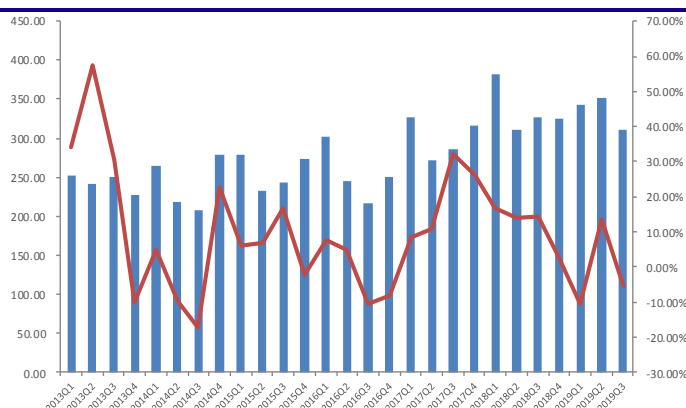
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 百货营业收入 (亿元) 及当季同比



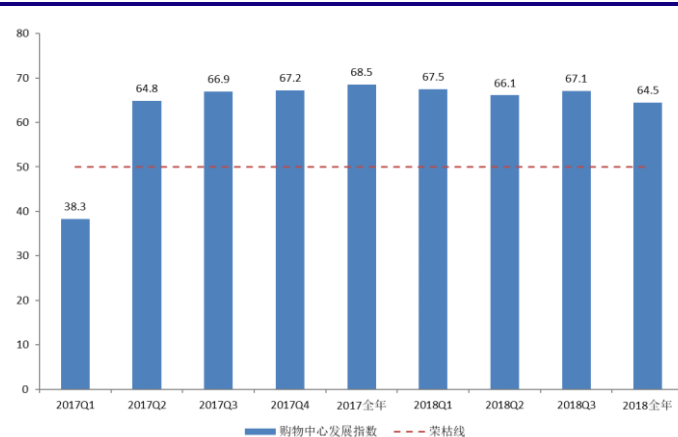
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 珠宝首饰及钟表与其他连锁营业收入 (亿元) 及当季同比



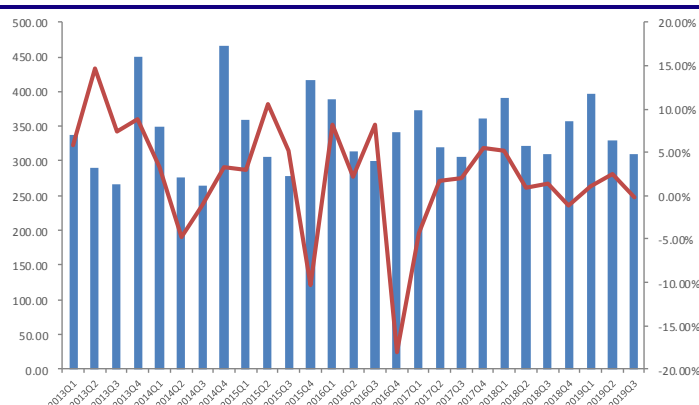
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 购物中心发展指数



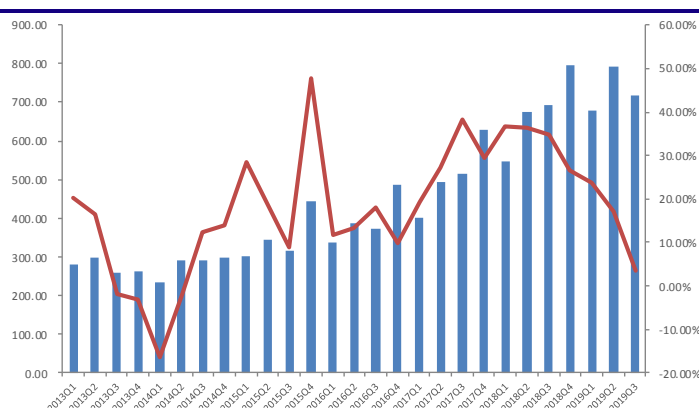
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 综合业态营业收入 (亿元) 及当季同比



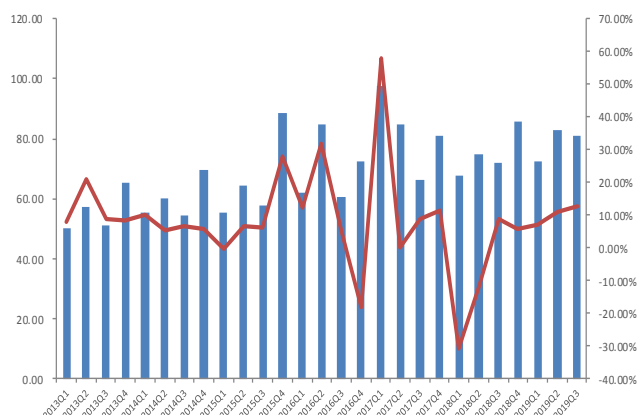
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 电商及服务营业收入 (亿元) 及当季同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14：专业市场经营营业收入（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 3 月上涨 3.85%，子行业中一般零售板块领涨

3 月份商贸零售指数上涨 3.85%，跑赢上证综指（-4.51%）、沪深 300（-6.44%）以及深证成指（-9.28%）。新零售指数上涨 0.32%，跑输商贸零售指数。商贸零售各子行业中，一般零售板块（10.17%）走势领先，表现优于商贸零售行业整体水平；电商及服务板块（2.61%）、贸易板块（-2.48%）、专营连锁板块（-3.52%）、专业市场经营板块（-3.55%）均低于商贸零售行业整体水平。

一般零售-超市板块中，3 月 3 日，永辉超市（601933.SH，19.07%）通过官方自媒体发文称公司已在“抖音短视频”、“今日头条”等手机平台上开通网络直播，体现出公司力求迎合疫情当前的线上消费热潮与希望通过科技赋能零售模式转型的期待，体现出公司力求迎合疫情当前的线上消费热潮与希望通过科技赋能零售模式转型的期待。在线下门店方面，截止 3 月 25 日，永辉超市全国门店均已恢复营业，且公司自 2 月底开始启动疫后 100 天营销计划，我们认为公司相关营销计划可以有效的吸引消费者，对应的优惠政策也可以帮助公司进一步维系疫情期间新增的线上消费群体，最终实现客流量的转化，带来消费者留存率和忠诚度的提升，最终到家业务配合公司的门店扩张计划，长期来看会在稳定运营的后期为公司带来收入端的持续成长。3 月 27 日，红旗连锁（002697.SZ，17.09%）发布公司 2019 年年报，公司全年实现营业收入 78.23 亿元，同比增长 8.35%；实现归属母公司净利润 5.16 亿元，同比增长 59.97%；实现归属母公司扣非净利润 4.94 亿元，同比增长 60.39%。从通过对具体营收构成的分析，我们认为食品烟酒等必选商品销售额增长及展店加速为公司的规模扩张提供基础，截至 2019 年年末公司共有开业门店 3070 家，全年净增加门店总数累计达到 253 家，远超 2018 年全年净增加 87 家门店的水平；而股权投资四川新网银行获得的收益为公司业绩提升带来动力，报告期内按照 15% 的持股比例以权益法公司确认获得投资收益 1.70 亿元，较上年同期增长 1.15 亿元，对应贡献了全年 59.27% 的归母净利增长。公司全年维持高速展店的趋势，与此同时还通过不

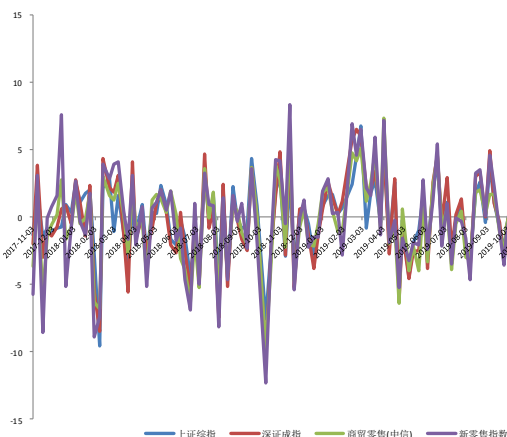
断优化门店商品结构与丰富增值服务内容等方式提升综合毛利率与门店客流量,真正意义上实现了规模与盈利能力的同步提升。

电商及服务板块中, 3月13日, 苏宁易购(002024.SZ, -2.69%)发布2019年度业绩快报。公司2019年实现营业总收入2703.15亿, 同比增长10.35%; 营业利润161.47亿元, 同比增长18.2%; 归属于上市公司股东的净利润110.16亿元, 同比下降17.34%; 基本每股收益1.2元, 同比下降16.67%。在报告期内, 公司并进双线布局, 线下推进门店互联网升级, 快速扩展零售云加盟店, 进一步发展低线市场; 线上提高内容电商能力, 完善平台建设, 均取得良好成效。本年第四季度完成家乐福中国的收购整合, 在不断优化和管理下实现扭亏为盈。此外, 由于报告期内公司苏宁小店、苏宁金服不再纳入合并报表范围, 苏宁深创投-云享仓储物流基金完成收购佛山、宁波等5个物流项目, 以及日本LAOX不再纳入公司合并报表范围等业务带来非经常性损益增加。我们认为, 苏宁在19年的双线布局符合行业发展的新方向, 公司坚持推进全场景、全品类、全客群覆盖, 协同效应的优势显现。15日苏宁易购宣布面向全国消费者发放总面值500元的全民消费券, 涵盖家电、手机电脑、超市等诸多商品及到家业务品类, 消费券总价值共计5亿元。截至3月23日, 消费券效果显现, 多品类出现销售额的快速增长。我们认为此次苏宁易购的销售增长一方面得益于消费券的短期刺激作用, 居民的购买力得到相对提升, 购买欲望得以定向指引最终落地实现在一些特定的商品品类之中; 另一方面是在疫情缓解的当下, 不少消费者被抑制的购物欲得到释放。此次苏宁消费券的发放提升了居民的直接购买力, 并为公司定向开拓了特定的客户群体, 效果显著。此外随着疫情逐步缓解, 截至23日全国37家苏宁百货全面复工; 而在疫情期间苏宁百货直播、社群服务从未间断, 到家业务水平不断提升。赢商网数据显示, 从2月开启直播至今, 公司离店销售的总金额已达到3612万元, 预计2020年直播引导销售的比例将占20%。我们认为苏宁作为全渠道发展的综合企业在疫情之下不断求新求变, 紧紧抓住了市场需求, 不仅在疫情期间为消费者带来便利, 有效利用线上渠道对冲线下门店所遭受到的销售冲击, 同时在疫情后期快速响应政策, 高效复工开业, 协助当地的经济恢复和发展, 进一步提升企业的品牌形象和影响力。

一般零售-综合业态板块中, 3月13日, 天虹股份(002419.SZ, 1.02%)宣布与上饶市美洪置业有限公司就上饶市信州区君悦新天地项目合作举行签约仪式, 项目初步计划2021年开业。天虹自2002年开始进入江西市场, 主要在省会南昌布局, 随后陆续进入吉安、九江、宜春、赣州、上饶等地, 现已开始加速渠道下沉, 抢滩三四线及以下城市购物中心市场; 在这些城市中商业相对欠发达, 租金较低, 选择大型购物中心可以用更全面的购物形式吸引消费者。公司在上饶的余干县已有购物中心门店开业, 2018年签约的上饶广丰龙华世纪广场项目尚在进行中, 此次新签约的门店可以与本地区其他门店形成更具规模的协同效应, 增强公司在该区域范围内的影响力。我们认为, 目前华中区是公司大本营华南的广东地区以外的第二大优势区域。19日, 天虹股份发布2019年年度报告。公司2019年全年实现营业收入193.92亿元, 同比增长1.33%; 实现归属母公司净利润8.59亿元, 同比下滑4.98%; 实现归属母公司扣非净利润7.17亿元, 同比下跌9.54%; 经营现金流量净额为14.59亿元, 较上年减少33.52%。公司已进驻8省/市的29个城市, 共经营购物中心24家(含加盟、管理输出5家)、综合百货68家(含加盟、管理输出3家)、独立超市17家(含加盟1家)、便利店171家。我们认为公司2019年必选类商品与体验式消费增长亮眼, 并且新增门店带来的营收增量有效地对冲了可比门店受宏观经济增速放缓导致的经营下滑的负面影响, 但同时也使得公司短期成本端明显承压, 从而使得业绩略有下滑。我们预计公司2020年仍将推行全国范围内的门店加速扩张, 区

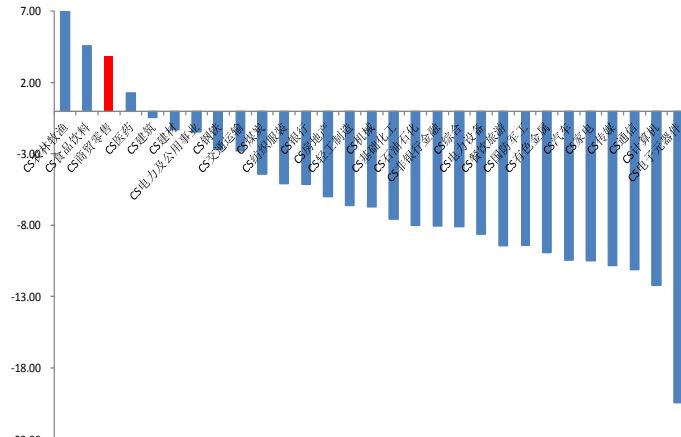
域不断渗透提升其品牌影响力，并配合多业态战略全面布局，数字化赋能全渠道运营。

图 15: 沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅 (%)



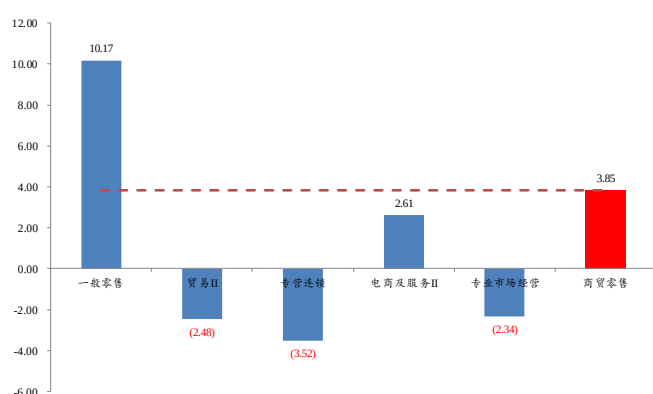
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: A 股市场各行业 3 月涨跌幅 (%)



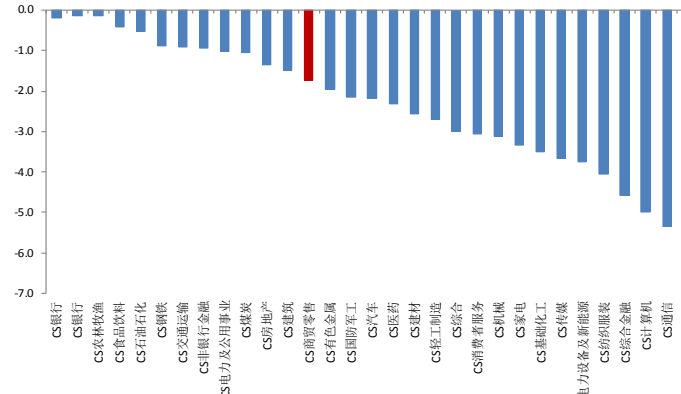
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 商贸零售行业子行业 3 月涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 3 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) 零售行业估值整体处于较低的历史百分位水平，超市及电商

PE 估值水平处于较高分位

商贸零售行业总体以及 CS 百货、CS 综合业态、CS 专营连锁以及 CS 专业市场经营行业表现与其 PB 和 PS 变化趋势较为契合,除受疫情影响相对较弱的超市以及受益于疫情以及直播带货得以发展的电商及服务板块 PE 高于历史均值外,其余子行业 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平,属于被市场显著低估的阶段。

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
	2020. 3. 31 数据	3904. 1012	1. 3619	0. 5317	24. 9469

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。

	当月数据对应历史百分位	46.20%	2.10%	22.50%	30.10%
	相对涨跌幅	290.41%	-33.47%	-2.26%	-29.72%
CS 百货	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7739	0.8368	53.4326
	2020.3.31 数据	3135.8447	0.9676	0.7992	17.5669
	当月数据对应历史百分位	34.90%	1.00%	34.90%	12.90%
	相对涨跌幅	213.58%	-45.45%	-4.49%	-67.12%
CS 超市及便利店	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7149	0.3466	29.1656
	2020.3.31 数据	4663.4221	2.7083	0.8117	49.7877
	当月数据对应历史百分位	94.60%	60.20%	79.50%	74.10%
	相对涨跌幅	366.34%	57.93%	134.19%	70.71%
CS 综合业态	2019.11.29 数据	1000.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	2020.3.31 数据	1005.4498	1.2161	0.3716	13.1748
	当月数据对应历史百分位	42.80%	42.80%	42.80%	42.80%
	相对涨跌幅	0.54%	-	-	-
CS 专营连锁	2019.11.29 数据	1000.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	2020.3.31 数据	928.8327	1.3713	0.4826	0.0000
	当月数据对应历史百分位	14.20%	28.50%	28.50%	14.20%
	相对涨跌幅	-7.12%	-	-	-
CS 电商及服务	2019.11.29 数据	1000.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	2020.3.31 数据	983.2655	1.4233	0.4978	11.2893
	当月数据对应历史百分位	28.50%	42.80%	42.80%	71.40%
	相对涨跌幅	-1.67%	-	-	-
CS 专业市场经营	2019.11.29 数据	1000.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	2020.3.31 数据	902.8614	1.1098	4.0507	18.3720
	当月数据对应历史百分位	14.20%	28.50%	28.50%	28.50%
	相对涨跌幅	-9.71%	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: CS 商贸零售行业指数与估值指标

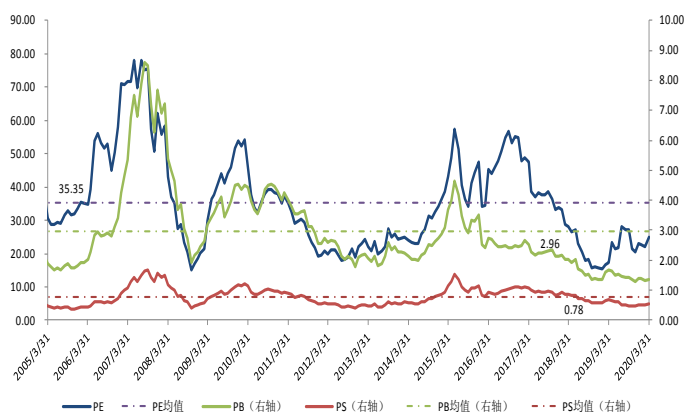
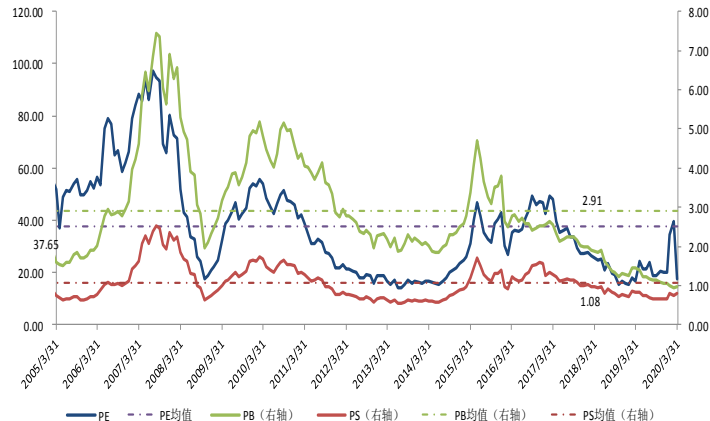
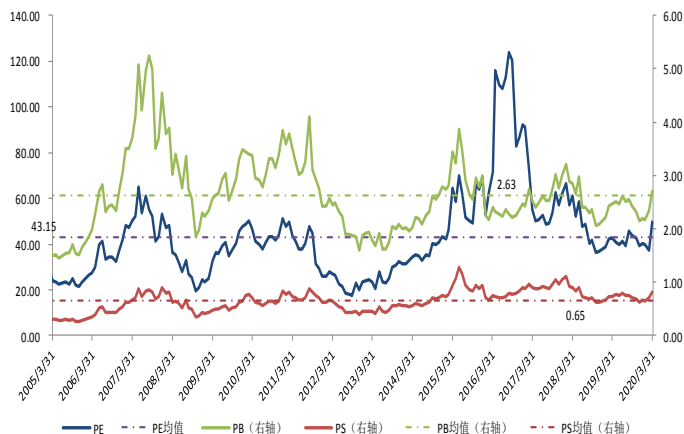


图 20: CS 百货行业指数与估值指标



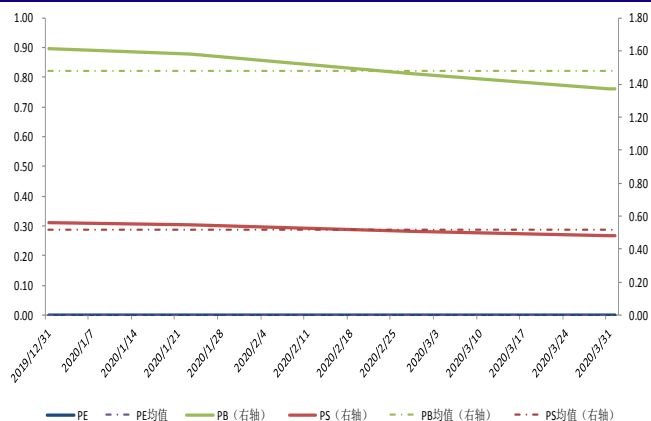
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: CS 超市及便利店行业指数与估值指标



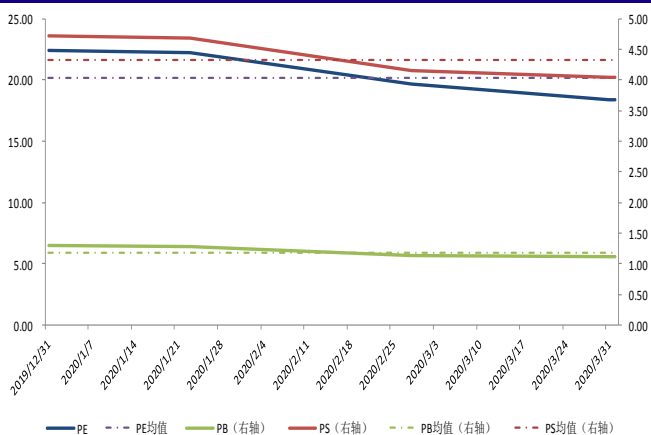
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: CS 专营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

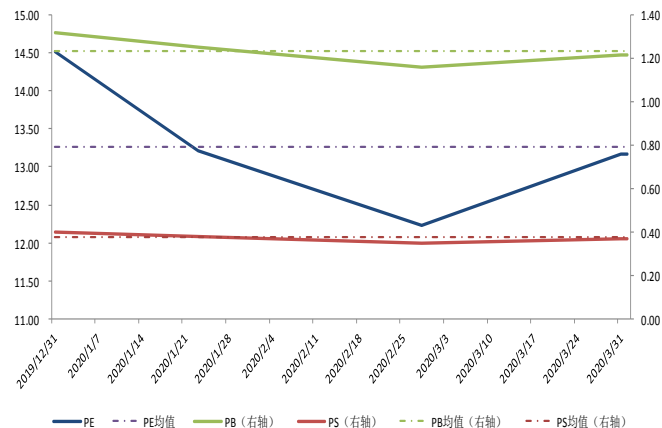
图 25: CS 专业市场经营行业指数与估值指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

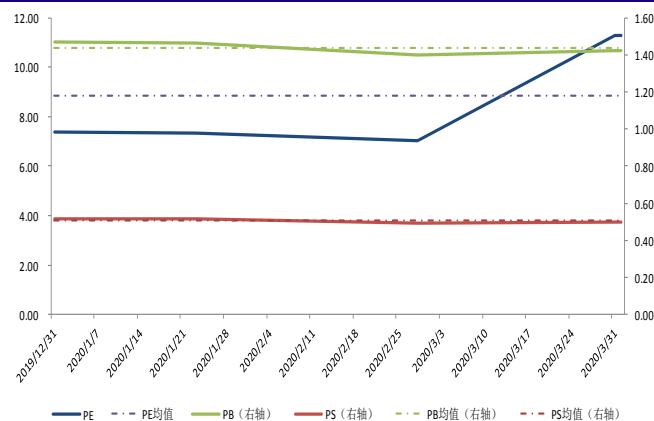
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: CS 综合业态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 24: CS 电商及服务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）必选消费渠道龙头广受市场关注，涨幅表现与资金流入量表现亮眼

永辉超市（601933.SH）、跨境通（002640.SZ）、南极电商（002127.SZ）、红旗连锁（002697.SZ）、南京新百（600682.SH）、鄂武商 A（00501.SZ）、重庆百货（600729.SH）、南宁百货（600712.SH）等资金持续较高净流入（至少两个月）；翠微股份（603123.SH）、家家悦（603708.SH）、东方集团（600811.SH）、永辉超市（601933.SH）、红旗连锁（002697.SZ）、新世界（600628.SH）持续出现涨幅。

新华百货（600785.SH）、豫园股份（600655.SH）、小商品城（600415.SH）、苏宁易购（002024.SZ）、东百集团（600693.SH）、徐家汇（002561.SZ）、*ST 成城（600247.SH）资金净流入占比总市值比重较低（至少两个月）；新华锦（600735.SH）、三木集团（000632.SZ）、南宁百货（600712.SH）持续出现涨幅的相对落后或是较大跌幅。

表 4：3 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）
600250.SH	南纺股份	56.53	601933.SH	永辉超市	30.71
603123.SH	翠微股份	42.22	002640.SZ	跨境通	16.06
600361.SH	华联综超	37.54	002127.SZ	南极电商	15.27
600738.SH	兰州民百	36.34	002697.SZ	红旗连锁	9.12
601366.SH	利群股份	33.52	600811.SH	东方集团	8.42
603214.SH	爱婴室	23.00	600682.SH	南京新百	8.40
603708.SH	家家悦	22.30	00501.SZ	鄂武商 A	8.40
600811.SH	东方集团	21.14	600729.SH	重庆百货	8.32
002277.SZ	友阿股份	20.37	600710.SH	苏美达	8.09
600778.SH	友好集团	20.13	600712.SH	南宁百货	7.83

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

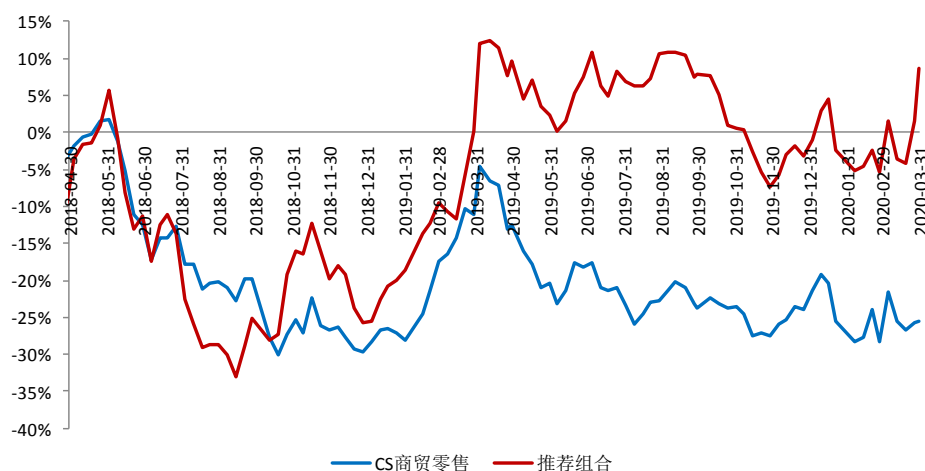
表 5：核心关注组合

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。	32.70	22.30	2018.7.23
601933.SH	永辉超市	公司扩大线下规模的同时，不断进行业态升级，新开门店数量显著提升。在主营业务方面，公司聚焦云超主业，	35.81	19.07	2019.8.14

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。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26：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. 三月份核心组合公司经营情况跟踪

(一) 家家悦 (603708. SH)

闲置自有资金使用情况	公司拟使用不超过 22,000 万元（含本数）的闲置募集资金和不超过 70,000 万元（含本数）的自有资金投资安全性高、流动性好、风险较低的具有合法经营资格的金融机构销售的理财产品或存款类产品，截至 3 月 19 日，公司已分别向上海浦东发展银行和光大银购买价值 5000 万元的保本浮动收益型产品。
------------	---

(二) 永辉超市 (601933. SH)

临时股东大会决议召开情况	3 月 6 日，公司召开 2020 年第一次临时股东大会决议公告，通过了关于修改《公司章程》部分条款、关于修改《股东大会议事规则》、关于修改《董事会议事规则》等议案。
--------------	---

四. 四月份配置建议

鉴于 2020 年 1-2 月份社消总额已然出现较大幅度下滑，我们认为 2020Q1 社会消费品零售总额仅依靠尚未迎来全面复苏的 3 月难以实现正增长，但累计降幅预计将有所缩窄。具体来看，尽管 3 月新冠疫情防控取得阶段性成功且各行业复工复产开工率持续攀升至往年同期水

平，但受各大线下零售终端门店客流量尚处于爬坡阶段，并且目前各地方仍以疫情防控作为首要目标，预计线下零售终端门店客流量将继续保持缓慢提升的节奏。基于此，我们认为主要依赖线下模式销售的可选消费品的复苏进程在缺乏政策干预的情况下将落后于线上销售占比较高的可选消费品。因此，线下传统可选消费渠道，例如珠宝首饰线下零售终端等，短期内销售额与业绩仍将继续承压，而线上销售额占比相对较高的可选消费品，例如化妆品等，将受益于快递物流全面恢复正常以及居民外出限制放宽后迅速恢复；至于必需消费品，在当前餐饮业店内就餐体验以及所处商圈客流量恢复缓慢等因素的影响下，食品粮油生鲜等产品销售额有望继续攀升，因此必需消费品渠道将继续得益于：1) 居民对家庭生活的重视程度提升；2) 外出就餐客流量恢复缓慢；3) 到店+到家业务加速融合；4) 由于“猪周期”以及疫情下全球食品与粮食供应链紧张而保持相对高位的CPI价格指数等利好继续维持亮眼的表现。

综合来看，此次疫情对于社消增速的阶段性冲击已在数据端充分显现，随着国内疫情的发展总体向好趋势，长期来看整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平，因此对于社消增速的波动不宜过分担忧，消费市场规模仍会持续扩张。同时，3月13日国家已经出台《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，从供需两端、全消费链积极提振整体消费环境，各地区、各行业已开始积极响应，并且各地方政府相继出台“消费券”、刺激汽车消费以及支持文旅消费等刺激消费政策，并以取得了较为显著的拉动效应，例如杭州市政府在发放消费券后产生的消费拉动效应高达15倍。**在此背景下，我们继续维持前期（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持超市：**在经济环境与社会环境出现短期内波动较大的背景下，超市作为消费者购买必需品的渠道之一，将凭借其作为实体店“体验”和“服务”的基础定位，通过专业型布局、数字化改造和互联网营销管理扩大自身优势，加速实现线上线下渠道联动。**公司方面，我们继续维持周报和月报的推荐组合：家家悦（603708.SH）和永辉超市（601933.SH）。**

五. 风险提示

疫情恶化的风险；CPI表现不及预期的风险；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: 超市及便利店营业收入 (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 (%)	8
图 9: 购物中心发展指数	8
图 10: 百货营业收入 (亿元) 及当季同比	8
图 11: 综合业态营业收入 (亿元) 及当季同比	8
图 12: 珠宝首饰及钟表与其他连锁营业收入 (亿元) 及当季同比	8
图 13: 电商及服务营业收入 (亿元) 及当季同比	8
图 14: 专业市场经营营业收入 (亿元) 及当季同比	9
图 15: 沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅 (%)	11
图 16: A 股市场各行业 3 月涨跌幅 (%)	11
图 17: 商贸零售行业子行业 3 月涨跌幅 (%)	11
图 18: 3 月各行业资金流向占比 (%)	11
图 19: CS 商贸零售行业指数与估值指标	12
图 20: CS 百货行业指数与估值指标	12
图 21: CS 超市及便利店行业指数与估值指标	13
图 22: CS 综合业态行业指数与估值指标	13
图 23: CS 专营连锁行业指数与估值指标	13
图 24: CS 电商及服务行业指数与估值指标	13
图 25: CS 专业市场经营行业指数与估值指标	13
图 26: 核心组合累计收益率变动	15

表格目录

表 1: 2019 年 12 月份社会消费品零售总额主要数据	3
表 2: 2019 年 12 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	11
表 4: 1 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名	14
表 5: 核心关注组合	14

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。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