

# 11 月社消同比增速稳中有缓降至 3.9%,CPI 抬升与“双十一”促销对部分品类有效提振

消费品零售行业

推荐 维持评级

## 核心观点:

### ● 事件

国家统计局发布最新社会消费品零售数据。2021 年 11 月份,社会消费品零售总额 4.10 万亿元,同比名义增长 3.9% (扣除价格因素实际增长 0.5%)。其中,限额以上单位消费品零售额 1.60 万亿元,同比增长 4.2%;除汽车以外的消费品零售额为 3.73 万亿元,同比增长 5.4%。

2021 年 1-11 月份社会消费品零售总额达到 39.96 万亿元,同比名义增长 13.7%,较 2019 年同期增长 8.2%;除汽车以外的消费品零售额为 36.03 万亿元,同比增长 14.0%。

### ● 分析与判断

新冠肺炎疫情对于社消的影响主要集中在 2020 年上半年尤其是 Q1,2020 年前 7 个月的单月社消增速均为负值,直至 8 月首次转正回归至正增长区间;2021 年 1-11 月份社消总额规模提升 4.81 万亿元,较 2019 年同期提升 2.67 万亿元;其中 11 月单月较上年同期规模提升 0.15 万亿元,较 2019 年同期提升 0.29 万亿元,自 8 月触底后,单月同比增幅呈现出波动趋势(上半年单月同比增幅的最小值为 0.4 万亿元,8 月同比增速一度降至 0.08 万亿元,下半年单月同比增幅的均值水平为 0.17 万亿元);但较 2019 年的增长趋势显著,本月系下半年内的最大增幅,由此也可看出疫情在一定程度上影响了消费习惯,上年 11 月线上消费出现异常拔升,因此近两年增长景气的同时近一年同比略低于均值水平。

横向对比历史数据可以发现,在疫情发生前(以 2010-2019 年十年区间为参考),11 月单月的社消总额同比上年平均会出现约 0.27 万亿元左右的规模增长,具体规模在 0.12-0.45 万亿元范围内波动;同时 10-11 月属于四季度的消费旺季,10 月主要体现为“十一”小长假内的线下消费,11 月则是集中体现“双十一”的线上消费,随着线上消费的蓬勃发展,其规模高速增长,十年期维度内 11 月单月社消规模较 10 月的差距已经逐步缩小(中枢水平为-314 亿元左右,2015 年之前超过 400 亿元,至 2019 年二者水平基本持平),且此处也再次论证我们的观点,疫情带来对线上消费渠道的偏好以及对线下渠道的冲击,2020 年时 11 月单月规模反超 10 月近千亿元,本年度环比增幅降至 589.1 亿元;由此从绝对值的角度来看,今年上半年时社消已经初步恢复至历史增长区间范围内,进入 7 月以来,伴随着消费淡季的来临,以及各地小范围的疫情反复,恢复程度有所减缓,低于历史均值水平,但进入“金九银十”的秋冬旺季后,消费恢复再次提速,再次回归至历史中枢水平及以上。

根据我们前期的研究,“双十一”是全年线上销售的集中表现时点;今年天猫双十一总交易额 5403 亿元,同比增长 8.45%,两位数以上的增幅不再;京东 11.11 累计下单金额超 3491 亿,增幅至 28.58%左右,但较上年也有所回落;“双十一”话题讨论度、参与度上不及往年热烈,不仅是政府健康引导市场的结果,也说明消费者面对折扣大促逐步趋于理智与冷静消费。总体来看,促销活动中的热门商品大类不变(相对高客单价的家电 3C 产品,以及具有消费预期囤货属性的化妆品/服饰/食品/日用

## 分析师

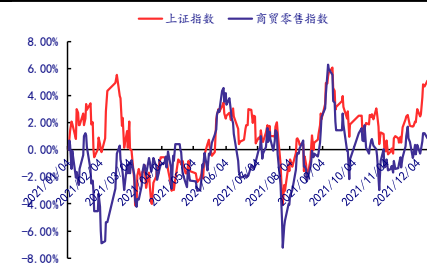
甄唯萱

✉: zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

## 行业数据

时间 2021.12.15



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 相关研究

【银河消费品零售】行业点评-10 月社消同比增长 4.9%,全年必需品消费稳健,升级类消费活跃的大趋势已定-20211115

【银河消费品零售李昂团队】行业点评-9 月社消增速上拐回升至 4.4%,国庆、“双十一”等因素有望持续积极提振四季度消费-20211018

【银河消费品零售李昂团队】行业点评-8 月社消同比增长回落至 2.5%,小范围疫情反复等因素或导致全年恢复承压-20210915

【银河消费品零售李昂团队】行业点评-7 月社消同比增长 8.5%,消费淡季、自然灾情与区域性疫情复发多重因素影响叠加-20210816

【银河零售李昂团队】行业点评-上半年社消同比增长 23%,全渠道增速表现符合预期-20210715



品),但①直播带货等新兴营销模式地位提升,销售额向头部主播聚集,品牌自播不断发力;②全渠道全场景覆盖消费需求,门店、到家业务等线下相关场景同步享受双十一红利;③头部平台 CR3 销售额聚集效应显著(天猫、京东和拼多多合计实现 91%的 GMV 占比),抖音、快手等新兴平台出现流量分流调整。

综上所述我们认为当前消费市场环境 and 政策环境较为积极乐观,四季度重回消费旺季之后,乃至 2021 年全年的零售市场增速将呈现企稳向好的迹象。随着我国疫情管控效果和疫苗普及的进一步推进,国内经济正逐步恢复至前期增长轨迹,居民的消费信心以及国内消费市场活力稳健恢复,2022 年社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。为了合理引导消费市场预期,结合商务部对于全年社消的预期,我们以 2019 年为基数,预测 2021 年全年社消增速较或可达到 7%-8%。

- **超市渠道相关必选品:** 从绝对值规模的角度来看,粮油食品、饮料、烟酒、日用品品类相较 2019 年、2020 年同期均出现了规模的增长;上述各品类商品的单月销售额增速在上年增速表现突出的基础上(粮油食品类、日用品约 8%,烟酒类超 11%,饮料类超 21%),依旧可以继续稳健增长,消费需求旺盛。其中以**饮料类、烟酒类增速表现更佳**,饮料类上年仅年初受一定的冲击影响,增速降至 3.1%(2 月),自上年 4 月开始增速便维持在 10%以上,近 20 个月的增速均值水平接近 18%,仅 10 月增速降至 8.8%其余各月均保持双位数增长,横向对比其他品类增速表现突出;烟酒类同样是在年初出现较大影响(上年 2-3 月为负增长),随后增速快速提升,近 19 个月的增速均值水平超过 17%,连续 14 个月实现双位数扩张,这与我们前期的判断,即十一等节假日聚餐、婚宴需求增加的大趋势相符。粮油食品等或受 CPI 连续上涨等价格变动影响较大,受上年同期低基数的影响,11 月 CPI 增速上涨至 2.3%,达到近 15 个月以来的最大值;其中食品烟酒类价格同比上涨 1.7%,影响 CPI(居民消费价格指数)上涨约 0.49 个百分点。日用品的表现符合我们前期的预期,由于其存在一定的必选囤货属性,受产品保质期的影响更小,“双十一”带来的增速提振效果显著。
- **百货渠道相关可选品:** **服装鞋帽**本年度内单月零售额原已连续 5 个月(3-7 月份)超过 2019 年同期水平,但 7 月与 2019 年同期水平相比仅轻微扩张 55.3 亿元,增幅远不及前期 110-440 亿元的水平,自 8 月以来已经连续四个月单月零售额不及 2020 年同期水平(绝对值同比较少约 10-70 亿元),仅实现略超 2019 年同期规模。报告期销售以冬装为主,服装价格同比上涨 0.5%,环比增长 0.3%(同期内 CPI 同比上涨 2.3%,环比 0.4%,相比之下服装类不具价格优势);“双十一”活动带来销售量的提振,但最终实际效益有限。**化妆品**9 月增速出现拐点,近两个月增速进一步出现提升;根据我们监测的淘数据,淘系平台线上增速持续呈现出放缓趋势,京东、抖音等平台对淘系平台产生分流影响;11 月淘系平台护肤、彩妆两大类的销售额分别同比上年减少 2.56%/22.19%。但从直播数据可以看出化妆品的地位依旧,据淘宝直播数据,李佳琦双十一预售首日 10 月 20 日晚共上架 439 件商品,直播间累计交易额高达 115 亿元,类目占比最高的为美妆护肤类商品,商品个数为 213 个,总销售额 72.24 亿元,其次为彩妆/香水/美妆工具类,商品个数为 78 个,总销售额 10.44 亿元,二者销售额合计占比超 70%;薇娅同日直播间累计交易额达 85.33 亿元,上架商品共计 499 个,美容护肤同样为销售排行第一,198 个商品累计销售额 34.25 亿元,占比近 40%。化妆品类增速提升符合我们前期的预判,秋冬季开始对于高客单价的补水保湿类产品需求提升,量价共同催化规模增长;同时“双十一”期间更高客单价的产品相对折扣力度更大,高频使用的产品还有量贩包装,直接带动价格与销量的增长。**金银珠宝类**消费自 3 月起强劲复苏,单月零售额规模超越 2019 年同期水平,上年 11 月实现近 25%的高基数增长,本年单月增速放缓至 5.7%。黄金的市场价格虽有波动(自 6 月后波动略有下行趋势),但仍处于相对高位水平;婚庆等补偿性消费需求热情较高,且年轻消费者对于黄金类饰品自用的需求观念逐步转变。
- **专业连锁渠道相关耐用品:** 与房地产周期相关的**家用电器和家具等**,本期内的增速表现依旧存在差异性。其中家具类受房地产影响更大,参考房屋施工面积、竣工面积的累计同比增速来看,与家具类零售额增速表现出相似的趋势;家具类零售额已连续 4 个月不及上年同期,年内各月规模水平均不及 2019 年同期。而冬季来临,气温骤降且出现拉尼娜现象预期,消费者对于居家的供暖保暖需求旺盛;同时家电 3C 类依旧是“双十一”活动中的最热门品类,由于其单品客单价偏高且折扣力度大,更换频次低,消费者会有计划性的在此时点进行消费;全年至今家电的单月增速均值水平基本稳定在 6%左右,单月零售额与累计零售额规模超过 2019 年、2020 年同期水平,整体稳步扩张。
- **投资建议**

2020 年疫情对于零售行业的冲击严重,整体零售市场表现分化,对应 2021 年开始的



恢复表现同样出现分化。从品类的角度来看，必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品、饮料类、日用品为代表，增速表现平稳，韧性极强；此外，升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）均有较优的恢复表现。

从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额 1-11 月份累计增长 14.9%，表现优于社零整体走势，且早于 2020 年下半年开始便实现单月正增长，这体现出规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。

此外，疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响，线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。我们维持认为，即使 2021 年线下消费逐步恢复正常，其对应销售额出现回升，线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化。11 月 11 日，商务部、中央网信办、发展改革委印发《“十四五”电子商务发展规划》，明确了聚焦电子商务连接线上线下的、衔接供需两端、对接国内国外市场的三个定位，赋予电子商务推动“数字经济高质量发展”和助力“实现共同富裕”的新使命。

从政策层面来看，7 月初商务部研究编制并引发了《“十四五”商务发展规划》，其中对于 2021-2025 年的消费发展提出了预期指标，社消总额在 2025 年预期为 50 万亿规模，年均复合增速约为 5%；全国网上零售额将达到 17 万亿元，年均复合增速约为 7.6%。该规划将对近期的商品及服务消费发展产生指导性影响。

年内社消增速恢复符合预期，长期来看单月社消增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平，消费市场规模仍会持续扩张；但当前的高增速表现更多是基于上年低基数的恢复性表现，部分品类虽实现了双位数乃至超过 20% 的累计同比增速表现，但实际累计销售额规模与 2019 年的同期水平相当，两年复合增速仍处于低位，因此我们认为仍需保持谨慎乐观的态度，冷静判断数据背后的消费增长逻辑。在此背景下，我们继续维持 2021 年年度策略中“数字化”和 2022 年年度策略中“中高端消费下的‘专精特新’”两大主题，结合中央工作会议稳字当头、稳中求进的要求，重点推荐经营确定性较高、具备一定品牌影响力的制造品牌商与具备一定保价和顺价能力的渠道品牌商；此外，考虑到近期多地开始出现小范围的疫情反复，我们认为仍需保持对于基本民生行业投资机会的关注。建议重点关注天虹百货(002419.SZ)、王府井(600859.SH)、永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)、华致酒行(300755.SZ)、壹网壹创(300792.SZ)、丽人丽妆(605136.SH)、上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、丸美股份(603983.SH)、贝泰妮(300957.SZ)、可靠股份(301009.SZ)、豪悦护理(605009.SH)、稳健医疗(300888.SZ)、百亚股份(003006.SZ)。

#### ● 风险提示

海外疫情持续超预期的风险，消费者信心持续不足的风险。

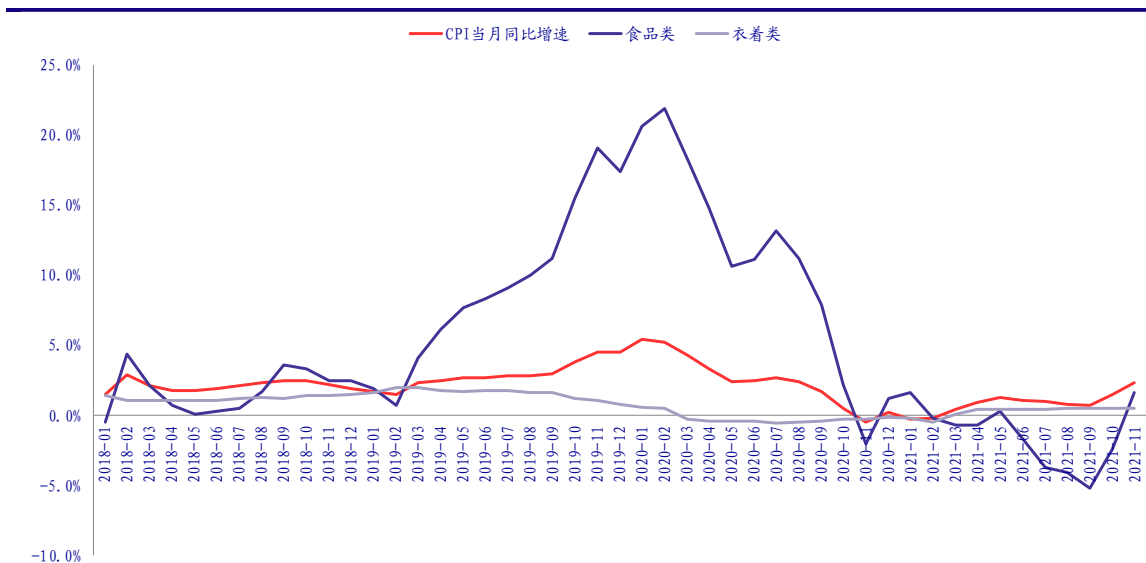


表 1 社会消费品零售数据

|                 | 11 月当月<br>值(亿元) | 当月同比<br>增速 (%) | 较上年<br>同期增<br>速变化<br>(bps) | 环比上<br>月增速<br>变化<br>(bps) | 1-11 月份<br>累计值(亿<br>元) | 累计同比<br>增速 (%) | 环比上<br>月增速<br>变化<br>(bps) |
|-----------------|-----------------|----------------|----------------------------|---------------------------|------------------------|----------------|---------------------------|
| 社会消费品零售总额       | 41,043          | 3.90%          | -1.1                       | -1.0                      | 399,554                | 13.7%          | -1.2                      |
| 其中：限额以上单位消费品零售额 | 16,031          | 4.20%          | -4.1                       | -0.4                      | 147,516                | 14.9%          | -1.5                      |
| 其中：实物商品网上零售额    | -               | -              | -                          | -                         | 98,056                 | 13.2%          | -1.4                      |
| 餐饮收入            | 4,843           | -2.7%          | -2.1                       | -4.7                      | 42,054                 | 21.6%          | -4.1                      |
| 商品零售            | 36,200          | 4.8%           | -1.0                       | -0.4                      | 357,501                | 12.8%          | -1.0                      |
| 粮油、食品类          | 1,552           | 14.8%          | 7.1                        | 4.9                       | 15,098                 | 10.7%          | 0.4                       |
| 饮料类             | 261             | 15.5%          | -6.1                       | 6.7                       | 2,564                  | 21.2%          | -0.6                      |
| 烟酒类             | 432             | 13.3%          | 1.9                        | -1.0                      | 4,262                  | 23.3%          | -1.2                      |
| 服装鞋帽、针纺织品类      | 1,484           | -0.5%          | -5.1                       | 2.8                       | 12,363                 | 14.9%          | -2.5                      |
| 化妆品类            | 571             | 8.2%           | -24.1                      | 1.0                       | 3,678                  | 15.3%          | -1.4                      |
| 金银珠宝类           | 270             | 5.7%           | -19.1                      | -6.9                      | 2,756                  | 34.1%          | -4.0                      |
| 日用品类            | 782             | 8.6%           | 0.5                        | 5.1                       | 6,647                  | 13.9%          | -0.7                      |
| 家用电器和音像器材类      | 1,105           | 6.6%           | 1.5                        | -2.9                      | 8,418                  | 12.2%          | -0.9                      |
| 中西药品类           | 545             | 9.3%           | -3.5                       | 3.7                       | 5,220                  | 9.9%           | -0.1                      |
| 文化办公用品类         | 496             | 18.1%          | 6.9                        | 6.6                       | 3,707                  | 20.2%          | -0.3                      |
| 家具类             | 167             | 6.1%           | 8.3                        | 3.7                       | 1,494                  | 16.9%          | -1.5                      |
| 通讯器材类           | 825             | 0.3%           | -43.3                      | -34.5                     | 5,793                  | 16.3%          | -3.2                      |
| 石油及制品类          | 1,940           | 25.9%          | 36.9                       | -3.4                      | 18,843                 | 21.7%          | 0.4                       |
| 汽车类             | 3,777           | -9.0%          | -20.8                      | 2.5                       | 39,215                 | 9.7%           | -2.5                      |
| 建筑及装潢材料类        | 200             | 14.1%          | 7.0                        | 2.1                       | 1,753                  | 22.2%          | -1.1                      |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 1 CPI 单月同比增速变化趋势（截止 2021 年 11 月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2 线上社消数据情况

|               | 1-11 月份累计额<br>(亿元) | 同比增速 (%) | 占比社消总额比重 | 较上年同期比重变化<br>(bps) |
|---------------|--------------------|----------|----------|--------------------|
| 全国网上零售额       | 118,749            | 15.4%    | 29.72%   | -0.27              |
| 其中: 实物商品网上零售额 | 98,056             | 13.2%    | 24.54%   | -0.44              |
| 吃类            |                    | 18.8%    |          |                    |
| 穿类            |                    | 11.1%    |          |                    |
| 用类            |                    | 13.1%    |          |                    |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯萱：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

### 评级标准

#### 行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

### 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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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。

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。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn