商业贸易行业点评

11 月社零数据发布，疫情后线下增速首次回正

增持（维持）

2020 年 12 月 15 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
021-60199793
wujc@dwzq.com.cn

投资要点

- **11 月我国社零总额同比+5.0%，疫情后线下社零增速首次回正：**2020 年 11 月，社会消费品零售总额 3.95 万亿元，同比+5.0%。其中，网上商品零售额 1.22 万亿元，同比+12.1%；推算线下社会消费品零售额 2.73 万亿元，同比+0.4%。2020 年初至 11 月，社会消费品零售总额 35.14 万亿，同比-4.8%。网上商品零售 8.78 万亿，同比+15.7%，网上占比为 25%。推算线下社零总额为 26.36 万亿，同比-11.2%。

- **分品类看：可选消费品表现亮眼，消费反弹持续；化妆品类达近 3 年来单月增速最高值。**①11 月限额以上服装鞋帽纺织品类同比+4.6%，年底冬装消费持续高增；②化妆品类同比+32.3%，这是近 3 年来单月增速的最高值，我们认为这主要归功于双 11 期间线上化妆品消费持续火热；③金银珠宝类同比+24.8%，反弹持续；④通讯器材同比+43.6%，部分原因是今年 iPhone12 发售时间推迟至 10 月中下旬及 11 月上旬。⑤其他品类：粮油食品同比+7.7%；饮料类同比 21.6%；烟酒类同比+11.4%；日用品类同比+8.1%；家电和音像器材同比+5.1%；办公用品同比+11.2%；汽车类同比+11.8%；家具类同比-2.2%。

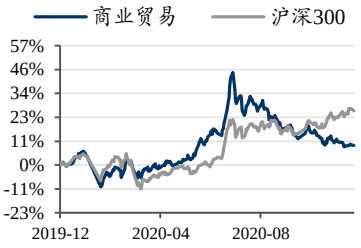
- **从消费类型来看：商品零售增速环比提升，向常态增长恢复。**11 月商品零售额为 3.45 万亿元，同比+5.8%，增速环比 10 月增长 1.0pct；餐饮业收入 4980 亿元，同比-0.6%。1-11 月，商品零售 31.68 万亿元，同比-3.0%；餐饮业收入 3.46 亿元，同比-18.6%。

- **11 月线上增速放缓，预示着“双 11”的实质形态已从“拉动增长”变为“聚集销售”。**2014 年前，“双 11”通过巨大的让利将线下消费者吸引至线上，拉动电商行业的增长；2014 之后，线上消费者将消费提前或延后至“双 11”，其作用变为聚集消费，增速也愈发趋近于全年增速。品牌在“双 11”活动中可能陷入“赚名不赚利”的情况，未来品牌方对双 11 的态度和策略，可能会出现持续的调整。

- **投资建议：**线下零售持续恢复，继 9 月线下社零同比持平后，11 月线下增速在疫情后首次回正。随着近年来双 11 实质形态的转变，2020 年 11 月的线上增速为近年来的较低水平。我们认为未来电商的增长仍是社会消费的主要驱动力，但未来线上商家和品牌商对双 11 的态度可能会持续调整。**建议关注：①消费反弹趋势明显的纺服、珠宝赛道优质标的波司登、周大生等；②韧性强、国牌强势崛起的化妆品赛道优质标的华熙生物、珀莱雅、贝泰妮等。**

- **风险提示：**疫情复发、消费行业竞争加剧等

行业走势



相关研究

1、《电商行业深度：2020 双十一之惑：GMV 口径变化，双十一增速愈发趋近全年增速》2020-11-16

2、《教育行业点评：政策信号刺激，持续看好港股高校股/K12 学校股的长期价值》2020-11-13

3、《零售行业深度：中国优质供应链的品牌化系列——平价大生意：名创优品崛起之路》2020-09-30

表 1：重点公司估值

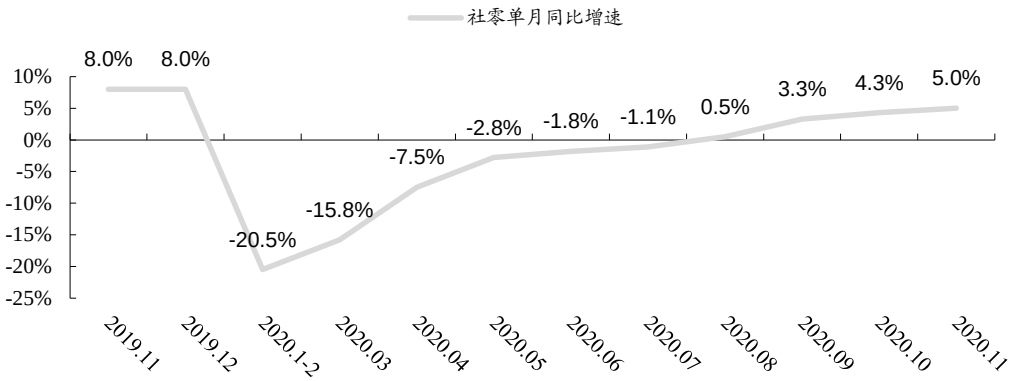
代码	公司	总市值(亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
3998.HK	波司登	380.59	3.52	0.11	0.13	0.16	26.90	22.32	18.22	买入
002867	周大生	202.66	27.73	1.36	1.37	1.79	20.39	20.24	15.49	买入
688363	华熙生物	694.75	144.74	1.22	1.41	1.91	118.64	102.65	75.78	买入
603605	珀莱雅	331.18	164.67	1.95	2.37	2.98	84.45	69.48	55.26	增持

资料来源：东吴证券研究所预测（2020-12-15）。注 1：表中数字均来自东吴证券研究所预测。
注 2：波司登 FY20A 对应表中 2019A，以此类推；收盘价、总市值单位为港元，PE 按人民币:港币=1.18 换算。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

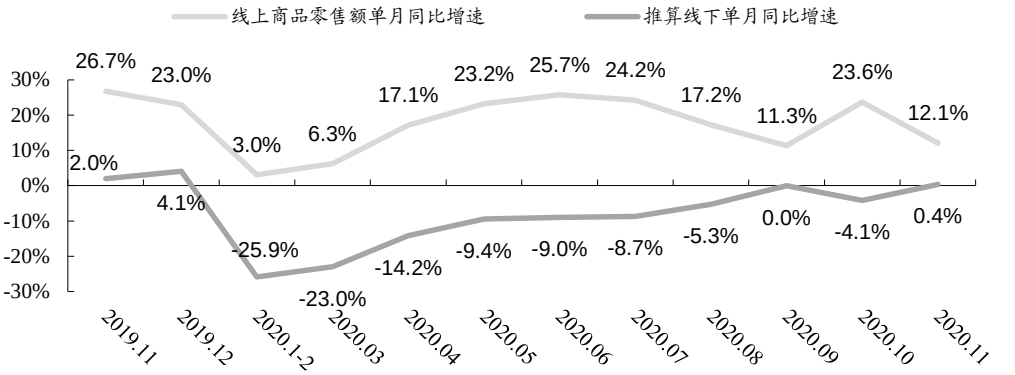
11 月我国社零总额同比+5.0%，疫情后线下社零增速首次回正：2020 年 11 月，社会消费品零售总额 3.95 万亿元，同比+5.0%。其中，网上商品零售额 1.22 万亿元，同比+12.1%；推算线下社会消费品零售额 2.73 万亿元，同比+0.4%。2020 年初至 11 月，社会消费品零售总额 35.14 万亿，同比-4.8%。网上商品零售 8.78 万亿，同比+15.7%，网上占比为 25%。推算线下社零总额为 26.36 万亿，同比-11.2%。

图 1：社零单月同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图 2：线上线下社零单月同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

分品类看：可选消费品表现亮眼，消费反弹持续；化妆品类达近 3 年来单月增速最高值。①11 月限额以上服装鞋帽纺织品类同比+4.6%，年底冬装消费持续高增；②化妆品类同比+32.3%，这是近 3 年来单月增速的最高值，我们认为这主要归功于双 11 期间线上化妆品消费持续火热；③金银珠宝类同比+24.8%，反弹持续；④通讯器材同比+43.6%，部分原因是今年 iPhone12 发售时间推迟至 10 月中下旬及 11 月上旬。⑤其他品类：粮油食品同比+7.7%；饮料类同比 21.6%；烟酒类同比+11.4%；日用品类同比+8.1%；家电和音像器材同比+5.1%；办公用品同比+11.2%；汽车类同比+11.8%；家具类同比-2.2%。

表 2：限额以上商品零售及细分品类当月同比增速

日期	社零总额	限额以上商品零售	粮油食品	饮料	烟酒	服装鞋帽针纺织品	化妆品	金银珠宝	日用品	家电音像器材	文化办公用品	家具类	通讯器材	汽车类
2019.11	8.0%	4.2%	8.9%	13.0%	8.3%	4.6%	16.8%	-1.1%	17.5%	9.7%	4.6%	6.5%	12.1%	-1.8%
2019.12	8.0%	4.3%	9.7%	13.9%	12.5%	1.9%	11.9%	3.7%	13.9%	2.7%	-11.5%	1.8%	8.8%	1.8%
2020.1-2	-20.5%	-22.2%	9.7%	3.1%	-15.7%	-30.9%	-14.1%	-41.1%	-6.6%	-30.0%	-8.9%	-33.5%	-8.8%	-37.0%
2020.3	-15.8%	-12.9%	19.2%	6.3%	-9.4%	-34.8%	-11.6%	-30.1%	0.3%	-29.7%	6.1%	-22.7%	6.5%	-18.1%
2020.4	-7.5%	-1.5%	18.2%	12.9%	7.1%	-18.5%	3.5%	-12.1%	8.3%	-8.5%	6.5%	-5.4%	12.2%	0.0%
2020.5	-2.8%	2.5%	11.4%	16.7%	10.4%	-0.6%	12.9%	-3.9%	17.3%	4.3%	1.9%	3.0%	11.4%	3.5%
2020.6	-1.8%	0.4%	10.5%	19.2%	13.3%	-0.1%	20.5%	-6.8%	16.9%	9.8%	8.1%	-1.4%	18.8%	-8.2%
2020.7	-1.1%	3.0%	6.9%	10.7%	5.0%	-2.5%	9.2%	7.5%	6.9%	-2.2%	0.5%	-3.9%	11.3%	12.3%
2020.8	0.5%	5.1%	4.2%	12.9%	3.1%	4.2%	19.0%	15.3%	11.4%	4.3%	9.4%	-4.2%	25.1%	11.8%
2020.9	3.3%	5.6%	7.8%	22.0%	17.6%	8.3%	13.7%	13.1%	10.7%	-0.5%	12.2%	-0.6%	-4.6%	11.2%
2020.10	4.3%	7.2%	8.8%	16.9%	15.1%	12.2%	18.3%	16.7%	11.7%	2.7%	11.7%	1.3%	8.1%	12.0%
2020.11	5.0%	8.7%	7.7%	21.6%	11.4%	4.6%	32.3%	24.8%	8.1%	5.1%	11.2%	-2.2%	43.6%	11.8%

数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

表 3：限额以上商品零售及细分品类累计同比增速

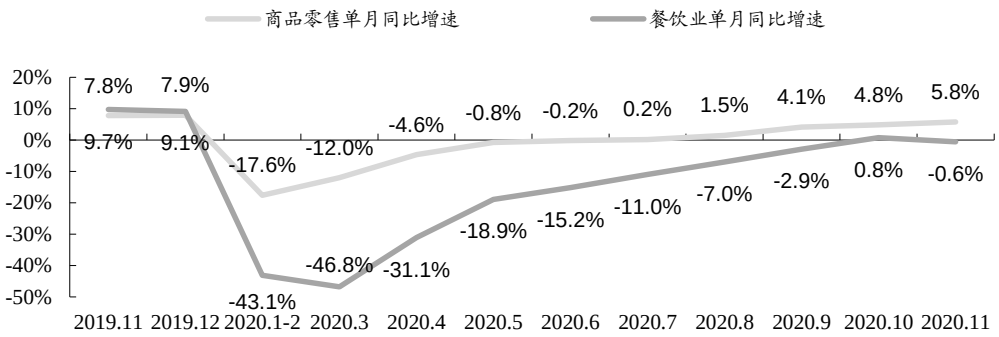
日期	社零总额	限额以上商品零售	粮油食品	饮料	烟酒	服装鞋帽针纺织品	化妆品	金银珠宝	日用品	家电音像器材	文化办公用品	家具类	通讯器材	汽车类
2019.11	8.0%	3.7%	10.2%	10.1%	6.8%	3.0%	12.7%	0.0%	13.9%	5.9%	5.3%	5.5%	8.5%	-1.1%
2019.12	8.0%	3.7%	10.2%	10.4%	7.4%	2.9%	12.6%	0.4%	13.9%	5.6%	3.3%	5.1%	8.5%	-0.8%
2020.1-2	-20.5%	-22.2%	9.7%	3.1%	-15.7%	-30.9%	-14.1%	-41.1%	-6.6%	-30.0%	-8.9%	-33.5%	-8.8%	-37.0%
2020.3	-19.0%	-18.9%	12.6%	4.1%	-14.0%	-32.2%	-13.2%	-37.7%	-4.2%	-29.9%	-3.4%	-29.3%	-3.6%	-30.3%
2020.4	-16.2%	-14.7%	13.8%	6.3%	-9.8%	-29.0%	-9.4%	-32.5%	-1.2%	-24.5%	-0.8%	-23.1%	0.1%	-22.6%
2020.5	-13.5%	-11.2%	13.4%	8.5%	-6.3%	-23.5%	-4.9%	-26.8%	2.5%	-18.4%	-0.3%	-17.5%	2.3%	-17.0%
2020.6	-11.4%	-9.0%	12.9%	10.5%	-3.1%	-19.6%	-0.2%	-23.6%	5.2%	-12.2%	1.6%	-14.1%	5.8%	-15.2%
2020.7	-9.9%	-7.3%	12.0%	10.5%	-2.0%	-17.5%	1.0%	-20.0%	5.5%	-10.8%	1.4%	-12.5%	6.5%	-11.6%
2020.8	-8.6%	-5.8%	11.0%	10.9%	-1.3%	-15.0%	3.2%	-15.6%	6.3%	-9.0%	2.5%	-11.4%	8.9%	-8.8%
2020.9	-7.2%	-4.4%	10.6%	12.3%	1.2%	-12.4%	4.5%	-12.5%	6.8%	-8.0%	3.7%	-9.9%	7.2%	-6.3%
2020.10	-5.9%	-3.2%	10.4%	12.8%	2.6%	-9.7%	5.9%	-9.8%	7.4%	-7.0%	4.5%	-8.7%	7.3%	-4.5%
2020.11	-4.8%	-1.9%	10.1%	13.7%	3.5%	-7.9%	9.5%	-6.6%	7.4%	-5.5%	5.4%	-7.9%	12.0%	-2.8%

数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从消费类型来看：商品零售增速环比提升，向常态增长恢复。11 月商品零售额为 3.45 万亿元，同比+5.8%，增速环比 10 月增长 1.0pct；餐饮业收入 4980 亿元，同比-0.6%。1-11 月，商品零售 31.68 万亿元，同比-3.0%；餐饮业收入 3.46 亿元，同比-18.6%。

图 3：商品零售/餐饮业单月同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

11 月线上增速放缓，预示着“双 11”的实质形态已从“拉动增长”变为“聚集销售”。2014 年之前，“双 11”通过巨大的让利将线下消费者吸引至线上，拉动电商行业的增长；2014 之后，线上消费者将消费提前或延后至“双 11”，其作用变为聚集消费，增速也愈发趋近于全年增速。品牌在“双 11”活动中可能陷入“赚名不赚利”的情况，未来品牌方对双 11 的态度和策略，可能会出现持续的调整。

投资建议：线下零售持续恢复，继 9 月线下社零同比持平后，11 月线下增速在疫情后首次回正。随着近年来双 11 实质形态的转变，2020 年 11 月的线上增速为近年来的较低水平。我们认为未来电商的增长仍是社会消费的主要驱动力，但未来线上商家和品牌商对双 11 的态度可能会持续调整。

建议关注：①消费反弹趋势明显的纺服、珠宝赛道优质标的波司登、周大生等；②韧性强、国牌强势崛起的化妆品赛道优质标的华熙生物、珀莱雅、贝泰妮等。

风险提示：疫情复发、消费行业竞争加剧等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn