

高通脹蠶食消費力 減價救亡又遇猖獗盜竊 美零售商壓力大 股價上揚乏力

拆解美國零售股①

美國第二季度經濟增長向下修訂至2.1%，就業數據顯示勞動力市場放緩，但當地7月零售銷售按月增加0.7%，較預期強，顯示美國人消費意欲仍舊旺盛。消費意欲高漲原本對美國零售商有利，可惜實情恰恰相反。

參考最新季度業績，美國零售股經營表現憂多於喜，上季毛利率普遍向下。當地零售商面對一籬筐的經營逆境，包括高通脹、高汽油價格，蠶食居民消費力，另方面商店減價促銷，員工工資上升；屋漏兼逢連夜雨，店舖盜竊猖獗，令到零售商經營壓力百上加斤。Dick's Sporting Goods (US: DKS) 管理層坦言，上季三分之一毛利率跌幅是受店舖失竊所拖累。下文拆解不同零售子行業的經營挑戰，探討零售股的投資價值。

大公报記者 劉鑛豪

部分美國零售股最新季績摘要

(單位：美元)

公司	收入	變幅	經調整每股盈利	變幅
TJX Co.(US:TJX)	127.6億	+8%	0.85	+23%
Ross Stores(US:ROST)	49.3億	+8%	1.32	+19%
Dollar General(US:DG)	98.0億	+4%	2.13	-29%
Dollar Tree(US:DLTR)	73.2億	+8%	0.91	-43%
Dick's Sporting(US:DKS)	32.2億	+4%	2.82	-23%
Foot Locker(US:FL)	18.6億	-10%	0.04	-96%

美國零售業經營8大挑戰

- 1 店舖盜竊
- 2 通脹率高企
- 3 人工成本上漲
- 4 家庭儲蓄萎縮
- 5 能源價格攀升
- 6 學生貸款恢復償還
- 7 產品折扣擴大
- 8 居民消費降級



▲美國零售業上季的三分之一毛利率跌幅，是受店舖失竊所累。

DKS與FL均利潤倒退 欠投資價值

股東失望

Dick's Sporting Goods (US: DKS) 是美國最大運動服裝零售商之一，雖然第二季營業收入獲得3%增長，可是淨利潤卻出乎預期倒退23%。DKS公布業績後，股價應聲挫24%；而餘波未了，投資者維權組織計劃向DKS管理層作出法律控訴。究竟DKS怎樣讓投資市場失望呢？

盜竊拖低毛利率 DKS裁員節流

DKS第二季收入按年上升3.6%至32.24億美元，同店銷售增幅僅1.8%。雖然上季同店銷售有正增長，扭轉去年同期下跌5.1%的頹勢，只是在交易量上升2.8%，同店銷售增幅1.8%，內中大有文章。DKS上季毛利率由去年同期36.03%降至34.42%，萎縮1.61個百分點。期內淨利潤2.44億美元，倒退23%。按照美國非通用會計準則(non-GAAP)，每股攤薄盈利2.82元。

第二季業績盡失人意，DKS管理層解釋稱，箇中原因是單店店舖盜竊就大啖吞食公司毛利率。在上季毛利率損失1.61個百分點中，三分一跌幅是因店舖盜竊緣故。因應經

營壓力，DKS決定裁減員工，以應對勞工開支上升問題。

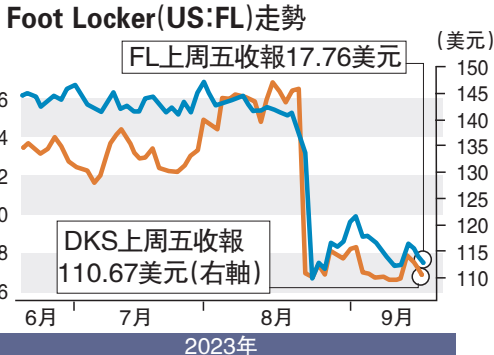
DKS同業Foot Locker(US:FL)上季同樣處於經營逆境，由銷售額、同店銷售、毛利率，以至盈利，全線數據皆讓投資者大為失望。公布季績後，FL當天股價一度急瀉36%，收市時跌28%報16.64美元。FL第二季銷售下跌9.9%至18.64億美元；同店銷售下跌9.4%；毛利率下跌4.6個百分點至27.1%；盈利轉虧500萬美元，每股虧損0.05美元；按non-GAAP準則，經調整淨利潤400萬美元，每股盈利0.04美元。

非必需品消費轉趨審慎

FL季績遭遇投資者負評，主要至少有兩個原因：首先，因美國經濟疲弱，減價才能夠促銷。據FL管理指出，自今年第一季開始，客戶對非必需品消費就轉趨審慎；為讓顧客大破慳囊，需要增加折扣優惠活動，導致第二季同店銷售錄得高單位數跌幅。其次，除折扣活動外，店舖盜竊亦是致命原因，令到第二季毛利率下跌。

至於DKS、FL的投資價值問題。DKS下

Dick's Sporting Goods(US:DKS)與Foot Locker(US:FL)走勢



調今年盈利預測，降到11.33至12.13美元；相較上年度12.04美元，由正增長0.7%至負增長5.9%。DKS稱，今年餘下時間要面對店舖盜竊威脅，讓經營受到損害。FL同樣下調今年盈利預測，預期全年毛利率按年將下跌3.9至4.1個百分點，至27.8%至28%；經調整每股盈利1.3至1.5美元，之前預測為2至2.25美元；相較上年度4.95美元，倒退幅度介乎70%至73%。在恢復盈利正增長前，DKS或FL都欠缺中長線投資價值。

居民福利退稅皆減「一元店」也難撐

同病相憐

俗言有云：「賤物門窮人」。在經濟動力不斷消退，通脹居高不下，美國居民消費能力出現降級情況，「一元店」應該是受惠經濟風向的企業，但當地兩家標誌性平價物品店：Dollar General (US: DG)、Dollar Tree (US: DLTR) 上季業績同告倒退，也同樣地對經營前景趨於審慎。

DLTR上季經調整盈利近腰斬

DLTR第二季銷售收入上升8.2%至73.2億美元，主要得益人流增加、市佔率提升，拉動同店銷售上升6.9%。然而，DLTR上季毛利率下跌2.2個百分點至29.2%，令到毛利只有0.5%升幅至21.3億美元。毛利率受壓，該公司解釋主要因為減價促銷、產品組合問題、人工支出增加，以及店舖盜竊。毛利率一跌，DLTR上季經調整盈利便要大跌44%至2億美元，經調整每股盈利0.91美元。

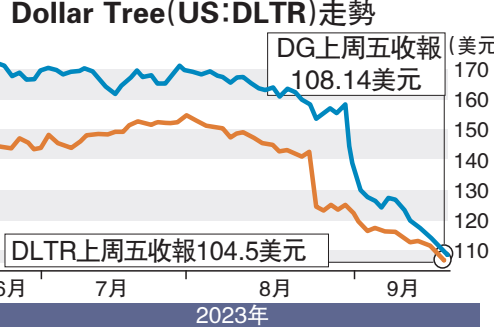
至於DG面目就更加難看，連續第4個季

度盈利未符市場預期，可說是低處未算低。DG第二季收入上升3.9%至98億美元，毛利率下跌1.26個百分點至31.1%，主要因毛利率較高的家居用品及服裝銷售下跌7%。上季經調整盈利4.68億美元，倒退31%，經調整每股利潤跌29%至2.13美元。業績欠佳，DG解釋主要涉及三大因素，首先是政府援助福利減少，對DG的中低收入顧客群造成影響；其次是政府退稅減少；最後是通脹居高不下。

DG去庫存壓力大

至於DG、DLTR投資價值要看前景。首先是DG，連續第二個季度下修全年每股利潤預測，由原先9.82至10.67美元，調低至7.1至8.3美元；換言之，相較上年度10.68美元，今個財年盈利要跌22%至33%。摩通直言，DG今年面臨多方面挑戰，包括需要加快去庫存力度；客戶持續流失；以及公司管理層所言，下半年店舖盜竊加劇。摩通估計，單店店舖盜竊便拖低DG今年毛利率0.5

Dollar General(US:DG)與Dollar Tree(US:DLTR)走勢



個百分點。

DLTR情況亦可謂同病相憐。DLTR調整今個財年經調整每股盈利，由5.73至6.13美元，修訂為5.78至6.08美元；相較上年度7.21美元，今年盈利倒退15.7%至19.8%。巴克萊指出，因產品組合及店舖盜竊，DLTR首季每股盈利已損失0.15美元，第二季損失料超過0.2美元；該公司預料第三、第四季損失金額0.08至0.1美元。富國銀行關注DLTR第四季盈利存在風險。

顯而易見，DG、DLTR尚未屆入市時機。兩家股價在公布業績後，清晰說明證券界對其投資價值的看法。

廉價服裝商業績搶眼 德銀看好TJX

平貨招徠

經濟學理論有「口紅效應」的說法，就是在經濟景氣轉弱時，消費者對價格較平宜的奢侈品的需求會明顯增加。「口紅效應」正正可以從美國兩大廉價(off-price)服裝零售商TJX Companies(US:TJX)及Ross Stores(US:ROST)的最新季績，得到清楚驗證。

TJX採購貼潮流 貨品賣座

TJX是美國最大廉價服裝零售商，第二季度全線經營數據普遍向好，收入上升8%至128億美元；同店銷售上升8%；毛利率上升2.6個百分點至30.2%；稅前利潤率升1.2個百分點至10.4%；攤薄後每股盈利升23%至0.85美元。

TJX在8月公布季績後，全年盈利預測獲得上調，全年稅前利潤率料介乎10.7%至10.8%，攤薄後每股盈利3.66至3.72美元，相比於去年全年3.11美元，今年盈利增長介乎17.6%至19.6%。德銀欣賞該TJX在採購貨品時，能夠緊貼潮流，貨架產品有足夠賣座力。

投資價值方面，觀察TJX收入、盈利的增長趨勢。為免疫情干擾，所以觀察2016年至2019年間，其收入升幅分別為6%、7%、8%、9%；再比對今年首兩季收入上升3%、8%。經調整每股盈利升幅分別為6%、6%、9%、27%；再比對今年首季升幅為12%、23%，而今年全年預測有17%至19%。明顯TJX業務成長有加快跡象，只要股價能夠突頂並企穩，便值得吸納。

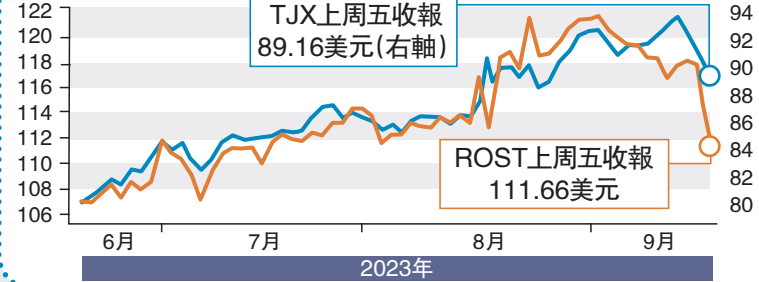
ROST升穿122美元可吸納

ROST是美國第二大廉價服裝零售商，市佔率約23%。ROST第二季經營數據普遍向好。上季收入49.3億美元，按年升8%。同店銷售升5%，其間化妝品、配飾等商品銷情最佳，說明美國人雖窮但也要美的生活態度。經調整每股盈利1.32美元，升19%。

投資價值方面，同樣觀察2016年至2019年間，ROST收入與盈利增長情況。其間內收入上升8%、8%、10%、6%；再比對今年首兩季收入升幅4%、8%，而公司對第三季收入升幅指引介乎4%至6%，顯示收入增長四平八穩。於2016年至2019年間，經調整每股盈利升幅為14%、13%、18%、28%；比對今年首兩季升幅為12%、19%，而全年指引5.15至5.26美元，按年升幅介乎17%至20%，似乎盈利增長動力不減。

相對於TJX來說，ROST股價表現落後，自2020年至今，股價屬於有波幅無升幅，技術出現頭肩頂形態。今年8月下旬，ROST股價曾經挑戰頭肩頂的右肩122美元，可惜失敗，後續若確認升穿並企穩在122美元以上，可以小注吸納；升穿頭部134美元並企穩，可以加注。

TJX.CO(US:TJX)與Ross Stores(US:ROST)走勢



華為手機芯片揭示中國高端技術新突破

滄海桑田 倪相仁

美聯儲局上周四議息會議再次發出鷹派信號：未來高利率可能維持一段較長的時間(longer and higher)。儘管鞋子落地，港股也已陰跌多日，但淡友不忘再踩一腳，導致恒指一度逼近年內的最低位17573點。好消息是，即使周四晚美股大跌，翌日的周五港股亦守住底部，在下試17583點(似形成雙底)後，觸底回升至18000點以上，大市初步企穩。

拜登圍堵策略注定失敗

本周一(25日)華為將發布7種新產品，市場最有興趣的，是華為5G手機Mate 60 Pro芯片出自誰手。截至目前，相關手機芯片製造細節仍未透露。

雖然網上有好多版本，但該芯片是華為自研設備製造，還是使用美國設備改良而成，仍雲裏霧裏。但從美方的初步反應判斷，該芯片的製造不大可能涉及受美國管制設備，否則美國早已採取進一步的制裁行動。接近事實的可能，是華為用自己開發了的設備，建起自身的生產線，然後交給芯片製造公司生產。

如果猜測屬實，代表中國在高端芯片製造層面，已取得某種程度上的突破，這對於拜登政府上台之後苦心經營的圍堵策略，是一記悶棍，用賠了夫人又折兵形容，也不為過。此外，華為若在高端芯片上取得突圍，可促成中美科技戰的降溫，對降低地緣政治風險也有正面作用。

華為能真正取得高端芯片製造上的突破，其意義除了扭轉中國在高端芯片

領域的受制於人，更重要的是為我們國家的未來帶來信心。中國追求高質量的經濟發展，離不開高端技術的突破。勞動力、資本、技術，是經濟增長三項要素。過去40年的高速發展，靠的是資本紅利和人口紅利，而未來的增長更依賴技術要素，如果中國能夠在高端芯片領域取得突破，那帶動的不僅是一家公司，還包括產業鏈。以華為的Mate 90 Pro為例，按照業內分析師的預計Mate 60 Pro在發售12個月後的累積出貨量，預期最少達到1200萬部。以每部7000元(人民幣，下同)的售價，涉及收入840億元，如果回到高峰期的3000部，收入可達到2000億元。最近聽深圳的同行開玩笑，如果華為的5G手機，還有AI服務器能夠取得突破，深圳的樓價也就不需擔心了。

除了華為產業鏈，內房亦同樣是市場焦點。上周三，內地一線城市廣州宣布放鬆部分地區限購，為一線城市的放鬆限購打響第一槍。之前取消「認房不認貸」的政策，也是從廣州開始，然後京滬深跟進，這次放開限購，很可能遵循同樣的途徑。只是市場對新刺激政策出現審美疲勞，股價反應愈來愈小。

房地產對經濟拖累被高估

對於內房市場到底能不能帶動經濟的復甦，近期券商出現比較多理性的討論。主流意見認為是經濟狀況決定地產價格，經濟是因，地產是果。天風證券分析師宋雪濤分析稱，目前投資者對經濟螺旋下跌的擔憂核心來自地產。在房地產供需格局發生重大變化之後，雖然各項地產限制性政策在逐步放開，但政

策實際效果一般，這進一步加重了投資者對中長期經濟的擔憂。

根據天風測算，在綜合考慮了剛需、改善需求、更新需求、保障房供給、二手房供給等因素後，到2025年中國住宅的潛在需求中樞，或在10億平方米左右。在連續兩年(2022、2023年)大幅負增長後，目前地產已經接近住宅後續的潛在中樞(10.5億平方米左右)，故此後續地產銷售下行的壓力 and 對經濟的影響也會減弱。在房地產佔國內生產總值(GDP)比重回落，經濟「去地產化」的同時，經濟也在找到新的增長動能。從固定資產投資結構上看，近年來製造業佔固定資產投資的比重從2019年的32.6%上行至2023年8月的43.9%。這意味着，市場容易高估地產對經濟的拖累。