

行业缓慢复苏，关注新零售和可选消费

——商业贸易行业 2018 年中期策略报告

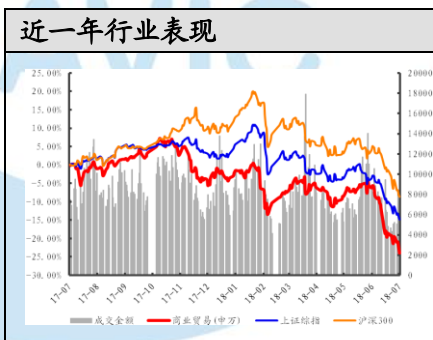
行业分类: 商业贸易

2018 年 07 月 05 日

商业贸易行业评级	增持
----------	----

子行业评级	
百货	增持
超市	增持
连锁	增持
商业物业经营	中性
贸易	中性

基础数据	
上证指数	2733.88
申万行业指数	3491.16
总市值 (亿元)	8,808.47
流通 A 股市值 (亿元)	6381.71
PE	20.73
PB	1.63
ROE (2017)	7.01%
资产负债率 (2017)	53.75%



投资要点:

- 截止 6 月 29 日,申万商贸指数今年累计下跌 16.45%,板块跑输上证 2.55 个百分点,跑输沪深 300 指数 3.55 个百分点。子板块中,受苏宁易购影响,连锁板块表现最好,个股中,积极践行新零售战略的企业、国企改革受益股及电商龙头表现相对较好。
- **行业缓慢复苏。**从行业结构数据来看,2017 年以来行业均处于缓慢复苏阶段,5 月份受节假日以及消费滞后影响,数据略低于预期;从行业整体以及各子板块的经营数据来看,2018 年一季度开端良好,除了商业物业经营板块营收出现下滑之后,百货、超市、连锁收入端均改善,百货、超市作为行业的核心子板块,业绩增速动力依旧,行业整体仍在复苏当中。
- **持续关注新零售和可选消费。**新零售步伐继续加快,移动互联网以及社交的快速发展推动消费者成为消费行为的核心,未来新零售仍然会是驱动行业快速发展的动力,但从新零售出现到业务突破和稳定贡献收益,还有漫长的路要走,行业有望在新零售推动下突破瓶颈,迎来新的成长机会。三四线消费崛起和渠道下沉驱使可选消费品需求增长,从消费升级的经验来看,当人均 GDP 超过 1 万美元之后,可选消费如化妆品、黄金珠宝等品类将迎来快速增长期。
- 投资策略上,建议把握三条主线:一是关注区域生鲜超市龙头,如家家悦、永辉超市等,这类企业更易推进新零售战略,挖掘技术进步、数字化带来的红利,随着渠道的加速整合和技术进步,进一步打开成长空间;二是关注黄金珠宝龙头企业,如老凤祥、潮宏基等,这类企业品牌优势明显,能够在需求驱动下满足多元化消费需求,进一步提升市场占有率和盈利能力;三是继续关注国企改革受益标的,如王府井、重庆百货等,随着混改的加速推进,这类企业可以通过引入战略投资者、股权激励或员工持股计划激发员工活力,有效提升经营效率。
- 风险提示:行业复苏不及预期、新零售进展低于预期。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址:深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83689524

传真: 0755-83688539

目录

一、行情回顾.....	4
1、行业与大盘走势.....	4
2、子行业表现.....	5
3、个股行情.....	5
二、行业龙头缓慢复苏.....	8
1、行业数据.....	8
社会消费品零售总额.....	8
百家&50 家大型零售企业零售额数据	9
2、子板块经营数据.....	10
百货：行业持续复苏.....	10
超市：龙头优势凸显.....	11
连锁：家电连锁盈利改善，黄金珠宝景气度高	11
商业物业经营：企业经营承压.....	12
三、持续关注新零售和可选消费	12
1、新零售：继续推动行业变革.....	12
2、可选消费：渠道下沉，竞争优势凸显.....	16
四、投资策略.....	19
1、关注区域生鲜龙头.....	19
2、关注黄金珠宝龙头企业.....	21
3、继续关注国企改革受益标的.....	22

图表目录

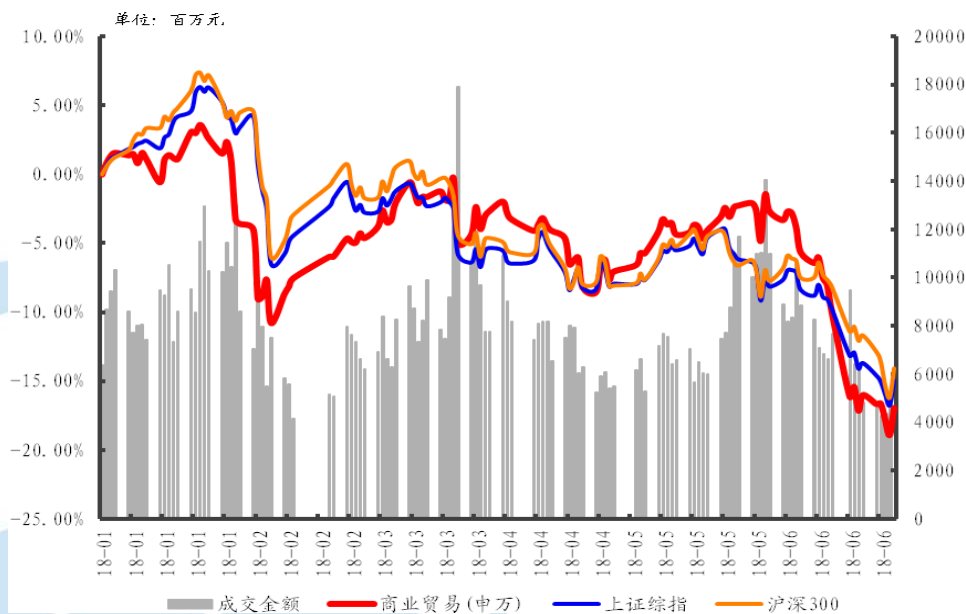
图表 1: 2018 年以来行业指数和上证指数、沪深 300 涨幅对比.....	4
图表 2: 2018 年以来各行业涨幅对比.....	4
图表 3: 2018 年各子行业涨跌 (总市值加权平均).....	5
图表 4: 2018 年以来重点公司涨跌幅.....	6
图表 5: 社会消费品零售总额当月值及同比增速.....	8
图表 6: 限额以上单位消费品零售总额当月值及同比增速.....	8
图表 7: 限额以上单位商品零售额结构数据.....	8
图表 8: 全国百家大型零售企业零售额同比增速.....	9
图表 9: 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速.....	9
图表 10: 网上商品和服务零售额累计同比.....	10
图表 11: 实物商品网上零售额累计同比.....	10
图表 12: 商业贸易板块单季度营收及同比增速.....	10
图表 13: 商业贸易板块单季度营业利润及同比增速.....	10
图表 14: 百货单季度营收及同比增速.....	11
图表 15: 百货单季度营业利润及同比增速.....	11
图表 16: 超市单季度营收及同比增速.....	11
图表 17: 超市单季度营业利润及同比增速.....	11
图表 18: 连锁单季度营收及同比增速.....	12
图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速.....	12
图表 20: 商业物业经营单季度营收及同比增速.....	12
图表 21: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速.....	12
图表 22: 2017 年以来阿里的新零售布局.....	13
图表 23: 腾讯智慧零售布局.....	14
图表 24: 中国核心“化妆品人口”.....	16
图表 25: 重点大型零售企业化妆品零售额同比增速.....	16
图表 26: 国内大日化市场各国家品牌占比.....	17
图表 27: 化妆品关税变动.....	17
图表 28: 金银珠宝类零售额当月值及当月同比.....	18
图表 29: 全国 50 家大型零售企业金银珠宝类零售额当月同比.....	18
图表 30: 家家悦营业收入及同比增速.....	19
图表 31: 家家悦营业利润及同比增速.....	19
图表 32: 永辉超市营业收入及同比增速.....	20
图表 33: 永辉超市营业利润及同比增速.....	20
图表 34: 老凤祥营业收入及同比增速.....	21
图表 35: 老凤祥营业利润及同比增速.....	21
图表 36: 重庆百货营业收入及同比增速.....	22
图表 37: 重庆百货营业利润及同比增速.....	22

一、行情回顾

1、行业与大盘走势

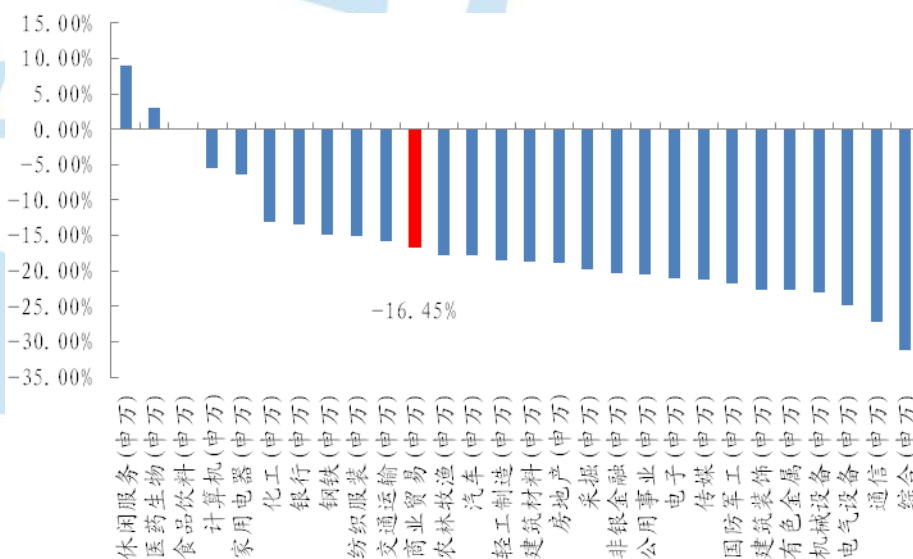
截止到6月29日,上证综指收于2847.42,今年以来下跌13.90%,沪深300收于3510.98,下跌12.90%,申万商贸指数收于3697.86,年初以来下跌16.45%,板块跑输上证2.55个百分点,跑输沪深300指数3.55个百分点。

图表 1: 2018 年以来行业指数和上证指数、沪深 300 涨幅对比



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 2018 年以来各行业涨幅对比



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

商贸板块涨跌幅在全部行业中排名第 11，表现并不算优秀，但与以往行情相比，也有可圈可点之处，我们认为主要原因有以下三个：

一是行业缓慢复苏。尽管社会消费品零售总额增速仍不如人意，但结构数据来看，限额以上单位消费品零售额增速回升，加上各类新业态的出现，新零售等概念的提出，线下零售价值被再度挖掘，线上平台也积极布局线上线下的渠道融合，行业出现新的机会。

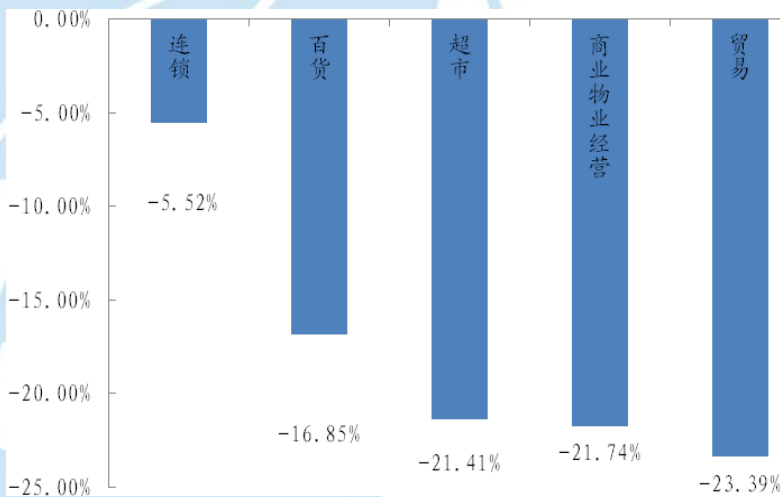
二是新零售催化。自新零售从 2016 年末提出至今，整个行业变化加剧，以阿里、腾讯为首的互联网巨头纷纷进行多渠道、全覆盖的新零售布局，实体零售在新零售浪潮下逐步回暖，并积极拥抱线上平台，随着未来线上线下合作更加深入，会出现更多创新业态，带动行业内企业加速转型。

三是国企改革受益板块。商贸零售行业作为完全竞争的行业，是国企改革的排头兵，随着国企改革的进一步推进，这些企业可以通过引入战略投资者、混合所有制等方式完善企业机制、提升效率、降低成本，增强市场竞争力。

2、子行业表现

从子行业的表现来看，截止 6 月 29 日，连锁、百货、超市、商业物业经营、贸易板块跌幅分别为 5.52%、16.85%、21.41%、21.74%和 23.39%。连锁跌幅较小主要是因为家电连锁中市值较大的苏宁易购迎来业绩拐点，今年以来表现较好；百货、超市板块去年在新零售催化下表现相对较好，今年板块业绩仍在好转，但受大盘拖累，整体表现一般。

图表 3：2018 年各子行业涨跌（总市值加权平均）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

3、个股行情

从行业内个股的表现来看，涨幅领先的公司可以分为三类：一类是积极践行新零售战略，推进线上线下融合的企业，如天虹股份、苏宁易购等。二是国企改革受益股，如重庆百货、王府井等。第三类是电商

龙头，如快乐购、南极电商等。

跌幅居前的公司，一类是公司经营一般，业绩较差的公司，如商业城、南宁百货等，二是受宏观经济和行业影响较大，主业承压，转型不尽人意的企业，如海宁皮城等。

图表 4：2018 年以来重点公司涨跌幅

代码	公司名称	今年以来涨跌幅(截止到 6 月 29 日)	涨跌原因
002419.SZ	天虹股份	46.90%	在新零售背景下，深度发展供应链、数字化、体验式业务，截止 2018 年一季度营收与净利均有较大幅度增长
600729.SH	重庆百货	33.50%	公司将实施混合所有制改革，并且对旗下马上金融平台增资，助力业务快速扩张
002024.SZ	苏宁易购	14.56%	加速线下全场景业态布局(零售云、苏宁小店等)，积极布局县镇市场，出售阿里股票
603708.SH	家家悦	11.73%	线上发展微型智慧超市，线下门店拓展加速，所在地山东市场消费容量全国领先，公司扩张业务空间较大
600280.SH	中央商场	10.80%	积极布局新零售，牵手银泰共同设立新零售发展公司，出售地产业务，通过罗森、乐友拓展了新业务
601828.SH	美凯龙	5.94%	搭建线上平台，线上线下全链条打通，驱动公司成长；公司自持 51 家经营性物业并将继续投建新的自持物业，利润增长空间较大
600859.SH	王府井	5.83%	百货、超市多业态覆盖，并且公司主力门店区域华北和西南地区业绩增长较快，对于营收和利润贡献较大
002336.SZ	人人乐	1.92%	公司实施线上线下融合的战略转型，同时提升物流配送水平，但新店培育期过长，出现经营亏损的情况，公司整体业绩承压
600738.SH	兰州民百	1.91%	在新零售背景下通过大数据对原有零售产业进行升级，并且已完成对杭州环北丝绸服装城的收购，业务覆盖区域进一步扩大
600694.SH	大商股份	-0.95%	积极布局线上线下全渠道和百货、超市等多业态，公司拥有超过 161 家线下门店，物业价值的提升带动公司整体发展
600785.SH	新华百货	-3.86%	宁夏最大的商业零售企业，立足宁夏、辐射周边，未来随着经营业态丰富和线下新设门店的运营，营收将逐步改善
002264.SZ	新华都	-11.31%	传统业务同店增速为负，但在阿里入股后，公司将在零售业态及供应链等多方面展开合作，推动公司整体业务发展
600858.SH	银座股份	-11.48%	山东地区零售行业龙头，截至 2018 年一季度，公司线下门店达到 129 家，但由于山东地区零售市场竞争不断加剧，短期内公司承压
600612.SH	老凤祥	-12.68%	受益于国企改革，股权结构有望进一步优化，今年公司各项费用同比去年都有增加，对公司盈利端产生了一定影响
000882.SZ	华联股份	-13.77%	公司购物中心、影院和保理业务三大主业对外投资业务增加，覆盖区域、经营规模不断扩大，运营压力也随之增加
600790.SH	轻纺城	-14.31%	租金收入整体下滑，影响公司业绩表现，但公司控股股东开发经营集团已将两大市场注入公司上市平台
002187.SZ	广百股份	-16.44%	毛利率下滑，但随着新零售的高速发展，公司在积极进行业态整合升级和新门店的线下扩张

600697.SH	欧亚集团	-17.22%	扩张速度加快，但新门店培育可能影响公司业绩
002345.SZ	潮宏基	-19.12%	公司拟收购思妍丽剩余股权，进一步向高端美容市场发展，受行业影响，收入、净利润增速放缓
002561.SZ	徐家汇	-20.21%	受行业影响，公司业绩承压
002277.SZ	友阿股份	-20.68%	公司布局社区零售，同时启动友阿微店，但利息支出增加导致零售业务毛利率下降
000501.SZ	鄂武商 A	-23.00%	股东减持，市场悲观情绪下放大了利空效应，但公司目前积极开展国企改革、实施股权激励，进一步探索新零售业态下的全渠道场景
601933.SH	永辉超市	-23.11%	公司持续强化生鲜供应链的整合，新门店处于加速扩张期，对应各项费用有所提升
601116.SH	三江购物	-23.27%	阿里赋能，进一步扩大销售渠道和提升经营效率，但部分线下门店效益不佳关闭和剥离香烟经营业务导致营收同比有所下降
600361.SH	华联综超	-23.49%	2017 年出售全资子公司华联精品导致经营门店数量减少，但公司计划在优势地区加密网点并积极布局社区零售中心等创新业态
002416.SZ	爱施德	-23.75%	公司分销业务增大了对大客户的销售规模，应收账款提升明显
002697.SZ	红旗连锁	-23.88%	公司与永辉超市联手展开多方合作，强化新零售业态下的生鲜供应链
600827.SH	百联股份	-24.39%	公司未来将持续对百货、奥莱等业态进行改善，整体调整升级进程延续
000759.SZ	中百集团	-24.80%	公司关闭了持续亏损的部分门店，并对部门线下门店进行改造和升级，目前公司业绩依然承压
002574.SZ	明牌珠宝	-25.18%	收入端回暖，黄金等饰品需求复苏，公司积极强化品牌影响力，进一步提升竞争力，但估值水平较高
600415.SH	小商品城	-25.43%	18 年房产收入预计大幅下降，公司转型正在稳步推进
000417.SZ	合肥百货	-26.90%	消费金融与国企改革受益标的，但公司内部管理欠佳
000061.SZ	农产品	-28.86%	深圳国企改革受益标的，继续推进流通网络建设，但行业竞争激烈，业绩承压
000587.SZ	金洲慈航	-29.14%	深耕黄金产业链，黄金租赁双轮驱动，后续产融结合效果有待市场验证
603900.SH	莱绅通灵	-29.70%	调整门店、取消会员折扣等因素影响业绩，但公司未来区域扩张加快，产品、营销全面升级
002251.SZ	步步高	-36.95%	展店成本拉低业绩增幅，但京东腾讯赋能，公司经营状况向好
002344.SZ	海宁皮城	-37.34%	公司新项目仍在成长期，短期来看营业成本及费用投入较大
002721.SZ	金一文化	-43.81%	受拓展渠道商和品牌加盟影响，资本支出压力较大，应收账款规模不断扩大，短期债务负担较重
600712.SH	南宁百货	-45.79%	行业竞争加剧，公司经营压力大，持续推进新零售转型

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

二、行业龙头缓慢复苏

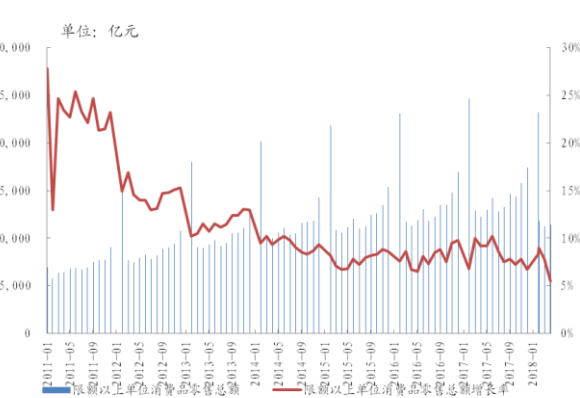
1、行业数据

社会消费品零售总额

2017 年，社会消费品零售总额 366,262 亿元，同比增长 10.2%，增速比上年下降 0.2 个百分点；其中，1-6 月累计增长 10.4%，较上年同期提高 0.1 个百分点，7-12 月累计增长 10.2%，增速放缓，较上年同期下降 0.5 个百分点。限额以上单位消费品零售额 160,613 亿元，增长 8.1%。

2018 年 1-5 月份，社会消费品零售总额 149176 亿元，同比增长 9.5%，增速比去年同期下降 0.8 个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额 57518 亿元，同比增长 7.8%，增速比去年同期下降 0.6 个百分点。2018 年 5 月份，社会消费品零售总额 30359 亿元，同比名义增长 8.5%（扣除价格因素实际增长 6.8%），增速较去年同期下降 2.2 个百分点，其中，限额以上单位消费品零售额 11477 亿元，增长 5.5%，增速比去年同期下降 3.7 个百分点。5 月份零售数据较差，一方面是由于去年端午节在 5 月份，今年则在 6 月份，节日滞后对零售数据有一定影响，另一方面，7 月起包括汽车、化妆品等在内的多种产品关税调降，压制了一部分消费。

图表 5: 社会消费品零售总额当月值及同比增速 **图表 6: 限额以上单位消费品零售总额当月值及同比增速**



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

从限额以上单位商品零售额结构数据来看，2018 年 5 月，与百货、超市关联性较高的品类中，除了金银珠宝类零售额同比增速与 4 月相比上升 0.8 个百分点，其他细分品类 5 月增速较 4 月都有所回落：粮油食品类同比增速下降 0.7 个百分点，饮料类同比增速下降 3.3 个百分点，烟酒类同比增速下降 4.7 个百分点，服装纺织同比增速下降 2.6 个百分点，化妆品同比增速下降 4.8 个百分点，日用品同比增速下降 1.7 个百分点。

图表 7: 限额以上单位商品零售额结构数据

指标名称	2017.5	2017.6	2017.7	2017.8	2017.9	2017.1	2017.11	2017.12	2018.2	2018.3	2018.4	2018.5
粮油、食品类	14.40%	10.90%	10.70%	8.50%	8.00%	10.10%	7.50%	9.70%	9.70%	11.20%	8.00%	7.30%
饮料类	14.20%	10.60%	12.50%	7.60%	6.10%	7.20%	6.80%	9.60%	8.20%	11.30%	10.40%	7.10%

烟酒类	11.30%	9.50%	7.60%	4.20%	7.90%	9.00%	4.50%	3.90%	9.50%	8.60%	9.50%	4.80%
服装纺织类	8.00%	7.30%	6.40%	8.90%	6.20%	8.00%	9.50%	9.70%	7.70%	14.80%	9.20%	6.60%
化妆品类	12.90%	17.00%	12.70%	14.70%	13.40%	16.10%	21.40%	13.80%	12.50%	22.70%	15.10%	10.30%
金银珠宝类	9.60%	6.30%	2.60%	6.40%	5.30%	2.50%	4.40%	0.40%	3.00%	20.40%	5.90%	6.70%
日用品类	8.70%	11.20%	7.10%	7.00%	7.80%	7.40%	7.90%	5.40%	10.10%	16.90%	12.00%	10.30%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

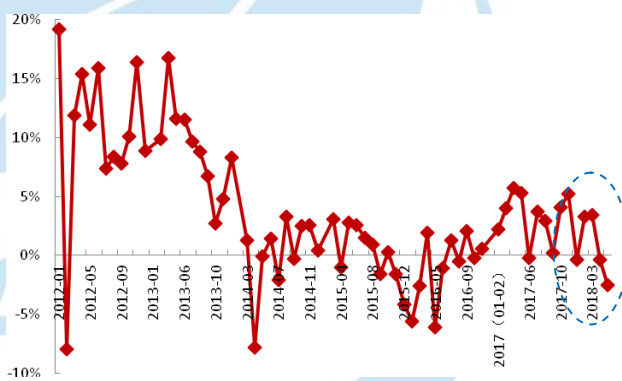
百家&50 家大型零售企业零售额数据

对行业来讲更具代表性的是百家及 50 家重点大型零售企业零售额数据。根据中华全国商业信息中心的数据, 2018 年一季度, 全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 3.3%, 增速比去年同期提高 0.6 个百分点。全国 50 家重点大型零售企业零售额累计同比增长 2.6%, 增速高于上年同期 0.6 个百分点, 其中, 粮油、食品类零售额同比增长 1.9%, 增速高于上年同期 3.6 个百分点; 服装类零售额同比增长 6.5%, 增速大幅高于上年同期 6.7 个百分点; 化妆品类是一季度商品市场的亮点, 零售额累计增长 11.0%; 日用品类零售额同比下降 0.2%; 金银珠宝类和家用电器类市场零售额均为同比下降, 且降幅超过上年同期水平。

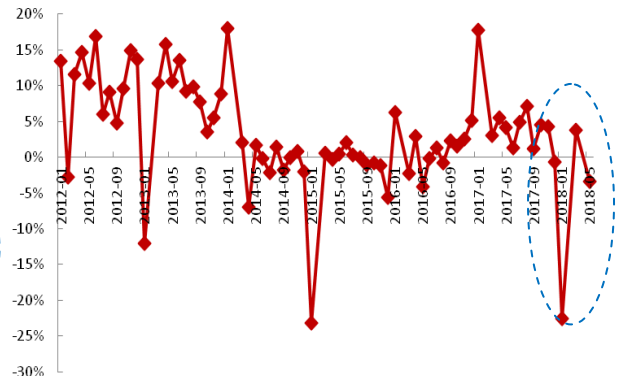
5 月份, 全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 2.5%, 增速较 2017 年同期下降 7.8 个百分点, 且降幅相比上月也有所扩大, 环比下降 2.1 个百分点。2018 年 5 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额继续同比下降, 降幅为 3.4%, 增速低于上年同期 7.5 个百分点。其中, 5 月份实现零售额同比正增长的企业有 12 家, 相比 4 月份减少了 8 家; 从 5 月份数据来看, 除金银珠宝类零售额同比上升 0.8 个百分点以外, 其余主要品类零售额均实现一定程度下滑, 且除日用品类其余品类增速均低于上年同月水平。

图表 8: 全国百家大型零售企业零售额同比增速

图表 9: 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速

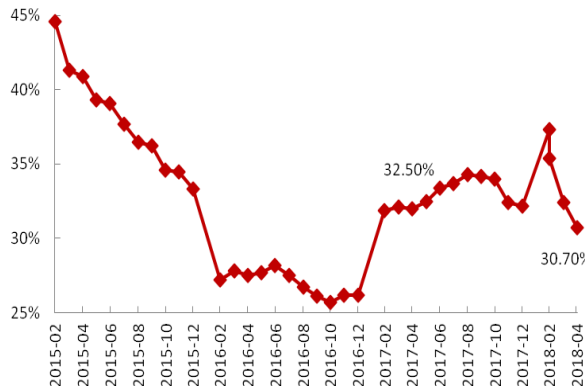


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

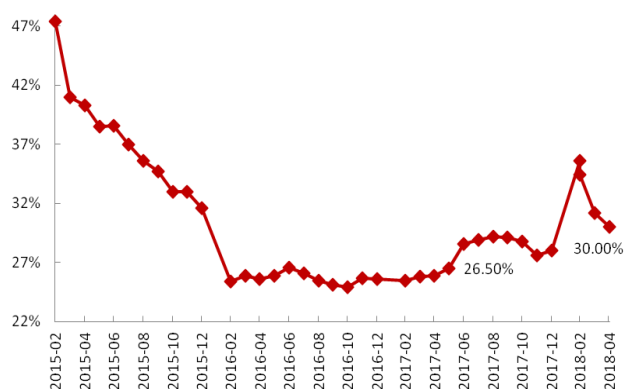


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

线上零售增速维持高位。随着新零售的持续推进, 线上线下进一步融合, 全国网上零售额及实物商品网上零售额累计同比已连续多月在 30% 以上。虽然今年 3 月之后, 同比增速数据下滑, 但与社消总额增速等数据相比, 线上零售仍然表现亮眼。2018 年 1-5 月份, 全国网上零售额 32691 亿元, 同比增长 30.7%, 增速比去年同期下降 1.8 个百分点。其中, 实物商品网上零售额 24819 亿元, 增长 30.0%, 增速比去年同期提升 3.5 个百分点, 占社会消费品零售总额的比重为 16.6%。

图表 10: 网上商品和服务零售额累计同比


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

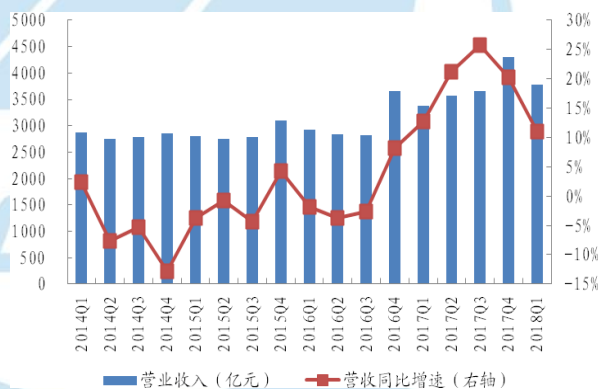
图表 11: 实物商品网上零售额累计同比


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

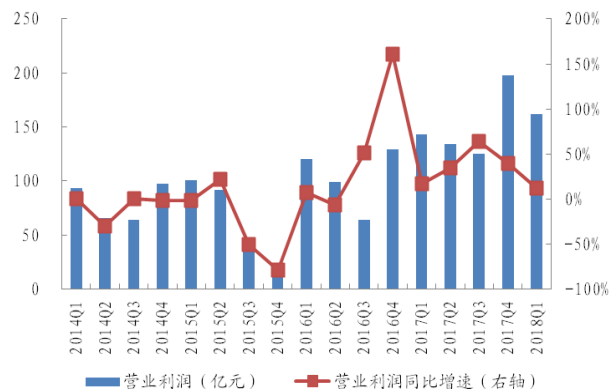
2、子板块经营数据

2017 年以来行业逐渐回暖,特别是各区域龙头企业,从上市公司的经营数据上看,也基本印证了这一点,2017 年商业贸易板块营收和营业利润分别为 14,924.01 亿元、602.17 亿元,同比分别增长 20.01%、36.55% (同比增速已进行追溯调整),增速比上年同期分别提升 19.58 和 3.37 个百分点。

从单季度数据来看,2017 年 Q1-4 商业贸易板块分别实现营收 3,378.09 亿元、3,577.50 亿元、3,651.85 亿元、4,293.99 亿元,同比分别增长 12.7%、21.25%、25.74%、20.33%,实现营业利润 143.35 亿元、134.56 亿元、125.03 亿元、197.93 亿元,同比分别增长 16.78%、34.62%、64.15%、39.88%。2018 年一季度商业贸易板块实现营收 3,785.06 亿元,同比增长 10.98%,实现营业利润 161.7 亿元,同比增长 11.68%。

图表 12: 商业贸易板块单季度营收及同比增速


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 13: 商业贸易板块单季度营业利润及同比增速


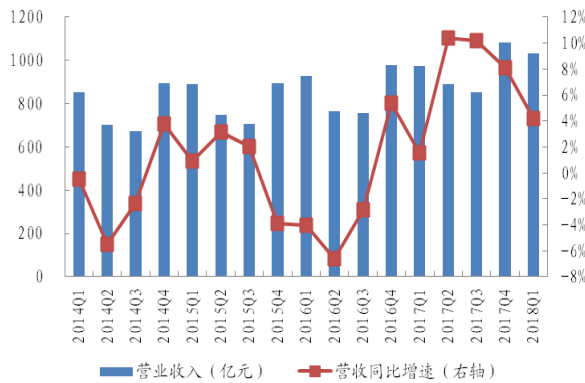
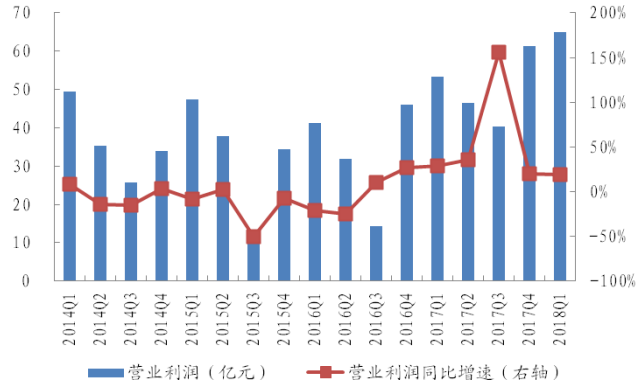
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

百货: 行业持续复苏

2017 年百货板块实现营收和营业利润分别为 3804.43 亿元、201.69 亿元,同比分别增长 7.29%、41.66% (同比增速已进行追溯调整),增速比上年同期分别提升 8.99 和 47.17 个百分点。2018 年一季度百货板块实现营收和营业利润分别为 1,033.56 亿元、64.92 亿元,同比分别增长 4.16%、18.90%。

2017 年度板块收入端改善一方面是由于行业复苏,销售占比高的服装鞋帽、针纺织品、化妆品及金银

珠宝等可选消费品需求回升，企业营收普遍好转，另一方面是供销大集、南京新百、王府井并表带来的收入大涨。2018 年 5 月全国限额以上单位零售额数据显示，日用品类、化妆品类及粮油食品类增速仍然可观，百货板块继续受益于可选消费回暖。

图表 14：百货单季度营收及同比增速

图表 15：百货单季度营业利润及同比增速


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

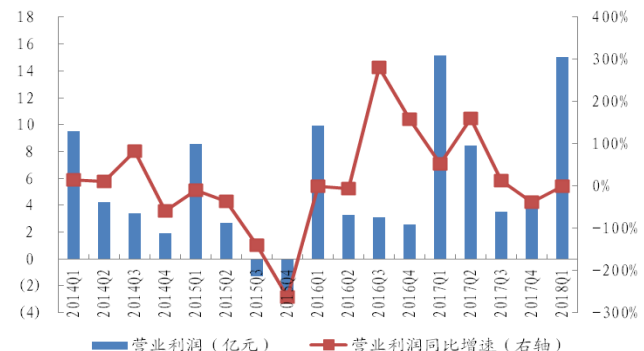
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

超市：龙头优势凸显

2017 年超市板块实现营收和营业利润分别为 1423.79 亿元、31.33 亿元，同比分别增长 7.84%、34.96%（同比增速已进行追溯调整），增速比去年同期分别提升 3.82 和 -40.62 个百分点。2018 年一季度超市板块实现营收和营业利润分别为 429.04 亿元、15.02 亿元，同比分别增长 11.21%、-1.19%。

受益于供应链持续优化、生鲜等品类具有较强的不可替代性、贴近社区网点价值更高、具备线上线下融合的消费场景，超市板块盈利能力逐步提升，成为深度践行新零售的典范，也成为资本布局的重点子板块，新业态如无人超市、生鲜超市等层出不穷，龙头企业优势凸显。2018 年一季度板块营收增速提速、营业利润小幅下滑主要是永辉超市一季度展店提速导致营收增长明显，但费用端承压，拖累整体业绩。

图表 16：超市单季度营收及同比增速

图表 17：超市单季度营业利润及同比增速


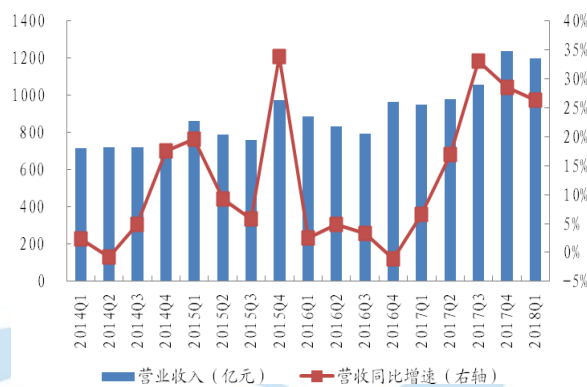
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

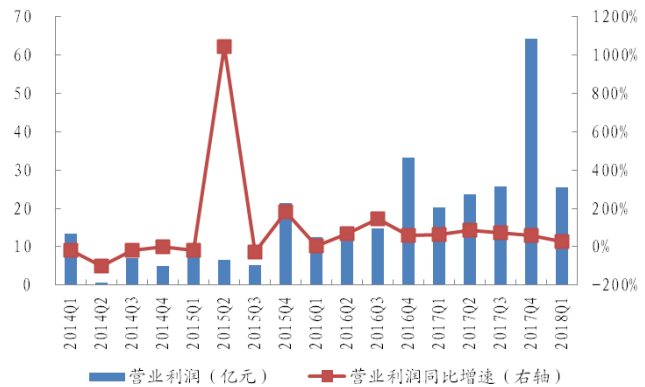
连锁：家电连锁盈利改善，黄金珠宝景气度高

我们将连锁分为家电连锁和黄金珠宝两个子板块，2017 年连锁板块共实现营收和营业利润分别为 4,229.71 亿元、134.85 亿元，同比分别增长 21.25%、66.55%（同比增速已进行追溯调整），增速比去年同期

期分别提升 18.93 和 9.71 个百分点。其中，受益于苏宁易购盈利改善提速，家电连锁 2017 年度实现营收和营业利润分别为 2,903.38 亿元、49.40 亿元，同比分别增长 23.20%、350.19%（同比增速已进行追溯调整）。2018 年一季度实现营收 769.18 亿元，同比增长 30.24%，实现营业利润 49.40 亿元，同比增长 6.29%；黄金珠宝则受益于居民避险、保值需求的增长，消费复苏，景气度持续向上，2017 年度实现营收和营业利润分别为 1,123.67 亿元、67.22 亿元，同比分别增长 13.63%、13.58%（同比增速已进行追溯调整）。2018 年一季度实现营收 1,197.78 亿元，同比增长 26.28%，实现营业利润 25.44 亿元，同比增长 25.48%。

图表 18: 连锁单季度营收及同比增速


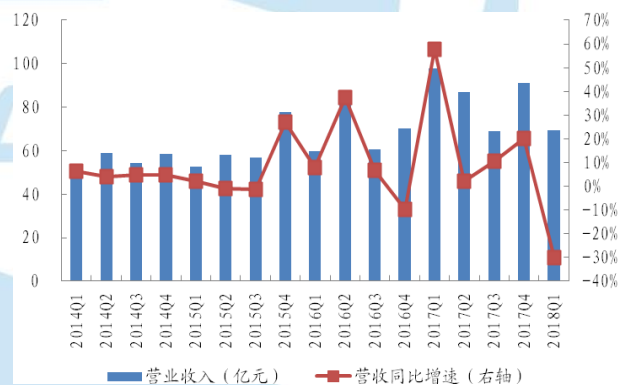
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速


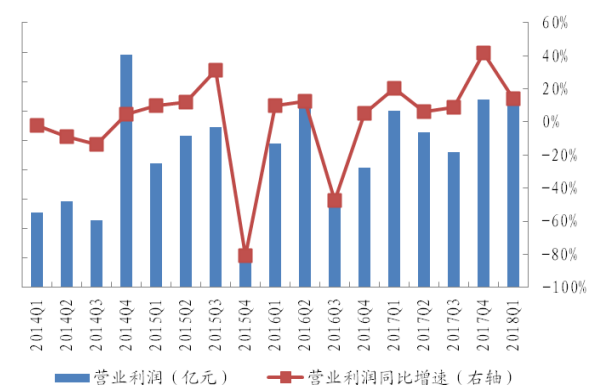
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

商业物业经营: 企业经营承压

2017 年商业物业经营实现营收和营业利润分别为 344.80 亿元、111.54 亿元，同比分别增长 20.87%、19.36%（同比增速已进行追溯调整），增速比去年同期分别上升 11.21 和 25.22 个百分点。2018 年一季度实现营收 69.36 亿元，同比下降 30.08%，实现营业利润 32.69 亿元，同比增长 13.83%。在当前宏观经济条件下，面对租户减租压力，企业经营压力仍然偏大。

图表 20: 商业物业经营单季度营收及同比增速


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 21: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

三、持续关注新零售和可选消费

1、新零售: 继续推动行业变革

新零售以消费者为中心，在人、商品与服务、供应链等各个环节数字化的基础上，串联各个消费场景，包括智能手机、移动终端、电脑、实体卖场等，利用数字化技术实现实体与虚拟零售供应链、交易交付链、服务链的全面融合，给消费者提供全渠道、全时段的无缝消费体验，并以物流配送部分替代实体交付。2017 年是零售从业者称为新零售元年，由阿里引领的新零售浪潮融合了线上线下的零售巨头，行业正在发生巨变。2018 年新零售步伐继续加快，移动互联网以及社交的快速发展推动消费者成为消费行为的核心，腾讯也在继阿里之后迎头赶上，通过并购改造、赋能输出等方式布局新零售，阿里系和腾讯系业务布局越发清晰，也将新零售行业推入一个新的竞争阶段。

阿里巴巴——以阿里为中心的新零售生态圈

阿里巴巴核心优势在于电商平台，阿里拥有丰富的社交、电商经验和强大的技术优势，具备更高的效率和执行力。阿里线下布局涵盖百货、超市、便利店、生鲜餐饮等业态，包括苏宁、银泰、百联、三江购物、新华都、高鑫零售、盒马、零售通等，阿里是这个新零售生态圈的核心，通过其强大的平台和技术资源对这些公司进行整体改造和重构，实现线上线下渠道的融合和再平衡，对不同业态的零售市场进行数据化革新。

分业态来看，阿里新零售布局主要在生鲜餐饮、百货商超、社区小店等业态上。生鲜餐饮板块，阿里旗下的生鲜品牌有盒马、天猫生鲜、淘乡甜、喵鲜生、易果生鲜，以盒马为例，盒马采取线上平台+线下门店融合的运营方式，依托阿里的大数据平台和强大的流量基础，实现线上线下相互引流赋能、消费场景的全覆盖以及消费体验升级，实现线上线下数据的一体化运营和管理；同时，盒马将生鲜作为主线，不断拓展其他餐饮类的品项，逐渐扩大其餐饮生态圈。百货商超板块，以阿里和高鑫零售合作为例，高鑫零售作为拥有“欧尚”及“大润发”两大知名品牌的百货商超运营商，在与阿里达成战略合作后，通过阿里的大数据技术，对线下实体店的消费场景、会员管理及供应链进行整体的重构改造：消费场景方面，阿里通过 AR/VR、大数据等新技术赋能实体门店，实现 VR 试衣、数字化运营等，并将把旗下盒马全渠道运营经验运用到大润发相关的项目中；会员管理方面，淘宝、天猫等电商平台将会为高鑫零售旗下的电商平台打开流量入口，帮助公司整体线上业务升级加快，实现线上线下一体化；供应链方面，阿里将从供应链源头至配送端整体对高鑫零售的线上平台线下门店进行升级改造，例如，大润发已与天猫签订供应协议，未来大润发销售的商品将会从天猫供应链采购；阿里的菜鸟物流配送也将赋能高鑫零售线下门店，整体提升公司的物流配送效率。社区小店板块，阿里零售通作为衔接供应链上下游的重要一环，通过 LST 数字采购平台赋能的模式，实现库存的优化和预测，并通过建立高效仓配体系以及大数据的营销策略和选品指导，将线下社区小店和天猫品牌商直接对接，缩短供应链，提高配送效率，降低运营成本，让万亿杂货店市场融入阿里的大数据体系之中，并依托大数据技术使得线下社区门店在智能化、数据化转型的同时，持续收集线下消费数据，通过线上线下数据和渠道的打通与互相赋能，提高门店营运水平。

图表 22：2017 年以来阿里的新零售布局

时间	内容
2017.1	安排私有化银泰，并增持持股比例至 74%
2017.2	与百联集团达成战略合作，在全业态融合创新、新零售技术研发、高效供应链整合、会员系统互通、支付金融互联、物流体系协同等六个领域展开全方位合作。

2017.5	向易果生鲜收购联华超市 18%的内资股股权
2017.9	获得新华都 10%股权，并合资成立网络科技有限公司
2017.11	阿里以 224 亿港元（约合 190 亿人民币）获得高鑫零售 36.16%的股权
2018.3	银泰受让开元商业 100%股权
2018.4	阿里第一家购物中心“亲橙里”开业

数据来源：联商网，Wind，中航证券金融研究所

随着新零售战略的持续推进，阿里又在今年 5 月底的全球智慧物流峰会上提出“新物流”的概念，新物流包括 IoT 技术、新零售物流与全球化网络，将通过菜鸟对物流要素、场景和流程全面重构，以 IoT 战略实现物流园区、终端设备全面智能化的同时，实现新零售分钟级配送，给消费者全新体验。未来新零售仍然会是驱动行业快速发展的动力，阿里也势必会继续创新，带动整个行业变革。

腾讯——去中心化的新零售赋能者

继阿里之后，腾讯也提出“智慧零售”的战略，并以京东和永辉为抓手进行一系列布局，腾讯的优势在于社交，包括 QQ、网络游戏、微信小程序等等在内的生态圈，区别于阿里的统筹把控，腾讯“智慧零售”核心是基于微信和小程序的支付场景和流量管理，加上大数据、人工智能等技术为合作企业的智慧零售转型提供坚实基础，简单的说，腾讯的新零售布局是以流量技术资源赋能支持的去中心化体系。

分业态来看，腾讯的新零售布局主要在社交电商、生鲜餐饮和百货商超等业态上。社交电商板块，腾讯旗下拥有 QQ、微信两大社交平台，随着微信小程序的不断开发，以微信为核心的“社交+场景”的生态圈也在逐渐完善，这些助推腾讯在社交电商板块扩张。目前腾讯旗下拥有包括拼多多、小红书等多家社交电商平台，拼多多作为具有社交属性的综合电商，在消费升级的大背景下，抓住了低线城市的消费人群和消费者“拼团+折扣”的心理，依托微信平台的流量和技术基础，通过“APP 点评返红包”等方式将社交群体扩大，并通过大数据将消费数据及时反馈给供应端，形成完整的社交消费闭环。生鲜餐饮板块，腾讯旗下的生鲜品牌包括京东（京东生鲜、京东到家）、每日优鲜、永辉、7-Fresh 等平台，7fresh 作为京东、腾讯与盒马短兵相接的利器，运用大数据精选品牌及产品，并由专业买手团队深入原产地选品，确保产品品质，实现精准货物管理和智能补货，并借助京东的物流体系，保证最快半小时内送达，线下体验方面，则采用智能购物车、魔镜系统等一系列智能科技，实时识别用户的购买决策全过程，更精准地描绘用户消费行为，指导公司运营。百货商超板块，腾讯以技术、流量以及社交生态优势从供应链和消费场景上对传统百货商超进行改造。以沃尔玛为例，腾讯与沃尔玛在正式宣布达成深度战略合作关系后，双方将围绕支付服务、会员体系管理、购物体验升级等多方面进行合作，充分发挥沃尔玛传统零售巨头优势和腾讯强大的大数据及电商平台优势，实现双方资源共享和相互赋能。

图表 23: 腾讯智慧零售布局

时间	内容
2017.12	42 亿元战略入股永辉超市，股权占比 5%
2018.1	永辉超市 16.56 亿元受让红旗连锁 21%股权
2018.1	联合京东、苏宁、融创战略投资万达商业 340 亿元，腾讯出资 100 亿元，股权占比 4.12%
2018.2	战略入股海澜之家，股权占比 5%

- | | |
|--------|----------------------------------|
| 2018.2 | 联手京东战略入股步步高，腾讯出资 8.87 亿元，股权占比 6% |
| 2018.3 | 与利群股份、深圳启明星签订战略合作协议，打造新零售行业线上平台 |

数据来源：联商网，Wind，中航证券金融研究所

在新零售快速发展，线上线下融合的最佳路径是线下零售融合线上模式，一方面，目前线上零售在社会消费品零售总额的占比仅有不足 17%，更大的体量在线下，且规模化零售企业绝大多数是线下企业；另一方面，线上企业在数据和流量上面虽然有优势，但是在供应链、服务、体验等方面的短板很难克服，而线下企业特别是品牌价值较高的企业，线下业务已经将塑造品牌的成本分摊掉，在与线上渠道融合的过程中可以获得低成本流量，成为增量业务，因此传统百货和商超等线下布局已较为成熟的业态势必将成为新零售的先驱，在新零售发展浪潮中最先受益。

百货：数据驱动+场景升级

传统百货行业在过去供应链的布局策略主要是以商品为中心，忽视了消费者的购物需求和行为变化，导致供应链管理和把控不足，无法准确捕捉消费者需求，在新零售驱动下，数据化、智能化的创新技术从需求端进行有效捕捉和精确的分析刻画，消费者到店、线上等任意一个消费过程都是消费数据的收集场所，通过大数据预测调整产品供给，用数据驱动企业整体运营，降低经营成本，提升经营效率。

场景消费的升级也是新零售背景下百货行业转型升级的体现，以消费者为核心，针对不同消费群体的个性化需求进行多维度的场景构建。场景不再局限于传统意义上的线下消费场所和线上平台，线下场景通过增加餐饮、亲子和娱乐等多业态配合，打造体验性、复合型的购物环境，更加突出场景、主题和自身特色；线上场景则针对年轻消费群体，通过交互性的社交消费场景以及精准产品营销构造社交+购物消费闭环，同时通过线上线下互相引流突破时间和空间限制，进一步提高营销效率。

超市：技术赋能+业态创新

超市在新零售的发展中步伐最快，主要有以下几点原因：一是超市经营的大多是高频刚需快消品，纯线上销售物流成本过高，线上线下融合更易降本增效；二是实体商超线下门店多覆盖广，流量价值和场景支付价值相对较高；三是大型商超在采购、管理、库存等方面具备经验和优势，供应链价值和线上更易产生有效协同。在新零售浪潮推动下，通过技术赋能及大数据分析优化超市供应链，提高经营效率，提升盈利能力成为行业趋势。

在超市经营的品类当中，生鲜超市更具新零售基因，优势更明显，一是消费升级趋势下生鲜市场需求增强，市场空间相对较大；二是生鲜的特征是保质期短、易损耗、易变质、配送难，对仓储、配送、售后等环节要求高，且生鲜的行业标准模糊，消费者对商品品质的认知不足，因此纯生鲜电商客损耗大成本高，单件门槛难以提高，相比之下，线下生鲜超市在生鲜采购、管理以及后端的仓储和物流商上具备优势，能有效控制损耗，降低成本。生鲜超市的新零售模式，以“超市+餐饮+移动 app”为主，线下门店展示产品，承载体验和仓储功能，线上走流量，提高客单价和消费频次。目前各大线下零售企业已纷纷布局生鲜电商超市，盒马、永辉超级物种、天虹 sp@ce、新华都海物会、步步高鲜食演义、百联 RISO 等新业态相继亮相，新的消费场景，新的经营模式，都赋予业态新的可能性。

新零售已势不可挡，未来将继续通过技术赋能加线上线下融合进行快速发展，目前可以看到的是，传统业态纷纷拥抱新零售，进行自我革新，但我们也应该意识到，从新零售出现到业务突破和稳定贡献收益，还有漫长的路要走，行业有望在新零售推动下突破瓶颈，迎来新的成长机会。

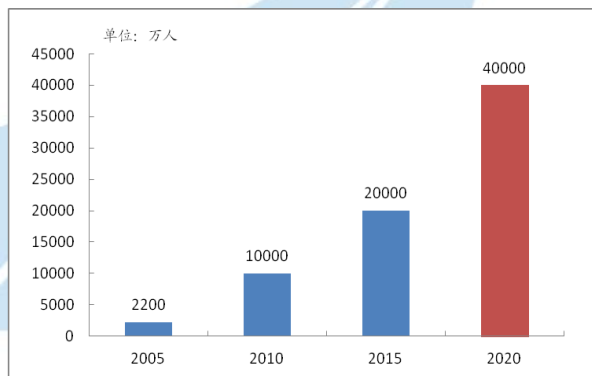
2、可选消费：渠道下沉，竞争优势凸显

随着居民可支配收入的提高，以及一二线城市消费的逐渐饱和，三四线消费崛起，渠道下沉驱使可选消费品需求增长，而从消费升级的经验来看，当人均 GDP 超过 1 万美元之后，可选消费如化妆品、黄金珠宝等品类将迎来快速增长期。

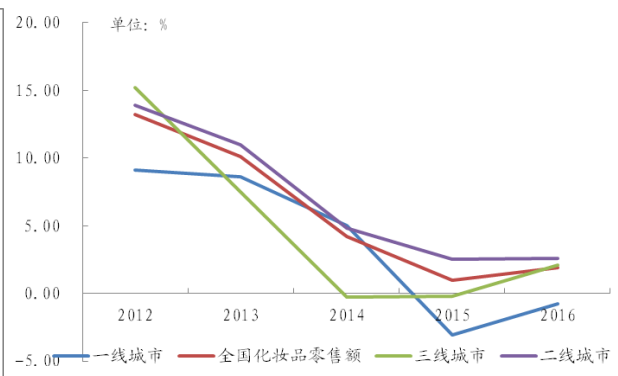
化妆品：品牌+渠道双轮驱动

在技术升级、全渠道发展和消费升级等浪潮的带动下，化妆品趋于高端化，市场维持较快发展。2017 年国内化妆品零售总额为 2513.07 亿元，较去年同比增长 13.5%，截止 2018 年 5 月，化妆品零售总额达到 1057.3 亿元，同比增长 14.8%，行业整体增速高于社零总额增速。按照资生堂核心“化妆品人口”概念，2020 年我国核心化妆品人口将达 4 亿人，对应复合增速 15%，并且随着人均消费额的提升，市场空间提升潜力可观。

图表 24：中国核心“化妆品人口”



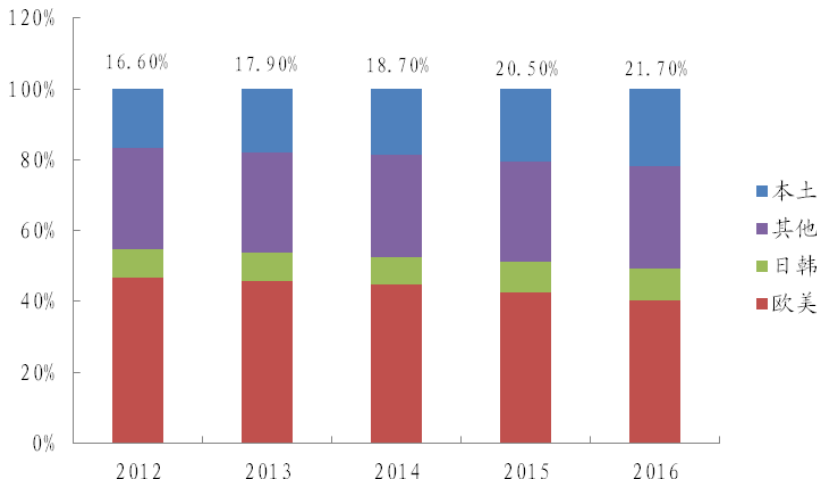
图表 25：重点大型零售企业化妆品零售额同比增速



数据来源：产业信息网，中航证券金融研究所 数据来源：Wind，中航证券金融研究所

与外资化妆品牌相比，我国本土化妆品牌起步较晚，市占率较低，相对于 2016 年化妆品市场前十名品牌中，外资品牌的高市占率，如今随着本土化妆品牌的快速发展，国内化妆品市场变化较大，国内品牌市场占有率有较大提升。

图表 26：国内大日化市场各国家品牌占比



数据来源: Euromonitor, 中航证券金融研究所

化妆品产业链主要分为研发生产、品牌代理和渠道三个环节,而在我国化妆品行业内,大部分品牌商主要是自主生成型式,较少通过外部工厂,所以单独从事生产研发类的公司较少,研发业务基本涵盖在品牌方自己的业务范围内,故国内化妆品行业产业链更核心的要素是品牌和渠道。

渠道下沉带来的需求提升

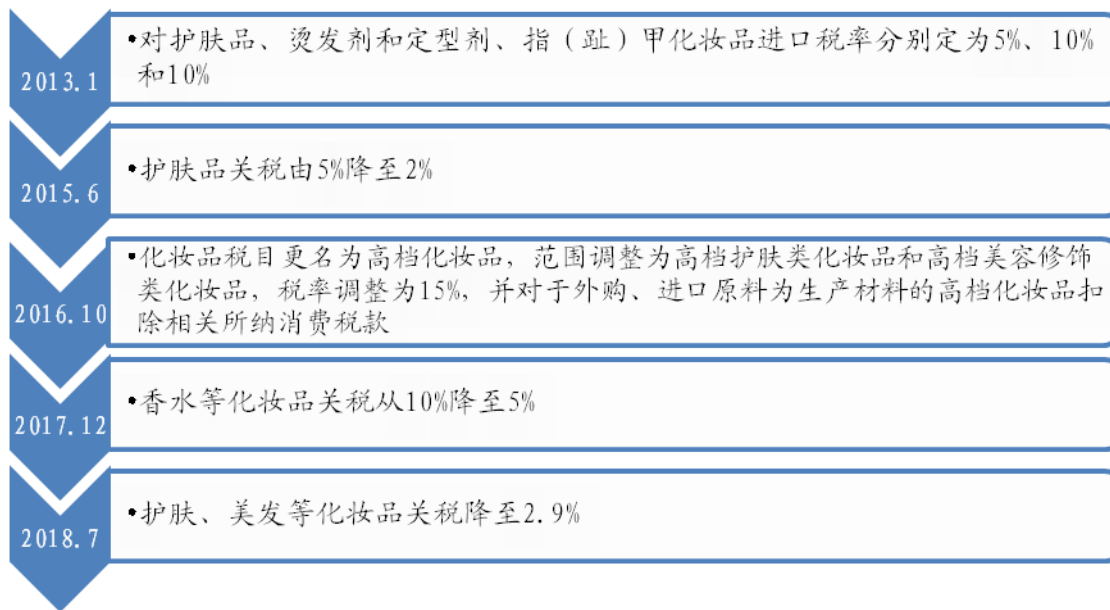
长期以来,我国三四线城市经济发展水平相对落后,消费者购买的商品也是以生活必需品为主。但随着三、四线城市经济水平的逐步提高,消费者的购买力也在不断上升,2018年5月份,全国城镇消费品零售额同比增长8.3%,农村社会消费品零售总额达4267亿元,同比增长9.6%,高于城市1.3个百分点。

从2012至2016年全国重点大型零售企业化妆品零售额增速数据可以看出,二三线城市增速已从2014年起超过一线城市化妆品零售额增速,三、四线城市消费者对于化妆品消费需求逐步加大,个性化需求日益明显。在过往的化妆品行业,企业按照不同的品牌性质分别定位于不同区域的消费者,以外资为主的中高端品牌大多布局一、二线城市的百货专柜,而知名度相对较低的品牌厂商往往通过占领三、四线城市化妆品市场,建立自己的零售终端。但随着三四线城市的消费需求的改变,中高端品牌也开始逐步将市场渠道下沉至三四线城市。例如国际化妆品巨头欧莱雅随着在华销售增速逐步放缓,公司开始通过调整产品价格和渠道下沉等方式布局国内市场,从而扩大整体市场份额。

关税下调、价格下降带来的需求提升

近些年我国已多次对化妆品、服饰等日用消费品关税进行调整,而在此次关税的下调之后,相关进口产品的价格会有一定程度下调,但由于其终端零售价往往受到进口商、经销商等多重中间环节的毛利挤压,价格下调幅度不会过大,但总体关税下调对于进口化妆品销售规模带来利好,并且与国内美妆个护品牌形成良性竞争趋势,倒逼国内企业在商品品质、价格等多方面加快转型步伐,进而整体带动化妆品市场消费需求提升,行业进一步转型升级。

图表 26: 化妆品关税变动



数据来源：海关总署，税务总局，财政部，中航证券金融研究所

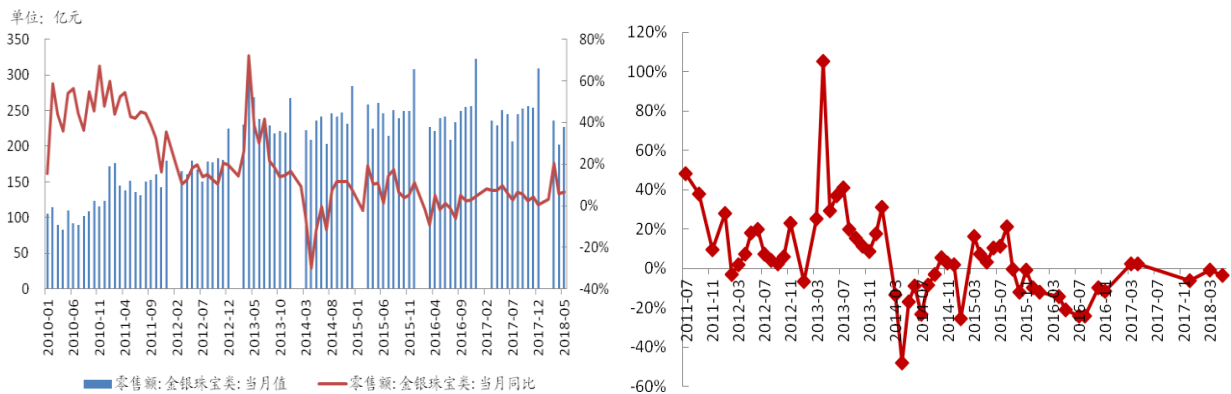
消费升级带来的品牌价值提升

随着人们收入水平的不断上涨和国家政策的支持刺激，消费升级已经成为行业发展整体趋势。消费者如今更愿意在健康、美妆等领域增加消费，并且伴随着在消费升级的背景下消费者日益复杂、精细化的消费需求，倒逼化妆品企业在产品研发，品牌文化和品质与规模管理三个层面全面升级，从而实现化妆品品牌的价值提升。化妆品研发方面，国内品牌研发实力较海外品牌相对薄弱，在消费升级趋势下，随着研发实力的增强，国内化妆品企业将会进一步完善研发架构、产品开发升级速度进一步满足消费者消费需求的转变；品牌文化方面，随着品牌与消费者的文化联结愈加深入，消费者对于品牌的认知不再仅限于产品，通过优质产品和内容相结合的营销手段，品牌形象的进一步树立将会加强消费者粘性；品质与规模管理方面，作为企业长远发展的基础，通过互联网大数据和 AI 人工智能体系等手段对化妆品生产链条进行把控和监测，从而整体提升产品质量和规模，进一步迎接日趋广阔的化妆品市场前景和日渐升级的消费需求。

黄金珠宝：维持高景气度

黄金珠宝行业在 2014 年增速触底之后反弹，2017-2018 年行业处于弱复苏阶段，2018 年 5 月，限额以上企业金银珠宝类商品零售总额 226.8 亿元，同比增长 6.7%，增速较 4 月提升 0.8 个百分点，增速较上年同期下降 2.9 个百分点；1-5 月，限额以上企业金银珠宝类商品零售总额 1166 亿元，同比增长 7.3%，增速较去年同期下降 0.9 个百分点。2018 年 5 月，全国 50 家大型零售企业金银珠宝类零售额当月增速-3.4%。尽管 5 月数据不如人意，但是从消费升级的规律来看，行业前景仍值得期待。

图表 28：金银珠宝类零售额当月值及当月同比 图表 29：全国 50 家大型零售企业金银珠宝类零售额当月同比



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

根据世界黄金协会发布的《黄金需求趋势报告》，2018 年一季度全球黄金需求量 973 吨，是 2008 年以来最低的第一季度数据，但在一季度全球金饰需求下降 1% 的背景下，中国黄金首饰需求实现了 7% 的增长，达到三年来的最高点 187.8 吨，未来随着千禧一代成为消费主体，设计感强、个性化突出的金饰需求会更加乐观，预计全年黄金珠宝行业仍将继续维持较高景气度。前面也已提过，黄金珠宝类企业 2017 年及 2018 年一季度营收及营业利润增速均比较可观，在行业增速尚可的环境下，企业业绩有望继续增长。

四、投资策略

1、关注区域生鲜龙头

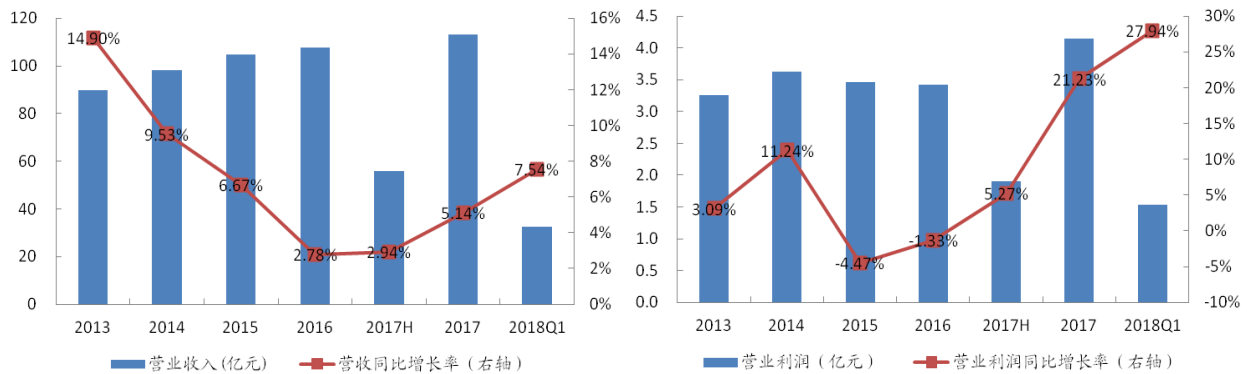
前面已提过，在行业变革的过程中，线下龙头企业已经复苏，百货、超市等板块收入端持续改善，费用率也整体下降，净利率上升，盈利能力提升显著。预计未来很长一段时间内，新零售都将成为行业转型和快速发展的驱动因素，而生鲜超市的天然优势决定了其更易推进新零售战略，挖掘技术进步、数字化带来的红利，我们建议继续关注相关龙头企业如家家悦、永辉超市等，这类公司积极整合生鲜及农产品的供应链布局，同时提高商品的流通效率与质量水平，随着未来渠道的加速整合和技术进步，公司将进一步打开成长空间，未来发展值得期待。

家家悦 (603708)

公司以大卖场和综合超市为主体，按照“区域密集、城乡一体”的战略，通过持续强化区域网络密度，提升山东区域市场占有率，根据公司 2017 年年报显示，截止 2017 年末在山东省开设了连锁门店 675 家；公司在供应链和生鲜方面优势明显，在生鲜上坚持“源头直采”的经营模式，建立了遍布全国的直采网络，并拥有布局合理、智能联动的生鲜物流体系。预计 2018 年公司鲁西区域拓展速度将加快，未来规模优势和竞争力将进一步提升。2018 年公司一季报显示一季度实现营业收入 32.61 亿元，同比增长 7.54%；实现营业利润 1.53 亿元，同比增长 27.94%。

图表 30: 家家悦营业收入及同比增速

图表 27: 家家悦营业利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

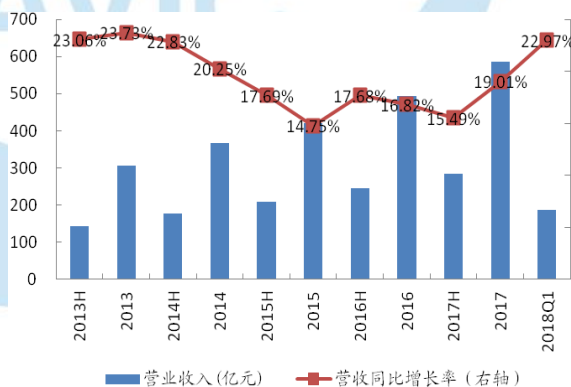
立足胶东, 山东全省扩张。根据 2017 年报, 截止 2017 年末, 公司在山东省开设了连锁门店 675 家, 其中胶东地区门店数量 589 家, 胶东地区区域优势明显, 预计公司 2018 年将立足于胶东进行全省加速扩张, 济南、泰安、临沂等地都有新的业务布局, 全省网络已逐渐铺开, 规模优势将进一步提升。

生鲜优势明显。公司是农业部、商务部确定的首批农超对接企业, 生鲜业务营收占比超过 40%, 生鲜商品已建立了遍布全国的直采网络, 超过 80% 的采取“直采”模式, 保证了产品质量和价格优势。同时, 公司拥有成熟、覆盖各区域的生鲜物流体系, 并拥有包括恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链仓储及运输设施, 开发了实时冷链恒温监控系统, 对生鲜农产品的冷链运输进行全程控制。生鲜产品聚客效应显著, 且具有天然的壁垒, 有利于稳固公司市场地位。

永辉超市 (601933)

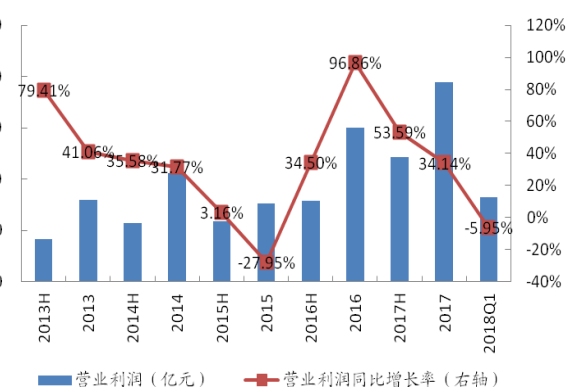
公司利用完善的生鲜经营和管理体系构筑起较高的壁垒, 并以生鲜聚客, 实现不同品类间的协同效应, 同时通过全球垂直采购供应链、线上线下全渠道建设、“内部合伙人”运营机制+赛马制、精细化的内部管理铸就核心竞争力。目前公司业务分为云超、云创、云商、云金四个板块, 各板块之间协同发展, 公司已蜕变为国内超市龙头。2018 年一季报显示公司一季度实现营业收入 187.67 亿元, 同比增长 22.97%; 实现营业利润 8.21 亿元, 同比下滑 5.95%。

图表 28: 永辉超市营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 29: 永辉超市营业利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

门店继续扩张，项目储备丰富。根据公司 2017 年报，2017 年公司新增 Bravo 门店 133 家、永辉生活店 172 家、超级物种 27 家，开业门店经营面积 528 万平方米，较上年度增加 23%；新签约门店 133 家，已签约未开业门店达 282 家，储备面积 179 万平方米。2018 年一季度公司新开绿标店 19 家、永辉生活店 47 家、超级物种 11 家。公司门店扩张速度不减，未来业绩仍有望保持稳定增长。

继续强化供应链优势。近期，根据公司 2018 年 6 月 15 日及 16 日发布的对外投资公告，公司公告入股湘村股份、闽威实业，湘村股份的主营业务为湘村黑猪的选育、养殖和销售，冷鲜肉、腊制品的生产及销售，而闽威实业则以海洋经济鱼类育苗、养殖、加工和销售为主要业务，公司在 3 月继入股国联水产之后，再次入股两家农产品公司，继续强化生鲜供应链上的优势。

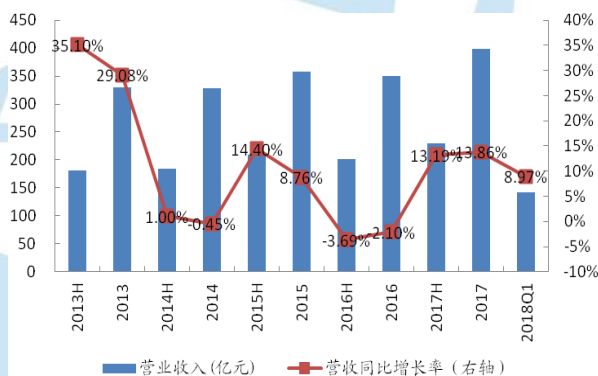
2、关注黄金珠宝龙头企业

黄金珠宝通常有消费和投资双重属性，但消费升级背景下，消费者对饰品保值需求逐步弱化，消费需求增强，个性化、设计感强的饰品更受投资者欢迎。随着黄金珠宝行业持续弱复苏，建议关注黄金珠宝龙头企业，如老凤祥、潮宏基等，这类企业品牌优势明显，能够在需求驱动下满足多元化消费需求，进一步提升市场占有率和盈利能力。

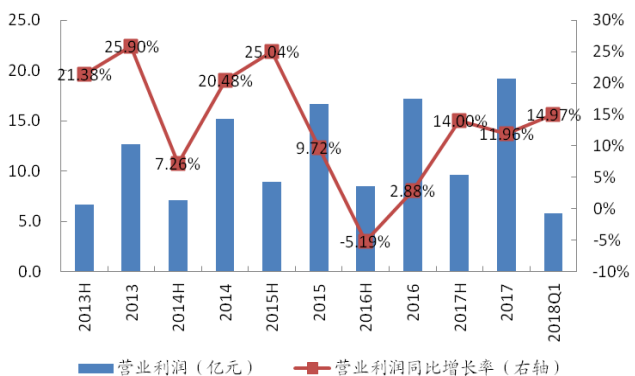
老凤祥（600612）

公司主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售，公司一方面深入挖掘老凤祥品牌内涵，展现品牌价值，塑造品牌文化，另一方面构建“立足上海、覆盖全国、面向世界”的营销网络，针对不同市场调整营销模式，整合营销渠道，分区域推进专卖店布局。公司在黄金、铂金、钻石、白银等一系列珠宝首饰加工的业务基础上，又衍生出腕表等新产品，进一步提升企业在金价波动中的抗风险能力。2018 年一季报显示一季度公司实现营业收入 141.25 亿元，同比增长 8.97%；实现营业利润 5.82 亿元，同比下滑 14.97%。

图表 30：老凤祥营业收入及同比增速



图表 31：老凤祥营业利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

受益于黄金珠宝行业需求复苏。目前黄金珠宝行业需求企稳回暖，但竞争依然激烈，产品也趋于多元化，公司通过进一步优化老凤祥自营银楼、合资公司、总经销、专卖店、经销商专柜这“五位一体”的营销模式，积极增强区域总经销及其分公司的销售功能；充分调动区域资源优势，实现向三、四线城市零售

终端市场的纵深拓展，以此提高“老凤祥”品牌在全国珠宝首饰市场的渗透力，为老凤祥在激烈的市场竞争环境下赢得主动权，未来公司有望继续受益于消费升级和行业需求的进一步复苏。

持续推进国际化品牌建设。公司以香港为核心市场，加紧海外布局，根据公司 2017 年报，在美国、加拿大、澳大利亚、香港已开设门店 13 家，并通过一系列商业化推广活动、打通代销业务、调整门店货品配比等方式，扩大老凤祥的境外影响力。

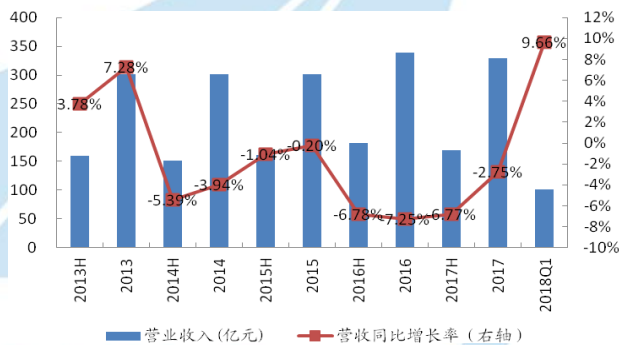
3、继续关注国企改革受益标的

今年国企改革将继续加速推进，各地方政府的混改政策和时间也会加速落地。零售行业是国企改革的排头兵，随着混改的进一步落实，建议关注国企改革受益股，如王府井、重庆百货等，这类企业可以通过注入集团公司资产减少同业竞争、实现业务转型，也可以通过引入战略投资者完善企业机制、提质增效，增强市场竞争力，或者通过股权激励或员工持股计划激发员工活力，有效提升经营效率。

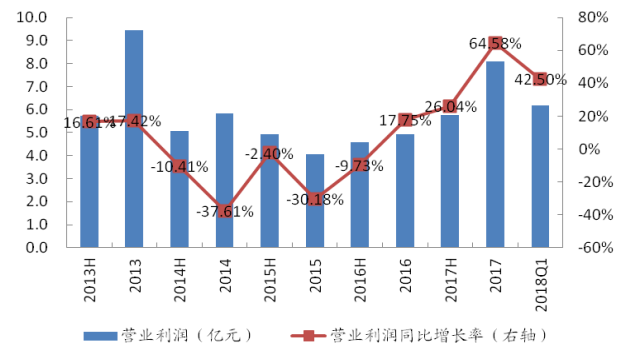
重庆百货（600729）

重庆地区零售龙头，重庆国资下属企业，旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸品牌，业态涵盖百货、超市、电器连锁、汽贸等。2018 年一季报显示一季度公司实现营业收入 100.63 亿元，同比增长 9.66%；实现营业利润 6.17 亿元，同比增长 42.5%。

图表 32：重庆百货营业收入及同比增速



图表 33：重庆百货营业利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

继续优化门店。公司进一步优化核心业务，百货推进特色化调改或购物中心转型；超市推进供应链前置，增加基地直采单品，同时引进餐饮、生活服务；电器强化打造旗舰店。根据公司 2017 年报，截止 2017 年 12 月 31 日，公司经营网点有 311 个（按业态口径计算），比上年同期减少 1 个，其中：百货业态 55 个（+2），超市业态 181 个（-4），电器业态 47 个（+1），汽贸业态 28 个，网点辐射重庆主要城区，在重庆及周边地区规模优势明显。

马上消费继续发力。公司持有马上消费 30.615% 的股权，马上消费以“金融+科技”为核心，运用互联网和大数据模式，结合消费场景，为消费者提供“一站式”金融服务，经过几年培育目前已进入收获期，2017 年马上消费共实现营收 46.68 亿元，净利润 5.78 亿元，为公司贡献投资收益 1.78 亿元。预计随着互联网消费金融整体规模的增长，马上消费将持续为公司贡献利润。

关注商社集团混改进程。公司控股股东商社集团拟实施混合所有制改革；混改完成后，商社集团的股权结构将发生重大变化，由重庆市国资委履行出资人职责的国有独资公司转变为重庆市国资委和战略投资者共同持股的有限责任公司，其中：重庆市国资委持股 45%，一名战略投资者持股 45%，另一名战略投资者持股 10%，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制，公司控制权可能发生变更。目前混改已在进行中，中介机构尽职调查等工作已开始，引入社会资本势必将提升公司的经营活力，有助于公司长期发展。

小结：

投资策略上，我们主要把握三条主线：一是关注区域生鲜超市龙头，如家家悦、永辉超市等，这类企业更易推进新零售战略，挖掘技术进步、数字化带来的红利，积极整合生鲜及农产品的供应链布局，同时提高商品的流通效率与质量水平，随着渠道的加速整合和技术进步，进一步打开成长空间；二是关注黄金珠宝龙头企业，如老凤祥、潮宏基等，在消费升级背景下，消费者对饰品保值需求逐步弱化，消费需求增强，这类企业品牌优势明显，能够在需求驱动下满足多元化消费需求，进一步提升市场占有率和盈利能力；三是继续关注国企改革受益标的，如王府井、重庆百货等，随着混改的加速推进，这类企业可以通过引入战略投资者、股权激励或员工持股计划激发员工活力，有效提升经营效率。

(全文完)

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所，从事商业贸易、休闲服务行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。