

信义如山 证见未来

商贸零售行业

商贸零售行业 2018 年度中期投资策略

评级

报告原因：策略研究

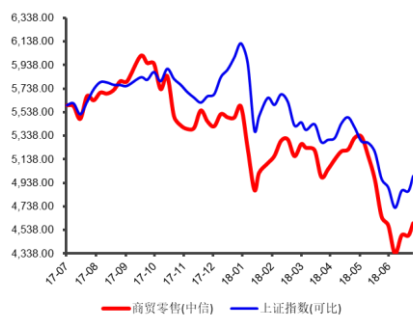
消费升级更新迭代，实体零售复苏可期

看好

2018 年 07 月 26 日

行业研究/深度报告

商贸零售行业近一年市场表现



分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

邮箱：guqian@sxzq.com

联系人：谷茜

电话：0351-8686775

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **消费结构转型加快，刺激消费政策频出。**2018 年上半年，CPI 平均比去年同期上涨 2.0%，在消费升级大趋势的影响下，消费者对于服务类支出的消费倾向明显强于商品类，这也侧面助推了实体零售的复苏，线下零售业态始终具备场景化的体验功能与娱乐交互的社交功能，这点是现阶段技术水平下网络零售无法涵盖的痛点，这是消费结构从物质转向服务的一个进程，也是消费者从物质消费转向精神消费的一个趋势。部分消费品进口关税的下调和个税起征点的抬高均在一定意义上刺激了中产阶级的消费水平。
- **消费需求日新月异，升级趋势更新迭代。**我国消费者的需求偏好是多样化的，但同时又不乏对于个性化品味的追求。随着收入的不断增长，新中产阶级的消费者将有能力扩大产品的选择范围，寻觅能够表现他们独特个性的产品，这也是个体基于消费升级趋势本质上的一种诉求。新中产阶级对于健康生活的需求不断增长，体现在他们追求品质生活的小细节上。消费者在共享意识的作用下，会逐渐接受与陌生人共同利用同一物件，这种租借而非占有的想法会自然而然的形成环保意识，使得从整个生活中剔除冗余部分从而追求简约逐渐成为一种健康的生活方式，并不断在人群中蔓延。简约化的意识使得人们不再追求风格另类的商品，而是将商品仅仅当做商品本身去选购，这是一种去品牌化趋势。
- **线下挖掘低线实体零售机遇，线上社交电商渐入主流。**百货方面，可选消费持续稳定攀升的趋势得到一定程度的数据反馈，近年来零售企业不断加强在三四线城市的门店布局，将战场下沉延伸到了三四线城市和乡镇地区，纷纷瞄准了低线市场尚存的空间。超市方面，生鲜消费市场空间广阔，超市渠道的生鲜产品渗透率也有很大的提升空间，同时我国便利店零售额占实体零售额比重逐年攀升，未来的发展重点将是小型社区便利店，面向社区家庭用户，涵盖快消与生鲜两种品类，满足社区消费场景的基本需求。电商方面，社交电商行业目前仍处于初期发展阶段，潜力巨大。社交网络对于购物决策行为的引导力正在逐渐扩大，呈现出开放化、扁平化、平等化的“去中性化的”消费结构。
- **投资策略：关注确定性强的优质龙头。**零售板块目前估值水平处于历史地位，在经济平稳增长、温和通胀的态势下，我们建议关注实体企业中有能力布局三四线城市的规模扩张，提升自身行业集中度的，并且能通过优化业态结构、提升供应链管理来强化自身运营效率的企业。中报业绩披露期临近，我们建议寻找确定性强的、具备较高安全边际的龙头型优质公司，逢低布局，看好行业中长期价值投资机会。个股方面推荐关注王府井、天虹股份、家家悦、苏宁易购、利群股份和跨境通。
- **风险提示：**宏观经济下行；消费升级不达预期；行业竞争加剧。

目录

1.消费结构转型加快 刺激消费政策频出	5
1.1 消费支出平稳增长 结构转变进程加快	5
1.2 城镇消费承压趋缓 农村消费快速增长	6
1.3 消费品进口关税下调 倒逼国内产业升级	8
1.4 个税起征点抬高 刺激中层消费	9
2.消费需求日新月异 升级趋势更新迭代	10
2.1 新中产阶级崛起 追求极致个性化	10
2.2 关注健康管理 提升生活品质	12
2.3 承担环保责任 实现简约化生活	13
3.板块情况	15
3.1 百货：实体回暖趋势延续 挖掘低线市场投资机遇	15
3.1.1 可选消费持续稳定攀升	15
3.1.2 加速布局低线城市	15
3.1.3 实体百货企稳回暖	17
3.2 超市：生鲜引流，小业态迅速圈地试错	18
3.2.1 生鲜超市市场空间广阔	18
3.2.2 盒马鲜生：生鲜超市+即时餐饮	20
3.2.2 便利店市场规模稳定增长	21
3.3 社交电商：高转化率的新型电商	23
3.3.1 社交电商渐入主流	23
3.3.2 社交网络引导购物决策行为	24
3.3.3 小米的口碑营销制胜法则	25
4. 投资策略：	26
4.1 上半年行情回顾	26



4.2 个股推荐	28
4.2.1 王府井	28
4.2.2 天虹股份	28
4.2.3 家家悦	29
4.2.4 苏宁易购	29
4.2.5 利群股份	30
4.2.6 跨境通	31
5.风险提示	31

图表目录

图 1: CPI 当月同比、环比	5
图 2: 社会消费品零售总额/月 (亿元) 及同比 (%)	5
图 3: 网上商品零售额累计值 (亿元) 及同比	6
图 4: 最终消费支出对 GDP 的贡献和拉动	6
图 5: 城镇居民人均收支与零售销售增长 (季)	7
图 6: 农村居民人均收支与零售销售增长 (季)	7
图 7: 城乡居民家庭恩格尔系数 (%)	7
图 8: 2012-2017 年棚户区存量、棚户区开工以及棚户区去化周期	7
图 9: 2018 年税则共计调整 34 个税目	8
表 1: 个税起征点调整前后情况	9
图 10: 马斯洛需求层次理论	10
图 11: 消费者在购买国际品牌时更注重个人感受	11
图 12: 各年龄段对养生的偏好度 201701-201709	12
图 13: 2016.10-2017.09 95 后购买养生食品 TOP5	12

图 14: “严选模式”三大特点.....	14
图 15: 限额以上批零企业零售额分品类当月同比 (%)	15
图 16: 限额以上批零企业零售额分品类当月同比 (%)	15
表 2: CS 百货 2017VS2018Q1 ROE 拆解.....	17
图 18: 全国超市渠道各品类年均购买频次.....	19
图 19: 中国消费者购买生鲜的平均频次 (次/周)	19
图 20: 中国生鲜市场交易规模 (十亿元) 及同比	19
图 21: 中国生鲜电商市场交易规模 (十亿元) 及同比.....	19
图 23: 中国便利店零售额占实体零售额比重(%).....	21
图 24: 便利单、超市、百货销售额增幅 (%)	21
图 26: 2008-2017 年中国社交电商市场规模变化 (亿元)	23
图 27: 2018 年中国社交零售用户规模 (亿人) 及预测.....	23
图 28: 单次决策中信息接触点的数量 2014VS2016.....	24
图 29 小米口碑营销致胜的“三三法则”	25
图 30 2018 年上半年中信一级行业涨跌幅.....	26
图 31 CS 商贸零售、上证综指上半年估值水平 PE (TTM)	27

1.消费结构转型加快 刺激消费政策频出

1.1 消费支出平稳增长 结构转变进程加快

2018 年上半年，CPI 平均比去年同期上涨 2.0%，其中城市上涨 2.0%，农村上涨 1.9%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格上涨 2.2%；消费品价格上涨 1.5%，服务价格上涨 2.7%。服务类价格涨幅明显高于食品与消费品类，诚然受季节性因素影响食品类价格涨势温和，相比之下，医疗保健、教育服务与旅游类价格涨幅十分明显，可见在消费升级大趋势的影响下，消费者对于服务类支出的消费倾向明显强于商品类，这也侧面助推了实体零售的复苏，线下零售业态始终具备场景化的体验功能与娱乐交互的社交功能，这点是现阶段技术水平下网络零售无法涵盖的痛点，这是消费结构从物质转向服务的一个进程，也是消费者从物质消费转向精神消费的一个趋势。

图 1：CPI 当月同比、环比

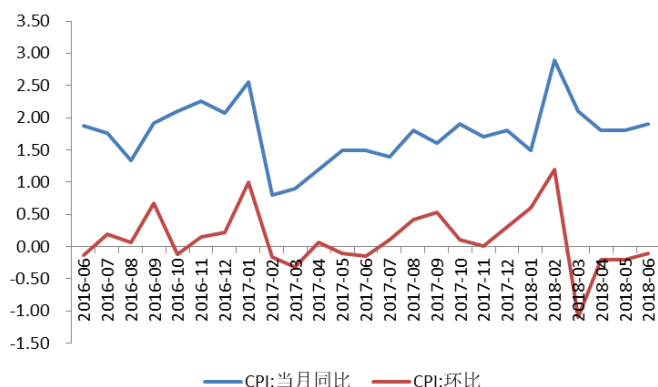
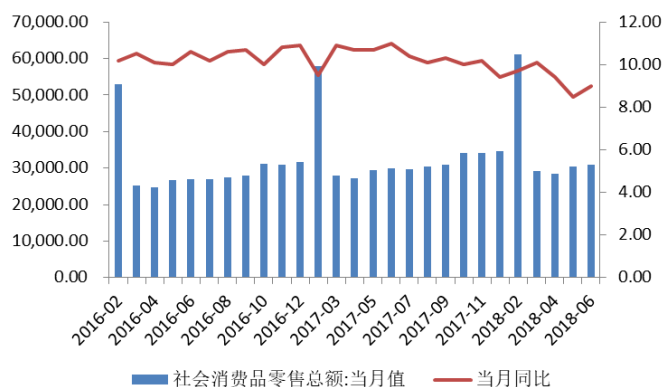


图 2：社会消费品零售总额/月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

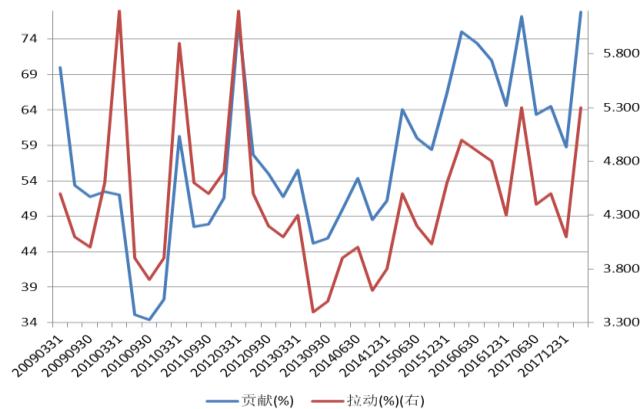
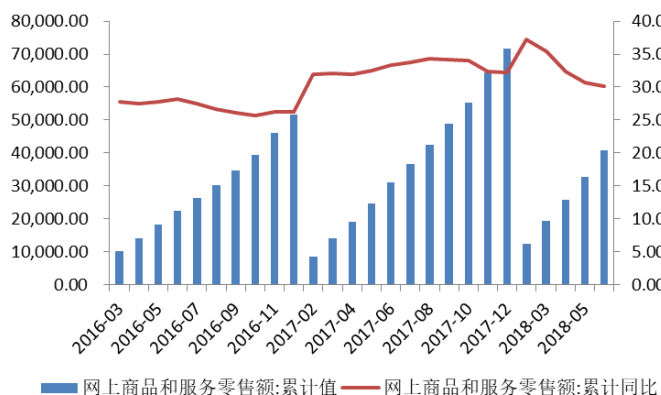
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2018 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 180,018 亿元，同比增长 9.4%，其中限额以上单位消费品零售额 69,938 亿元，增长 7.5%；1-6 月份全国网上零售额 40,810 亿元，同比增长 30.1%，其中实物商品网上零售额 31,277 亿元，增长 29.8%，占社会消费品零售总额的比重为 17.4%，比去年同期提升 3.6 个百分点。不过消费升级类商品增长较快，1-6 月限额以上批零售业零售额中通讯器材类、化妆品类、日用品类

商品零售同比分别增长 10.6%、14.2%和 12.6%，均能保持两位数增长。

图 3：网上商品零售额累计值（亿元）及同比

图 4：最终消费支出对 GDP 的贡献和拉动



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

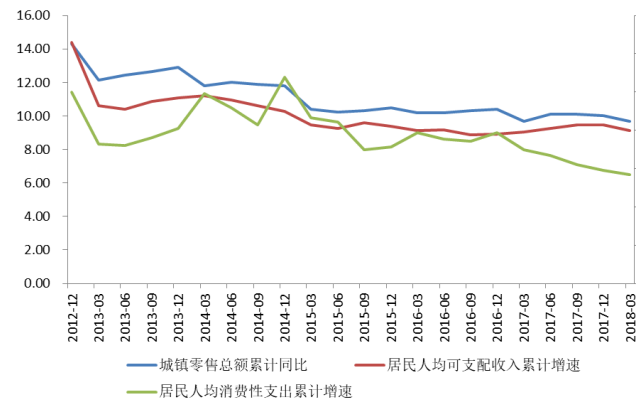
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2018 年 Q1，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 77.8%，比 2017 年同期提高 0.6 个百分点，拉动社会消费品零售总额增长 5.3 个百分点，与 2017 年同期持平。最终消费支出对 GDP 增长的贡献率连续六年超过了 50%，体现了我国消费平稳较快增长的态势，成为经济稳定运行的“压舱石”。消费对于经济发展的基础性作用正在显著增强，消费升级的步伐随着居民消费能力的提高而不断加快。

1.2 城镇消费承压趋缓 农村消费快速增长

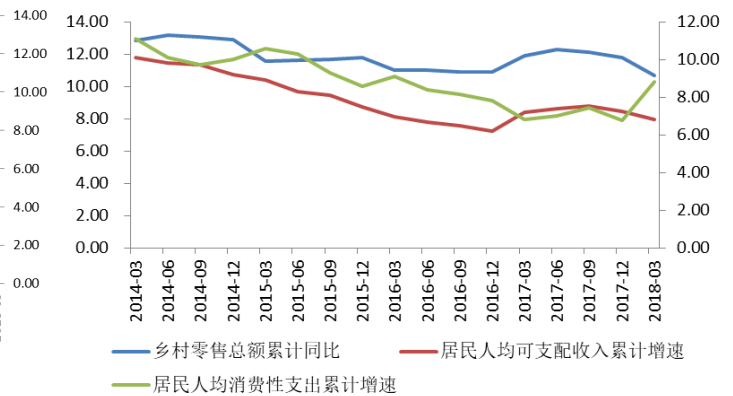
在城镇人民寻求消费差异化的时代，由于消费升级现象带来的渠道下沉，使得乡镇居民得以享受到了大众化的消费。从 2017Q3 开始，零售总额累积增速持续下行，在 2018 年 5 月时达到历史低位水平。城镇居民受限于房价的持续上涨、生活成本水涨船高的影响，其收入累积增速维持在 8% 上下，略高于农村居民收入累积增速的 7% 左右的水平，但在消费性支出方面，城镇居民的增速持续下行，相反农村居民支出累积增速持续攀升，随着大型零售企业在渠道下沉的驱使下涌入乡镇级城市布局门店，以往需要去城市里才买得到的商品，如今在家门口就可以买到，这种便利性极大的刺激了低线城市居民的消费水平。

图 5：城镇居民人均收支与零售销售增长（季）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

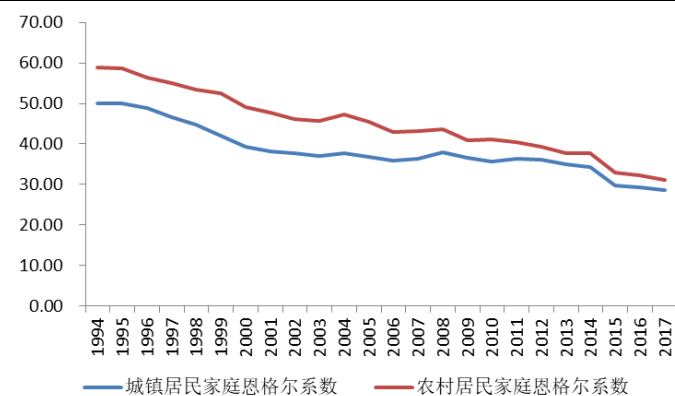
图 6：农村居民人均收支与零售销售增长（季）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

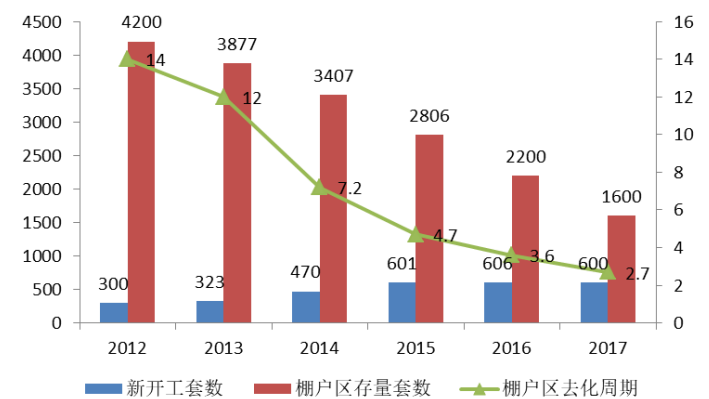
根据恩格尔定律，一个家庭或个人收入越少，用于购买生存性的食物的支出在家庭或个人收入中所占的比重就越大，这个比例越小，说明家庭越富裕。恩格尔系数 30-40%之间为富裕水平，当前我国农村居民家庭处于这一阶段；而 30%以下为最富裕，对应城镇居民家庭的生活水平。我国城镇家庭与农村家庭之间恩格尔系数的差异将越来越小，可见消费升级带来的渠道下沉的影响越来越明显。

图 7：城乡居民家庭恩格尔系数（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：2012-2017 年棚户区存量、棚户区开工以及棚户区去化周期



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

随着城镇化的持续推进，原先城镇边缘的农民逐渐转为了城镇居民，而他们居住的房屋属于“棚户区”的一种，通常房屋结构简陋且居住集中，抗灾性差，居住环境不佳，同时为了扩张城市面积，这些

存量住房将被地方政府统一拆迁，再以现金补偿给拆迁家庭。而货币化的安置有利于拉动当地的消费水平。在经历过棚改货币化安置之后，原本收入与消费双低的棚户区居民除了有购房的需求，在可支配财富大幅增长的同时也激发了他们的消费需求，包括家电和汽车等方便人们生活的必需品。虽然未来棚改审批会趋严甚至暂停，但乡镇居民已经形成的消费习惯并不会随之消散。

1.3 消费品进口关税下调 倒逼国内产业升级

在5月30日的国务院常务会议上，李克强总理公布了我国降低日用消费品进口关税的决定，这不仅有利于进一步扩大开放，更好满足广大群众日益多样化的消费需求，而且也能发挥‘鲶鱼效应’，在为消费者提供更多选择的同时，倒逼国内产品提质和产业升级。

图9：2018年税则共计调整34个税目



数据来源：中国海关杂志，山西证券研究所

会议决定较大范围下调日用消费品进口关税。从2018年7月1日起，将服装鞋帽、厨房和体育健身用品等进口关税平均税率由15.9%降至7.1%；将洗衣机、冰箱等家用电器进口关税平均税率由20.5%降至8%；将养殖类、捕捞类水产品和矿泉水等加工食品进口关税平均税率从15.2%降至6.9%；将洗涤用品和护肤、美发等化妆品及部分医药

健康类产品进口关税平均税率由 8.4% 降至 2.9%。据了解，未来包括钟表眼镜、母婴用品、珠宝首饰等在内的日用消费品进口关税有望进一步下调。进一步降低需求旺盛的日用消费品关税，也能够一定范围内减少我国居民的境外购物。

1.4 个税起征点抬高 刺激中层消费

6 月 19 日，个人所得税法修正案草案提请十三届全国人大常委会第三次会议审议，个税起征点将由每月 3500 元提高至每月 5000 元。从收入占比来看，受益最大的群体是月收入 8000-40000 元这部分中等及中上阶层。月收入在 8000-14000 元的这部分群体，在起征点提升至 5000 元时，对应的平均税率由当前的 7.8% 下为 3.1%，对应的收入增长率为 5.1%；月收入在 14000~40000 元的这部分群体，在起征点提升至 5000 元时，对应的平均税率由现在的 15.9% 下降到 9.8%，对应的收入增长率为 7.3%。实际上，不同的五险一金比例会对最终结果产生较大影响。

表 1：个税起征点调整前后情况

月收入（元）	人口占比	个税调整前（当前）		个税调整后（起征点到 5000 元）	
		平均税率	应纳税占比	平均税率	应纳税占比
3500 及以下	61.97%	-	-	-	-
3500-5000	16.97%	0.5%	2.0%	-	-
5000-8000	13.0%	2.6%	12.3%	0.6%	4.9%
8000-14000	5.92%	7.8%	27.1%	3.1%	19.4%
14000-40000	1.94%	15.9%	36.9%	9.8%	41.4%
40000-60000	0.13%	21.9%	7.9%	16.9%	11.1%
60000-85000	0.04%	25.2%	4.1%	21.7%	6.4%
85000 以上	0.03%	35.3%	9.7%	33.7%	16.8%

注：原 25% 税率变更为一部分 10%、一部分 20%、一部分 25%，但尚未公布具体分配数额，故假设这部分税率全部为 20%。

数据来源：CHFS 与研究中心、中国经济周刊，山西证券研究所

个税起征点的抬高在一定程度上会降低居民的税付，但是本次修改草案的亮点在于，其首次增加了专项抵扣，包括子女教育支出、继

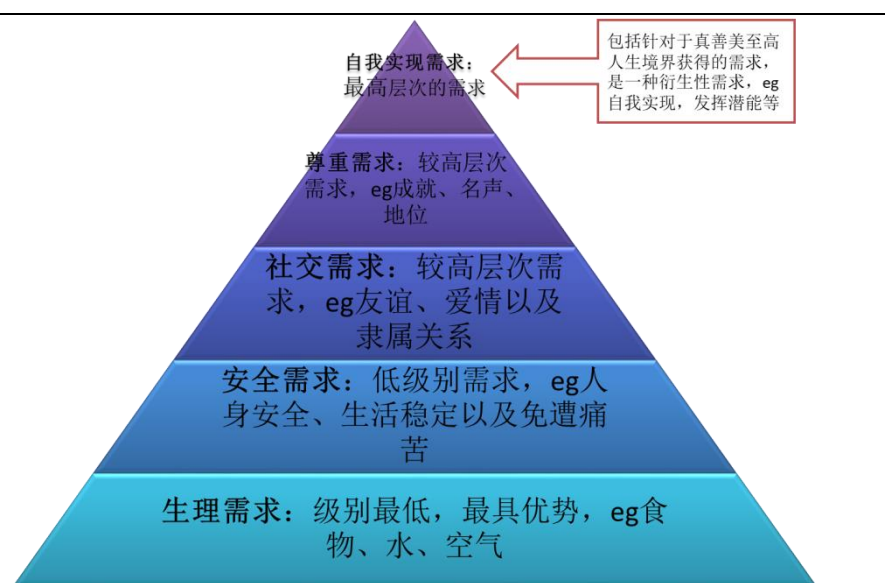
续教育支出、大病医疗支出、住房贷款利息和住房租金等与民生相关的专项抵扣。在当下社会，家庭支出往往比个人支出要更全面且昂贵得多，专项抵扣机制有针对性的帮助了家庭支出较大且难以承担的这部分人，从结构上缓解了中低收入群体的家庭负担，引导社会公平健康的长远发展。但目前专项抵扣机制的具体实施办法还未公布，类似制度在欧美等发达国家实施已久，在我国具体施行起来应该会有一些本土化的变化。总体而言，个税改革在降低中层居民应纳税额的同时，会在一定程度上对消费起到刺激效应。

2.消费需求日新月异 升级趋势更新迭代

2.1 新中产阶级崛起 追求极致个性化

根据马斯洛需求层次理论，人类需求按照从低到高分五个层次，分别是：生理需求、安全需求、社交需求、尊重需求和自我实现需求。一般来说，当某一层次的需求得到相对的满足之后，就会追求更高层次的需求并成为驱使其行为的动力，相应的，已经获得基本满足的需求将不再成为激励个体行为的力量。

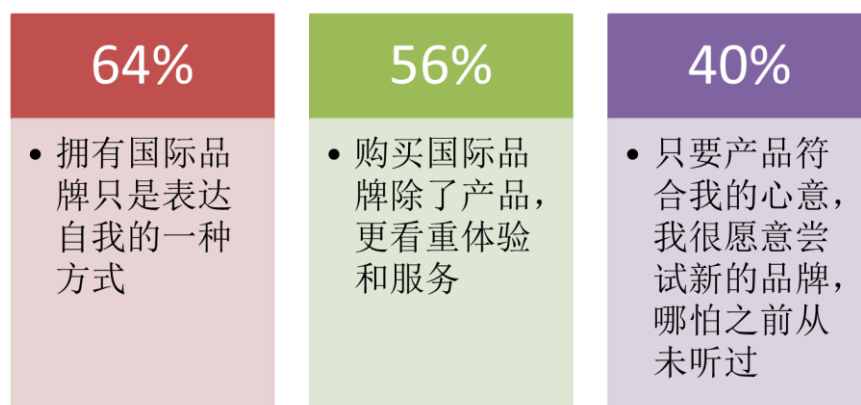
图 10：马斯洛需求层次理论



资料来源：《人类激励理论》，山西证券研究所

对于逐渐成为社会中流砥柱的新中产阶级来讲，他们通常是 80-90 后接受过高等教育的群体，从小社会及家庭环境相对比较安逸，低级别的需求已经得到了较为充分的满足，开始追求较高层次的需求，最终追求自我实现，这也是个体基于消费升级趋势本质上的一种诉求。在消费时，他们会在力所能及的范围内优先考虑产品品质，愿意为品牌的情怀支付一定的溢价。他们所购买的已经不仅是产品本身，还将消费当做一种表达个性与自我独立的需求。这让品牌商在寻求产品个性化及多样化的同时，还谋求提供一种让顾客通过品牌来表达个性的渠道。随着收入的不断增长，新中产阶级的消费者将有能力扩大产品的选择范围，去寻觅能够表现他们独特个性的产品。

图 11：消费者在购买国际品牌时更注重个人感受



*%表示同意和非常同意的受访者占比

数据来源：MicKinsey&Company，山西证券研究所

我国消费者的需求偏好是多样化的，但在多样化的同时又不乏对于个性化品味的追求。消费者在购买国际品牌时更加注重个人的感受，有 64% 的受访消费者会关注品牌知名度，并将拥有国际品牌当做是表达自我的一种方式；而有 56% 的受访者则关注品质是否精致可观，服务是否贴近人心；还有 40% 的受访者会关注品牌能否体现个人品味，他们会思考这个品牌的文化是否与个人感受相契合，只要产品符合个人心意，就愿意尝试之前并未听过的小众品牌。

麦肯锡的调查数据显示，超过 90% 的人表示奢侈品只是表达自我的一种工具，这部分消费者十分年轻，有四分之三的人不超过 29 岁，绝大多数月薪低于 2.5 万元，但是这个群体的平均消费水平却相当高，原因包括父母的支持，有四分之三的人表示父母会帮忙负担一部分大额消费，包括车房与奢侈品等。

2.2 关注健康管理 提升生活品质

当代新中产阶级在光鲜亮丽的工作生活之外，同时也承受着深深的不安与焦虑，使得他们年纪轻轻就开始注重养生，“90 后养生”已经成为热点话题。各大综合电商平台上，枸杞的搜索量在下半年有显著提升，从枸杞的销量来看，90 后对于枸杞的热情也越来越强。从整体消费者对于“养生”的搜索量来观察，90 后以及 95 后的年轻消费者对于“养生”的偏好度从 17 年 1 月的不偏好，在 7 月开始转变为中立，到 8-9 月甚至超过了 90 前，偏好度明显提升。蜂蜜、枸杞、乳清蛋白、养生茶和酵素是 95 后目前最热衷的五大养生食品。

图 12：各年龄段对养生的偏好度 201701-201709

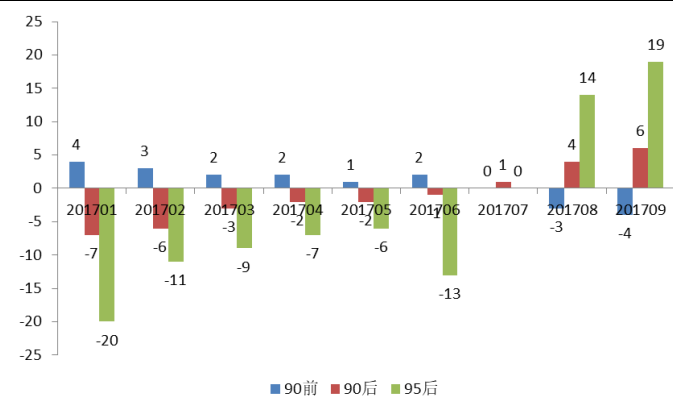
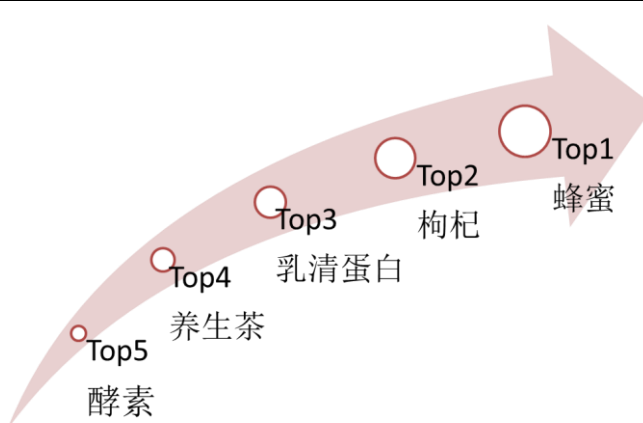


图 13：2016.10-2017.09 95 后购买养生食品 Top5



偏好度 = (目标人群中“养生”的每月搜索 PV 占比 / 占比人群中“养生”的每月搜索占比) * 100 - 1，大于零表示偏好

系数 = 追求垂直细分的 90 后品类消费额 / 其他 90 后品类消费额

数据来源：阿里数据，山西证券研究所

数据来源：阿里数据，山西证券研究所

新中产阶级对于健康生活的需求不断增长，体现在他们追求品质生活的小细节上。90 后比较注重加强自身形象的管理，首要关注的就

是自己皮肤的情况，他们偏爱基础型的自然护肤产品，对面部护理套装、面膜、乳液面霜、卸妆和化妆水这五个品类偏好度较高。满足基本护肤品的保证后，90 后对于瘦脸和紧致肌肤方面的需求逐渐提升，他们的初抗老体验从购买美容仪开始，比较偏好的美容仪品牌是 ReFa 和雅萌。除了注意养生饮食以外，膳食纤维、葡萄籽提取物和胶原蛋白等抗衰老和肠道保健食品也越来越受到 90 后的追捧。

90 后消费者对于护肤品的需求由追求简单的去皱、美白、祛痘等转向加强健康肌肤状态，这样的需求使得品牌商生产的产品更加专业化和细致化，外资品牌商在护肤产品的功效细分上下足了功夫，新定义功效包括修护肌肤屏障、改善水油平衡和保持肌肤光泽透亮感等。这方面本土品牌商产品较为稀缺，也是其未来丰富品类的拓展方向。

相比来说，久坐办公室的 80 后比较关注健康均衡和有品质的饮食，杂粮是他们健康食品中偏好度最高的食物，即使选择外卖商户时，越来越多的 80 后也会选择品质商家，同时 80 后白领对水果和沙拉的订单量及交易金额增长率高于整体平均，且订单量占比进一步扩大。在舒缓身心的品类方面，80 后偏好度比较大的家用产品包括精油芳疗、蜡烛烛台、空气净化氧吧和按摩椅等。

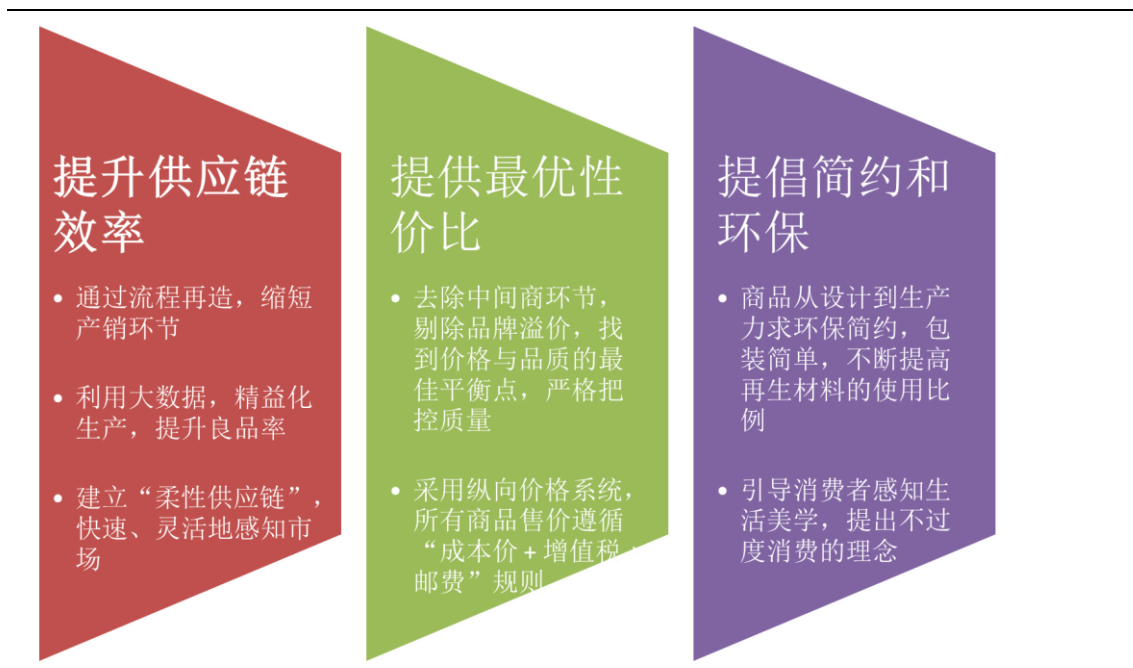
2.3 承担环保责任 实现简约化生活

随着环境污染逐渐入侵了人们的居住环境，消费者越来越追求健康和平衡的生活方式，他们渴望城市拥堵现象和污染现状能够得到解决，希望所住的城市拥有更加宜居的环境。他们会内外兼修，既追求自身的健康，同时也对室内、室外环境的清洁度有一定的要求。所以他们对品牌能否承担起环保重任十分关注，从而由内向外的维持健康状态。

消费者在共享意识的作用下，会逐渐接受与陌生人共同利用同一物件，这种租借而非占有的想法会自然而然的形成环保意识，使得从整个生活中剔除冗余部分而追求简约逐渐成为一种健康的生活方式并

不断在人群中拓展。消费者追求的生活方式将是温和简约的、主张环境友好型的，在追求高档的自我扩张之后，逐渐沉淀下来的消费意识将会转变，简约化的意识使得人们不再去追求风格另类的商品，而是将商品仅仅当做商品本身去选购，这是一种去品牌化的趋势。根据欧美及日本消费市场发展的经验，去品牌化势出现在人均 GDP 达到 2.5 万美元的阶段，目前国内一线城市经济发展已接近这一数字，消费行为模式方面逐步与其接近。

图 14：“严选模式”三大特点



数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

网易严选的诞生正切合了消费升级下去品牌化的趋势，使品牌制造商有了新的路径选择。网易严选于 2016 年 4 月上线，是一个为大众提供高品质、高性价比商品的生活类精选品牌。网易严选将 ODM 模式付之商业化，运用网易的品牌背书自建电商渠道，通过筛选国际一线品牌制造商的商品，再按照我国消费者的生活需求重新改良设计产品，最后以远低于大品牌的定价销售给消费者。“严选模式”拥有三大特点，即提升供应链效率、提供最优性价比、倡导简约和环保。网易严选剔除了品牌溢价，去除了各级经销商环节和一线零售端产生的中间环节加价，使大众消费需求回归了本质，切实有效的提升了消费者

的生活品质。

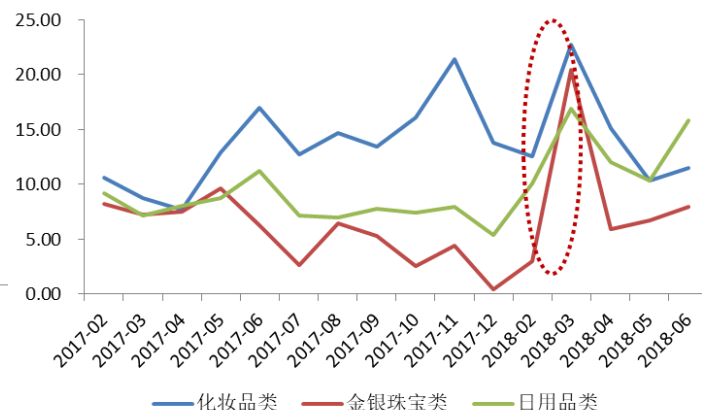
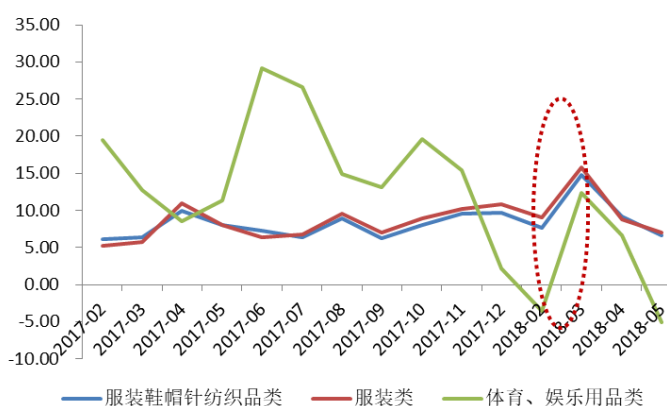
3. 板块情况

3.1 百货：实体回暖趋势延续 挖掘低线市场投资机遇

3.1.1 可选消费持续稳定攀升

图 15：限额以上批零企业零售额分品类当月同比（%）

图 16：限额以上批零企业零售额分品类当月同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

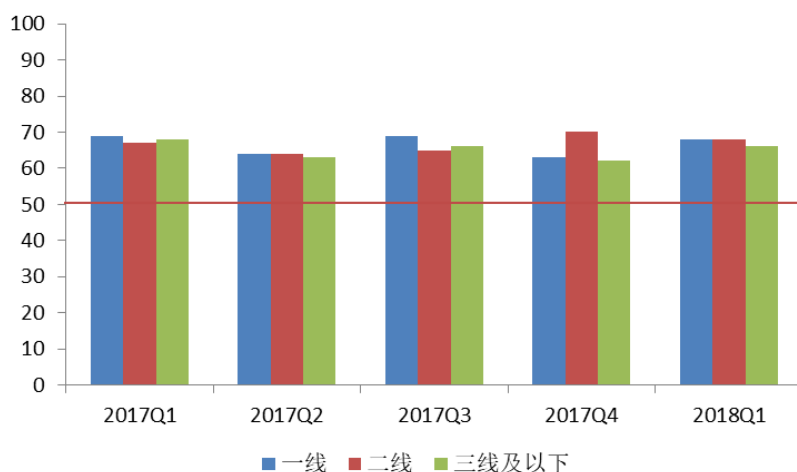
2018 年 Q1，限额以上批发和零售企业零售额中的服装鞋帽针纺织品类 3 月份时当月同比数据达到了 14.8%，创 5 年以来新高，拆分来看，3 月份服装类同比增速 15.8%，化妆品类同比增速 22.7%，金银珠宝类 20.4%，日用品类 16.9%，均创下 3 年以来的新高，可见居民对于快消品的消费热情在 Q1 十分高涨，虽然 4-5 月份在换季效应、节日错峰、消费延后效应等影响下数据有所回落，但可选消费持续稳定攀升的趋势可以得到一定程度的反馈，下半年节假日引领的消费旺季叠加消费品关税降低带来的积极影响，会进一步拉动实体商业的复苏态势。

3.1.2 加速布局低线城市

根据商务部公布的 2018Q1《中国购物中心发展指数报告》，总体来看，2018Q1 中国购物中心市场仍然维持着积极向上的态势，综合指

数为 67.5，高出荣枯线 17.5，较去年同期小幅下降 0.8。其中现状指数为 64.4，同比上升 0.8，Q1 作为传统的租赁淡季，新增租户和店铺数在全年来看并不显眼。整体购物中心市场对未来 6 个月的预期指数为 72.1，环比上升 1.2，有 85% 的业主表示短期内企业盈利状态会持续变好。

图 17 城市能级综合指数情况



数据来源：商务部，山西证券研究所

分城市能级来看，Q1 不同城市能级发展趋势各有千秋，一线城市指数为 67.6，同比小幅下滑 0.1，一线城市成熟商圈的优质购物中心项目是推进市场发展的主要动力，特别是定位年轻市场或一站式家庭消费的商场比较容易得到消费者的青睐；二线城市指数为 67.9，环比下跌 1.9，2017 年新增项目的大量投放市场给现有项目的招租产生了持续的压力并延续至 2018Q1，但同比小幅提升 0.9 则说明前序新进项目中的空置面积正在逐步被市场吸纳；三线及以下城市指数为 66.3，环比提升 3.9，部分三四线城市由于优质购物中心的进驻得以提升了核心商圈的整体市场水平。

一二线市场商圈资源趋于饱和，而低线城市还拥有比较广阔的商业空间和售价较低的物业资源。近年来零售企业不断加强在三四线城市的门店布局，将战场下沉延伸到了三四线城市和乡镇地区，如王府井在南充开设的第一家购物中心，以及苏宁零售云 2018 年计划开设的

3000 多家门店，均瞄准了低线市场尚存的空间。

3.1.3 实体百货企稳回暖

2018Q1 与 2017Q1 相比，ROE 增长的百货企业有 27 家，占总数的 63%，其中增幅大于 2% 的有 5 家，大于 1% 的有 3 家；而 ROE 减少的则有 16 家，但仅有 2 家减幅大于 1%。总体来看，百货行业 Q1 业绩向好，对 ROE 增速贡献最大的项目是营业净利率，可见企业对自身经营状况的改善情况较好，传达出实体百货企稳回暖的迹象，但百货行业业绩分化现象依然十分显著，龙头的盈利能力远高于行业平均，从经营业绩到商业模式均处于行业领先地位，以头部的优势有效的提振了整体市场的盈利水平和运营效率。资本具有逐利性，总是流向投资报酬率高的公司，在消费升级的趋势下，CS 百货上市公司以稳中向好的增速印证了实体零售复苏态势。

表 2：CS 百货 2017VS2018Q1 ROE 拆解

证券代码	证券名称	ROE (%)		营业净利率 (%)		总资产周转率(次)		权益乘数(倍)	
		2017Q1	2018Q1	2017Q1	2018Q1	2017Q1	2018Q1	2017Q1	2018Q1
600729.SH	重庆百货	7.54	9.95	4.09	5.31	0.77	0.76	2.27	2.35
000785.SZ	武汉中商	2.60	5.90	2.75	7.13	0.39	0.41	2.79	1.97
600828.SH	茂业商业	4.95	5.59	6.82	9.55	0.20	0.19	3.33	2.92
600778.SH	*ST 友好	-1.33	5.40	-0.88	2.69	0.26	0.31	4.83	6.64
002419.SZ	天虹股份	3.91	4.83	4.69	5.71	0.33	0.34	2.42	2.42
600785.SH	新华百货	3.68	4.77	3.10	4.02	0.48	0.47	2.27	2.50
600694.SH	大商股份	4.67	4.67	4.31	5.26	0.43	0.40	2.40	2.27
600859.SH	王府井	1.81	4.40	3.53	6.47	0.30	0.36	1.62	1.79
000501.SZ	鄂武商 A	4.60	3.88	6.12	5.89	0.26	0.26	2.75	2.61
603101.SH	汇嘉时代	2.69	3.39	4.29	4.58	0.36	0.37	1.72	2.11
002277.SZ	友阿股份	3.31	3.36	8.74	8.51	0.18	0.18	2.04	2.05
002561.SZ	徐家汇	3.04	3.24	11.74	12.86	0.22	0.22	1.19	1.20
600738.SH	兰州民百	1.37	3.06	6.05	13.50	0.12	0.08	1.85	2.66
000417.SZ	合肥百货	3.09	3.05	4.09	4.04	0.33	0.32	2.24	2.29
600628.SH	新世界	6.54	2.87	35.59	17.49	0.13	0.12	1.33	1.32
600814.SH	杭州解百	1.92	2.64	4.66	6.71	0.30	0.31	1.56	1.56
600723.SH	首商股份	2.40	2.39	4.22	4.58	0.42	0.40	1.65	1.60
600824.SH	益民集团	2.43	2.34	9.41	11.94	0.19	0.15	1.35	1.32

600858.SH	银座股份	1.24	2.14	0.76	1.53	0.31	0.33	3.56	3.57
600280.SH	中央商场	2.61	2.13	2.42	1.90	0.12	0.12	9.14	9.39
000419.SZ	通程控股	1.61	2.07	3.35	4.55	0.27	0.26	1.78	1.82
002187.SZ	广百股份	1.87	2.03	2.91	2.84	0.39	0.46	1.56	1.59
600655.SH	豫园股份	1.84	1.96	3.49	3.75	0.23	0.22	2.10	2.29
601010.SH	文峰股份	2.17	1.92	4.44	4.27	0.31	0.31	1.53	1.43
000516.SZ	国际医学	1.88	1.87	6.10	5.92	0.20	0.20	1.53	1.54
600865.SH	百大集团	0.88	1.79	5.47	14.00	0.14	0.10	1.17	1.24
600838.SH	上海九百	1.77	1.75	92.36	110.74	0.02	0.01	1.14	1.11
600697.SH	XD 欧亚集	1.69	1.69	3.40	3.37	0.17	0.17	4.03	4.23
000560.SZ	我爱我家	0.38	1.69	3.68	6.78	0.05	0.15	1.64	1.73
603123.SH	翠微股份	1.28	1.51	2.80	3.35	0.27	0.27	1.70	1.65
600774.SH	汉商集团	1.24	1.38	2.27	2.01	0.15	0.17	2.40	2.44
600693.SH	东百集团	1.57	1.35	5.35	7.06	0.14	0.10	2.91	2.86
000715.SZ	中兴商业	1.31	1.33	2.48	2.51	0.30	0.31	1.74	1.70
600682.SH	南京新百	-1.30	1.14	-1.70	3.41	0.16	0.15	3.47	3.01
600891.SH	秋林集团	1.88	1.06	4.23	1.11	0.25	0.51	1.83	1.82
000861.SZ	海印股份	1.15	1.03	8.32	7.47	0.05	0.05	3.15	3.18
300413.SZ	快乐购	0.59	0.79	0.87	1.56	0.30	0.33	1.45	1.27
000564.SZ	供销大集	0.48	0.61	2.41	4.03	0.12	0.09	1.66	1.78
000679.SZ	大连友谊	0.81	0.48	1.41	1.81	0.10	0.05	3.91	4.00
000882.SZ	华联股份	0.14	0.08	4.36	2.84	0.02	0.02	1.83	1.76
600712.SH	南宁百货	-0.02	-0.01	-0.03	-0.02	0.25	0.26	1.91	2.10
600821.SH	津劝业	-6.26	-7.18	-41.42	-62.35	0.04	0.04	3.66	3.00
600306.SH	商业城	112.45	-17.79	71.49	-10.14	0.14	0.14	6.82	15.33

数据来源：Choice，山西证券研究所

3.2 超市：生鲜引流，小业态迅速圈地试错

3.2.1 生鲜超市市场空间广阔

生鲜是居民生活中必不可少的产品，主要包括蔬菜、水果、水产等，具有消费频次高、购买量大、周转速度快、毛利低的特点。由于生鲜食物保质时间短，运输过程中极易产生损耗，对于经营管理有着很大的要求，所以超市生鲜品类毛利率很低，一般在 15% 以下，远低于日用百货类 30% 以上的毛利率水平，在产品结构中处于次要和补充地位，但在超市经营中能起到聚客引流的作用。中国居民食品消费支

出中，生鲜类食品占比超过 50%。受限于生鲜品类自身特点，线下渠道始终占据主流地位。随着新零售的推进，全渠道下生鲜市场的进一步扩张是可期的。

图 18：全国超市渠道各品类年均购买频次

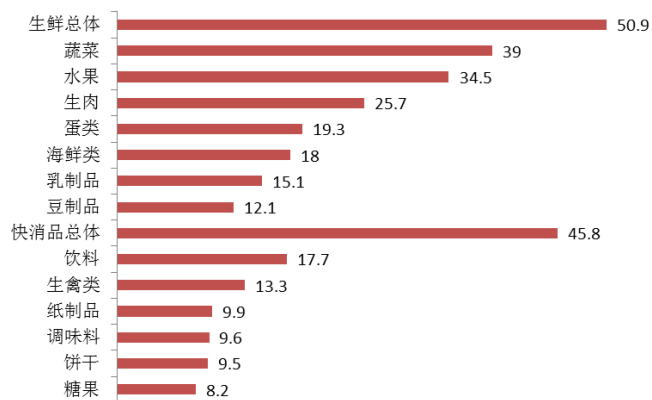
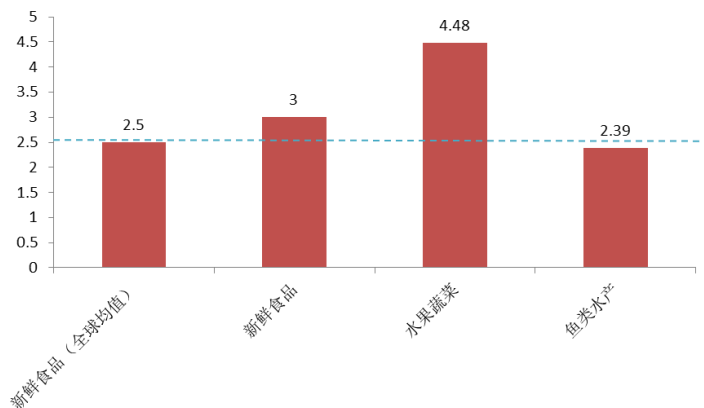


图 19：中国消费者购买生鲜的平均频次（次/周）



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

2013 年至今，中国家庭食品消费支出总额保持稳步增长，2016 年达到 7.1 万亿人民币。数据显示，2017 年我国生鲜市场交易规模达到了 1.79 万亿，同比增长 6.9%，且自 2013 年以来持续保持 6% 以上的增长，生鲜超市行业保持着稳定增长的市场规模，预计 2018 年生鲜市场交易规模将继续增长至 1.91 万亿，生鲜消费市场空间广阔。同时，我国超市渠道的生鲜产品渗透率也有很大的提升空间，2016 年仅有 22% 的农贸产品由超市主导交易，远低于美国的 90% 和日本的 70% 渠道渗透占比。

图 20：中国生鲜市场交易规模（十亿元）及同比

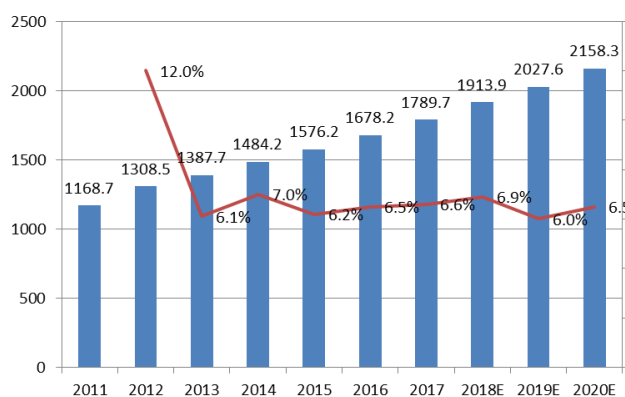
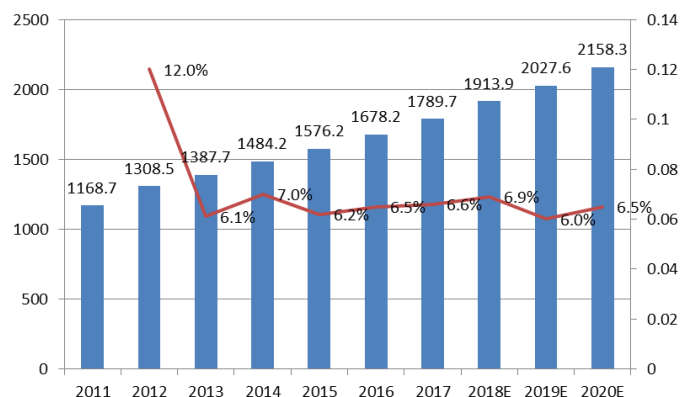


图 21：中国生鲜电商市场交易规模（十亿元）及同比



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

2017 年生鲜市场交易规模达 17897 亿元，生鲜电商市场交易规模为 1418 亿元，线上市场渗透率继续提升，达到 7.9%。预计 2018 年生鲜电商市场交易规模将达到 2158.2 亿元。由于生鲜产品客单价低、易变质损坏的特殊性，对于冷链配送有较高的要求，直接提升了物流成本。目前生鲜电商盈利能力较弱，盈利模式也尚未成形，不过行业在经历过 2016 年的洗牌期以后，资本逐渐向头部靠拢，在整合全产业链和全渠道的优质资源后，线上线下融合、场景布局多元化、运营区域化将成为生鲜电商发展的趋势。

3.2.2 盒马鲜生：生鲜超市+即时餐饮

2017 年，盒马鲜生作为阿里系新零售模式的标杆受到消费者的热捧。盒马鲜生采用线上餐饮外卖+线下餐饮体验的经营模式，在融合新业态的同时打通了线上和线下的渠道，为消费者提供即时便捷、场景化、品质化的泛生鲜零售解决方案。盒马的门店面积可以达到 5000 平方米，线上线下的业务高度融合、优势互补，线上销售占比约 50%。

图 22 盒马鲜生的几大特点



数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

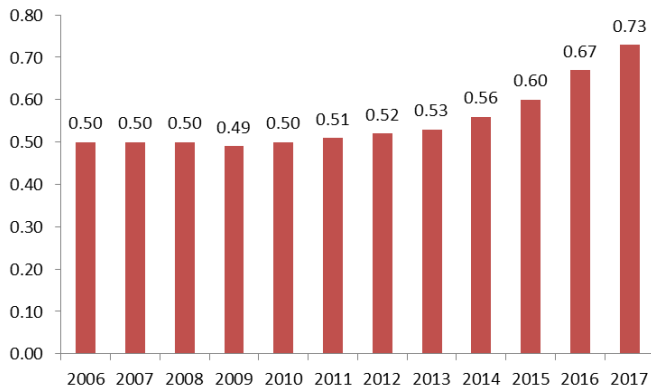
生鲜超市+餐饮的场景增强了用户实时的消费体验，餐饮的加入一方面可以有效提升在店客流，另一方面由于餐饮的高毛利特点，可以改善门店的盈利结构。生鲜作为传统超市高频引流品类，一定程度上提升了用户复购率，而前店后仓的设置提升了仓储的库存周转率，优化了成本结构；门店仓库作为前置仓，可提供半径 3 公里以内，半小时送达上门的高效服务，进一步提升了生鲜电商的消费体验。以支付宝作为统一的结算方式，使得每一个用户都成为了数据资产，便于盒马收集广谱用户画像，分析用户消费行为习惯。截至 2018 年 4 月，盒马在全国共有门店 47 家，覆盖北京、上海、深圳、杭州、苏州、宁波、成都、福州、贵阳、武汉、西安等 13 个城市。

3.2.2 便利店市场规模稳定增长

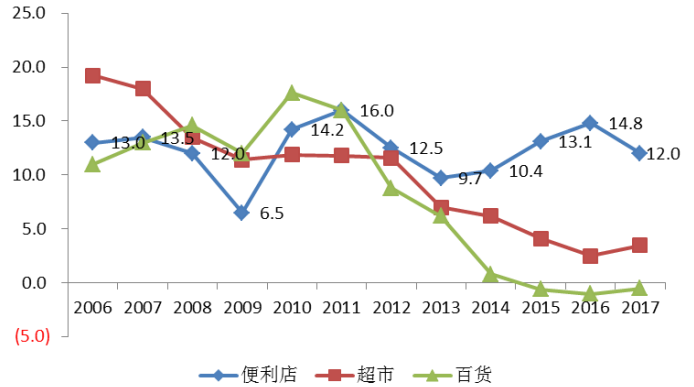
我国便利店零售额占实体零售额比重逐年攀升，2017 年便利店在实体零售额中的占比已经达到了 0.73%。即使在实体零售低迷的几年里，便利店行业也能以高于百货和超市的销售额增速稳定增长，2017 年便利店行业销售额增速达 12%，连续第八年保持两位数左右的涨幅。传统超市正在向小型化、高端化、专业化发展，而便利店正好迎合了这一趋势，虽然比起传统卖场式的超市，便利店商品价格略高，但是便利店瞄准的是消费者碎片化的时间，使消费者可以在工作间歇或移动途中购物。便利店这一消费场景的核心是便利性，调查数据显示有 80% 的顾客选择便利店是因为距离近，59% 的顾客则是因为其营业时间更长。

图 23：中国便利店零售额占实体零售额比重(%)

图 24：便利单、超市、百货销售额增幅(%)



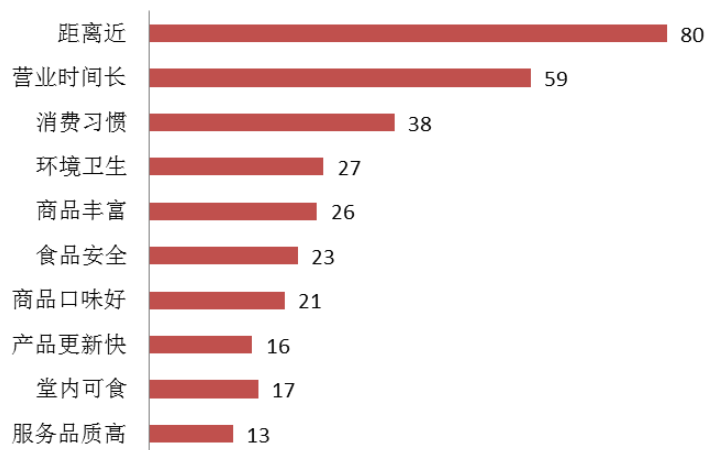
数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

中国连锁经营协会数据显示，2017年我国便利店行业增速达到了23%，市场超过10万家门店，达到了1900亿的销售额，开店数量及同店规模双双增长。剔除石油系便利店，多数便利店区域化格局较为明显，全国化布局尚未出现，市场仍存在一定的发展空间。虽然2017年利润水平略有改善，毛利率超过20%的企业数量占比增加，但与较成熟的日系便利店的相比差距仍然较大，具有长足的发展空间。

图 25 选择便利店的理由(%)



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

便利店的主要卖点是满足消费者的即时消费需求，目前在一二线城市是增长的热点，但受日益增长的房租、水电费用、人工成本等因素的制约，便利店在城市CBD区域的布局空间趋于狭隘，未来的发展重点将是小型社区便利店，面向社区家庭用户，涵盖快消与生鲜两种品类，满足社区消费场景的基本需求，通过实现社区化的流量汇聚形

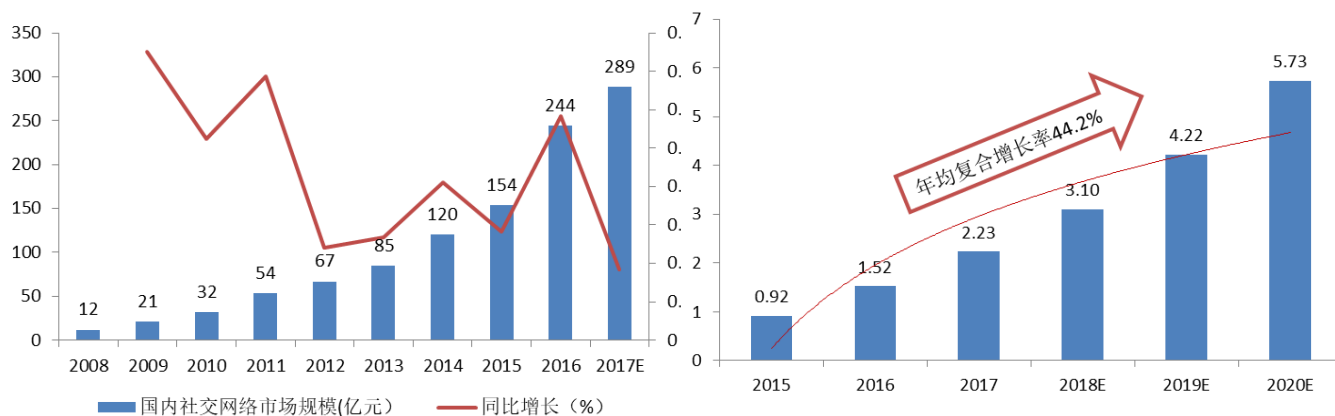
成用户粘性。受数字化变革的影响，中国便利店在智能门店的数字化技术应用方面快速发展，同时在供应链、自助支付和会员管理等方面积极探索数字化变革。

3.3 社交电商：高转化率的新型电商

3.3.1 社交电商渐入主流

早期由微商起家，到近期依托微信小程序快速发展的社交电商行业，目前仍处于初期发展阶段，社交电商行业的发展潜力巨大。在传统电商市场趋于成熟，达到瓶颈期的环境下，社交电商以其独特的模式和高于传统电商的转化率实现了低成本引流，依托微信、微博等社交平台，依赖 KOL 和熟人网络之间的扩散传播，是电商行业未来值得关注的发展方向。在移动互联网普及率日益提升的影响下，我国社交网络市场规模不断增加，至 2016 年中国社交网络行业市场规模约为 244 亿元，预计 2017 年我国社交网络市场规模将超过 280 亿元。

图 26:2008-2017 年中国社交电商市场规模变化(亿元) 图 27: 2018 年中国社交零售用户规模(亿人)及预测



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

数据来源：艾媒北极星系统，山西证券研究所

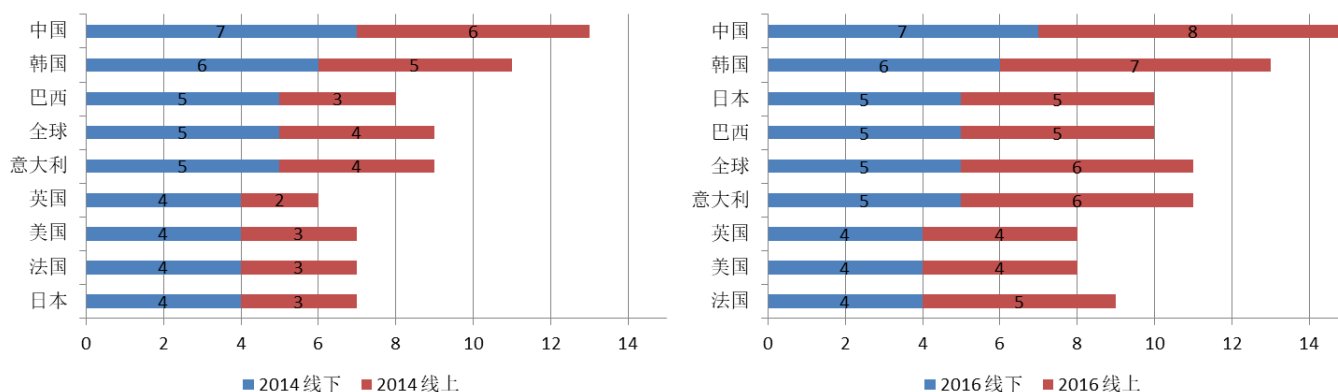
社交电商依靠用户之间的熟人网络实现裂变式增长扩散，能有效降低平台获客成本，艾媒咨询数据显示，2017 年中国社交零售用户规模为 2.23 亿人，预计 2018 年将增至 3.10 亿人，年均复合增长率 44.2%，未来社交零售用户规模将维持较高增速，不断扩大。与传统电商相比，

社交电商有不同的吸引用户消费的模式，包括运用社交工具创造产品内容、开设直播及内容购物渠道、利用社交关系传播商品链接实现推广等等。社交电商充分活用了社交媒介丰富的流量资源，降低了电商的引流成本，通过多维交互式的产业价值链，使得传统商业模式运转更加高效。

3.3.2 社交网络引导购物决策行为

在信息时代，消费者在单次购买决策中遇到的信息接触点越来越多。过去消费者只能接受到品牌推送的单向讯息，而当今时代，由用户口碑引导的消费逐渐占据了主流地位。麦肯锡 2017 年奢侈品调研数据显示，中国消费者在单次决策中平均要经历 15 个信息接触点，包括 7 个线下和 8 个线上触点，在 9 个国家中居于首位。社交网络对于购物决策行为的引导力正在逐渐扩大。

图 28：单次决策中信息接触点的数量 2014vs2016



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

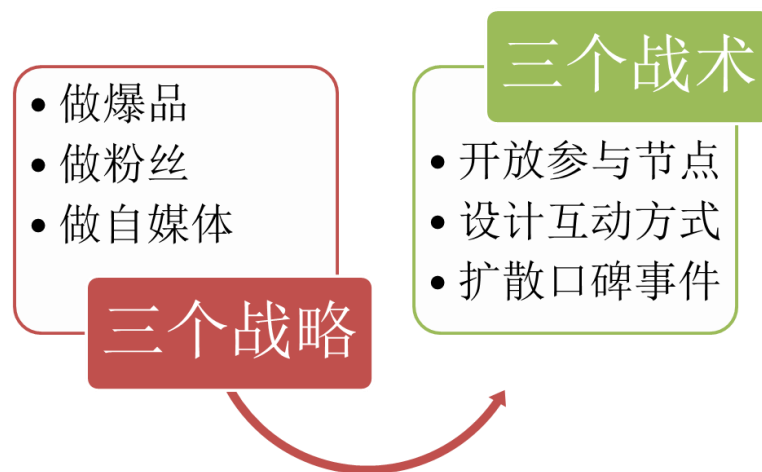
传统消费行为一般以明确的购物目标为需求，再去电商平台寻找商品。而社交电商则是以社交网络为纽带，以社交关系带动共性的社交话题来驱动即时性、偶发性的消费行为，这种商业模式以用户为核心，分散了原来统一的购物流量入口，使得社交电商的购物呈现出开放化、扁平化、平等化的“去中性化的”消费结构。麦肯锡 2017 年国际品牌消费者调研数据显示，在最近一次的消费中，有 59% 的信息触

点来自于品牌导向，包括店内体验、品牌广告和明星代言，其余 41% 的信息触点则是来自用户主导的信息渠道，包括看见他人展示、亲朋推荐、用户评价、网红推广和网络资讯平台的介绍。

3.3.3 小米的口碑营销制胜法则

目前为止，小米公司是利用社会化媒体最好的企业，其发展初期很大程度上受益于移动社交电商的红利。小米的战略是做爆品、做粉丝和做自媒体。小米的“粉丝文化”首先要让员工成为产品品牌的粉丝，然后才是让用户也参与进来获益。基于功能和信息的共享是最初步的利益激励机制，其后则是使企业和用户双方共同获益的参与感。凭借创新的硬件产品、卓越的用户体验和高效的新零售，小米已积累了大量活跃、忠诚的用户群体，得以通过互联网广告和互联网增值服务进行有效变现。小米的用户平均互联网收入从 2015 年的 28.9 元上升至 2017 年的 57.9 元。

图 29 小米口碑营销致胜的“三三法则”



数据来源：《参与感：小米口碑营销内部手册》，山西证券研究所

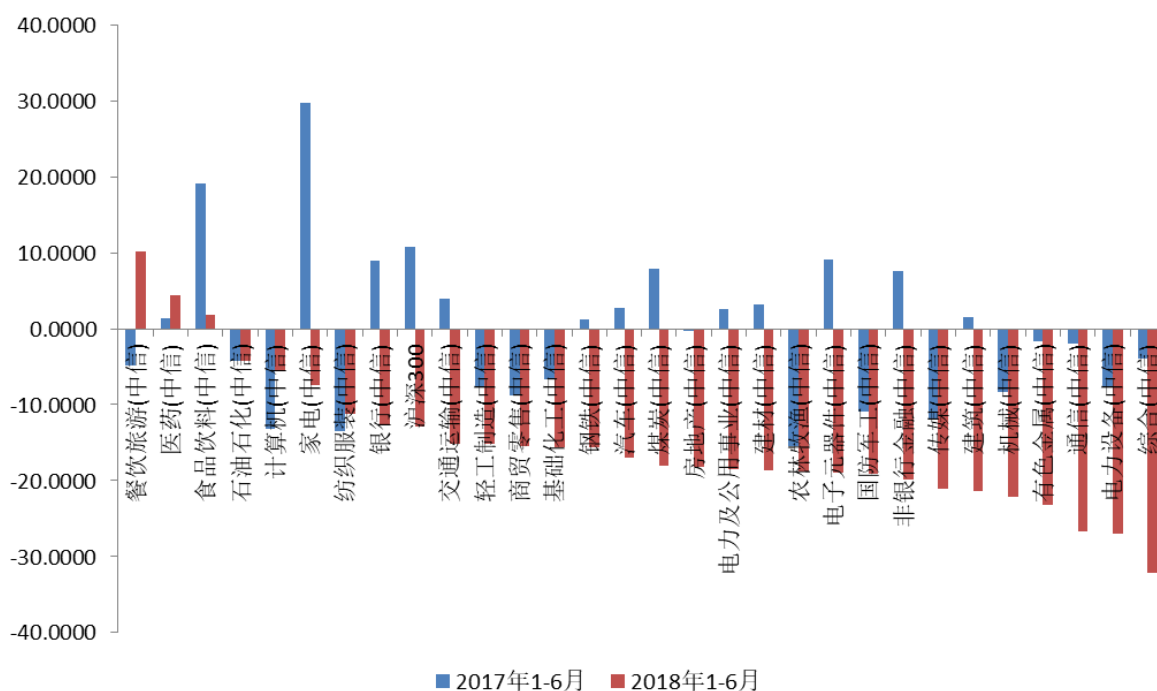
小米所有的法则都与人深深相关。互联网的去中心化破解了权威的信息垄断性，使得信息的传播结构扁平化，消灭了信息的不对称性。小米通过把做产品、做服务、做品牌和做销售的过程全部开放，筛选

出企业与用户共同获益的节点，使双方形成可持续性的参与互动，之后根据开放的节点获取的信息进行相应的设计，遵循简单、有趣和真实的设计思路，让粉丝也参与到产品诞生的过程中来。之后将互动内容做成话题，形成可传播的事件，让口碑实现裂变，影响到数以万计的人参与其中，放大了参与用户的成就感。

4. 投资策略：

4.1 上半年行情回顾

图 30 2018 年上半年中信一级行业涨跌幅

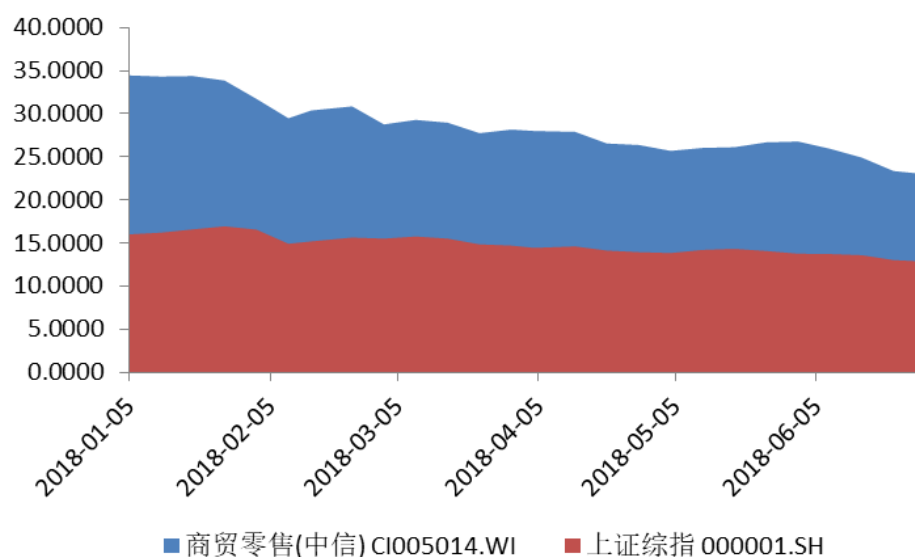


数据来源：Wind，山西证券研究所

2018年1-6月，A股各大指数全线下挫，上证综指累计下跌13.3%，深证成指下跌15.04%，中小板指下跌14.26%，创业板指下跌8.33%，沪深300指数下跌12.90%，与2017年同期相比下降了23.67个百分点。除休闲服务、医药生物和食品饮料三个行业指数上涨以外，其余25个行业指数均为下跌状态，其中综合指数下跌31.17%，跌幅最深。CS

商贸零售行业下调了 15.53%，与 2017 年同期相比扩大了 6.72 个百分点，跑输大盘 2.63 个百分点。零售行业市场弱于去年同期，在中信 29 个行业中排名第 12 位，处于中上游水平。截至 5 月底零售板块仅下跌 0.28%，但 6 月份市场波动较大，仅 6 月 CS 商贸零售就跌落了 15.29%，其中超市板块跌幅最深，达 23.33%，百货板块跌幅 16.43%，连锁板块表现相对较好，但也有-3.9%的跌幅。个股方面，爱婴室、天虹股份、重庆百货、南极电商和苏宁易购领涨，涨幅分别为 83.22%、46.90%、33.50%、15.95%和 14.56%。

图 31 CS 商贸零售、上证综指上半年估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

自 2018 年以来，CS 零售指数一路调整，在 30 倍上下震荡起伏，5 月起 CS 零售指数触底反弹，整个 5 月维持平稳回升的态势，但 6 月由于受中美贸易摩擦不确定性影响市场剧烈波动，板块受到了较大的冲击。截至 6 月 29 日，CS 零售 PE(TTM)回落至 22.99X，处于历史低位水平。在经济平稳增长、温和通胀的态势下，我们建议关注实体企业中有能力布局三四线城市的规模扩张，提升自身行业集中度的，并且能通过优化业态结构、提升供应链管理来强化自身运营效率的企业。中报业绩披露期临近，我们建议寻找确定性强的、具备较高安全边际的龙头型优质公司，逢低布局，看好行业中长期价值投资机会。

4.2 个股推荐

4.2.1 王府井

公司是百货行业龙头，2017 年完成了贝尔蒙特 100% 股权收购工作，春天百货优质资产进入公司体系，公司连锁布局得到进一步丰富和完善，“赛特奥莱”品牌优势得到进一步增强，促进了公司奥特莱斯业态的快速发展。2017 年公司共运营 54 家连锁门店，销售网络覆盖全国七大经济区域、20 个省市自治区、30 个城市，确保了公司在主要经济区域构成以大店为基础、以强店为核心、以新店为补充的发展形势。公司拥有囊括综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市、便利店及电子商务多业态协同发展的良好格局，核心竞争能力稳步提高。

公司是拥有成熟的经营管理模式和较高的品牌价值，未来有望受益国企改革预期红利，是优质的低估值华北百货龙头。预计 2018-20 年公司的一致预期 EPS 分别为 1.47、1.69 和 1.91 元，对应一致预期 PE 分别是 13.92X、12.04X、10.33X。

4.2.2 天虹股份

2017 年公司致力于打造品质更好、价格更低、速度更快的优质供应链，主要表现在自营商品方面，通过建设全球采购网、生鲜直采基地、打造自有品牌及 2R 商品（即食即烹商品）等为顾客严选国内外优质商品、满足顾客健康快速便利的生活需求。天虹百货以顾客为中心，强调体验价值，通过生活方式主题编辑引领百货业态创新；Sp@ce 超市新业态转变经营思维，聚焦现代都市生活场景，提升品质、强化服务；虹领巾移动生活消费服务平台实现实体零售会员、营销、商品、服务的全面数字化，成为全国领先的实体零售数字化标杆。

公司是优质百货龙头企业，以丰厚的资源创新发展新型零售业态，持续强化供应链能力和服务顾客能力。公司实体业务深度数字化，在行业中具有较强的竞争力。预计 2018-20 年公司的一致预期 EPS 分别

为 0.74、0.87 和 1.02 元，对应一致预期 PE 分别是 19.27X、16.41X、14.04X。

4.2.3 家家悦

2017 年公司持续强化在山东地区的区域密集布局、多业态互补、一体化物流、供应链及生鲜特色等方面的优势，积极推进业态创新、新区域网络拓展、供应链建设、完善机制等各项工作，品牌形象和市场影响力不断增强。2017 年公司已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，进一步增强了区域网络密度、渗透能力和市场占有率，并积极拓展山东西部地区的新门店建设。公司在威海、烟台、高密、莱芜、宋村建设了 3 处常温物流中心和 5 处生鲜物流中心，已投入运营的自有物流中心总建筑面积约 19.41 万平方米，形成了东西互动、总部与区域物流优势互补、布局合理、智能联动的配送体系。

公司是山东地区超市龙头，坚持区域密集、城乡一体、业态互补的超市发展战略，扎实推进连锁网络建设，同时通过建设高效的生鲜食品供应链体系，打造社会化的服务平台，实现供应链升级裂变。预计 2018-20 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.79、0.95 和 1.16 元，对应一致预期 PE 分别是 28.30X、23.56X、19.36X。

4.2.4 苏宁易购

公司拥有多年积攒下来的品牌口碑，拥有零售行业中最完整的消费生态，能够形成忠实的粉丝群。线下依托苏宁易购广场、苏宁易购云店、苏宁易购服务站、苏宁小店以及苏宁电器、母婴、超市专业店面，以及集团开发的苏宁影院、体育旗舰店，对消费需求形成全面覆盖，满足各种体验型、便利型的购物需求；线上通过苏宁易购和苏宁易购天猫旗舰店为用户提供极致的购物体验。公司是自营能力最强的互联网零售商，坚持在可以产生规模效应的品类和服务方面自营，

能够有效提高经营附加值。2017 年，苏宁线下拥有自营店面 3,867 家，覆盖中国大陆 297 个城市，以及香港、澳门及日本。

公司是中国领先的互联网零售服务商，拥有完善的线上线下全面融合发展的零售渠道和专业的商品供应链管理能力和以自营及开放平台的方式，经营家电 3C、母婴、超市、百货、生鲜等类目，并结合自身优势致力于打造各类目的专业运营能力。预计 2018-20 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.48、0.30 和 0.41 元，对应一致预期 PE 分别是 28.71X、46.77X、33.97X。

4.2.5 利群股份

公司于 2017 年上市，以上市为契机，公司进一步加快战略扩张步伐，加强了大中型网点储备与开发运营能力，使得经营规模不断扩大。通过多项并举，有效推动了公司整体经营业绩稳步提高：在“福记农场”社区生鲜店、便利店等连锁业态方面不断推进，抢占社区商业；利群网商和利群采购平台销售规模持续扩张，实现公司线上线下业务协同发展；智慧供应链信息管理升级改造项目顺利启动，进一步提升企业精细化管理水平与精准决策能力，夯实管理基础。公司目前已形成具有鲜明企业特色的商业形态，形成了自营为主的商业体系。截至 2017 年公司拥有 3 座物流中心，分别位于青岛市李沧区、青岛市市北区以及青岛胶州市，物流中心土地仓储面积 28.3 万平方米，能够独立承担生鲜产品、食品饮料、日化用品、衣帽服饰、家用电器等多种商品的仓储和配送工作。

2018 年公司将充分利用资本市场投融资工具，通过收购乐天的资产，加快自有物业建设以及实现租赁物业的开店速度，加快公司跨区域战略扩张，进一步提升市场占有率。预计 2018-20 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.55、0.63 和 0.69 元，对应一致预期 PE 分别是 16.82X、14.80X、13.41X。

4.2.6 跨境通

公司主营业务为跨境进出口业务，以线上自营渠道为主，同时拓展 Amazon、eBay、Aliexpress、Wish 等第三方电商渠道，依托中国制造的强大生产供应能力，将中国优质产品通过自营渠道和第三方渠道输出到海外市场，并通过运营自有跨境进口电商品牌“五洲会”、并购优壹电商等一系列运作，积极布局国内市场。公司旗下拥有优秀的自有渠道品牌和产品品牌，其中，根据全球最大的传播集团 WPP 旗下的调研公司 Brandz 发布的“2018 年中国出海品牌五十强”排名榜显示，公司旗下全资子公司环球易购自营渠道品牌 Gearbest 排名第 22 名，Zuful 排名第 34 名，是中国跨境电商企业中唯一同时两个自有品牌入围的企业。

公司是跨境电商行业龙头，依托公司强大的供应链体系和大数据精准营销能力，积极在第三方电商渠道开设店铺，提升了公司经营的边际效益，2018 年将继续提升自营服装品牌的市场知名度。预计 2018-20 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.80、1.14 和 1.51 元，对应一致预期 PE 分别是 18.84X、13.20X、9.94X。

5.风险提示

宏观经济下行风险；消费升级不达预期风险；行业竞争加剧的风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。