

行业整体复苏力度减弱，黄金珠宝和百货龙头表现稳健

——零售行业 2018 年半年报总结

行业动态

◆零售行业：整体复苏力度减弱，部分子行业的龙头企业表现稳健

零售行业主要的 74 家上市公司 1H2018 营业收入同比增长 10.37%，增速较 1H2017 上升 1.28 个百分点，归母净利润同比增长 53.28%，增速较 1H2017 上升 25.09 个百分点，扣非归母净利润同比增长 6.20%，增速较 1H2017 下降 44.09 个百分点。2Q2018 营业收入同比增长 10.17%，增速较 1Q2018 下降 0.27 个百分点，归母净利润同比增长 103.13%，增速较 1Q2018 上升 89.36 个百分点，扣非归母净利润同比减少 12.34%，而 1Q2018 同比增长 23.60%。我们认为 1H2018 零售行业复苏力度减弱，主要子板块表现较为平淡，部分龙头企业表现稳健，建议关注黄金珠宝和百货行业的龙头。

◆黄金珠宝行业：受益于避险需求的增长，看好黄金产品占比高的龙头

黄金珠宝行业主要的 13 家上市公司 1H2018 营业收入同比增长 17.92%，增速较 1H2017 上升 12.60 个百分点，扣非归母净利润同比减少 17.89%，而 1H2017 同比增长 2.20%。我们认为在国内房地产价格调控、国际冲突不断的背景下，居民购买金条避险、保值的需求有望持续增长，黄金类产品销售将有较好的表现，看好黄金产品占比高的龙头老凤祥。

◆百货行业：与可选消费关联性较大，全国性百货龙头表现稳健

百货行业主要的 31 家上市公司 1H2018 营业收入同比增长 1.38%，增速较 1H2017 下降 3.08 个百分点，扣非归母净利润同比增长 17.11%，增速较 1H2017 下降 11.45 个百分点。我们认为百货行业与化妆品、服装等可选消费关联性较大，短期受到中美贸易摩擦等多方面因素的影响。主要百货公司收入端仍没有明显复苏，业绩释放持续性需要时间观察。建议关注全国布局、扩张性强、表现稳健的天虹股份和王府井。

◆超市行业：业态变革较大，新模式项目盈利能力弱

超市行业主要的 9 家上市公司 1H2018 营业收入同比增长 10.49%，增速较 1H2017 上升 5.02 个百分点，扣非归母净利润同比增长 7.64%，增速较 1H2017 下降 67.44 个百分点。由于行业处于业态变革期，新模式项目盈利尚需时日，通胀水平未达预期，社保缴纳方式调整可能带来人工费用过快上涨，我们对超市行业持谨慎观点。

◆风险提示：居民消费需求增速未达预期，消费需求地区分布不均，地产后周期影响部分子行业销售增速，人工费用上涨速度过快。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600612	老凤祥	33.90	2.17	2.46	2.78	16	14	12	买入
002419	天虹股份	10.64	0.60	0.72	0.83	18	15	13	买入
600859	王府井	16.10	1.17	1.68	1.98	14	10	8	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 31 日

增持（维持）

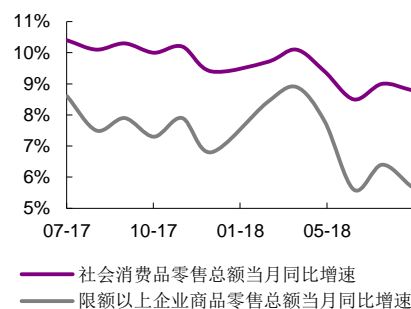
分析师

唐佳睿 (执业证书编号：S0930516050001)
021-22169161
tangjiarui@ebsecn.com

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)
010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)
021-22169117
sunlu@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

百货行业稳健复苏，黄金珠宝前景光明——零售行业 2017 年年报及 2018 年一季报总结
.....2018-05-01
科技创新助力行业革命，可选复苏利好百货珠宝——零售行业 2018 年下半年投资策略
.....2018-06-04

目 录

1、 零售行业：整体复苏力度减弱，部分子行业龙头表现相对稳健	5
1.1、 消费市场整体复苏力度减弱	5
1.2、 主要上市公司扣非归母净利润增速大幅下降	6
1.3、 主要子板块表现较为平淡，部分龙头公司表现相对更好	8
2、 黄金珠宝行业：受益于避险需求的增长，看好黄金销售量大的龙头	10
2.1、 主要上市公司整体营收增速上升，业绩增速下降	10
2.2、 行业受益于避险需求的增长，处于复苏阶段	13
3、 百货行业：与可选消费关联性较大，全国性百货龙头表现稳健	14
3.1、 主要上市公司整体营收增速下滑，业绩增速大幅下降	14
3.2、 行业与可选消费关联性较大，受宏观因素影响	17
4、 超市行业：新模式项目盈利能力弱，通胀水平未达预期	18
4.1、 主要上市公司整体营收增速上升，业绩增速回落	18
4.2、 行业处于业态变革期	21
5、 家电零售行业：龙头苏宁销售增速表现突出，长期难以维持高位	22
5.1、 龙头苏宁整体营收增速提升	22
5.2、 行业受地产周期影响较大	23
6、 商业物业经营行业：租金标准难以提升	24
6.1、 主要上市公司整体营收增速下降	24
6.2、 行业受宏观经济影响较大	26
7、 个股推荐	26
7.1、 老凤祥：行业龙头地位稳固，国企改革有望加速	27
7.2、 天虹股份：扩张能力强，激励机制不断完善	28
7.3、 王府井：全国布局，业态齐全，规模优势明显	29
8、 风险提示	30

图表目录

图表 1：全国社会消费品零售总额增速（2014-2018）	5
图表 2：全国限额以上企业商品零售额增速（2014-2018）	5
图表 3：全国 50 家重点零售企业零售额增速（2014-2018）	5
图表 4：全国百家重点零售企业零售额增速（2014-2018）	5
图表 5：零售行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）	6
图表 6：零售行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）	6
图表 7：1H2018 零售行业主要上市公司经营情况	6
图表 8：零售行业单季度收入和毛利同比增速（2Q2017-2Q2018）	7
图表 9：零售行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2Q2017-2Q2018）	7
图表 10：2Q2018 零售行业主要上市公司经营情况	7
图表 11：1H2018 零售行业主要子板块营业收入与毛利增速（整体法）	8
图表 12：1H2018 零售行业主要子板块归母净利润增速（整体法）	8
图表 13：2Q2018 零售行业主要子板块营业收入与毛利增速（整体法）	9
图表 14：2Q2018 零售行业主要子板块归母净利润增速（整体法）	9
图表 15：黄金珠宝行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）	10
图表 16：黄金珠宝行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）	10
图表 17：1H2018 黄金珠宝行业主要上市公司经营情况	11
图表 18：1H2018 黄金珠宝行业主要上市公司主营收入和门店情况	11
图表 19：黄金珠宝行业单季度收入和毛利同比增速（2Q2017-2Q2018）	12
图表 20：黄金珠宝行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2Q2017-2Q2018）	12
图表 21：2Q2018 黄金珠宝行业主要上市公司经营情况	12
图表 22：全国限额以上企业黄金珠宝类商品零售总额增速（2016-2018）	13
图表 23：全国限额以上企业金银珠宝类商品零售总额当月同比增速（2013/07-2018/07）	13
图表 24：老凤祥的单季度营业收入增速（3Q2015-2Q2018）	13
图表 25：老凤祥单季度归母净利润增速（3Q2015-2Q2018）	13
图表 26：百货行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）	14
图表 27：百货行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）	14
图表 28：1H2018 百货行业主要上市公司经营情况	15
图表 29：1H2018 百货行业主要上市公司主营收入和门店情况	15
图表 30：百货行业单季度收入和毛利同比增速（2Q2017-2Q2018）	16
图表 31：百货行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2Q2017-2Q2018）	16
图表 32：2Q2018 百货行业主要上市公司经营情况	16
图表 33：全国限额以上企业化妆品类商品零售额增速（2014-2018）	17
图表 34：全国限额以上企业化妆品类商品零售额当月同比增速（2013/07-2018/07）	17
图表 35：全国限额以上企业纺织服装类商品零售总额增速（2014-2018）	17

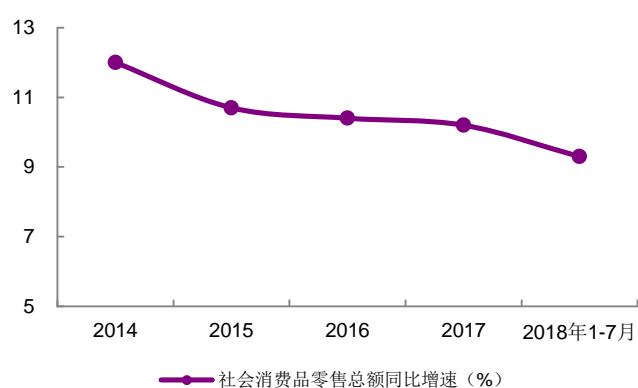
图表 36：全国限额以上企业纺织服装类商品零售额当月同比增速（2013/07-2018/07）	17
图表 37：超市行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）	18
图表 38：超市行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）	18
图表 39：1H2018 超市行业主要上市公司经营情况	19
图表 40：1H2018 超市行业主要上市公司主营收入和门店情况	19
图表 41：超市行业单季度收入和毛利同比增速（2Q2017-2Q2018）	20
图表 42：超市行业单季度毛利率和期间费用率（2Q2017-2Q2018）	20
图表 43：超市行业单季度归母净利润增速（2Q2017-2Q2018）	20
图表 44：超市行业单季度扣非归母净利润同比增速（2Q2017-2Q2018）	20
图表 45：2Q2018 超市行业主要上市公司经营情况	20
图表 46：超市行业的新模式门店	21
图表 47：全国 CPI 和食品 CPI 的当月同比增速（2013/07-2018/07）	21
图表 48：全国 CPI 和食品 CPI 的年度增速（2006-2018）	21
图表 49：永辉超市的同店收入同比增速与 CPI 同比增速（2011-1H2018）	22
图表 50：永辉超市的同店收入同比增速与 CPI 同比增速的线性关系（2011-1H2018）	22
图表 51：家电零售行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）	22
图表 52：家电零售行业毛利率与期间费用率（2014-1H2018）	22
图表 53：1H2018 家电零售行业主要上市公司经营情况	23
图表 54：家电零售行业单季度收入和毛利同比增速（2Q2017-2Q2018）	23
图表 55：家电零售行业单季度毛利率和期间费用率（2Q2017-2Q2018）	23
图表 56：2Q2018 家电零售行业主要上市公司经营情况	23
图表 57：全国限额以上企业家用电器类商品零售总额增速（2016-2018）	24
图表 58：全国限额以上企业金银珠宝类商品零售总额当月同比增速（2013/07-2018/07）	24
图表 59：商业物业经营行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）	24
图表 60：商业物业经营行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）	24
图表 61：1H2018 商业物业经营行业主要上市公司经营情况	25
图表 62：商业物业经营行业单季度收入和毛利同比增速（2Q2017-2Q2018）	25
图表 63：商业物业经营行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2Q2017-2Q2018）	25
图表 64：2Q2018 商业物业经营行业主要上市公司经营情况	26
图表 65：老凤祥业绩预测和估值指标	27
图表 66：老凤祥近三年 PE-Band（截至 2018/08/31）	27
图表 67：老凤祥近三年 PB-Band（截至 2018/08/31）	27
图表 68：天虹股份业绩预测和估值指标	28
图表 69：天虹股份近三年 PE-Band（截至 2018/08/31）	28
图表 70：天虹股份近三年 PB-Band（截至 2018/08/31）	28
图表 71：王府井业绩预测和估值指标	29
图表 72：王府井近三年 PE-Band（截至 2018/08/31）	29
图表 73：王府井近三年 PB-Band（截至 2018/08/31）	29

1、零售行业：整体复苏力度减弱，部分子行业龙头表现相对稳健

1.1、消费市场整体复苏力度减弱

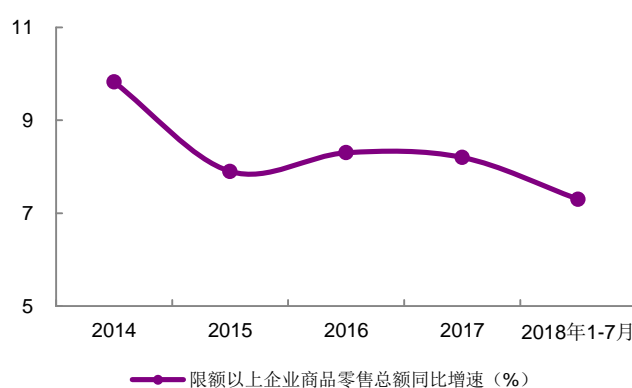
2018 年，中国的消费市场复苏力度减弱。根据国家统计局发布的数据，2018 年 1-7 月，社会消费品零售总额同比增长 9.3%，增速较上年同期下降 1.1 个百分点。限额以上企业商品零售总额同比增长 7.3%，增速较上年同期下降 1.4 个百分点。根据中华全国商业信息中心发布的数据，2018 年 1-6 月，全国百家重点零售企业零售额同比增长 1.7%，增速较上年同期下降 1.4 个百分点。

图表 1：全国社会消费品零售总额增速（2014-2018）



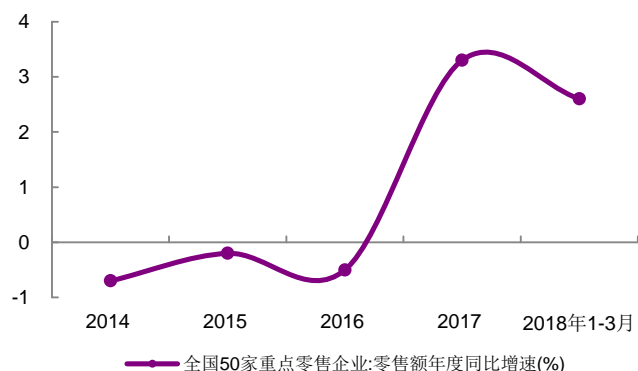
资料来源：国家统计局

图表 2：全国限额以上企业商品零售额增速(2014-2018)



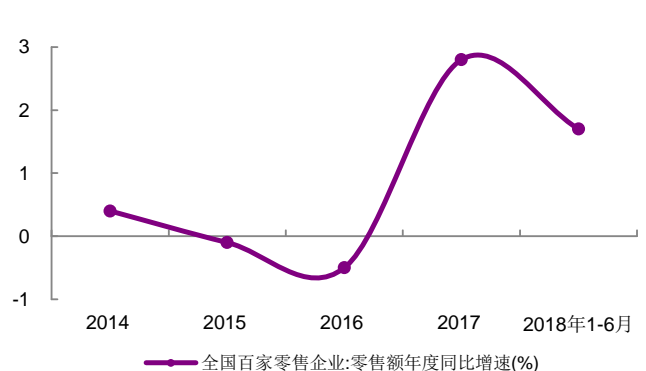
资料来源：国家统计局

图表 3：全国 50 家重点零售企业零售额增速（2014-2018）



资料来源：中华全国商业信息中心

图表 4：全国百家重点零售企业零售额增速(2014-2018)

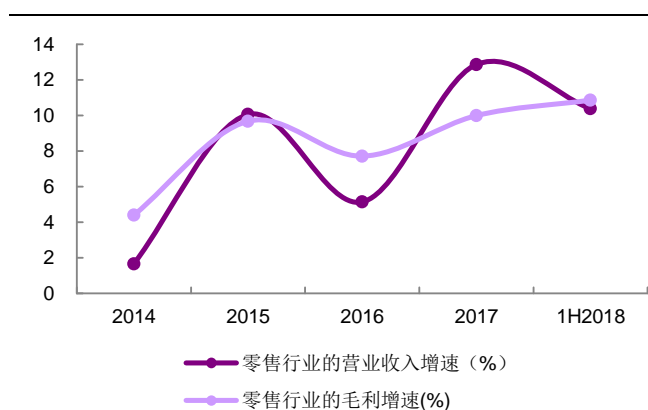


资料来源：中华全国商业信息中心

1.2、主要上市公司扣非归母净利润增速大幅下降

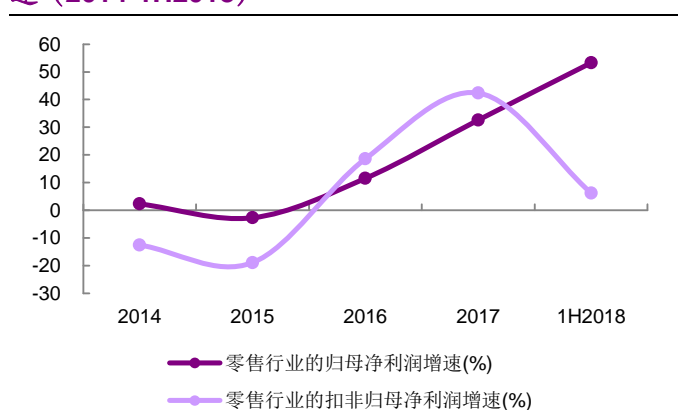
1H2018 零售行业的营收增速，较上年同期小幅提升，归母净利润增速大幅提升，但扣非归母净利润增速大幅下降。零售行业主要的 74 家上市公司 1H2018 实现营业收入 4690.96 亿元，同比增长 10.37%，增速较 1H2017 上升 1.28 个百分点。实现毛利 910.53 亿元，同比增长 10.86%，增速较 1H2017 上升 4.35 个百分点。实现归母净利润 238.09 亿元，同比增长 53.28%，增速较 1H2017 上升 25.09 个百分点。实现扣非归母净利润 137.95 亿元，同比增长 6.20%，增速较 1H2017 下降 44.09 个百分点。零售行业 1H2018 的毛利率为 19.41%，较 1H2017 上升 0.09 个百分点，期间费用率为 14.45%，较 1H2017 上升 0.33 个百分点。

图表 5：零售行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）



资料来源：Wind

图表 6：零售行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）



资料来源：Wind

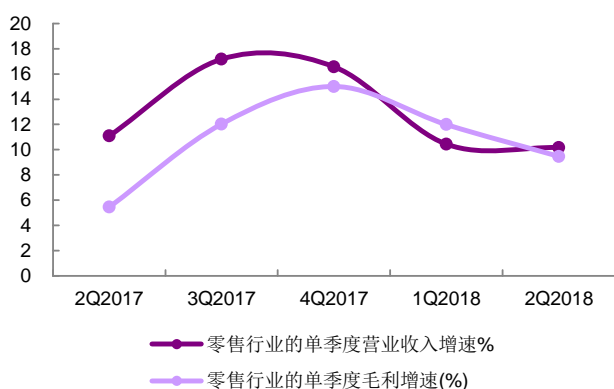
图表 7：1H2018 零售行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	002024.SZ	苏宁易购	1106.78	60.03	0.33	32.16	1959.41	NA	14.43	12.88
2	601933.SH	永辉超市	343.97	9.33	8.26	21.47	-11.54	-20.33	22.41	20.08
3	600612.SH	老凤祥	252.49	6.50	6.28	10.30	11.55	13.60	7.78	3.02
4	600827.SH	百联股份	248.36	5.91	5.44	0.81	-6.61	-9.52	21.33	16.91
5	600729.SH	重庆百货	180.52	6.96	6.76	6.78	49.05	50.12	18.44	13.15
6	600859.SH	王府井	131.99	7.56	7.31	3.04	145.42	61.22	21.24	12.75
7	600694.SH	大商股份	130.05	6.13	6.07	-7.58	17.85	19.52	25.91	17.90
8	600655.SH	豫园股份	98.90	3.73	2.15	7.67	13.46	-16.76	14.24	11.46
9	002251.SZ	步步高	95.68	2.15	2.03	10.14	3.54	0.03	22.88	19.50
10	002419.SZ	天虹股份	95.23	4.85	4.32	6.02	29.52	25.06	26.60	20.02
		中位数	156.25	6.31	5.76	7.23	15.66	13.60	21.29	15.03
		平均数	268.40	11.32	4.89	9.08	221.17	13.66	19.53	14.77

资料来源：Wind，NA 表示基值为负数

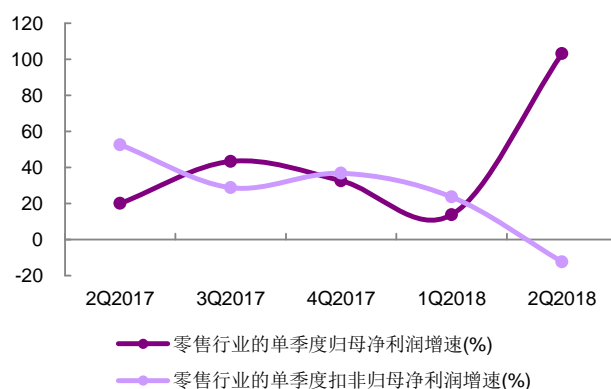
从单季度来看,2Q2018 零售行业的营收增速较 1Q2018 环比小幅下降,归母净利润增速环比大幅上升,但扣非归母净利润增速环比显著下降,已经由正转负。零售行业主要的 74 家上市公司 2Q2018 实现营业收入 2241.99 亿元,同比增长 10.17%,增速较 1Q2018 下降 0.27 个百分点。实现毛利 429.69 亿元,同比增长 9.47%,增速较 1Q2018 下降 2.52 个百分点。实现归母净利润 139.21 亿元,同比增长 103.13%,增速较 1Q2018 上升 89.36 个百分点。实现扣非归母净利润 55.12 亿元,同比减少 12.34%,而 1Q2018 同比增长 23.60%。零售行业 2Q2018 的毛利率为 19.17%,较 1Q2018 下降 0.47 个百分点,期间费用率为 14.78%,较 1Q2018 上升 0.62 个百分点。

图表 8: 零售行业单季度收入和毛利同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 9: 零售行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 10: 2Q2018 零售行业主要上市公司经营情况

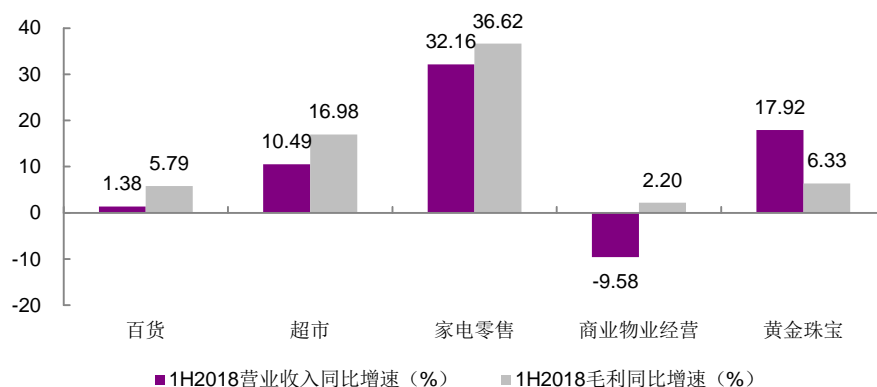
	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	002024.SZ	苏宁易购	610.58	58.92	0.12	31.68	2662.97	NA	12.85	10.80
2	601933.SH	永辉超市	156.30	1.86	0.81	19.72	-40.41	-73.93	21.97	22.23
3	600612.SH	老凤祥	111.24	3.16	3.09	12.03	16.28	14.78	8.53	3.26
4	600827.SH	百联股份	112.78	2.82	2.45	0.12	3.61	-3.04	22.47	18.15
5	600729.SH	重庆百货	79.89	1.73	1.59	3.38	68.86	65.50	18.22	14.97
6	600859.SH	王府井	60.49	3.02	2.88	-0.36	237.41	6.19	21.65	14.29
7	600694.SH	大商股份	58.61	2.61	2.68	-7.66	36.79	43.81	27.63	19.87
8	600655.SH	豫园股份	42.45	1.54	0.45	14.57	16.99	-47.90	12.66	11.70
9	002251.SZ	步步高	41.78	0.48	0.42	5.60	-14.80	-5.70	23.69	21.90
10	002419.SZ	天虹股份	43.02	1.87	1.59	1.67	23.34	14.38	27.31	22.20
		中位数	70.19	2.24	1.59	4.49	20.17	6.19	21.81	16.54
		平均数	131.71	7.80	1.61	8.07	301.10	1.57	19.70	18.26

资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

1.3、主要子板块表现较为平淡，部分龙头公司表现相对更好

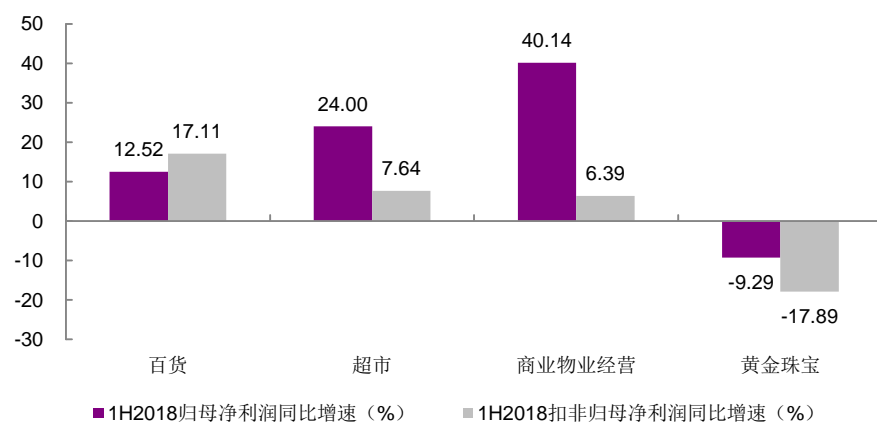
1H2018 零售行业的主要子板块中，1) 黄金珠宝板块受益于居民避险、保值需求的增长，营收平均增速为 18%（整体法，下同），扣非归母净利润增速为 -18%。龙头老凤祥营收增速为 10%，扣非归母净利润增速为 14%。2) 百货行业与可选消费复苏紧密相关，营收平均增速为 1%，扣非归母净利润平均增速为 17%。龙头天虹股份营收增速为 6%，扣非归母净利润增速为 30%，王府井营收增速为 3%，扣非归母净利润增速为 61%。3) 超市板块以销售必选消费品为主，在经济增速放缓时具有一定防御性，营收平均增速为 10%，扣非归母净利润平均增速为 8%。龙头永辉超市营收增速为 21%。4) 家电零售板块的龙头苏宁易购营收增速为 32%，但主营业务利润贡献仍然较小。5) 商业物业经营行业，由于其为后周期板块，防御性较强，收入平均增速为 -10%，扣非归母净利润增速为 6%。龙头美凯龙营收增速为 26%，扣非归母净利润增速为 26%。

图表 11：1H2018 零售行业主要子板块营业收入与毛利增速（整体法）



资料来源：Wind，光大证券研究所

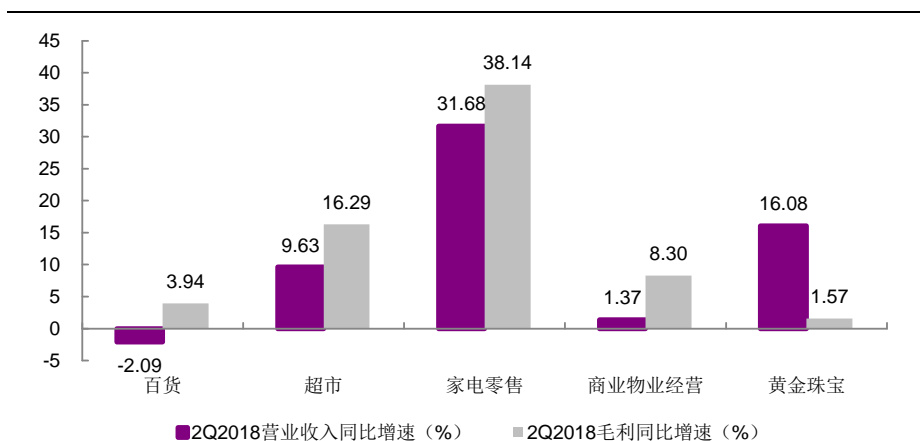
图表 12：1H2018 零售行业主要子板块归母净利润增速（整体法）



资料来源：Wind，光大证券研究所，家电板块因基数无法计算利润增速

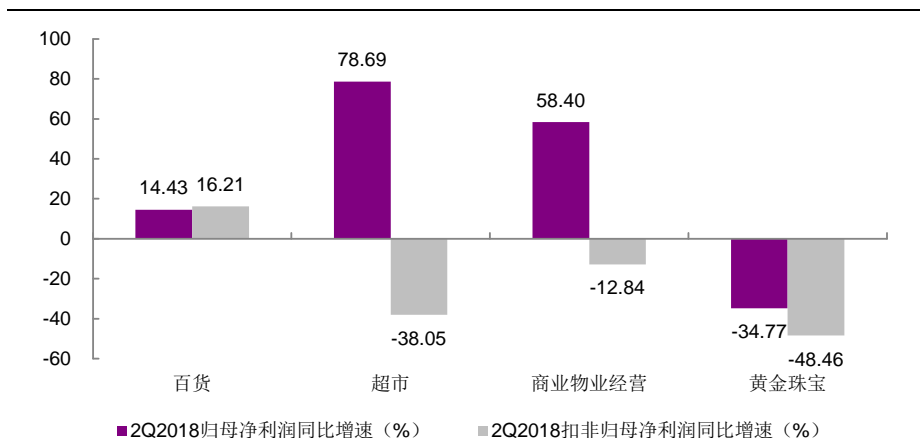
2Q2018 零售行业的主要子板块中，1) 黄金珠宝板块营收平均增速为 16%（整体法，下同），但扣非归母净利润增速为 -48%。龙头老凤祥营收增速为 12%，扣非归母净利润增速为 15%。2) 百货行业营收平均增速为 -2%，扣非归母净利润平均增速为 16%。龙头天虹股份营收增速为 2%，扣非归母净利润增速为 35%。3) 超市板块营收平均增速为 10%，扣非归母净利润平均增速为 -38%。龙头永辉超市营收增速为 20%。4) 家电零售板块的龙头苏宁易购营收增速为 32%，但主营业务利润贡献仍然较小。5) 商业物业经营行业，收入平均增速为 1%，扣非归母净利润平均增速为 -13%。龙头美凯龙营收增速为 26%。

图表 13：2Q2018 零售行业主要子板块营业收入与毛利增速（整体法）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 14：2Q2018 零售行业主要子板块归母净利润增速（整体法）



资料来源：Wind，光大证券研究所，家电板块因基数无法计算利润增速

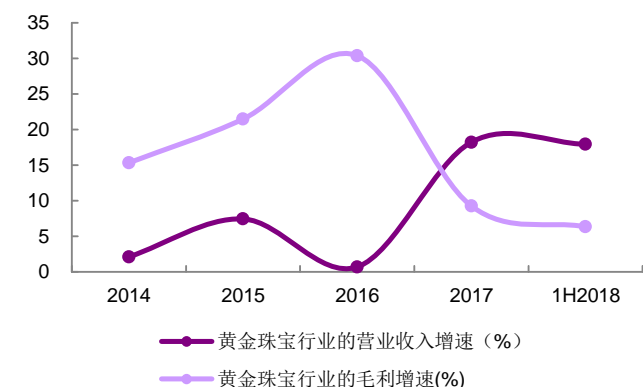
总体来看，我们认为 1H2018 零售行业复苏力度减弱，主要子版块表现较为平淡，部分龙头企业表现稳健，建议关注黄金珠宝和百货行业的龙头。

2、黄金珠宝行业：受益于避险需求的增长，看好黄金销售量大的龙头

2.1、主要上市公司整体营收增速上升，业绩增速下降

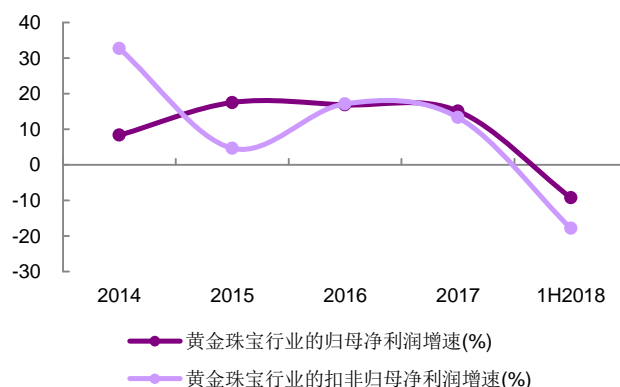
1H2018 黄金珠宝行业的营收增速较上年同期显著提升，归母净利润增速大幅下降，由正转负。黄金珠宝行业主要的 13 家上市公司 1H2018 实现营业收入 698.95 亿元，同比增长 17.92%，增速较 1H2017 上升 12.60 个百分点。实现毛利 81.48 亿元，同比增长 6.33%，而 1H2017 同比减少 2.48%。实现归母净利润 22.01 亿元，同比减少 9.29%，而 1H2017 同比增长 11.59%。实现扣非归母净利润 18.57 亿元，同比减少 17.89%，而 1H2017 同比增长 2.20%。黄金珠宝行业 1H2018 的毛利率为 11.66%，较 1H2017 下降 1.27 个百分点，期间费用率为 7.42%，较 1H2017 下降 0.47 个百分点。

图表 15：黄金珠宝行业收入和毛利同比增速 (2014-1H2018)



资料来源：Wind

图表 16：黄金珠宝行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2014-1H2018)



资料来源：Wind

图表 17: 1H2018 黄金珠宝行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	600612.SH	老凤祥	252.49	6.50	6.28	10.30	11.55	13.60	7.78	3.02
2	600655.SH	豫园股份	98.90	3.73	2.15	7.67	13.46	-16.76	14.24	11.46
3	002721.SZ	金一文化	87.52	0.97	0.93	42.92	190.05	196.99	7.52	6.00
4	000587.SZ	金洲慈航	83.43	0.77	0.19	96.70	-79.20	-94.41	4.54	3.95
5	600891.SH	秋林集团	43.46	0.44	0.44	50.12	-44.64	-45.03	4.64	2.77
6	002574.SZ	明牌珠宝	23.83	0.60	0.17	27.06	7.79	-63.11	8.26	5.77
7	600086.SH	东方金钰	22.31	0.31	0.33	-45.16	-84.42	-83.32	19.24	16.41
8	002867.SZ	周大生	21.24	3.53	3.35	26.98	33.92	28.02	34.58	13.88
9	000026.SZ	飞亚达 A	16.96	1.12	1.00	6.02	29.59	16.08	42.43	33.36
10	002345.SZ	潮宏基	16.27	1.67	1.53	3.70	2.75	-0.32	39.54	27.86
11	002731.SZ	萃华珠宝	12.73	0.39	0.39	-0.75	-9.92	1.05	9.89	6.66
12	002740.SZ	爱迪尔	10.03	0.23	0.23	12.70	-25.22	-23.70	14.62	10.93
13	603900.SH	莱绅通灵	9.79	1.75	1.58	0.03	-8.36	-13.06	55.28	31.20
		中位数	22.31	0.97	0.93	10.30	2.75	-13.06	14.24	10.93
		平均数	53.77	1.69	1.43	18.33	2.87	-6.46	20.20	13.33

资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

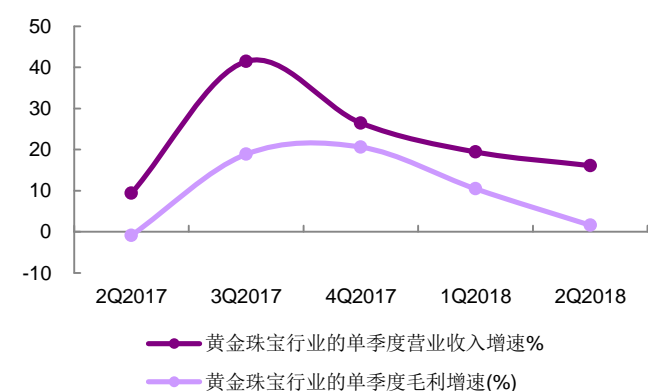
图表 18: 1H2018 黄金珠宝行业主要上市公司主营收入和门店情况

	代码	简称	黄金珠宝 品牌	黄金珠宝 业务收入 (亿元)	黄金珠宝 业务收入 增速 (%)	期末门店数 量 (个)	净增门店数 量 (个)	备注
1	600612.SH	老凤祥	老凤祥	250.41	5.61	3278	104	3278 个销售网点, 其中 160 个自营店
2	600655.SH	豫园股份	老庙黄金 亚一珠宝	87.09	7.32	1964	11	1964 个销售网点
3	002721.SZ	金一文化	金一	75.84	34.37	692	-526	692 个销售网点, 其中 118 家自营连锁店
4	000587.SZ	金洲慈航	金叶珠宝	73.76	131.30	NA	NA	6 家直营店
5	002574.SZ	明牌珠宝	明牌珠宝	23.53	27.90	NA	11	约 900 个销售网点
6	002867.SZ	周大生	周大生	20.50	26.62	2975	251	2975 个销售网点, 其中自营店 279 家
7	002345.SZ	潮宏基	潮宏基	14.37	4.06	850	32	
8	002731.SZ	萃华珠宝	萃华珠宝	12.18	-1.77	409	-13	409 家门店, 其中 21 家直营店
9	002740.SZ	爱迪尔	爱迪尔	9.89	13.29	570	7	564 家加盟店, 6 家直营店 (包括 2 家商场联营店)
10	603900.SH	莱绅通灵	莱绅通灵 蓝色火焰	9.64	-1.56	758	46	712 个销售网点, 其中约 316 个直营点

资料来源: 公司公告

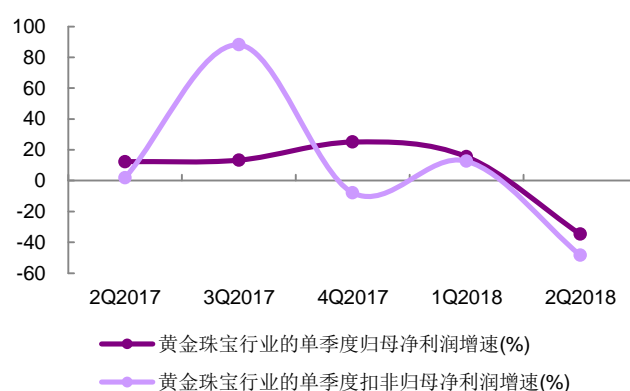
从单季度来看, 2Q2018 黄金珠宝行业的营收增速较 1Q2018 环比小幅下降, 归母净利润增速大幅下降, 由正转负。黄金珠宝行业主要的 13 家上市公司 2Q2018 实现营业收入 307.39 亿元, 同比增长 16.08%, 增速较 1Q2018 下降 3.33 个百分点。实现毛利 36.09 亿元, 同比增长 1.57%, 增速较 1Q2018 下降 8.86 个百分点。实现归母净利润 7.80 亿元, 同比减少 34.77%, 而 1Q2018 同比增长 15.51%。实现扣非归母净利润 5.82 亿元, 同比减少 48.46%, 而 1Q2018 同比增长 12.63%。黄金珠宝行业 2Q2018 的毛利率为 11.74%, 较 1Q2018 上升 0.15 个百分点, 期间费用率为 8.40%, 较 1Q2018 上升 1.75 个百分点。

图表 19: 黄金珠宝行业单季度收入和毛利同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 20: 黄金珠宝行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 21: 2Q2018 黄金珠宝行业主要上市公司经营情况

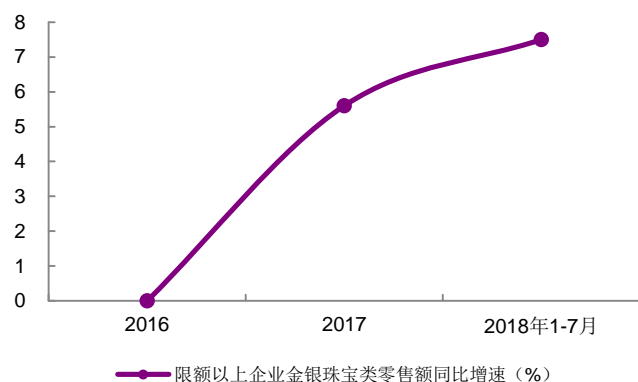
	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	600612.SH	老凤祥	111.24	3.16	3.09	12.03	16.28	14.78	8.53	3.26
2	600655.SH	豫园股份	42.45	1.54	1.54	14.57	16.99	76.92	12.66	11.70
3	002721.SZ	金一文化	37.92	-0.25	-0.25	21.60	NA	NA	5.78	6.29
4	000587.SZ	金洲慈航	40.05	-0.23	-0.23	180.54	NA	NA	4.83	5.90
5	600891.SH	秋林集团	14.37	0.12	0.12	-9.53	-51.61	-54.20	6.50	4.03
6	002574.SZ	明牌珠宝	11.32	0.24	0.24	48.74	-31.66	-35.29	7.93	5.58
7	600086.SH	东方金钰	5.18	-1.05	-1.05	-72.19	NA	NA	6.41	33.80
8	002867.SZ	周大生	11.86	1.92	1.92	36.26	38.57	39.98	34.31	14.03
9	000026.SZ	飞亚达 A	8.44	0.53	0.53	7.86	27.69	30.30	43.45	34.81
10	002345.SZ	潮宏基	7.85	0.74	0.74	7.02	6.15	15.84	39.39	29.16
11	002731.SZ	萃华珠宝	6.47	0.33	0.33	-12.50	-38.85	-34.53	12.93	6.60
12	002740.SZ	爱迪尔	5.64	0.14	0.14	6.97	-29.11	-29.02	14.30	10.41
13	603900.SH	莱绅通灵	4.60	0.63	0.63	5.51	-22.28	-18.77	53.40	35.40
		中位数	11.32	0.33	0.33	7.86	-8.07	-1.99	12.66	10.41
		平均数	23.65	0.60	0.60	18.99	-6.78	0.60	19.26	15.46

资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

2.2、行业受益于避险需求的增长，处于复苏阶段

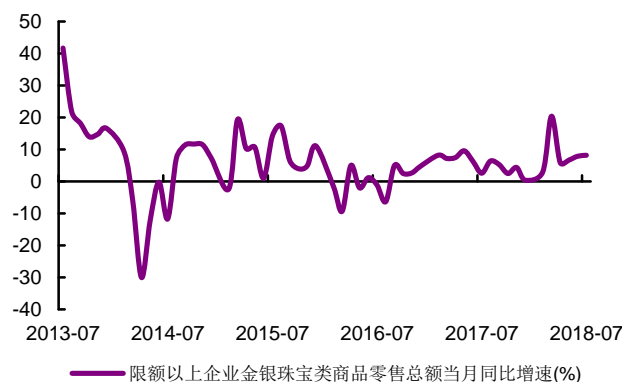
当前黄金珠宝行业处于复苏阶段。2017 年全国限额以上企业金银珠宝类商品零售总额同比增长 5.6%，增速较上年上升 5.6 个百分点。2018 年 1-7 月，限额以上企业金银珠宝类商品零售总额同比增长 7.5%，增速较上年同期上升 0.3 个百分点。

图表 22：全国限额以上企业黄金珠宝类商品零售总额增速（2016-2018）



资料来源：国家统计局

图表 23：全国限额以上企业金银珠宝类商品零售总额当月同比增速（2013/07-2018/07）

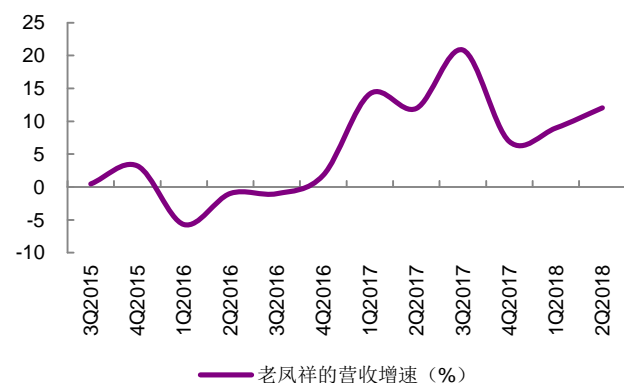


资料来源：国家统计局

我们认为在房地产价格调控、国际冲突不断的背景下，居民购买金条避险、保值的需求有望持续增长，黄金类产品销售将有较好的表现，看好黄金产品占比高的龙头老凤祥。

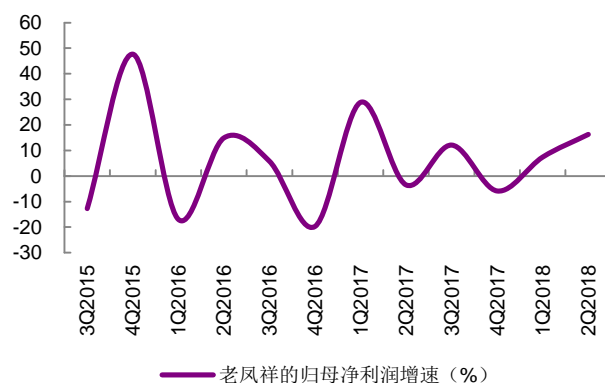
老凤祥 1H2018 实现营业收入 252.49 亿元，同比增长 10.30%，实现归母净利润 6.50 亿元，同比增长 11.55%，实现扣非归母净利润 6.28 亿元，同比增长 13.60%。单季度拆分来看，公司 2Q2018 实现营业收入 111.24 亿元，同比增长 12.03%，增幅大于 1Q2018 增长的 8.97%。2Q2018 实现归母净利润 3.16 亿元，同比增长 16.28%，增幅大于 1Q2018 增长的 7.42%。

图表 24：老凤祥的单季度营业收入增速（3Q2015-2Q2018）



资料来源：公司公告

图表 25：老凤祥单季度归母净利润增速（3Q2015-2Q2018）



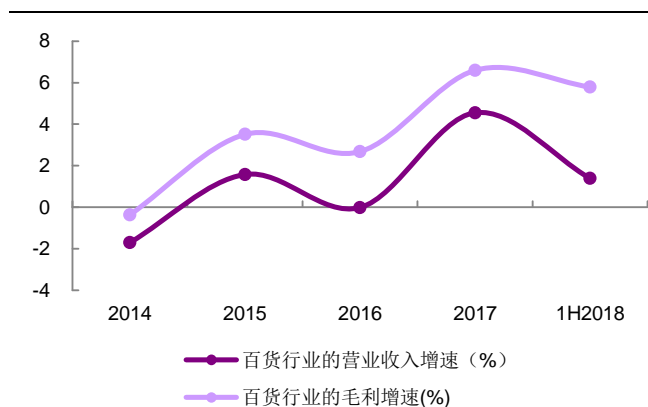
资料来源：公司公告

3、百货行业：与可选消费关联性较大，全国性百货龙头表现稳健

3.1、主要上市公司整体营收增速下滑，业绩增速大幅下降

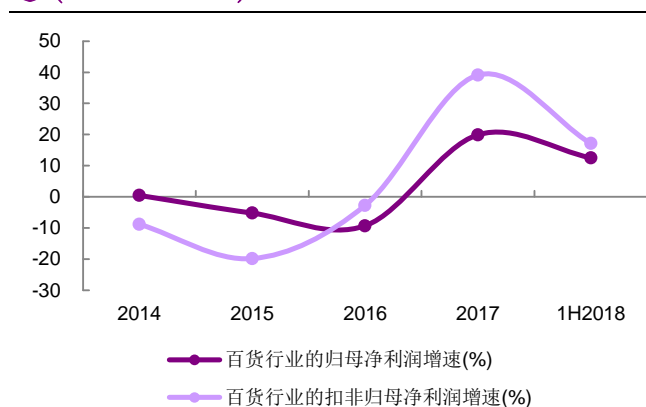
1H2018 百货行业的营收增速较上年同期小幅下降，归母净利润增速大幅下降。百货行业主要的 31 家上市公司 1H2018 实现营业收入 1150.27 亿元，同比增长 1.38%，增速较 1H2017 下降 3.08 个百分点。实现毛利 265.17 亿元，同比增长 5.79%，增速较 1H2017 上升 0.10 个百分点。实现归母净利润 52.26 亿元，同比增长 12.52%，增速较 1H2017 下降 13.16 个百分点。实现扣非归母净利润 48.91 亿元，同比增长 17.11%，增速较 1H2017 下降 11.45 个百分点。百货行业 1H2018 的毛利率为 23.05%，较 1H2017 上升 0.96 个百分点，期间费用率为 15.54%，较 1H2017 上升 0.22 个百分点。

图表 26：百货行业收入和毛利同比增速(2014-1H2018)



资料来源：Wind

图表 27：百货行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2014-1H2018)



资料来源：Wind

图表 28：1H2018 百货行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	600859.SH	王府井	131.99	7.56	7.31	3.04	145.42	61.22	21.24	12.75
2	600694.SH	大商股份	130.05	6.13	6.07	-7.58	17.85	19.52	25.91	17.90
3	002419.SZ	天虹股份	95.23	4.85	4.32	6.02	29.52	25.06	26.60	20.02
4	000501.SZ	鄂武商 A	88.53	5.76	5.70	0.01	-12.48	-7.32	21.77	12.37
5	600697.SH	欧亚集团	76.22	1.28	1.20	13.91	-3.64	-5.09	22.81	16.65
6	600858.SH	银座股份	67.60	0.71	0.58	1.15	42.32	46.91	18.96	16.22
7	600828.SH	茂业商业	60.66	5.38	5.20	1.50	37.31	37.26	29.10	14.81
8	000417.SZ	合肥百货	55.76	1.64	1.57	3.25	-7.25	-4.11	18.57	12.88
9	600723.SH	首商股份	51.13	2.10	1.82	-0.48	22.06	12.48	23.60	16.24
10	600280.SH	中央商场	41.27	0.70	0.77	-7.10	-71.13	-70.51	23.27	16.19
11	002277.SZ	友阿股份	38.55	2.08	2.06	3.17	-22.40	-23.86	21.93	12.25
12	002187.SZ	广百股份	37.62	1.06	1.07	9.37	8.42	10.47	16.76	11.77
13	601010.SH	文峰股份	34.60	1.64	1.56	-3.88	-4.43	-8.84	20.11	11.62
14	600814.SH	杭州解百	29.37	1.13	0.97	6.84	29.59	22.54	22.93	13.41
15	600778.SH	*ST 友好	28.62	0.60	0.57	1.59	NA	NA	24.11	20.49
		中位数	55.76	1.64	1.57	1.59	13.13	11.48	22.81	14.81
		平均数	64.48	2.84	2.72	2.05	15.08	8.27	22.51	15.04

资料来源：Wind，NA 表示基值为负数

图表 29：1H2018 百货行业主要上市公司主营收入和门店情况

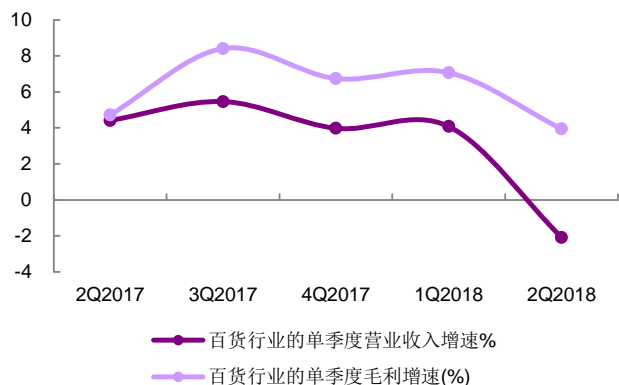
	代码	简称	百货业务收入 (亿元)	百货业务收入 增速 (%)	期末门店数量 (个)	净增门店数量 (个)	备注
1	600694.SH	大商股份	114.06	-10.79	71	0	收入含超市
2	600859.SH	王府井	123.82	2.15	54	0	
3	002419.SZ	天虹股份	90.05	5.20	76	2	收入含超市
4	000501.SZ	鄂武商 A	56.49	0.36	10	0	
5	600697.SH	欧亚集团	65.54	11.69	39	1	收入含超市
6	600858.SH	银座股份	62.73	0.29	48	0	收入含超市
7	600828.SH	茂业商业	53.80	3.07	37	1	收入含超市
8	000417.SZ	合肥百货	35.17	0.09	24	1	收入含家电
9	600723.SH	首商股份	45.36	-1.28	16	-1	收入含超市
10	600280.SH	中央商场	33.21	7.13	14	0	
11	002277.SZ	友阿股份	31.31	6.28	8	0	
12	601010.SH	文峰股份	25.11	0.36	13	0	
13	002187.SZ	广百股份	35.94	9.48	24	2	收入含超市
14	600778.SH	*ST 友好	17.32	1.11	12	0	
15	600814.SH	杭州解百	27.82	6.68	4	0	

资料来源：公司公告

从单季度来看，2Q2018 百货行业的营收增速，较 1Q2018 环比小幅下降，已经由正转负，归母净利润增速小幅上升，扣非归母净利润增速小幅下降。百货行业主要的 31 家上市公司 2Q2018 实现营业收入 523.51 亿元，同比减少 2.09%，而 1Q2018 同比增长 4.08%。实现毛利 124.67 亿元，同比

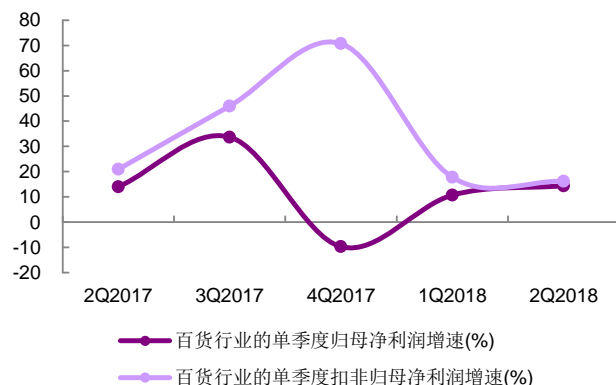
增长 3.94%，增速较 1Q2018 下降 3.13 个百分点。实现归母净利润 21.99 亿元，同比增长 14.43%，增速较 1Q2018 上升 3.73 个百分点。实现扣非归母净利润 20.62 亿元，同比增长 16.21%，增速较 1Q2018 下降 1.56 个百分点。百货行业 2Q2018 的毛利率为 23.81%，较 1Q2018 上升 1.40 个百分点，期间费用率为 16.77%，较 1Q2018 上升 2.26 个百分点。

图表 30：百货行业单季度收入和毛利同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源：Wind

图表 31：百货行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源：Wind

图表 32：2Q2018 百货行业主要上市公司经营情况

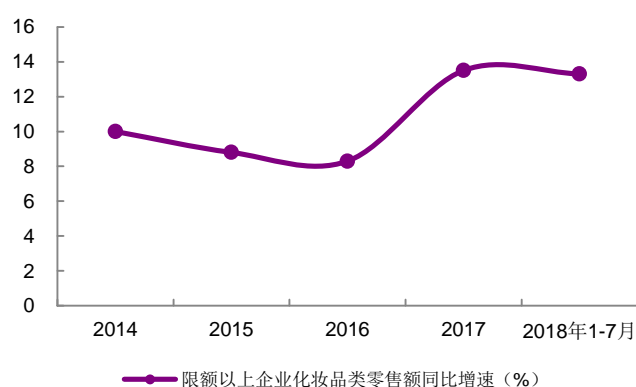
	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	600859.SH	王府井	60.49	3.02	2.88	-0.36	237.41	6.19	21.65	14.29
2	600694.SH	大商股份	58.61	2.61	2.61	-7.66	36.79	39.74	27.63	19.87
3	002419.SZ	天虹股份	43.02	1.87	1.87	1.67	23.34	34.72	27.31	22.20
4	000501.SZ	鄂武商 A	40.16	2.92	2.92	-3.90	-21.74	-11.99	23.03	12.43
5	600697.SH	欧亚集团	39.63	0.78	0.78	9.66	-9.98	-4.82	22.70	16.16
6	600858.SH	银座股份	29.44	0.06	0.06	-1.24	-54.11	-30.74	20.58	18.93
7	600828.SH	茂业商业	27.27	2.47	2.47	0.41	33.08	36.02	31.27	16.47
8	000417.SZ	合肥百货	23.54	0.50	0.50	1.93	-21.99	-16.57	18.91	14.38
9	600723.SH	首商股份	24.05	1.20	1.20	-1.44	37.03	48.94	24.61	16.38
10	600280.SH	中央商场	20.08	0.30	0.30	-19.68	-84.55	-85.25	23.43	15.99
11	002277.SZ	友阿股份	15.21	0.33	0.33	-6.38	-68.47	-68.86	19.98	16.47
12	002187.SZ	广百股份	18.20	0.52	0.52	-0.72	5.02	8.80	15.97	11.03
13	601010.SH	文峰股份	14.71	0.79	0.79	-5.31	-2.12	-0.25	20.95	11.73
14	600814.SH	杭州解百	13.54	0.51	0.51	5.23	15.74	36.68	23.48	13.98
15	600778.SH	*ST 友好	12.58	0.21	0.21	-4.38	NA	NA	25.07	21.52
		中位数	24.05	0.78	0.78	-1.24	1.45	2.97	23.03	16.47
		平均数	29.37	1.21	1.20	-2.14	8.96	-0.53	23.10	17.65

资料来源：Wind，NA 表示基值为负数

3.2、行业与可选消费关联性较大，受宏观因素影响

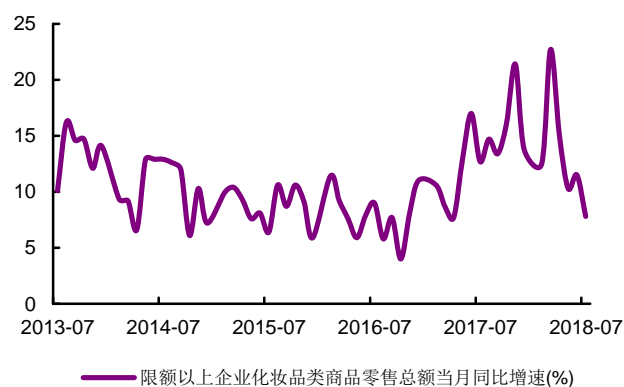
2017 年以来，百货行业受益于可选消费的复苏。化妆品、服装、金银珠宝三个品类一般是百货行业营业收入的主要来源，都在不同程度地复苏。化妆品方面，2018 年 1-7 月，限额以上企业化妆品类商品零售总额同比增长 13.3%，增速较上年同期上升 1.8 个百分点。2018 年 1-6 月，全国百家重点零售企业化妆品类商品零售额同比增长 8.9%，增速较上年同期上升 0.6 个百分点。服装方面，2018 年 1-7 月，限额以上企业纺织服装类商品零售总额同比增长 9.2%，增速较上年同期上升 2.0 个百分点。2018 年 1-6 月，全国百家重点零售企业化妆品类商品零售额同比增长 4.3%，增速较上年同期上升 1.5 个百分点。

图表 33：全国限额以上企业化妆品类商品零售额增速 (2014-2018)



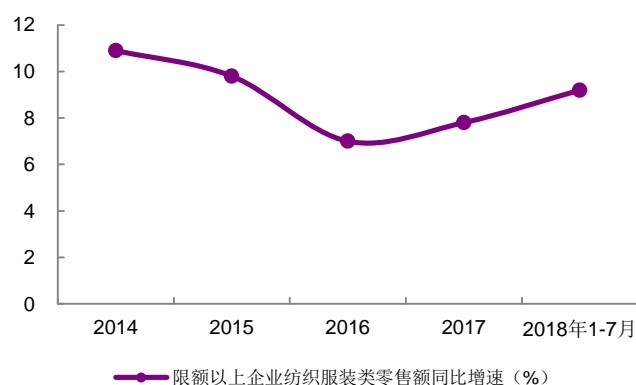
资料来源：国家统计局

图表 34：全国限额以上企业化妆品类商品零售额当月同比增速 (2013/07-2018/07)



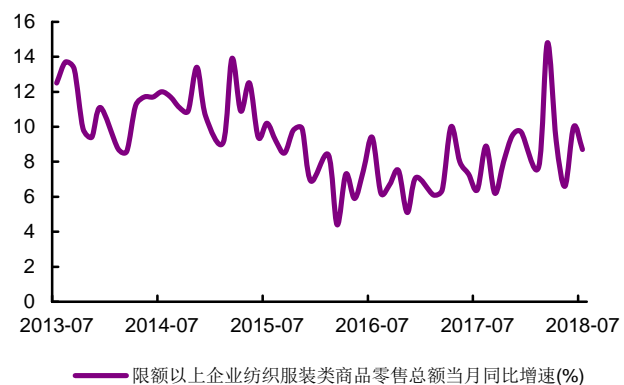
资料来源：国家统计局

图表 35：全国限额以上企业纺织服装类商品零售总额增速 (2014-2018)



资料来源：国家统计局

图表 36：全国限额以上企业纺织服装类商品零售额当月同比增速 (2013/07-2018/07)



资料来源：国家统计局

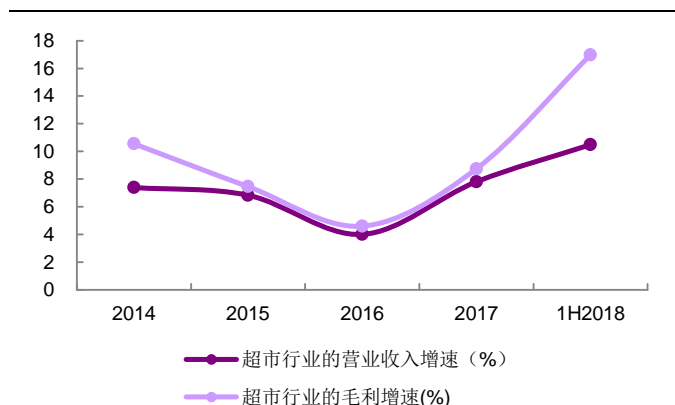
我们认为百货行业与化妆品、服装等可选消费关联性较大，短期受到中美贸易摩擦、税率与社保缴纳方式调整等多方面因素的影响，主要百货公司收入端仍没有明显复苏，业绩释放持续性需要时间观察。建议关注全国布局、扩张性强、表现稳健的天虹股份和王府井。

4、超市行业：新模式项目盈利能力弱，通胀水平未达预期

4.1、主要上市公司整体营收增速上升，业绩增速回落

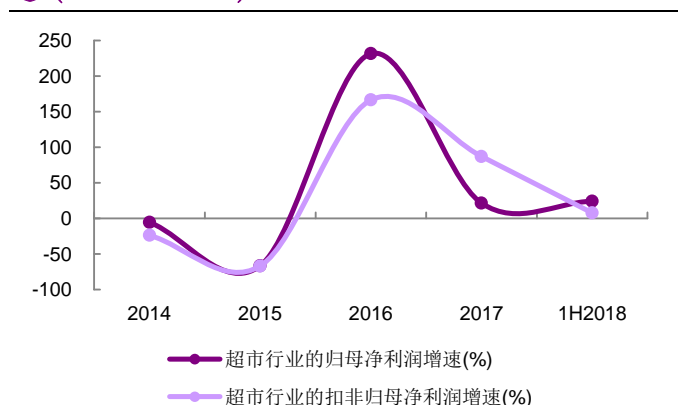
1H2018 超市行业的营收增速，较上年同期显著上升，归母净利润增速显著回落。超市行业主要的 9 家上市公司 1H2018 实现营业收入 775.39 亿元，同比增长 10.49%，增速较 1H2017 上升 5.02 个百分点。实现毛利 176.58 亿元，同比增长 16.98%，增速较 1H2017 上升 10.60 个百分点。实现归母净利润 20.87 亿元，同比增长 24.00%，增速较 1H2017 下降 35.92 个百分点。实现扣非归母净利润 15.16 亿元，同比增长 7.64%，增速较 1H2017 下降 67.44 个百分点。超市行业 1H2018 的毛利率为 22.77%，较 1H2017 上升 1.26 个百分点，期间费用率为 20.39%，较 1H2017 上升 1.73 个百分点。

图表 37: 超市行业收入和毛利同比增速(2014-1H2018)



资料来源: Wind

图表 38: 超市行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2014-1H2018)



资料来源: Wind

图表 39：1H2018 超市行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	6808.HK	高鑫零售	540.60	17.58	NA	-0.04	0.06	NA	23.90	NA
2	601933.SH	永辉超市	343.97	9.33	8.26	21.47	-11.54	-20.33	22.41	20.08
3	0980.HK	联华超市	130.79	0.39	NA	-1.20	NA	NA	14.42	NA
4	002251.SZ	步步高	95.68	2.15	2.03	10.14	3.54	0.03	22.88	19.50
5	000759.SZ	中百集团	78.25	4.59	0.37	1.60	237.05	NA	21.96	20.66
6	603708.SH	家家悦	62.27	1.94	1.85	11.84	35.63	29.20	21.47	17.24
7	0814.HK	北京京客隆	57.01	0.29	NA	-7.82	9.61	NA	22.73	NA
8	600361.SH	华联综超	61.32	0.42	0.53	-3.57	-39.15	687.25	21.55	20.90
9	0121.HK	卜蜂莲花	52.57	1.38	NA	5.50	31.27	NA	17.61	NA
10	002336.SZ	人人乐	42.69	0.24	0.08	-10.54	NA	NA	25.66	24.73
11	002697.SZ	红旗连锁	36.16	1.55	1.55	5.34	57.15	57.46	28.52	23.86
12	002264.SZ	新华都	34.27	0.07	0.05	0.30	-83.23	-77.58	22.17	21.12
13	601116.SH	三江购物	20.77	0.57	0.44	7.91	-13.81	-22.25	23.86	20.33
		中位数	61.32	1.38	0.53	1.60	3.54	0.03	22.41	20.66
		平均数	119.72	3.12	1.68	3.15	20.60	93.40	22.24	20.94

资料来源：Wind，NA 表示基值为负数

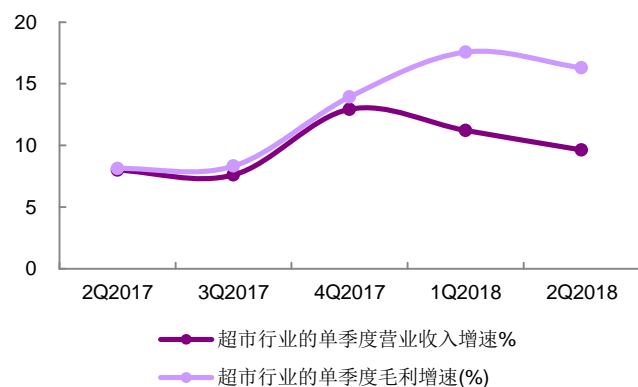
图表 40：1H2018 超市行业主要上市公司主营收入和门店情况

	代码	简称	超市业务收入 (亿元)	超市业务收入 增速 (%)	期末门店数量 (个)	净增门店数量 (个)	备注
1	6808.HK	高鑫零售	540.60	-0.04	472	11	
2	601933.SH	永辉超市	319.83	20.29	952	146	收入为零售业全部收入
3	0980.HK	联华超市	130.79	-1.20	3425	108	
4	002251.SZ	步步高	86.44	10.14	331	13	收入为零售业全部收入
5	000759.SZ	中百集团	72.40	1.58	1174	117	
6	603708.SH	家家悦	57.99	11.84	702	27	收入为零售业全部收入
7	0814.HK	北京京客隆	51.38	2.70	212	-8	
8	600361.SH	华联综超	54.29	-3.33	160	4	
9	0121.HK	卜蜂莲花	52.57	5.50	73	3	
10	002336.SZ	人人乐	38.25	-10.54	131	6	收入为零售业全部收入
11	002697.SZ	红旗连锁	36.16	5.34	2765	35	收入为零售业全部收入
12	002264.SZ	新华都	32.13	0.30	147	4	收入为零售业全部收入
13	601116.SH	三江购物	19.92	7.91	184	18	

资料来源：公司公告

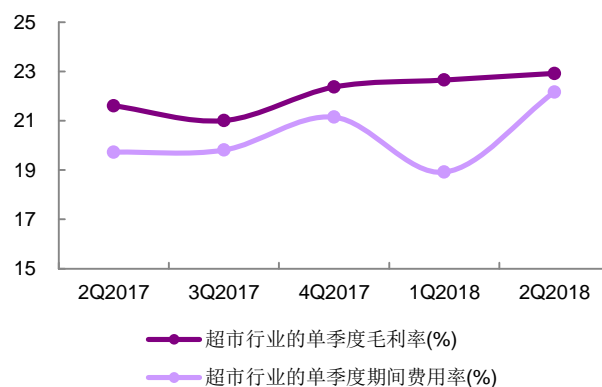
从单季度来看，2Q2018 超市行业的营收增速，较 1Q2018 环比小幅下降，归母净利润增速大幅提升，但扣非归母净利润增速大幅下降，已经由正转负。超市行业主要的 9 家上市公司 2Q2018 实现营业收入 351.68 亿元，同比增长 9.63%，增速较 1Q2018 下降 1.58 个百分点。实现毛利 80.60 亿元，同比增长 16.29%，增速较 1Q2018 下降 1.27 个百分点。实现归母净利润 8.24 亿元，同比增长 78.69%，增速较 1Q2018 上升 75.32 个百分点。实现扣非归母净利润 2.77 亿元，同比减少 38.05%，而 1Q2018 同比增长 28.84%。超市行业 2Q2018 的毛利率为 22.92%，较 1Q2018 上升 0.27 个百分点，期间费用率为 22.16%，较 1Q2018 上升 3.25 个百分点。

图表 41: 超市行业单季度收入和毛利同比增速
(2Q2017-2Q2018)



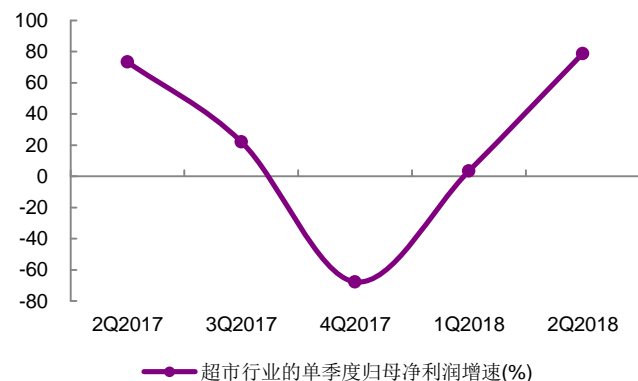
资料来源: Wind

图表 42: 超市行业单季度毛利率和期间费用率
(2Q2017-2Q2018)



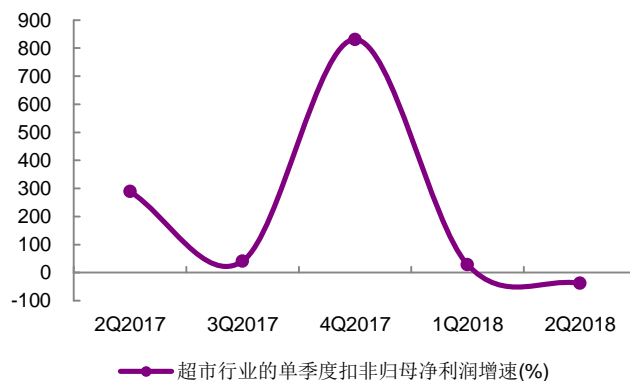
资料来源: Wind

图表 43: 超市行业单季度归母净利润增速
(2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 44: 超市行业单季度扣非归母净利润同比增速
(2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 45: 2Q2018 超市行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601933.SH	永辉超市	156.30	1.86	0.81	19.72	-40.41	-73.93	21.97	22.23
2	002251.SZ	步步高	41.78	0.48	0.48	5.60	-14.80	7.51	23.69	21.90
3	000759.SZ	中百集团	34.79	4.41	4.41	2.10	1432.62	852.07	22.82	21.54
4	603708.SH	家家悦	29.66	0.72	0.72	16.97	42.77	37.95	21.40	17.95
5	600361.SH	华联综超	27.37	0.11	0.11	-3.78	-82.83	838.10	22.55	22.21
6	002336.SZ	人人乐	18.70	-0.32	-0.32	-11.69	NA	NA	25.87	27.59
7	002697.SZ	红旗连锁	17.74	1.00	1.00	4.56	69.56	60.60	29.70	23.88
8	002264.SZ	新华都	15.72	-0.22	-0.22	-1.12	NA	NA	22.50	23.11
9	601116.SH	三江购物	9.62	0.19	0.19	9.82	-28.07	2.74	23.62	22.08
		中位数	27.37	0.48	0.48	4.56	-14.80	37.95	22.82	22.21
		平均数	39.08	0.92	0.80	4.69	196.98	246.44	23.79	22.50

资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

4.2、行业处于业态变革期

当前超市行业处于业态变革期，2016 年初面世的盒马鲜生创立了“超市+餐饮+配送”的新模式，之后许多零售企业推出了类似的新模式门店，如永辉超市的超级物种、步步高的鲜食演义等。然而，这些新模式项目实现盈利尚须时日。

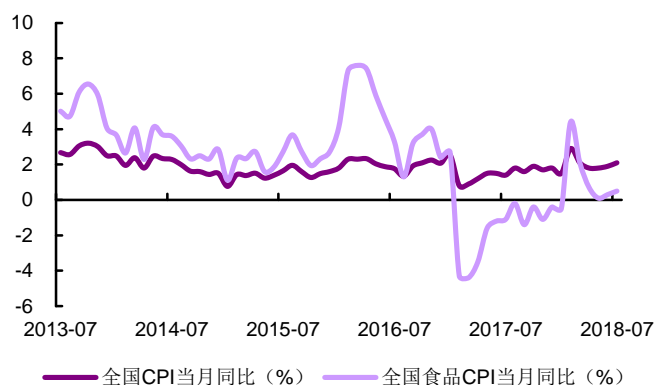
图表 46：超市行业的新模式门店

	控股方	面世时间	面积 (平方米)	APP	配送
盒马鲜生	阿里巴巴	2016/1	3000-10000	盒马	3 公里内 30 分钟送达
超级物种	永辉超市	2017/1	500	永辉生活	3 公里内 30 分钟送达
sp@ce	天虹股份	2017/1	2000-3000	虹领巾	120 分钟送达
苏鲜生	苏宁	2017/4	2000-3000	苏鲜生	3 公里内 60 分钟送达
鲜食演义	步步高	2017/6	1000	云猴精选	3 公里内 90 分钟送达
RISO	百联	2017/6	3000	RISO	3 公里内 60 分钟送达
7FRESH	京东	2018/1	3000-4000	京东 7FRESH	3 公里内 30 分钟送达

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

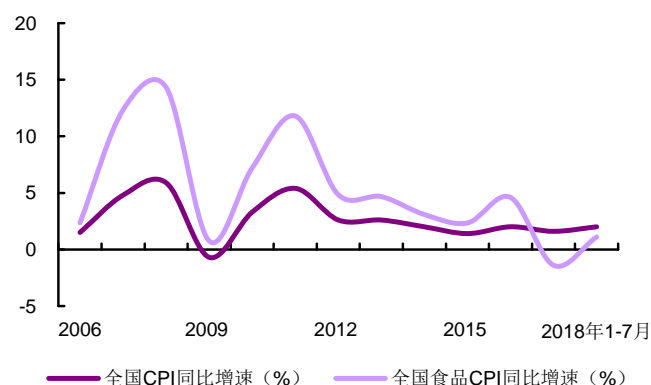
通胀水平处于较低水平，不利于超市同店增速的提升。2018 年以来，我国 CPI 仍然处于较低的水平。根据国家统计局发布的数据，2018 年 1-7 月，居民消费价格指数 CPI 同比上涨 2.0%，其中食品 CPI 同比上涨 1.1%。从历史上看，超市企业的营收增速与 CPI 增速在趋势上基本一致，CPI 处于较低水平，多数超市企业将有较大的经营压力。

图表 47：全国 CPI 和食品 CPI 的当月同比增速
(2013/07-2018/07)



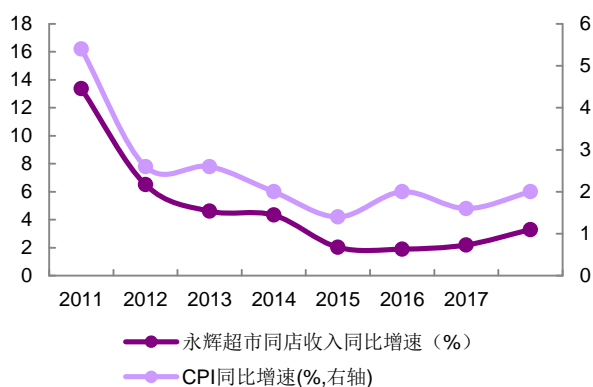
资料来源：国家统计局

图表 48：全国 CPI 和食品 CPI 的年度增速(2006-2018)



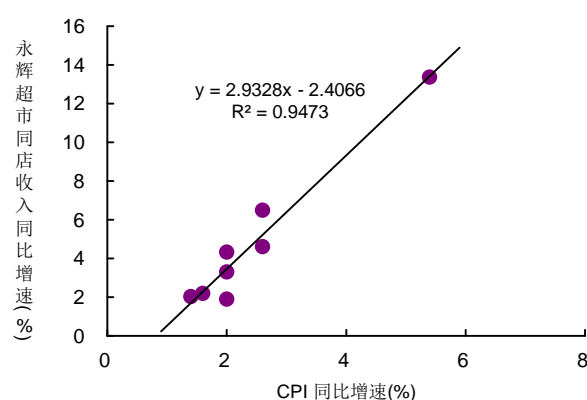
资料来源：国家统计局

图表 49：永辉超市的同店收入同比增速与 CPI 同比增速 (2011-1H2018)



资料来源：公司公告、国家统计局

图表 50：永辉超市的同店收入同比增速与 CPI 同比增速的线性关系 (2011-1H2018)



资料来源：公司公告、国家统计局

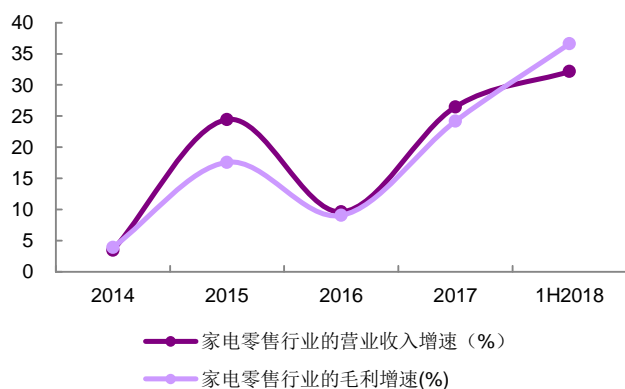
总的来说，由于行业处于业态变革期，新模式项目盈利尚需时日，通胀水平未达预期，社保缴纳方式调整可能带来人工费用过快上涨，我们对超市行业持谨慎观点。

5、家电零售行业：龙头苏宁销售增速表现突出，长期难以维持高位

5.1、龙头苏宁整体营收增速提升

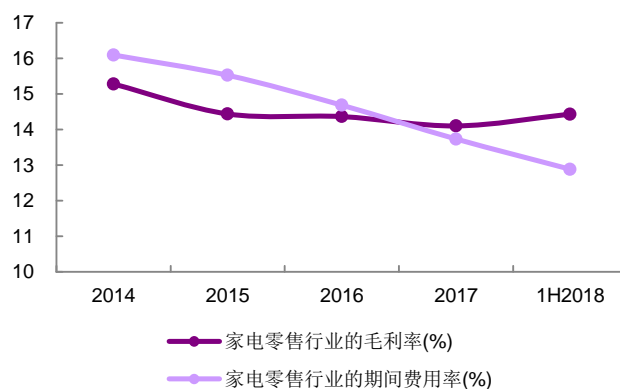
1H2018 家电零售行业的营收增速较上年同期显著提升，主营业务的利润贡献较小。家电零售行业龙头苏宁易购 1H2018 实现营业收入 1106.78 亿元，同比增长 32.16%，增速较 1H2017 上升 10.29 个百分点。实现毛利 159.71 亿元，同比增长 36.62%，增速较 1H2017 上升 19.24 个百分点。实现归母净利润 60.03 亿元，同比增长 1959.41%。实现扣非归母净利润 0.33 亿元，而 1H2017 的扣非归母净利润为 -1.96 亿元。苏宁易购 1H2018 的毛利率为 14.43%，较 1H2017 上升 0.47 个百分点，期间费用率为 12.88%，较 1H2017 下降 0.25 个百分点。

图表 51：家电零售行业收入和毛利同比增速 (2014-1H2018)



资料来源：Wind

图表 52：家电零售行业毛利率与期间费用率 (2014-1H2018)



资料来源：Wind

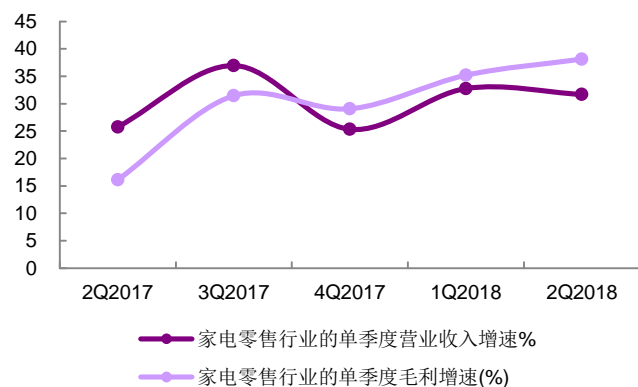
图表 53: 1H2018 家电零售行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	002024.SZ	苏宁易购	1106.78	60.03	0.33	32.16	1959.41	NA	14.43	12.88
2	0493.HK	国美零售	347.06	-4.57	NA	-8.84	NA	NA	15.23	NA

资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

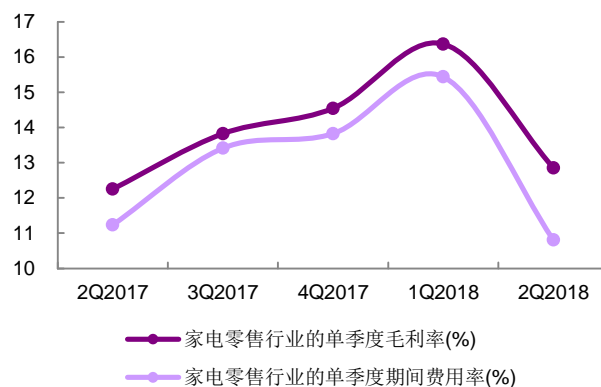
从单季度来看, 2Q2018 家电零售行业的营收增速, 较 1Q2018 环比小幅上升, 归母净利润增速大幅上升, 但主营业务的利润贡献较小。家电零售行业龙头苏宁易购 2Q2018 实现营业收入 610.58 亿元, 同比增长 31.68%, 增速较 1Q2018 下降 1.08 个百分点。实现毛利 78.48 亿元, 同比增长 38.14%, 增速较 1Q2018 上升 2.95 个百分点。实现归母净利润 58.92 亿元, 同比增长 2662.97%, 而 1Q2018 同比增长 42.15%。实现扣非归母净利润 0.12 亿元, 而 1Q2018 实现扣非归母净利润 0.21 亿元。家电零售行业 2Q2018 的毛利率为 12.85%, 较 1Q2018 下降 3.52 个百分点, 期间费用率为 10.80%, 较 1Q2018 下降 4.63 个百分点。

图表 54: 家电零售行业单季度收入和毛利同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 55: 家电零售行业单季度毛利率和期间费用率 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 56: 2Q2018 家电零售行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	002024.SZ	苏宁易购	610.58	58.92	0.12	31.68	2662.97	NA	12.85	10.80
2	0493.HK	国美零售	172.38	-5.71	NA	-16.65	NA	NA	16.31	NA

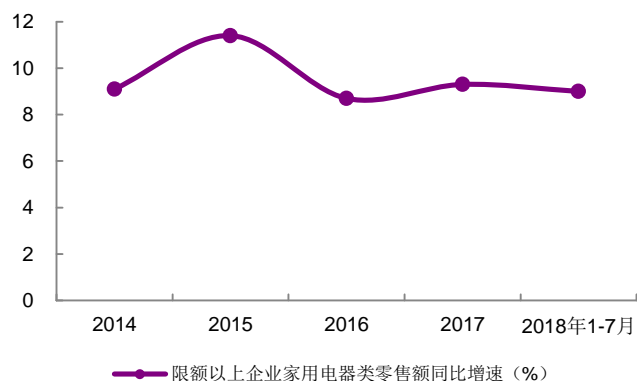
资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

5.2、行业受地产周期影响较大

家电零售行业 1H2018 表现出众, 龙头苏宁易购的营收增速高, 重要原因是前期一线城市地产成交高峰带来的家电销售, 以及公司偏进取的渠道拓展政策。由于地产受到调控后成交量下降, 家电销售增速将难以维持高位。

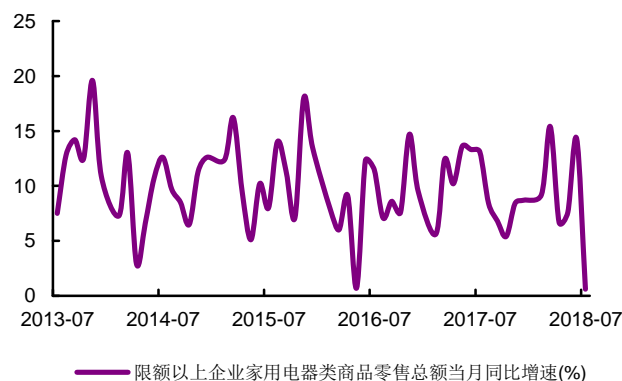
2018年1-7月，限额以上企业家用电器类商品零售总额同比增长9.0%，增速较上年同期下降1.8个百分点。2018年7月，限额以上企业家用电器类商品零售总额同比增长0.6%，增速较上月下降13.7个百分点，增速较上年同期下降12.5个百分点。

图表 57：全国限额以上企业家用电器类商品零售总额增速（2016-2018）



资料来源：国家统计局

图表 58：全国限额以上企业金银珠宝类商品零售总额当月同比增速（2013/07-2018/07）



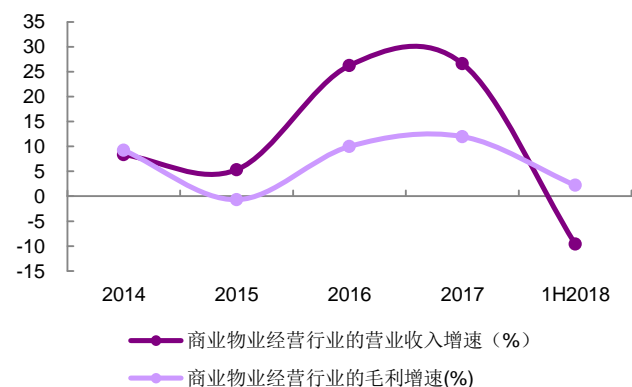
资料来源：国家统计局

6、商业物业经营行业：租金标准难以提升

6.1、主要上市公司整体营收增速下降

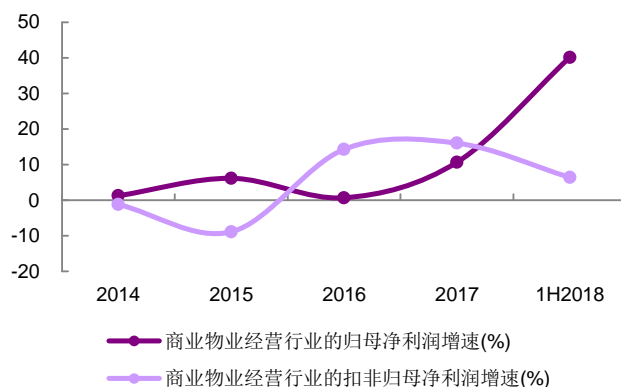
1H2018 商业物业经营行业的营收增速，较上年同期显著下降，归母净利润增速显著提升，但扣非归母净利润增速大幅下降。商业物业经营行业主要的 10 家上市公司 1H2018 实现营业收入 189.15 亿元，同比减少 9.58%，增速较 1H2017 下降 36.88 个百分点。实现毛利 88.51 亿元，同比增长 2.20%，增速较 1H2017 下降 3.50 个百分点。实现归母净利润 59.13 亿元，同比增长 40.14%，增速较 1H2017 上升 26.84 个百分点。实现扣非归母净利润 34.18 亿元，同比增长 6.39%，增速较 1H2017 下降 100.99 个百分点。商业物业经营行业 1H2018 的毛利率为 46.79%，较 1H2017 上升 5.39 个百分点，期间费用率为 20.07%，较 1H2017 上升 3.78 个百分点。

图表 59：商业物业经营行业收入和毛利同比增速（2014-1H2018）



资料来源：Wind

图表 60：商业物业经营行业归母净利润和扣非归母净利润同比增速（2014-1H2018）



资料来源：Wind

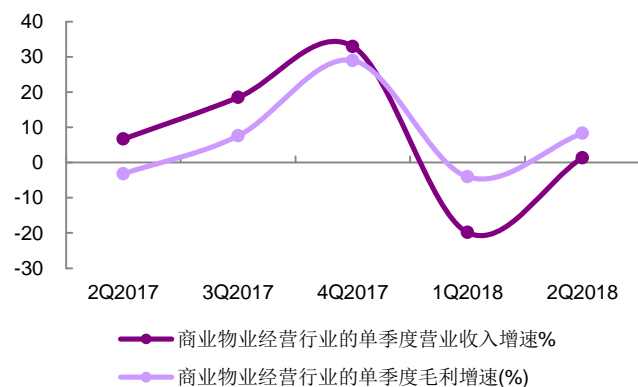
图表 61: 1H2018 商业物业经营行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601828.SH	美凯龙	63.74	30.39	16.15	25.69	48.57	25.53	69.33	27.63
2	000062.SZ	深圳华强	48.97	3.60	3.23	58.06	83.85	65.28	16.85	7.26
3	600415.SH	小商品城	18.11	12.14	6.66	-76.18	17.25	-35.10	51.46	19.57
4	000861.SZ	海印股份	12.42	0.73	0.56	29.48	10.80	7.62	38.81	23.90
5	000061.SZ	农产品	11.00	-0.18	-0.48	-0.71	-273.39	NA	39.25	32.43
6	000058.SZ	深赛格	8.83	0.98	0.53	49.06	95.30	71.73	31.01	12.52
7	002344.SZ	海宁皮城	8.01	2.32	2.23	-10.60	11.17	27.07	52.38	17.03
8	002818.SZ	富森美	7.43	3.91	3.82	17.18	15.95	15.91	70.62	3.25
9	000882.SZ	华联股份	5.96	2.97	-0.70	20.23	1001.02	NA	42.42	61.05
10	600790.SH	轻纺城	4.68	2.27	2.18	1.05	-6.73	-1.37	62.17	7.79
		中位数	9.91	2.64	2.21	18.71	16.60	20.72	46.94	18.30
		平均数	18.91	5.91	3.42	11.33	100.38	22.08	47.43	21.24

资料来源: Wind, NA 表示基值为负数

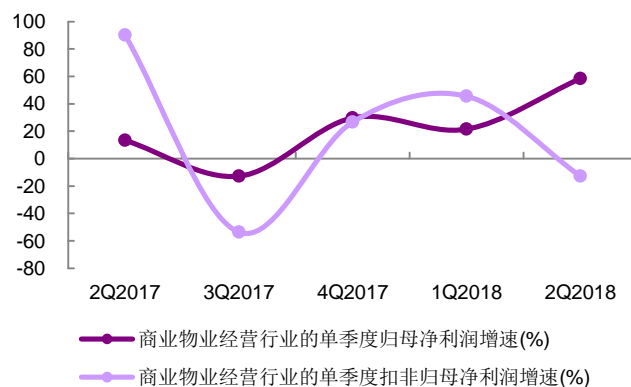
从单季度来看, 2Q2018 商业物业经营行业的营收增速, 较 1Q2018 环比大幅提升, 由负转正, 归母净利润增速大幅提升, 但扣非归母净利润增速大幅下降, 由正转负。商业物业经营行业主要的 10 家上市公司 2Q2018 实现营业收入 102.69 亿元, 同比增长 1.37%, 而 1Q2018 同比减少 19.87%。实现毛利 47.53 亿元, 同比增长 8.30%, 而 1Q2018 同比减少 4.07%。实现归母净利润 33.78 亿元, 同比增长 58.40%, 增速较 1Q2018 上升 36.93 个百分点。实现扣非归母净利润 18.77 亿元, 同比减少 12.84%, 而 1Q2018 同比增长 45.52%。商业物业经营行业 2Q2018 的毛利率为 46.28%, 较 1Q2018 下降 1.12 个百分点, 期间费用率为 19.39%, 较 1Q2018 下降 1.47 个百分点。

图表 62: 商业物业经营行业单季度收入和毛利同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 63: 商业物业经营行业单季度归母净利润和扣非归母净利润同比增速 (2Q2017-2Q2018)



资料来源: Wind

图表 64：2Q2018 商业物业经营行业主要上市公司经营情况

	代码	简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601828.SH	美凯龙	34.85	18.56	8.14	25.97	62.69	-36.73	68.29	26.49
2	000062.SZ	深圳华强	27.66	2.25	2.25	50.18	91.67	88.34	17.27	7.58
3	600415.SH	小商品城	10.03	4.91	4.91	-65.34	38.30	38.32	52.37	20.00
4	000861.SZ	海印股份	6.21	0.37	0.37	30.96	22.92	47.78	40.10	24.89
5	000061.SZ	农产品	5.67	-0.21	-0.21	7.35	NA	NA	39.25	32.27
6	000058.SZ	深赛格	4.92	0.35	0.35	78.91	90.46	9628.18	30.56	11.74
7	002344.SZ	海宁皮城	3.98	1.17	1.17	-22.54	-3.04	21.19	51.03	15.23
8	002818.SZ	富森美	4.15	2.13	2.13	24.36	19.47	23.92	69.62	3.16
9	000882.SZ	华联股份	2.85	2.91	2.91	6.50	1635.39	NA	39.57	58.97
10	600790.SH	轻纺城	2.37	1.35	1.35	0.97	-10.56	-2.29	60.56	8.85
		中位数	5.29	1.74	1.74	15.86	38.30	31.12	45.56	17.61
		平均数	10.27	3.38	2.34	13.73	216.37	1226.09	46.86	20.92

资料来源：Wind，NA 表示基值为负数

6.2、行业受宏观经济影响较大

商业物业经营行业的主要收入是商铺的租金收入，预收租金的模式使得公司收入较为稳定，公司业绩增长的来源主要是提高租金标准和拓展新项目。如果宏观经济未能维持较高增速，租户增加租赁的意愿不强，租金标准难以提升，商业物业经营行业的经营情况也难以显著改善。

7、个股推荐

我们认为 1H2018 零售行业复苏力度减弱，主要子板块表现较为平淡，部分龙头企业表现稳健，建议关注黄金珠宝和百货行业的龙头。我们认为在国内房地产价格调控、国际冲突不断的背景下，居民购买金条避险、保值的需求有望持续增长，黄金类产品销售将有较好的表现，看好黄金产品占比高的黄金珠宝行业龙头老凤祥。我们认为百货行业与化妆品、服装等可选消费关联性较大，短期受到中美贸易摩擦等多方面因素的影响。主要百货公司收入端仍没有明显复苏，业绩释放持续性需要时间观察。建议关注全国布局、扩张性强、表现稳健的天虹股份和王府井。

7.1、老凤祥：行业龙头地位稳固，国企改革有望加速

老凤祥股份有限公司是中国黄金珠宝行业龙头企业，品牌、渠道优势明显。公司第一大股东和实际控制人是上海市黄浦区国资委，持股 42.09%。截至 2018 年 6 月底，公司的销售网点为 3278 家，其中国内自营银楼和店中店共 160 家。

公司 1H2018 实现营业收入 252.49 亿元，同比增长 10.30%，实现归母净利润 6.50 亿元，同比增长 11.55%，实现扣非归母净利润 6.28 亿元，同比增长 13.60%。单季度拆分来看，公司 2Q2018 实现营业收入 111.24 亿元，同比增长 12.03%，增幅大于 1Q2018 增长的 8.97%。2Q2018 实现归母净利润 3.16 亿元，同比增长 16.28%，增幅大于 1Q2018 增长的 7.42%。

推荐逻辑：1) 龙头地位稳固。门店总数和黄金珠宝业务营收，在 A 股黄金珠宝股中持续排名第一。2) 国企改革有望加速。2018 年 8 月，公司入选国务院国资委国企改革“双百行动”名单。3) 市盈率显著低于近三年公司 PE 均值 (20X)，P/B 显著低于近三年公司 P/B 均值 (4.4X)。

我们维持对公司 2018-2020 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 2.46/ 2.78/ 3.01 元。维持“买入”评级。

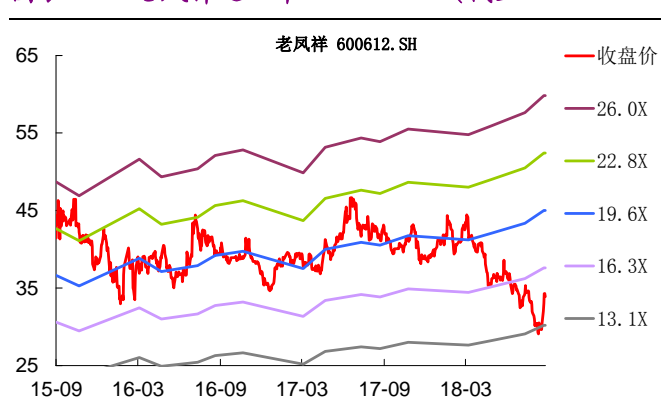
风险提示：居民消费增速未达预期，金价及人民币汇率波动大于预期。

图表 65：老凤祥业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	34,964	39,810	44,352	48,685	53,130
营业收入增长率	-2.10%	13.86%	11.41%	9.77%	9.13%
净利润 (百万元)	1,057	1,136	1,288	1,455	1,572
净利润增长率	-5.36%	7.44%	13.34%	12.96%	8.08%
EPS (元)	2.02	2.17	2.46	2.78	3.01
ROE (归属母公司)(摊薄)	20.89%	20.26%	20.29%	19.39%	17.99%
P/E	17	16	14	12	11
P/B	3.5	3.2	2.8	2.4	2.0

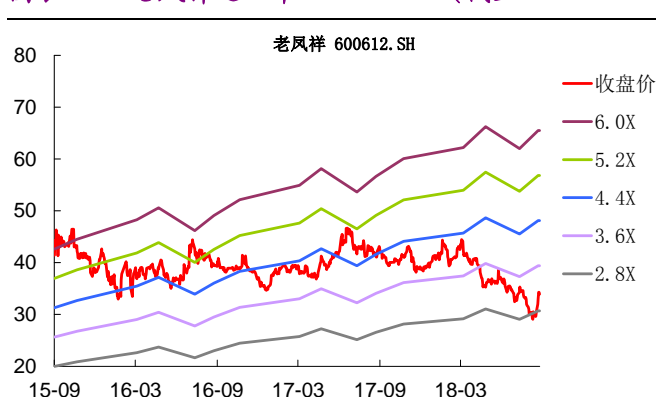
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 31 日

图表 66：老凤祥近三年 PE-Band (截至 2018/08/31)



资料来源：Wind

图表 67：老凤祥近三年 PB-Band (截至 2018/08/31)



资料来源：Wind

7.2、天虹股份：扩张能力强，激励机制不断完善

天虹商场股份有限公司是著名连锁百货企业，第一大股东是中国航空技术深圳有限公司，持股比例为 43.4%，实际控制人为国务院国资委。截至 2018 年 6 月末，公司已进驻广东等 8 省的 23 个城市，共经营大型门店 76 家。

公司 1H2018 实现营业收入 95.23 亿元，同比增长 6.02%，实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 29.52%，实现扣非归母净利润 4.32 亿元，同比增长 25.06%。单季度拆分来看，公司 2Q2018 实现营业收入 43.02 亿元，同比增长 1.67%，增幅小于 1Q2018 增长的 9.89%。2Q2018 实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 23.34%，增幅小于 1Q2018 增长的 33.73%。公司归母净利润显著增长的主要原因是：零售业务控制成本费用有效，毛利率上升 1.30 个百分点，可比店利润总额增速高于 19%。

推荐逻辑：1) 门店主题化，集客能力强。门店聚焦于满足家庭生活消费，用餐饮和儿童娱乐吸引人流。传统百货商场扭亏效果好，近三年新开的购物中心培育期较短。2) 新店拓展加速。2018 年计划新开大店十余家，小店过百家。3) 激励机制不断完善，2017 年底推出股票增持计划。

我们维持对公司 2018-2020 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 0.72/0.83/0.94 元，维持“买入”评级。

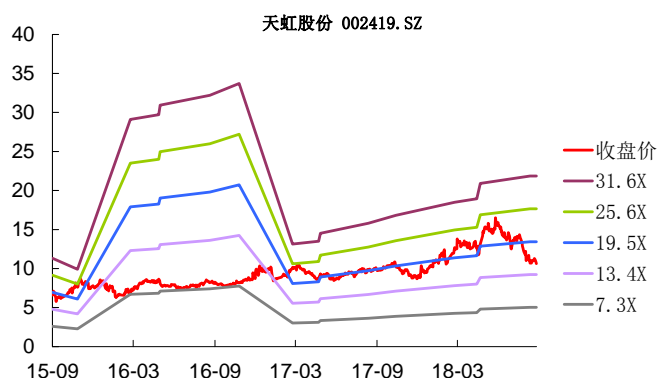
风险提示：公司创新业态发展未达预期，购物中心发展未达预期。

图表 68：天虹股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17,273	18,536	20,029	21,941	24,084
营业收入增长率	-0.71%	7.31%	8.05%	9.54%	9.77%
净利润（百万元）	524	718	862	991	1,131
净利润增长率	-56.63%	37.03%	20.06%	14.94%	14.15%
EPS（元）	0.44	0.60	0.72	0.83	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.37%	11.92%	13.21%	13.74%	14.14%
P/E	24	18	15	13	11
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6

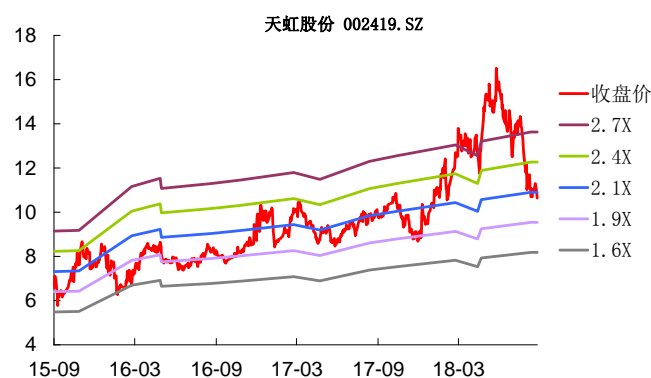
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 31 日

图表 69：天虹股份近三年 PE-Band（截至 2018/08/31）



资料来源：Wind

图表 70：天虹股份近三年 PB-Band（截至 2018/08/31）



资料来源：Wind

7.3、王府井：全国布局，业态齐全，规模优势明显

公司是专注于百货业态的全国性连锁零售企业，第一大股东为王府井东安集团，持股 26.73%，实际控制人为北京市国资委。截至 2018 年 6 月底，公司在 30 个城市运营 54 家门店。

公司 1H2018 实现营收 131.99 亿元，同比增长 3.04%（2017 年数据为调整后数据，下同），实现归母净利润 7.56 亿元，同比增长 145.42%，实现扣非归母净利润 7.31 亿元，同比增长 61.22%。单季度拆分来看，公司 2Q2018 实现营业收入 60.49 亿元，同比减少 0.36%，而 1Q2018 营业收入同比增长 6.11%。2Q2018 实现归母净利润 3.02 亿元，同比增长 237.41%，增幅大于 1Q2018 增长的 107.81%。1H2018 公司归母净利润大幅提升的主要原因是：1）财务费用率为-1.31%，较上年同期下降 2.04 个百分点，2）综合毛利率上升 0.53 个百分点。

推荐逻辑：1）规模最大，业态齐全。公司经营范围涵盖全国七大区域，业态包括百货商场、购物中心、奥特莱斯等。2）扩张能力强，2017 年净增 16 家门店。3）市盈率处于低位，显著低于近三年公司 P/E 均值（17X）。

我们维持对公司 2018-2020 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 1.68/ 1.98/ 2.20 元，维持“买入”评级。

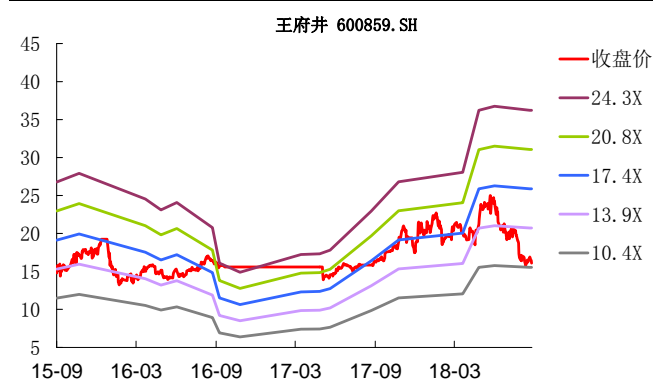
风险提示：门店整合速度未达预期，控股股东变动带来的不确定性。

图表 71：王府井业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17,795	26,085	27,517	28,766	30,028
营业收入增长率	2.70%	46.59%	5.49%	4.54%	4.39%
净利润（百万元）	575	910	1,303	1,539	1,711
净利润增长率	-13.07%	58.27%	43.27%	18.07%	11.21%
EPS（元）（摊薄）	0.74	1.17	1.68	1.98	2.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.54%	8.95%	11.65%	12.75%	13.16%
P/E	22	14	10	8	7
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0

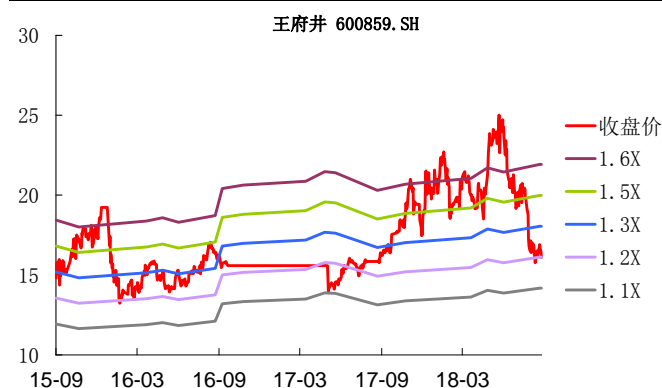
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 31 日，2017 年数据为未作调整的数据。

图表 72：王府井近三年 PE-Band（截至 2018/08/31）



资料来源：Wind

图表 73：王府井近三年 PB-Band（截至 2018/08/31）



资料来源：Wind

8、风险提示

1) 宏观经济增速和居民收入增速未达预期。宏观经济的增长、居民收入的提高是社会消费品零售额提升的根本原因。零售行业作为消费品销售的渠道，其营收增速在很大程度上由宏观经济增速、居民收入增速所决定。

2) 消费需求地区分布不均。我国各地区消费需求呈现分化趋势，对于区域性零售企业，其经营范围内的消费需求对公司影响较大。

3) 地产后周期影响部分子行业销售增速。家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，我国地产销售的高峰已经过去，与家电、家居用品销售密切相关的专业连锁、商业地产经营行业可能受到较大影响。

4) 人工费用增速过高。由于房租上涨、社保缴纳方式调整等因素，零售企业的人工费用增速可能高于预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
深圳	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
金融同业与战略客户	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈澍	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com