



批发零售业

2018.09.02

评级: 增持
 上次评级: 增持

必需消费价值凸显，国货品牌加速崛起

细分行业评级

——零售行业 2018 年中报总结

	瞿猛 (分析师)	陈彦辛 (分析师)	李梓语 (研究助理)
	021-38676442	021-38676430	021-38032691
	zimeng@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com	liziyu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001	S0880117090058

本报告导读:

高端可选消费承压，必需消费价值凸显，国货品牌加速崛起，电商高增长不断被验证。

相关报告

批发零售业:《社交电商:模式创新百舸争流》

2018.08.12

批发零售业:《低价精选筑护城河,会员体系成盈利点》

2018.08.05

批发零售业:《剖析拼多多的崛起之路》

2018.07.23

批发零售业:《解密名创优品和日本大创的杂货龙头之道》

2018.07.15

批发零售业:《还原真实小米商业帝国》

2018.06.06

摘要:

- **投资建议:** 高端可选消费承压，必需消费受经济增速影响较小，CPI 上行带动超市行业营收增长；中档消费崛起，国货化妆品通过线上渠道和品类扩充实现加速腾飞；电商旺季来临，高成长性不断被证，电商板块估值有望提振。**建议增持: 1) 必需消费稳健防御，CPI 加速上行带动超市盈利向好: 永辉超市、家家悦; 2) 妆品穿越周期，国货品牌加快崛起: 珀莱雅、上海家化、拉芳家化、御家汇; 3) 电商旺季来临，高成长再验证: 苏宁易购、跨境通。**
- **CPI 持续上行，必需消费韧性强劲。**宏观经济压力下，2018 年 1-7 月，社零总额同比增长 9.3%，限额以上社会消费品零售额同比增长 7.3%，增速同比下滑。50 家、百家数据 7 月同比分别为 -3.9%/-2.0%，高端消费受经济增速下滑、棚改影响开始显现。CPI 维持高位，4-7 月分别上涨 1.8%、1.8%、1.9% 和 2.1%。必选消费需求刚性，日用品类从 2 月-7 月，当月同比均保持在两位数以上，化妆品维持较高增速。
- **重点业态经营分析。1) 超市:** CPI 向上推动超市板块营收维持较快增长，超市 2018H1 年整体营收/剔除永辉后增速分别为 10.48%/3%，行业分化严重，2018Q2 毛利率 22.95%，较 2017 年同期提升 1.31pct，剔除永辉后毛利率达到 23.73%，整体毛利率中枢呈上行趋势。**2) 化妆品:** 维持复苏高增长，2018H1 营收同比+15.27%，比 2017 年同期提升 3.81 pct，伴随着收入增长，化妆品行业利润也水涨船高，2018H1 化妆品扣非净利润同比+21%。**3) 百货:** 高端可选消费承压，二季度营收下滑。2018H1 百货行业营收同比+1.92%，增速较 2017H1 提升 1.24pct; 单季度看，2018Q2 百货行业营收增速-3.17%，较 Q1 显著下滑，高端消费开始后周期承压。**4) 黄金珠宝:** 2018H1 黄金珠宝行业收入同比增长 8.0%，较去年同期下滑 1.8 pct; 单季度来看，2018Q2 黄金珠宝行业收入同比增长 4.5%，较去年同期下滑 9.7%。
- **零售行业 2018 年 Q2 继续加配，百货、化妆品、电商备受青睐。**Q2 末，零售行业整体持仓占基金总持仓比例为 3.69%，较 Q1 末提升了 0.54 个百分点，分子板块看，百货、化妆品、电商备受青睐，超市行业仓位整体下降。化妆品龙头上海家化持仓 1.30%，较 Q1 提高 0.47 个百分点，超市龙头永辉 Q2 持仓比例已经下降至 1.09%，较 Q1 大幅下降 2.57 个百分点。从估值来看，百货中的鄂武商 A、银座股份; 超市中的中百集团、华联综超; 黄金珠宝中的莱绅通灵、老凤祥、周大生; 化妆品中的拉芳家化估值在同行业中较低。
- **风险因素:** 经济增速下滑拖累消费、行业竞争加剧等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1. 高端消费承压，CPI 维持高位，必选消费韧性强.....	3
2. 重点业态经营分析.....	5
2.1. 超市：收入加速，短期费用率有所提升.....	5
2.2. 化妆品：国货品牌相继崛起，业绩维持高增长.....	7
2.3. 百货：高端消费下滑拖累行业.....	9
2.4. 珠宝：营收增速放缓，费用率略有提升.....	11
2.5. 电商：高增长业绩不断被验证.....	13
3. 零售行业基金持仓：百货、化妆品、电商获加配.....	13
4. 行业估值：PE、PS 和 PB 三维度看行业个股估值.....	15
5. 投资建议.....	17
6. 风险因素.....	19

1. 高端消费承压，CPI 维持高位，必选消费韧性强

经济平稳运行，CPI 自去年二季度起回升，维持高位。2018Q2 GDP 继续保持 6.8% 增速，经济运行趋势平稳。CPI 数据自 2017 年 4 月起同比增速均高于 1%，2018 年 4 月至 7 月，继续保持 2% 左右的增长，分别上涨 1.8%、1.8%、1.9% 和 2.1%；其中食品 CPI 2018 年 2 月达到 4.4%，而后 3 月回落至 2.1%，4-7 月，分别为 0.7%/0.1%/ 0.3%/0.5%。近期寿光水灾、猪瘟等事件频发，短、中期均将推动食品 CPI 上行，生鲜为主的超市企业同店增速将显著受益。

图 1: GDP 保持 6.8% 增速平稳运行

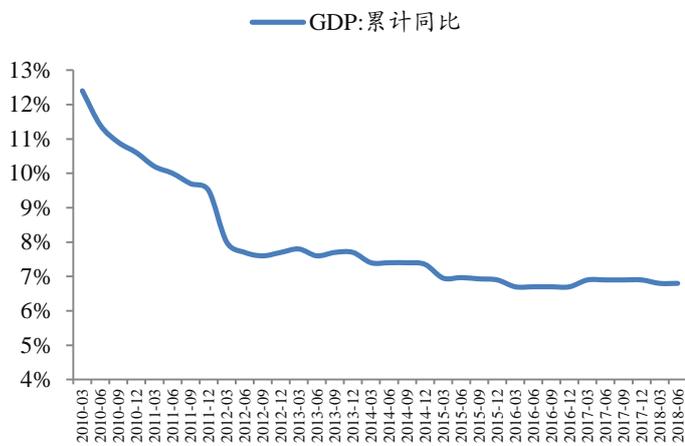
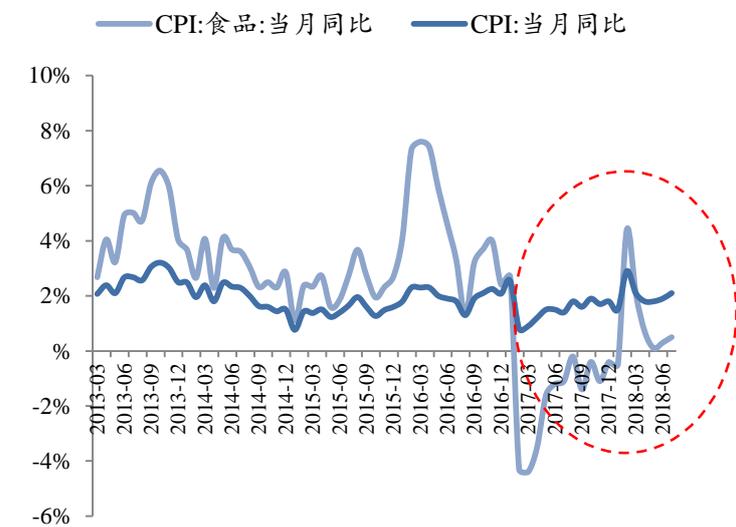


图 2: CPI 自去年二季度起回升，维持高位



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

经济增速放缓导致社零总额与限额数据增速略有下滑。2018 年 4-6 月社零总额分别同比增长 9.4%、8.5% 和 9.0%，与 2017 年同期相比有所下滑，分别下降了 1.3%、2.2% 和 2.0%。限额以上增速 2018 年 2 月和 3 月均高于 8%，4 月开始有所回落，4 月至 7 月同比增速分别为 7.8%、5.6%、6.4% 和 5.7%；从 2018 年 1-7 月累计情况来看，社零总额同比增长 9.3%，限额以上社会消费品零售额同比增长 7.3%。

图 3: 社零总额增速有所下滑

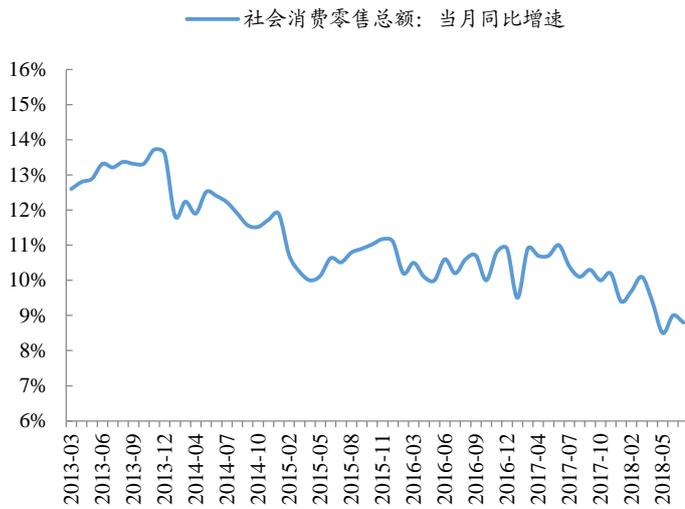
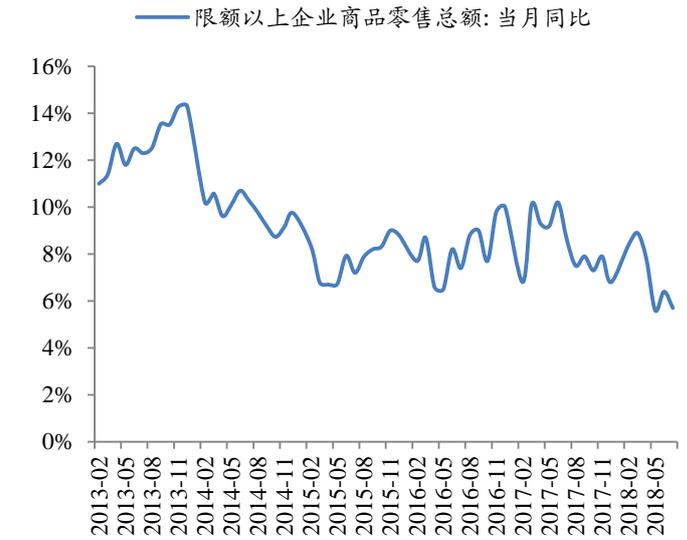


图 4: 限额以上增速有所下滑



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

高端消费承压, 50 家、百家出现下滑。对线下零售更具代表性的 50 家与百家数据自 2017 年 1 月冲顶后开始出现回落, 2017 年 12 月由正转负, 2018 年一季度有所回暖, 2018 年 5 月和 7 月出现下滑: 1) 2018 年 5 月和 7 月 50 家大型商业企业增速分别为-3.40%和-3.90%, 较 2017 年同期分别下降了 8.0 和 8.9 pct; 2) 2018 年 5 月和 7 月, 百家企业 2017 分别同比减少 2.5%和 2.0%, 较 2017 年同期分别下降 8.2 和 7.3 pct。

图 5: 高端消费承压导致 50 家、百家数据下滑



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

以日用品、食品为代表的必选消费韧性十足, 化妆品继续高增长, 金银珠宝类受扩店影响有所改善。从限额以上零售额来看, 在高端消费承压的背景下, 必选消费需求刚性, 韧性较强, 日用品类从 2018 年 2 月-2018 年 7 月, 当月同比均保持在两位数以上, 粮油食品饮料类的当月同比也有所回升。化妆品维持较高增速, 4-6 月均是两位数的增长; 金银珠宝类开始改善, 2018 年 7 月当月同比达到 8.2%, 同比提升 5.6 pct。

表 1: 以日用品、食品为代表的必选消费韧性十足, 化妆品继续高增长, 金银珠宝开始改善

指标名称	2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2017-11	2017-12	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07
粮油食品饮料等类	10.3%	7.6%	7.8%	9.6%	6.8%	8.5%	9.5%	10.7%	8.6%	6.8%	12.7%	8.6%
服装鞋帽纺织品类	6.4%	8.9%	6.2%	8.0%	9.5%	9.7%	7.7%	14.8%	9.2%	6.6%	10.0%	8.7%
化妆品类	12.7%	14.7%	13.4%	16.1%	21.4%	13.8%	12.5%	22.7%	15.1%	10.3%	11.5%	7.8%
金银珠宝类	2.6%	6.4%	5.3%	2.5%	4.4%	0.4%	3.0%	20.4%	5.9%	6.7%	7.9%	8.2%
日用品类	7.1%	7.0%	7.8%	7.4%	7.9%	5.4%	10.1%	16.9%	12.0%	10.3%	15.8%	11.3%
家用电器器材类	13.1%	8.4%	6.8%	5.4%	8.4%	8.7%	9.2%	15.4%	6.7%	7.6%	14.3%	0.6%
中西药品类	13.0%	11.4%	14.6%	11.9%	11.0%	13.5%	10.1%	10.9%	8.2%	8.0%	8.5%	9.9%
文化办公用品类	10.8%	5.8%	4.4%	6.4%	9.5%	12.7%	-0.9%	12.6%	18.3%	8.1%	3.5%	1.8%
家具类	12.4%	11.3%	15.5%	10.0%	11.9%	12.5%	8.5%	10.9%	8.1%	8.6%	15.0%	11.1%
通讯器材类	7.9%	12.2%	3.8%	2.1%	33.9%	13.4%	10.7%	1.6%	10.8%	12.2%	16.1%	9.6%

数据来源: Wind、中华全国商业信息中心、国泰君安证券研究

2. 重点业态经营分析

2.1. 超市: 收入加速, 短期费用率有所提升

CPI 上行推动超市营收回暖, 毛利率中枢上行。2018H1 超市行业营收同比+10.48%, 增速较 2017H1+5.01pct; 剔除永辉后行业营收增速仅 3%, 增速较 2017H1 提升 3.4pct, 行业分化严重。单季度来看, 2018Q2 营收同比+9.6%, 增速较 2017 年同期提升 1.6 pct; 剔除永辉后营收同比+2.7%, 增速较 2017 年同期提升 0.4 pct; 2018Q2 毛利率 22.95%, 较 2017 年同期提升 1.31pct, 剔除永辉后毛利率达到 23.73%, 整体毛利率中枢呈上行趋势。

图 6: 必选消费稳健增长, 超市营收回暖

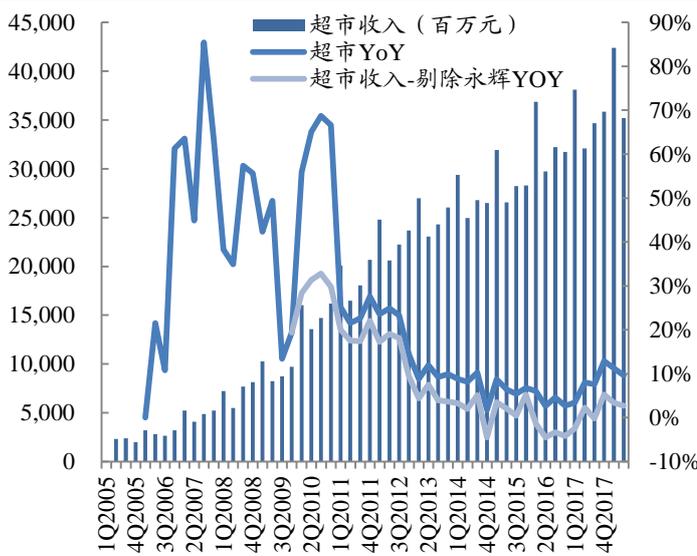
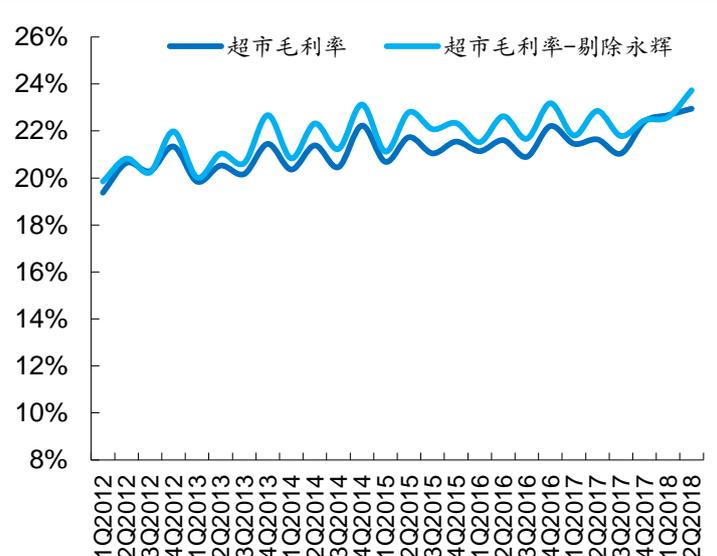


图 7: 超市整体毛利率中枢持续上移

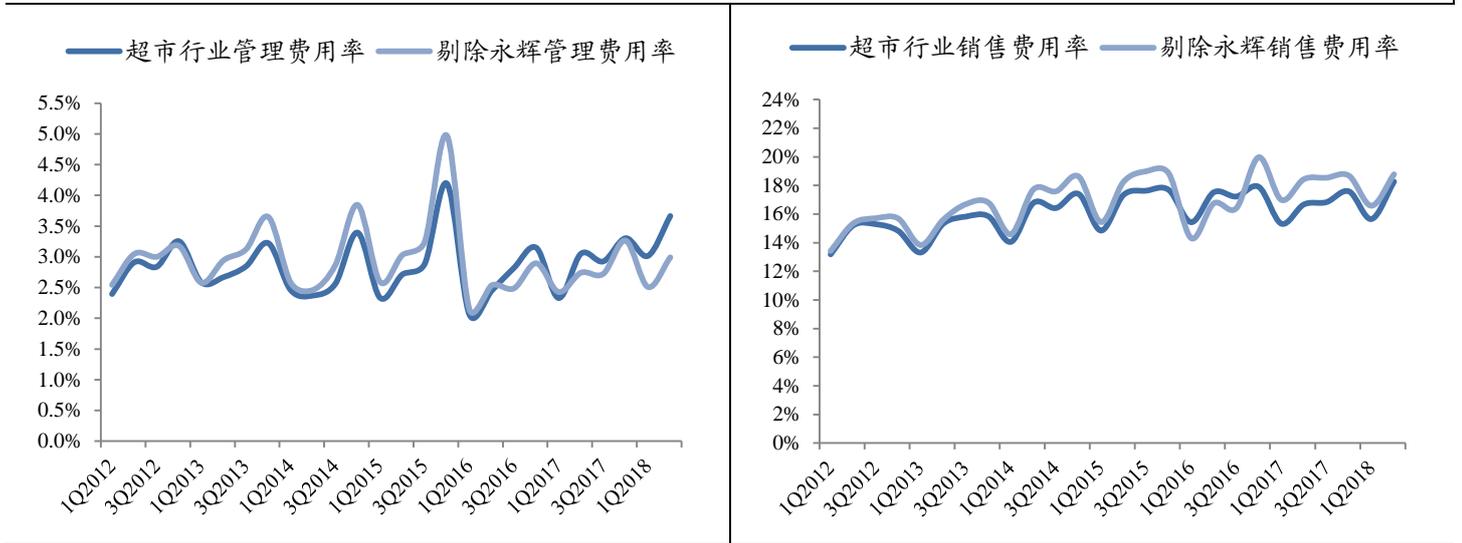


数据来源: Wind、国泰君安证券研究 注: 均为剔除次新股影响后的可比口径, 下同

永辉费用率上升带动行业费用率提升。永辉超市 2018H1 总部职能部门迁址上海和互联网人才引进导致人工成本提升 1.12pct, 另计提股权激励

费用 3.44 亿元，销售/管理/财务费用率分别提升 2.49/1.25/0.42pct，推动行业费用率上升。2018Q2 超市行业销售费用率 18.26%，较 2017 年同期 +1.59pct；剔除永辉后 18.78%，较 2017 年同期+0.35pct。2018Q2 管理费用率 3.66%，较 2017 年同期提升 0.61pct；剔除永辉后 2.99%，较 2017 年同期提升 0.25pct。

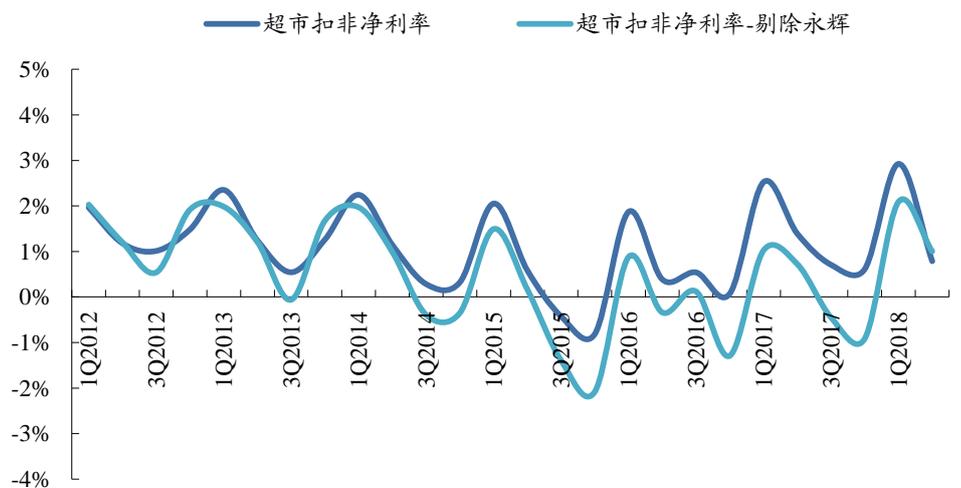
图 8: 永辉超市 2018H1 费用率提升推动行业费用率提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

行业盈利能力稳步提升，短期受永辉净利率下滑影响。长期来看超市行业盈利能力稳步提升，短期来看受永辉净利率下滑的影响，2018Q2 超市扣非净利率 0.79%，较 2017 年下降 0.6 pct，剔除永辉后扣非净利率为 1.00%，较 2017 年提升 0.28 pct。

图 9: 超市行业盈利能力持续提升，短期受永辉净利率下滑影响



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

必需消费稳健防御，超市个股价值显现。必需消费受经济增速影响较小，主要受 CPI 价格驱动，近期蔬菜价格持续上涨，叠加贸易战等推升进口

农产品价格，食品类 CPI 有望向上，带动超市行业同店增速向好。新零售从憧憬蜜月期到落地痛苦期，预期调整充分，个股价值逐渐显现。永辉超市 2018H1 公司实现营收/净利润 343.97/9.33 亿元，同比 +21.47%/-11.54%；其中 Q2 收入/利润同比变化+19.72%/-40.41%，业绩符合预期。上半年开店提速，净增加红绿标/超级物种/永辉生活 42/19/85 家，同比多开 9/14/56 家，下半年开店有望再提速。同店收入增速提升 2.5pct 至 3.3%，其中红标/绿标同店分别增长 1.5% (+2.3pct) /6.8%。公司处于新一轮战略布局期，云超维持高速扩张、云创加速优化调整，携手腾讯加速科技赋能需要更多时间，淡看短期波动，守望长期成长，重视公司绝对价值。家家悦合伙人制度全面提升经营效率，内增外延加速发力，业绩拐点凸显，西部拓展值得期待。

表 2: 超市行业上市公司 2018H1 年财务指标明细

		营业收入 YOY (%)	扣非后净 利 YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变 动 (Pct)	扣非净利 率(%)	扣非净利率 变动 (Pct)	期间费 用率 (%)	期间费用率 变动 (Pct)	扣非后 ROE (%)	扣非 ROE 变动(Pct)
601933.SH	永辉超市	21.47	-20.33	22.41	1.97	2.40	-1.26	20.08	4.15	4.29	-1.12
000759.SZ	中百集团	1.60	-148.92	21.96	0.36	0.47	1.44	20.66	-1.16	1.14	3.63
600361.SH	华联综超	-3.57	687.25	21.55	-0.14	0.87	0.76	20.90	-1.05	1.97	1.72
002251.SZ	步步高	10.14	0.03	22.88	1.26	2.12	-0.21	19.44	1.39	3.22	-0.03
002264.SZ	新华都	0.30	-77.58	22.17	0.00	0.15	-0.51	21.12	0.61	0.31	-1.00
002336.SZ	人人乐	-10.54	-109.09	25.66	3.12	0.18	1.94	24.73	1.30	0.44	4.20
601116.SH	三江购物	7.91	-22.25	23.86	0.81	2.14	-0.83	20.33	1.80	2.74	-0.85
603708.SH	家家悦	11.84	29.20	21.47	0.57	2.98	0.40	17.24	0.19	7.46	1.29

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.2. 化妆品：国货品牌相继崛起，业绩维持高增长

化妆品复苏韧性强劲，国货品牌相继崛起。2018H1 化妆品行业营收同比 +15.27%，比 2017 同期提升 3.81pct，行业复苏高增长持续；单季度看，2018Q2 营收同比+19.5%，增速同比提升 16.6 pct。伴随着收入增长，化妆品行业利润也水涨船高，2018H1 化妆品扣非净利润同比+21%，同比大幅提升 8pct。

图 10: 化妆品行业收入维持高增长

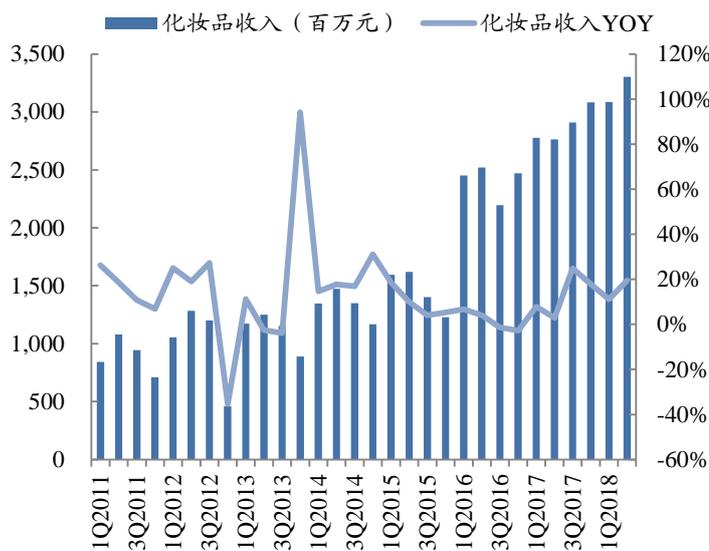
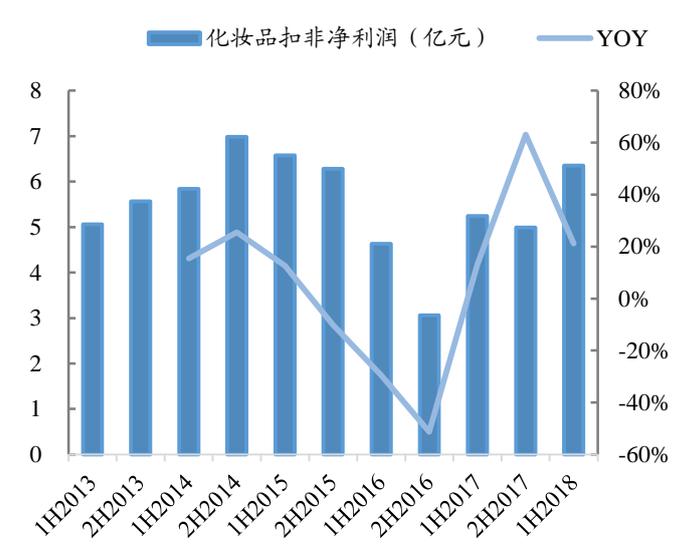


图 11: 化妆品行业收入增长推动扣非净利润增长



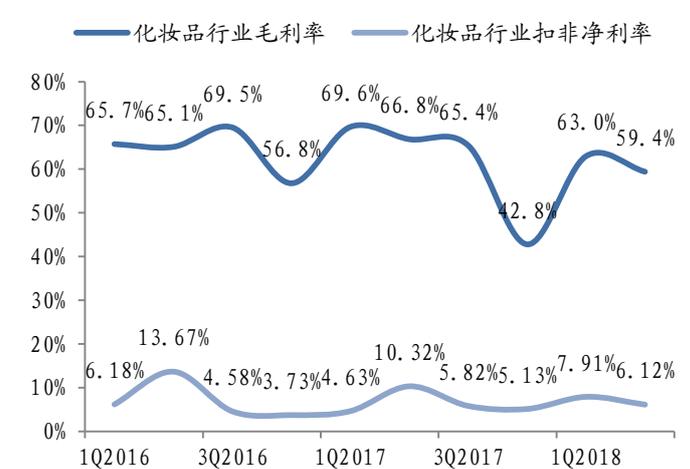
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

化妆品行业营销和研发投入加大，盈利水平维持高位。随着公司营销和研发力度加强，2018Q2 销售/管理费用率分别为 40.6%、10.4%，分别同比提升 6.1、0 pct。化妆品行业毛利率和净利率维持高位，2018Q2 毛利率 59.4%，扣非净利率 6.12%。

图 12: 化妆品行业费用率有所上行



图 13: 化妆品行业盈利能力维持高位



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

化妆品穿越周期，国货品牌相继崛起。从美国、日本等经验来看，人均 GDP 超过 1 万美元后，化妆品行业将迎来十年以上高增长时期，且持续增长受经济波动影响较小。2018 年国货化妆品品牌进一步强化在三四线城市、线上渠道布局，有望在行业高增速时期加速腾飞。**珀莱雅**: 2018H1 公司实现营收/净利润 10.42/1.29 亿元，同比增长 24.92%/44.88%，扣非后归母净利润增长 57.51%，其中 2018Q2 实现营收/净利润 5.38/0.59 亿元，同比增长 41.6%/68.44%，电商和单品牌店强势发力，产品和形象升级持续驱动。**上海家化**: 2018 年 H1 收入增速 9.29%，净利润增速 40.89%，扣非净利润持平。Q2 在行业增速放缓、自身电商特渠调整因素下，公司

收入增速略放缓，营销费用提前投放致 Q2 经营性利润减少。下半年线上业务将积极调整，同时佰草集、六神等新品陆续发力，有望带动收入企稳、扣非净利润增速回升。**拉芳家化**：2018H1 实现营收/净利润 4.42/0.83 亿元，同比增长 2.78%（增速同比提升 14.43pct）/57.84%（增速同比提升 70.11pct），扣非后归母净利润增长 65.94%，扣除宿迁百宝和蜜妆信息投资收益影响，净利润仍增长 50.94%，业绩拐点凸显。其中 2018Q2 实现营收/净利润 2.21/0.39 亿元，同比增长 13.31%/104.75%。渠道优化和效率提升推动业绩增长，品牌升级转向高端化、年轻化，内增外延有望同步发力。**御家汇**：2018H1 实现收入/净利润 9.81/6.50 亿元，同比增长 57.78%/19.05%，扣非后净利润增长 3.46%，收入增速高于预期，利润增速略低于预期。其中 Q2 收入/净利润分别增长 69.69%/18.43%，收入增速大幅提升。品牌和品类矩阵不断丰富，自有品牌稳步增长，代理品牌和外延收购加速发力，业绩有望维持高增长。

表 3：化妆品行业上市公司 2018H1 财务指标明细

		营业收入 YOY (%)	扣非后净 利 YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变 动 (Pct)	扣非净利 率(%)	扣非净利 率 变动 (Pct)	期间费 用率 (%)	期间费用 率 变动 (Pct)	扣非后 ROE	扣非 ROE 变动(Pct)
600315.SH	上海家化	9.29	0.01	64.60	-5.32	6.49	-2.48	58.32	-2.07	4.33	-0.12
603605.SH	珀莱雅	24.92	57.51	62.18	-0.39	11.75	2.43	45.74	-3.32	8.20	-4.64
300740.SZ	御家汇	57.78	3.43	53.77	0.17	6.48	-3.40	44.65	5.12	6.80	-8.49
002919.SZ	名臣健康	-14.66	-31.89	37.89	0.56	5.27	-1.33	29.78	1.73	2.54	-4.36
603630.SH	拉芳家化	2.78	65.94	59.77	-0.38	16.63	6.33	41.71	-4.85	4.24	0.64
002094.SZ	青岛金王	37.04	50.37	21.81	5.17	4.54	0.40	14.64	3.75	4.58	0.64

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.3. 百货：高端消费下滑拖累行业增速

高端消费承压，二季度百货行业营收下滑。2018H1 百货行业营收同比 +1.92%，增速较 2017H1 提升 1.24pct；单季度看，2018Q2 百货行业营收增速 -3.17%，主要由于经济增速下滑和棚改货币化退坡致高端消费 Q2 整体走弱。

图 14：百货行业收入 2018Q2 出现下滑

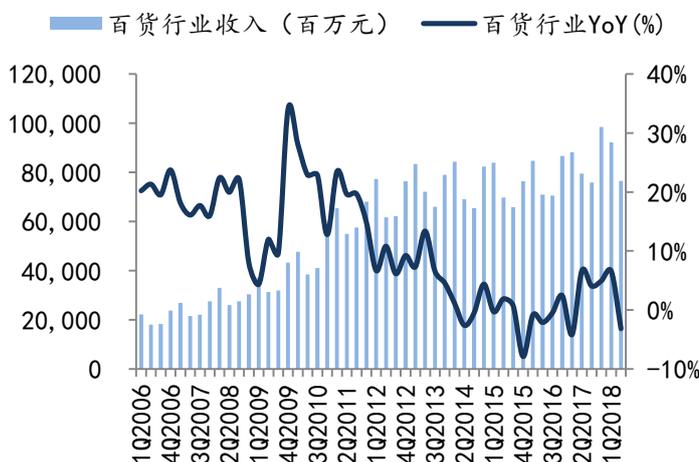
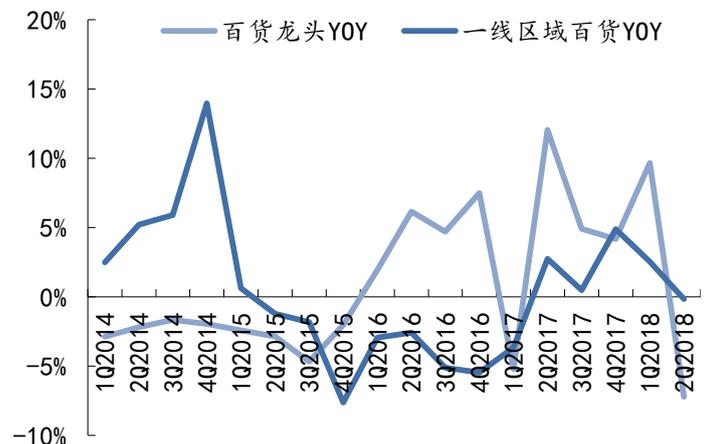


图 15：2018Q2 百货龙头营收下滑较大



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

百货行业扣非净利润增速下滑，毛利率小幅下降。2018Q2 百货行业毛利率为 21%，同比下滑 0.4pct，管理费用+销售费用率为 16.1%，同比增加了 0.59 pct。2018 年以来，受到高端消费下滑的影响，百货行业扣非净利的增速也开始下滑，2018Q2 扣非净利润增速为 3.68%，同比下滑 25.87 pct，环比下滑 19.04 pct。

图 16: 百货扣非净利增速下滑

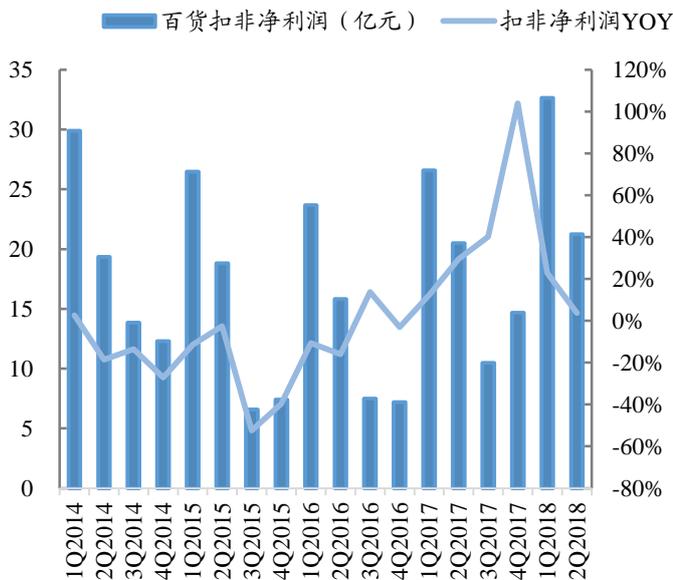
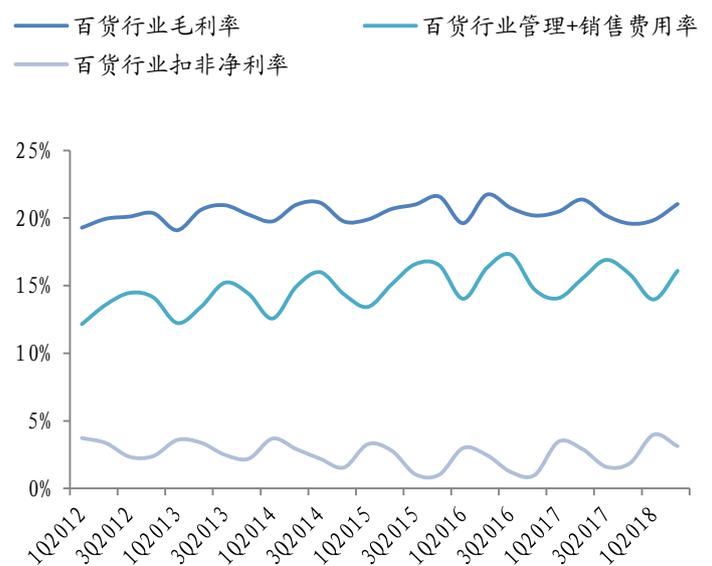


图 17: 百货行业盈利能力承压



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

王府井: 2018Q2 收入增速随行业略降，净利润继续保持高增速。短期高端消费受经济增速下滑有所波动，公司收入端承压，但中长期看，次新门店进入成熟周期将驱动盈利能力继续向好；同时，作为少数拥有全国扩张能力和意愿的龙头百货企业，公司将在行业整合分化期持续证明自身价值。**重庆百货:** 2018H1 实现营收 180.52 亿元，同比+6.78%；归母净利润 6.96 亿元，同比+49.05%，扣除马上金融投资收益后同比+37.5%；Q2 单季度营收 79.89 亿元，同比+3.38%；净利润 1.72 亿元，同比+68.86%；主业平稳发展，马上金融爆发成为利润重要贡献，混改机制理顺长期发展值得期待。**天虹股份:** 2018H1 公司营收/净利 95.23/4.85 亿元，同比+6.02%/29.52%，扣非净利润同比+25.06%至 4.31 亿元；其中，Q2 单季度实现营收 43.02/净利 1.88 亿元，同比+1.65%/23.68%，增速略有下滑。经营效率和盈利能力持续改善，轻重模式结合加速扩张，持续成长可期。

表 4: 百货企业 2018H1 财务指标明细

		营业收入 YOY (%)	扣非后净 利 YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变 动 (Pct)	扣非净利 率 (%)	扣非净利 率变动 (Pct)	期间费 用率 (%)	期间费用 率变动 (Pct)	扣非后 ROE (%)	扣非 ROE 变动(Pct)
600280.SH	中央商场	-7.10	-70.51	23.27	-0.74	1.86	-4.01	16.19	3.97	4.10	-10.00
002277.SZ	友阿股份	3.17	-23.86	21.93	1.76	5.35	-1.90	12.22	2.55	3.97	-1.43
600859.SH	王府井	3.04	61.22	21.24	0.53	5.54	2.00	12.75	-1.28	7.10	2.60
002419.SZ	天虹股份	6.02	25.06	26.60	1.30	4.53	0.69	20.02	0.51	7.09	0.97

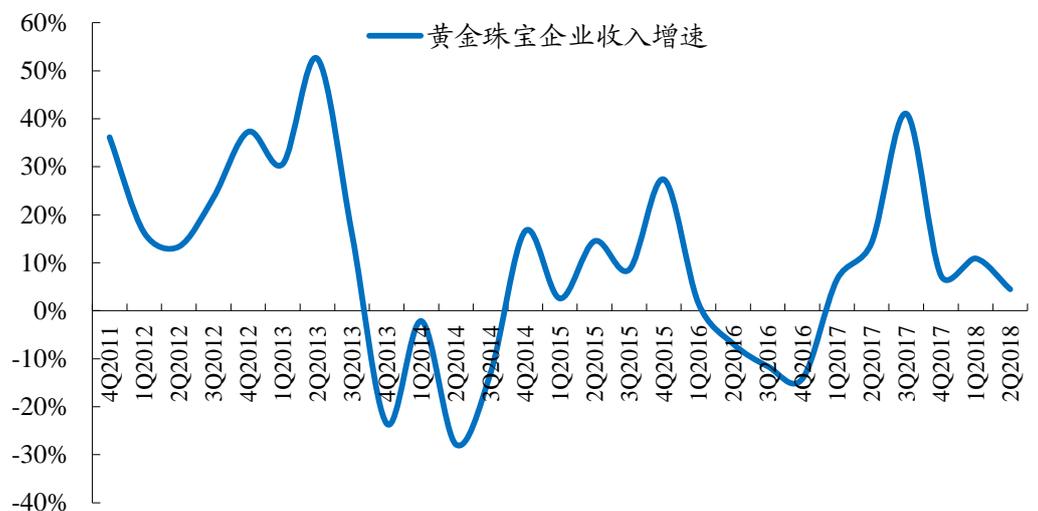
601010.SH	文峰股份	-3.88	-8.84	20.11	0.56	4.50	-0.25	11.62	0.80	3.54	-0.50
000419.SZ	通程控股	-1.50	5.51	21.21	0.97	3.98	0.26	17.53	0.58	3.76	0.08
000417.SZ	合肥百货	3.25	-4.11	18.57	-0.03	2.81	-0.22	12.88	0.06	4.25	-0.29
000501.SZ	鄂武商 A	0.01	-7.32	21.77	-0.79	6.44	-0.51	12.37	-0.25	7.63	-2.11
002561.SZ	徐家汇	0.25	3.80	28.77	0.01	10.40	0.36	12.45	-0.54	5.09	-0.03
600697.SH	欧亚集团	13.91	-5.09	22.81	2.25	1.57	-0.31	16.65	2.61	4.00	-0.54
600785.SH	新华百货	5.16	10.00	20.86	0.48	3.33	0.15	16.37	0.24	6.40	0.27
600858.SH	银座股份	1.15	46.91	18.96	0.84	0.85	0.27	16.22	0.33	1.89	0.58
600723.SH	首商股份	-0.48	12.48	23.60	0.78	3.56	0.41	16.24	0.17	4.81	0.21
600827.SH	百联股份	0.81	-9.52	21.33	-0.20	2.19	-0.25	16.91	-0.19	3.33	-0.29
000785.SZ	武汉中商	1.96	29.43	22.43	1.22	2.75	0.58	15.84	0.13	4.88	-0.60
600327.SH	大东方	6.66	13.60	14.89	0.32	4.57	0.28	8.69	-0.03	7.36	1.11
002187.SZ	广百股份	9.37	10.47	16.76	-0.65	2.84	0.03	11.77	-1.05	4.03	0.28
000715.SZ	中兴商业	4.11	14.36	19.53	0.03	3.31	0.30	14.16	-0.58	3.27	0.25
600778.SH	*ST友好	1.59	-127.80	24.11	1.56	2.00	9.29	20.49	-7.65	7.69	26.34
600712.SH	南宁百货	5.89	-45.60	16.14	1.48	-0.68	0.64	15.18	0.44	-0.71	0.60
603123.SH	翠微股份	0.24	19.91	19.99	0.11	2.74	0.45	15.00	-0.52	2.30	0.32
600729.SH	重庆百货	6.78	50.12	18.44	0.64	3.75	1.08	13.15	-0.28	12.96	3.51
600694.SH	大商股份	-7.58	19.52	25.91	3.23	4.67	1.06	17.90	1.46	8.06	0.85
600861.SH	北京城乡	-16.73	-48.03	29.79	-1.36	2.48	-1.49	24.59	3.84	1.03	-0.96

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.4. 珠宝：营收增速放缓，费用率略有提升

2017年营收大幅增长，2018Q1略有下滑。2018H1黄金珠宝行业收入同比增长8.0%，较去年同期下滑1.8 pct；单季度来看，2018Q2黄金珠宝行业收入同比增长4.5%，较去年同期下滑9.7%。增速下滑的主要原因在于经济放缓、棚改货币化等因素影响，高端消费受到抑制。

图 18：2018 年黄金珠宝行业收入增速有所放缓



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

行业竞争加剧，二季度黄金珠宝行业费用率略有提升。2018Q2黄金珠宝

行业毛利率为 12.80%，较 2017Q2 提升了 0.01 pct；2018Q2 黄金珠宝行业销售费用率/管理费用率分别是 3.90%/2.31%，较 2017Q2 分别提升了 0.22/0.13 pct；收到费用率上升的影响，扣非净利率有所下滑，2018Q2 黄金珠宝行业扣非净利率为 2.22%，同比下滑 1.2 pct。

图 19: 黄金珠宝行业费用率略有提升

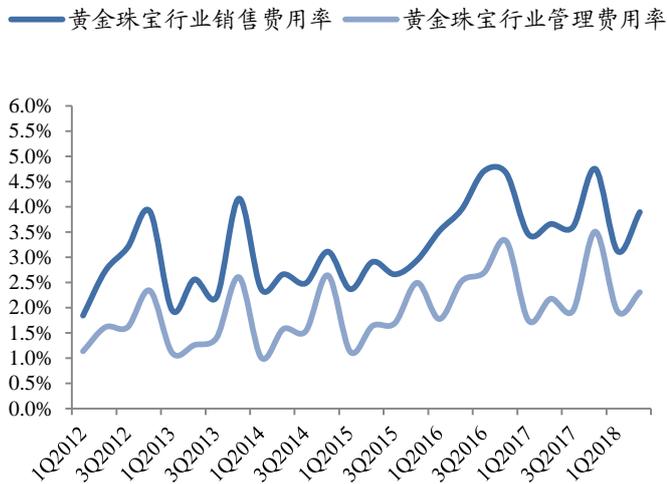
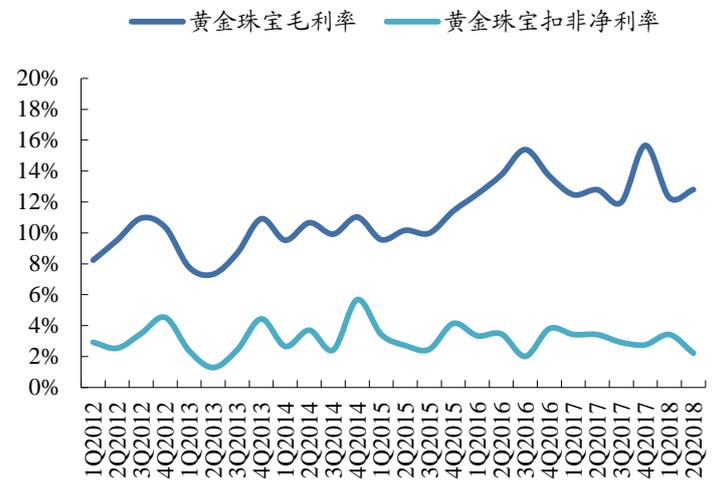


图 20: 黄金珠宝行业费用率提升导致扣非净利率下滑



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

莱绅通灵: 2018H1 实现收入 9.79 亿元, 同比增 0.03%, 净利润 1.75 亿元, 同比下降 8.36%。其中, Q2 收入增速 5.51%, 较 Q1 转正, 营销增加致 Q2 利润下滑。公司 2018 年开始加快莱绅通灵品牌升级, 换门头、收折扣均对销售有所影响, Q2 同店下滑已经开始收窄。下半年继续关注公司加盟开店、影视营销成效, 长期公司定位国内高端珠宝品牌战略坚定前行。**周大生:** 2018H1 实现收入 21.24 亿元, 同比增长 26.98%, 归母净利润 3.53 亿元, 同比增长 33.92%。公司 2018 年开店大幅加快, 单店效益提升, 业绩超市场预期。公司镶嵌钻石、素金产品新颖简洁, 高性价比产品顺应三四线渠道下沉, 渠道、产品竞争优势有望继续强化。二股东北极光投资减持近半, 市场对可选消费悲观预期也基本反应, 随着公司业绩向好预期强化, 估值有望逐渐回升。

表 5: 黄金珠宝行业上市公司 2018H1 财务指标明细

		营业收入	扣非后净	毛利率	毛利率变	扣非净利	扣非净利率	期间费	期间费用率	扣非后	扣非 ROE
		YOY	利 YOY	(%)	动 (Pct)	率(%)	变动 (Pct)	用率	变动 (Pct)	ROE	变动(Pct)
		(%)	(%)					(%)		(%)	
002574.SZ	明牌珠宝	27.06	-63.11	8.26	-2.67	0.70	-1.70	5.77	-2.37	0.53	-0.93
600086.SH	东方金钰	-45.16	-83.32	19.24	5.40	1.50	-3.42	16.41	7.05	1.04	-5.44
600612.SH	老凤祥	10.30	13.60	7.78	0.06	2.49	0.07	3.02	0.04	10.58	0.23
600655.SH	豫园股份	7.67	-16.76	14.24	0.30	2.17	-0.64	11.46	1.29	1.94	-0.45
002345.SZ	潮宏基	3.70	-0.32	39.54	0.66	9.41	-0.38	27.86	1.25	4.42	-1.16
603900.SH	莱绅通灵	0.03	-13.06	55.28	0.13	16.17	-2.43	31.20	3.10	6.81	-1.88
002731.SZ	萃华珠宝	-0.75	1.05	9.89	-0.13	3.07	0.05	6.66	1.40	3.28	-0.09
002867.SZ	周大生	26.98	28.02	34.58	0.40	15.77	0.13	13.88	0.34	9.79	-1.43
002740.SZ	爱迪尔	12.70	-23.70	14.62	6.95	2.31	-1.10	10.93	2.75	1.60	-0.57

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.5. 电商: 高增长业绩不断被验证

苏宁易购智慧零售引领全渠道高成长。2018H1 实现收入 1106.78 亿元, 同比+32.16%; 全渠道 GMV1512.39 亿元, 同比+44.55%; 归母净利润 60.02 亿元, 同比+1959.41%, 其中出售阿里股份投资收益增厚 56.01 亿元, 剔除后净利润 4.02 亿元, 同比+37.95%。Q2 单季度收入 610.58/净利 58.92 亿元, 同比+31.68%/+2662.97%。产品结构与供应链优化促使毛利率+0.49pct, IT 研发持续投入研发费用+0.08pct, 运营费用管控加强, 整体费用率-0.16pct。苏宁收入连续两季度 30%+高增长, 盈利能力提升明显, 智慧零售引领全渠道、多品类经营策略加速推进, 整体迈入新一轮高成长阶段。

跨境通业务稳健增长, 核心竞争力强化奠定发展基础。2018H1 营收 98.75 亿元/净利 5.07 亿元, 同比+77.23%/+61%, 扣除优壹电商后营收/净利分别同比+30%/+16%。Q2 单季度营收 52.53/净利 2.44 亿元, 同比+79.81%/+56.86%。跨境通业绩高增长, 环球易购现金流转正, 优壹电商加速发展, 内化升级带来经营效率改善, 核心竞争力持续强化助力跨境 B2C 龙头迎接下半年旺季, 长期良性高质量发展值得期待。

表 6: 电商行业上市公司 2018H1 财务指标明细

		营业收入	扣非后净	毛利率	毛利率变	扣非净利	扣非净利率	期间费	期间费用率	扣非后	扣非 ROE
		YOY	利 YOY	(%)	动 (Pct)	率(%)	变动 (Pct)	用率	变动 (Pct)	ROE	变动(Pct)
		(%)	(%)					(%)		(%)	
002024.SZ	苏宁易购	32.16	-116.66	14.43	0.47	0.03	0.26	12.88	-0.97	0.04	0.32
002640.SZ	跨境通	77.23	54.79	39.96	-7.91	4.80	-0.70	33.31	-6.73	7.96	0.91

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3. 零售行业基金持仓: 百货、化妆品、电商获加配

从基金公司中报持仓来看, 零售行业 2018 年 Q2 继续加配。Q2 末, 零售行业整体持仓占基金总持仓比例为 3.69%, 较 Q1 末提升了 0.54 个百分点, 同时, 比标配比例高出 0.74 个百分点, 接近历史平均的 0.88 个百分点水平。

表 7: 2018Q2 零售行业持仓显著提升, 超过标配比例再度提高

	2018Q2			2018Q1			2017Q4		
	配置比	标配比	超过标	配置比	标配比	超过标	配置比	标配比	超过标
	例(%)	例(%)	配/低配	例(%)	例(%)	配/低配	例(%)	例(%)	配/低配
农业	0.69	0.77	-0.08	0.55	0.74	-0.20	0.68	0.81	-0.13
采矿	2.08	7.79	-5.71	2.30	7.40	-5.10	2.12	7.50	-5.38
制造业	56.67	45.39	11.27	54.97	44.69	10.29	57.18	44.77	12.41
水电煤气	1.08	3.01	-1.92	1.09	2.89	-1.80	1.23	2.93	-1.70
建筑业	1.34	3.05	-1.71	1.68	3.22	-1.54	1.84	3.35	-1.51
批发零售	3.69	2.95	0.74	3.15	2.87	0.28	2.87	2.83	0.03

交运仓储	2.29	3.45	-1.16	2.10	3.53	-1.43	2.13	3.46	-1.33
住宿餐饮	0.19	0.15	0.04	0.14	0.13	0.01	0.14	0.12	0.03
信息技术	5.34	4.12	1.22	5.64	4.39	1.25	3.32	3.95	-0.63
金融业	11.19	21.52	-10.33	13.19	21.99	-8.80	15.24	22.37	-7.13
房地产业	3.60	4.04	-0.44	4.06	4.41	-0.36	3.69	4.28	-0.59
租赁商务	2.13	1.11	1.03	2.04	1.09	0.94	1.83	1.02	0.81
科研技术	0.26	0.33	-0.06	0.19	0.32	-0.13	0.14	0.29	-0.15
水利环境	0.41	0.59	-0.19	0.47	0.59	-0.12	0.69	0.73	-0.04
教育	0.05	0.03	0.02	0.07	0.03	0.04	0.07	0.03	0.04
卫生社会	1.38	0.37	1.01	1.06	0.31	0.75	0.71	0.25	0.47
文化体育	1.13	1.05	0.07	1.29	1.08	0.21	1.00	0.98	0.02
综合	0.06	0.28	-0.22	0.06	0.31	-0.25	0.07	0.34	-0.28

数据来源：Wind、国泰君安证券研究 注：统计对象为股票型基金和混合型基金，计算时剔除了被动指数型基金、增强指数型基金和偏债混合型基金，下同

分子板块看，百货、化妆品、电商备受青睐，超市行业仓位整体下降。在中档消费崛起和新零售格局变化下，百货行业基本面长周期向好，2018Q2 基金公司百货仓位显著提升，王府井成为持仓比例（基金公司持仓占流通市值比例）最高百货公司，Q2 持仓达 4.86%，较 Q1 大幅提升 2.89 个百分点；天虹股份、重庆百货紧随其后，Q2 持仓比例为 3.44%、3.21%，较 Q1 分别提高 1.31、1.64 个百分点。此外，鄂武商、兰州民百 Q2 持仓比例也较 Q1 有所提升。Q2 消费整体增速中枢下移对百货行业整体增速略有影响，但百货个股盈利改善趋势仍在持续，尤其王府井、天虹、重庆百货等行业龙头。

化妆品板块基本面加速向上，持仓比例仍有较大提升空间。Q2 化妆品成为消费品中表现最为亮眼品类，尤其国货品牌凭借电商、三四线渠道优势加速获取市场份额，无论收入、利润端均有出色表现。从 Q2 末基金公司持仓看，化妆品龙头上海家化持仓 1.30%，较 Q1 提高 0.47 个百分点，行业向好和公司自身盈利提升仍未充分体现。珀莱雅 Q2 末持仓 1.10%，较 Q1 下降 1.23 个百分点。御家汇持仓 0.94%、青岛金王持仓 1.25%，较 Q1 提高分别提高 0.38、0.07 个百分点。此外，拉芳家化 Q2 机构持仓大幅从 0 增加至 3%。

苏宁继续获加配，跨境通持仓比例下降。苏宁线上线下能力逐渐体现，2018 年开始全渠道收入增速上升至 33%+，低 PS 估值将随着收入高增长、盈利改善获得修复，Q2 机构持仓比例上升至 3.31%，提高 2.17 个百分点。随着下半年电商传统旺季来临，818、双十一等大促苏宁均有望继续高成长带动估值提升。同时，在中美贸易等大环境下，跨境通基本面尽管并不会受到影响，但在估值和情绪上有较大担忧，Q2 跨境通机构持仓为 4.82%，较 Q1 小幅下降 1.26 个百分点。

超市有所分化，永辉持仓比例已经在低位。超市经历 2017 年基本面向上和新零售催化下，整体持仓比例较高，2018 年市场对新零售业态逐渐从憧憬蜜月期回到磨合落地期，整体超市仓位有所下降，但估值合理、基本面强劲的个股继续获得青睐。超市龙头永辉，经历 2018 年 Q1 和 Q2 盈利增速下滑后，市场情绪逐渐转向，Q2 持仓比例已经下降至 1.09%，

较 Q1 大幅下降 2.57 个百分点；当前永辉总市值、估值水平均有大幅回归，并逐渐进入价值区段，静待新业态战略理顺和基本面反转。此外，步步高、中百集团等持仓比例 Q2 均有小幅下降。家家悦作为少数未参与新零售站队超市企业，2018 年凭借基本面强劲增长和较低估值，Q2 继续获得基金加配，持仓比例 5.52%，较 Q1 上升 1.48 个百分点。

珠宝整体仓位略降，莱绅通灵继续加配。珠宝板块基本面有所分化，钻石镶嵌品类扩张和三四线市场渠道下沉成为重点。周大生、老凤祥、潮宏基 Q2 机构持仓均有下降，周大生机构换仓较为活跃，Q2 持仓比例 3.58%，较 Q1 较大下降。莱绅通灵 Q1 基本面底部，Q2 有所恢复，机构持仓也由 Q1 的 12.90% 上升至 Q2 末的 15.33%。

表 8: 零售子行业重仓前十个股基金重仓持股占流通股比

百货	2018Q2	2018Q1	2017Q4	超市	2018Q2	2018Q1	2017Q4
王府井	4.86%	1.97%	0.31%	家家悦	5.52%	4.04%	1.37%
天虹股份	3.44%	2.13%	0.79%	永辉超市	1.09%	3.66%	4.52%
重庆百货	3.21%	1.57%	0.44%	步步高	0.27%	0.98%	1.33%
首商股份	2.28%	2.28%	2.99%	中百集团	0.07%	0.18%	0.19%
兰州民百	1.86%	0.11%	-	华联综超	0.10%	0.10%	0.02%
鄂武商A	1.05%	0.19%	0.19%	电商	2018Q2	2018Q1	2017Q4
合肥百货	0.82%	0.62%	1.35%	跨境通	4.82%	6.08%	5.99%
欧亚集团	0.80%	0.72%	0.48%	苏宁易购	3.31%	1.14%	1.18%
翠微股份	0.19%	0.16%	-				
北京城乡	0.46%	0.00%	-				
专业市场/连锁	2018Q2	2018Q1	2017Q4	化妆品	2018Q2	2018Q1	2017Q4
海宁皮城	0.67%	0.82%	1.79%	珀莱雅	1.10%	2.33%	-
轻纺城	0.14%	0.00%		青岛金王	1.25%	1.18%	2.01%
豫园股份	0.96%	0.12%	-	上海家化	1.30%	0.83%	0.34%
黄金珠宝	2018Q2	2018Q1	2017Q4	御家汇	0.94%	0.56%	-
周大生	3.58%	10.16%	0.55%	拉芳家化	3%	0%	-
莱绅通灵	15.33%	12.90%	14.62%				
老凤祥	3.49%	3.78%	2.46%				
潮宏基	0.00%	0.06%	-				

数据来源: Wind、国泰君安证券研究 注: 重仓比例=基金持股/流通股比例

4. 行业估值: PE、PS 和 PB 三维度看行业个股估值

从 PE、PS 和 PB 角度对零售行业标的进行排序分析，结论如下：

(1) 从 PE 估值来看，百货鄂武商 A 行业最低，2018 年 PE 6.53X。超市中百集团最低，2018 年 PE 12.19X（受土地补偿款影响）。珠宝行业，莱绅通灵 2018 年 PE 13.61X，老凤祥 2018 年 PE 13.78 X，周大生 2018 年 PE 18.57 X，珠宝整体处于低估状态；化妆品中，拉芳家化 2018 年 PE 19.90X 估值较低。

(2) 从 PS 估值来看, 百货行业银座股份估值水平较低, 2018 年 PS 估值仅 0.21X; 超市华联综超 PS 0.22X 处于行业低位, 中百集团 PS 0.29X, 均显著低于行业平均水平; 珠宝板块老凤祥 PS 0.42X 处于行业低位; 化妆品中上海家化 PS 2.59 低于行业水平。

(3) 从 PB 估值来看, 百货中北京城乡最低, 2018 年 PB 0.88X; 超市中华联综超 PB 0.97X 处于行业低位; 化妆品中拉芳家化 PB 1.99X 处于行业低位。

表 9: 从 PE 估值来看, 百货中鄂武商 A、王府井处于较低水平 (截止 2018 年 8 月 31 日)

PE 估值排名		百货		超市			专业市场专业专卖		
1	000501.SZ	鄂武商 A	6.53	000759.SZ	中百集团	12.19	600655.SH	豫园商城	10.27
2	600694.SH	大商股份	9.90	603708.SH	家家悦	26.92	600790.SH	轻纺城	11.18
3	600697.SH	欧亚集团	10.82	002697.SZ	红旗连锁	27.81	600122.SH	宏图高科	13.54
4	600859.SH	王府井	10.95	601933.SH	永辉超市	36.00	603900.SH	莱绅通灵	13.61
5	600723.SH	首商股份	11.10	600361.SH	华联综超	37.01	600612.SH	老凤祥	13.78
6	600327.SH	大东方	11.37	002251.SZ	步步高	38.77	002416.SZ	爱施德	15.47
7	600729.SH	重庆百货	13.51	601116.SH	三江购物	66.42	002345.SZ	潮宏基	16.03
8	002419.SZ	天虹股份	14.52	002264.SZ	新华都	124.71	002344.SZ	海宁皮城	17.60
9	000417.SZ	合肥百货	15.56	行业平均		46.23	000026.SZ	飞亚达A	17.71
10	603123.SH	翠微股份	18.16				002867.SZ	周大生	18.57
11	000715.SZ	中兴商业	19.08				600415.SH	小商品城	19.80
12	600827.SH	百联股份	19.34	化妆品			002024.SZ	苏宁易购	23.38
13	002277.SZ	友阿股份	19.73	002094.SZ	青岛金王	12.84	002574.SZ	明牌珠宝	23.43
14	000785.SZ	武汉中商	20.80	603630.SH	拉芳家化	19.90	000861.SZ	海印股份	24.07
15	600785.SH	新华百货	30.16	603605.SH	珀莱雅	30.65	000829.SZ	天音控股	29.61
16	600280.SH	中央商场	35.51	600315.SH	上海家化	37.02	002828.SZ	富森美	35.31
17	600858.SH	银座股份	37.81	300740.SZ	御家汇	38.38			
行业平均			17.93				27.76	18.96	

数据来源: Wind、国泰君安证券研究 注: 估值信息采用 Wind 2018E 一致预期, 剔除负值, 下同

表 10: 从 PS 估值来看, 百货中银座股份、欧亚集团, 超市中华联综超、中百集团处于低水平 (截止 2018 年 8 月 31 日)

PS 估值排名		百货		超市			专业市场专业专卖		
1	600858.SH	银座股份	0.21	600361.SH	华联综超	0.22	002416.SZ	爱施德	0.11
2	600697.SH	欧亚集团	0.22	000759.SZ	中百集团	0.29	000829.SZ	天音控股	0.21
3	600694.SH	大商股份	0.33	002336.SZ	人人乐	0.41	600891.SH	秋林集团	0.37
4	600729.SH	重庆百货	0.34	002251.SZ	步步高	0.44	000587.SZ	金洲慈航	0.37
5	600827.SH	百联股份	0.34	002264.SZ	新华都	0.75	600612.SH	老凤祥	0.42
6	600327.SH	大东方	0.36	603708.SH	家家悦	0.86	600122.SH	宏图高科	0.46
7	002187.SZ	广百股份	0.38	002697.SZ	红旗连锁	0.90	002024.SZ	苏宁易购	0.54
8	000417.SZ	合肥百货	0.38	601933.SH	永辉超市	1.14	002574.SZ	明牌珠宝	0.66
9	600723.SH	首商股份	0.43	601116.SH	三江购物	1.97	600898.SH	国美通讯	0.78
10	000501.SZ	鄂武商 A	0.43	行业平均			002731.SZ	萃华珠宝	0.84
11	000785.SZ	武汉中商	0.46				000026.SZ	飞亚达A	0.97
12	600859.SH	王府井	0.47				002740.SZ	爱迪尔	1.15

13	600785.SH	新华百货	0.52				600655.SH	豫园商城	1.54
14	603123.SH	翠微股份	0.61	化妆品			002345.SZ	潮宏基	1.72
15	000419.SZ	通程控股	0.66	002094.SZ	青岛金王	0.79	600086.SH	东方金钰	1.82
16	002419.SZ	天虹股份	0.67	600315.SH	上海家化	2.59	000861.SZ	海印股份	2.05
17	000715.SZ	中兴商业	0.70	603630.SH	拉芳家化	3.21	603900.SH	莱绅通灵	2.43
18	002277.SZ	友阿股份	0.80	300740.SZ	御家汇	3.48	600603.SH	广汇物流	3.11
19	601010.SH	文峰股份	0.80	603605.SH	珀莱雅	3.63	002344.SZ	海宁皮城	3.43
20	600861.SH	北京城乡	1.01				000061.SZ	农产品	3.58
21	600712.SH	南宁百货	1.15				002828.SZ	富森美	4.53
22	600280.SH	中央商场	1.21				600415.SH	小商品城	5.27
23	002561.SZ	徐家汇	1.70				600790.SH	轻纺城	5.48
							000882.SZ	华联股份	5.83
行业平均			0.6			2.74			2.0

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 11: 从 PB 估值来看, 百货中北京城乡、百联股份, 超市中华联综超估值较低 (截止 2018 年 8 月 31 日)

PB 估值排名		百货		超市			专业市场专业专卖		
1	600861.SH	北京城乡	0.88	600361.SH	华联综超	0.97	000587.SZ	金洲慈航	0.61
2	600858.SH	银座股份	0.91	002251.SZ	步步高	1.24	600655.SH	豫园商城	0.78
3	600827.SH	百联股份	1.01	000759.SZ	中百集团	1.28	600603.SH	广汇物流	0.81
4	000501.SZ	鄂武商A	1.01	002336.SZ	人人乐	2.04	002344.SZ	海宁皮城	0.82
5	603123.SH	翠微股份	1.03	601116.SH	三江购物	2.53	000882.SZ	华联股份	0.87
6	002187.SZ	广百股份	1.03	002697.SZ	红旗连锁	2.63	002574.SZ	明牌珠宝	0.88
7	600694.SH	大商股份	1.09	002264.SZ	新华都	3.17	600891.SH	秋林集团	0.98
8	000417.SZ	合肥百货	1.09	601933.SH	永辉超市	3.97	600122.SH	宏图高科	1.04
9	600697.SH	欧亚集团	1.11	603708.SH	家家悦	4.13	600790.SH	轻纺城	1.05
10	002277.SZ	友阿股份	1.13	行业平均			002416.SZ	爱施德	1.27
11	600723.SH	首商股份	1.15				000026.SZ	飞亚达A	1.34
12	601010.SH	文峰股份	1.19				002024.SZ	苏宁易购	1.46
13	600859.SH	王府井	1.20	化妆品			002740.SZ	爱迪尔	1.54
14	600327.SH	大东方	1.22	002094.SZ	青岛金王	1.71	002345.SZ	潮宏基	1.55
15	000419.SZ	通程控股	1.23	603630.SH	拉芳家化	1.99	000861.SZ	海印股份	1.66
16	000715.SZ	中兴商业	1.36	600315.SH	上海家化	3.45	600415.SH	小商品城	1.85
17	000785.SZ	武汉中商	1.58	603605.SH	珀莱雅	4.91	000061.SZ	农产品	1.86
18	002561.SZ	徐家汇	1.69	300740.SZ	御家汇	7.40	002731.SZ	萃华珠宝	1.90
19	600785.SH	新华百货	1.88	行业平均			603900.SH	莱绅通灵	2.01
20	600778.SH	*ST友好	1.95				000829.SZ	天音控股	3.02
21	002419.SZ	天虹股份	2.08				600612.SH	老凤祥	3.10
22	600729.SH	重庆百货	2.14				002828.SZ	富森美	3.35
23	600712.SH	南宁百货	2.59				600086.SH	东方金钰	4.19
24	600280.SH	中央商场	5.20				600898.SH	国美通讯	5.84
行业平均			1.5						3.89

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

5. 投资建议

高端消费承压，必需消费受经济增速影响较小，CPI 上行带动超市行业营收增长；中档消费崛起，国货化妆品通过线上渠道和品类扩充实现加速腾飞；电商高增长不断被验证，电商旺季来临，基本面改善+CDR 回归催化。**建议增持：1) 必需消费稳健防御，CPI 加速上行带动超市盈利向好：永辉超市、家家悦；2) 妆品穿越周期，国货品牌加快崛起：珀莱雅、上海家化、拉芳家化，受益标的御家汇；3) 电商旺季来临，高成长再验证：苏宁易购、跨境通。**四条主线布局投资机会：

- 1) **必需消费稳健防御，超市个股价值显现。**必需消费受经济增速影响较小，主要受 CPI 价格驱动，近期蔬菜价格持续上涨，叠加贸易战等推升进口农产品价格，食品类 CPI 有望向上，带动超市行业同店增速向好。新零售从憧憬蜜月期到落地痛苦期，预期调整充分，个股价值逐渐显现。**建议增持：永辉超市、家家悦等。**
- 2) **化妆品穿越周期，国货品牌相继崛起。**从美国、日本等经验来看，人均 GDP 超过 1 万美元后，化妆品行业将迎来十年以上高增长时期，且持续增长受经济波动影响较小。2018 年国货化妆品品牌进一步强化在三四线城市、线上渠道布局，有望在行业高增速时期加速腾飞。**建议增持：珀莱雅、拉芳家化、上海家化，受益标的：御家汇等。**
- 3) **电商旺季来临，基本面改善+CDR 回归催化，进入进攻季节。**苏宁持续保持 GMV40%+，收入 30%+ 增速，全渠道高成长性将得到不断印证；跨境通内生外延 Q1 净利润增长 65%，业绩逐渐验证，跨境出口龙头估值有望修复。**建议增持：苏宁易购、跨境通，美股受益标的：京东、阿里、宝尊电商等。**
- 4) **海外优质标的价值凸显。**受益标的：**零售：高鑫零售、小米集团、拼多多等；教育：枫叶教育、新高教集团、中教控股、民生教育、睿见教育等。**

表 12：重点推荐公司最新盈利预测表（股价与估值信息更新日期为 2018 年 8 月 31 日）

公司代码	公司简称	股价	EPS 本次预测			PE (倍)			目标价	评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
601933.SH	永辉超市	7.67	0.17	0.25	0.32	45.12	30.68	23.97	9.00	增持
603708.SH	家家悦	21.92	0.84	1.02	1.31	26.10	21.49	16.73	28.88	增持
603605.SH	珀莱雅	41.33	1.30	1.62	2.00	31.79	25.51	20.67	48.80	增持
600315.SH	上海家化	40.64	0.82	1.12	1.51	49.56	36.29	26.91	45.00	增持
603630.SH	拉芳家化	16.43	0.92	1.11	1.32	17.86	14.80	12.45	27.59	增持
002024.SZ	苏宁易购	12.38	0.79	0.36	0.49	15.67	34.39	25.27	17.78	增持
002640.SZ	跨境通	14.10	0.81	1.14	1.50	17.41	12.37	9.40	29.40	增持
603900.SH	莱绅通灵	14.00	1.01	1.31	1.66	13.86	10.69	8.43	25.25	增持
002867.SZ	周大生	28.18	1.62	2.05	2.56	17.40	13.75	11.01	35.70	增持
600859.SH	王府井	16.10	1.54	1.68	1.90	10.45	9.58	8.47	23.10	增持

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

6. 风险因素

1、经济增速下滑拖累消费，CPI 持续低迷

经济低迷下非必需性开支将下降；CPI 若持续下滑，终端零售环境将持续低迷，CPI 从“价”的角度对超市行业产生较大影响。

2、行业竞争加剧；

化妆品、珠宝等行业处于高度竞争状态，市场化程度较高，国外巨头纷纷进入中国市场，若公司未能准确把握市场需求或产品定位，行业竞争加剧有可能导致公司能力下降。

3、中美贸易战持续；

中美贸易摩擦氛围浓厚，恐慌情绪上升有可能会波及到以出口为主业的跨境电商企业。

4、并购整合不及预期。

零售行业仍处于整合并购阶段，如果业务融合不及预期有可能导致公司经营效率低下。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		