

# 1H18行业营收增速下行，看好龙头制霸趋势

## ——商贸零售行业 2018 半年报点评

2018 年 08 月 31 日

看好/维持

商贸零售	事件点评
------	------

### 投资摘要：

**负面冲击下，二季度起消费走弱。**2018 年上半年，社会消费品零售总额 180018 亿元，同比增长 9.4%、较上年同期下滑 1pct。一季度高景气复苏后，社零总额自 4 月份开始出现同比下滑。4 月、5 月和 6 月社零总额同比增速分别为 9.4%、8.5%和 9%，较去年同期降幅为 1.3pct、2.2pct 和 2pct。7 月零售数据持续走弱，社零同比增 8.8%、较上年同期降 1.6pct。限额以上零售企业、50 大、百大零售额数据表现出基本一致的趋势。

**行业整体营收增速放缓，盈利能力有所改善。**零售板块 1H18 营收同比增 10.45%，较去年同期降低 12.70pct。1Q/2Q 营收同比增 10.39%和 8.95%，较去年同期减少 1.22pct 和 8.56pct。1H18 归母净利和扣非归母净利分别同比增 66.59%和 11.14%，较去年同期变动 32.91pct 和 -33.63pct。1H18 毛利率和净利率分别实现 16.20%和 4.46%，同比增 1.28pct 和 1.44pct。

**百货业盈利能力改善，上半年净利小幅增长。**百货板块 1H18 营收同比增 5.01%，较去年同期减少 0.93pct。1H18 归母净利同比增 37.14%，较去年同期增加 10.01pct。1Q/2Q 归母净利分别为 43.33 亿元和 42.22 亿元，同比增速为 20.96%和 43.3%，较去年同期变动 -25.77%和 3.58%。

**超市行业持续成长，二季度扣非净利显著下滑。**1H18 超市业营收 1021.83 亿，同比增加 7.68%，较去年同期增加 4.02pct。1H18 扣非归母净利润为 20.49 亿，同比增速为 2.78%，增速较去年同期下滑 30.46pct。1Q/2Q 扣非归母净利为 15.23 亿元和 5.25 亿元，同比增速为 -18.4%和 -25.66%，较去年同期下滑 1.07pct 和 94.29pct。

**消费下行冲击下，看好行业龙头制霸趋势。**二季度以来消费的下滑，体现出终端消费者在宏观背景受到负面冲击下可选消费的选择。在经济结构性转型、中美贸易摩擦以及去杠杆、P2P 爆雷、棚改货币化退出的背景下，居民消费能力和预期的下滑导致整体消费驱动力走弱，这一趋势或将持续影响零售行业。然而，行业龙头具备较强的供应链控制力和品牌溢价、经营管理能力不断提升，在下半年有望持续提升对存量市场的影响力，并跑赢行业。

### 投资策略：

我们对下半年消费保持谨慎态度，看好行业龙头依托规模优势、供应链协同效应和品牌溢价不断增强竞争力，提升对存量市场的影响力，推荐关注：

- ◆ 百货业龙头公司持续跑赢行业，如**王府井**、**天虹股份**等；
- ◆ 未来增长确定性高、空间大，受 CPI 上行预期提振的超市龙头，如**永辉超市**、**家家悦**等；
- ◆ 区域强消费力持续驱动的**重庆百货**、**利群股份**等；
- ◆ 符合国内化妆品消费趋势的国货美妆公司如**珀莱雅**等。

**风险提示：**居民消费持续承压、大盘下行风险等。

### 分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 研究助理：宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116110028

### 细分行业

### 评级

零售	看好	维持
贸易	看好	维持
百货	看好	维持
超市	看好	维持
连锁	看好	维持

### 行业基本资料

### 占比%

股票家数	98	2.75%
重点公司家数	-	
行业市值	8888.24 亿元	1.67%
流通市值	8670.66 亿元	1.82%
行业平均市盈率	17.77	
市场平均市盈率	14.64	

### 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目录

1. 负面因素冲击下，二季度消费走弱 .....	4
2. 行业收入增速放缓，经营能力稳步提升 .....	5
2.1 收入同比增速放缓，扣非净利持续下滑 .....	5
2.2 行业下行期，盈利情况有所改善 .....	6
3. 百货业：盈利能力改善，上半年净利小幅增长 .....	8
3.1 收入增速小幅下滑，归母净利稳定增长 .....	8
3.2 盈利能力改善，毛利率不断提升 .....	9
4. 超市业：行业持续成长，营收增速稳步提升 .....	10
4.1 收入增速持续提升，扣非净利显著下降 .....	10
4.2 行业毛利率持续上行，盈利向好趋势不改 .....	11
5. 投资策略 .....	13

## 表格目录

表 1:限额以上零售企业零售额季度同比（分品类） .....	5
--------------------------------	---

## 插图目录

图 1:社会零售总额当月值（亿）及当月同比（%） .....	4
图 2:限上企业零售总额当月值（亿元）及当月同比（%） .....	4
图 3:全国百家大型零售企业零售额：当月同比（%） .....	4
图 4:全国 50 家重点大型零售企业零售额：当月同比（%） .....	4
图 5: 商贸零售行业营业收入（亿）及同比增速（%） .....	6
图 6:商贸零售行业归母净利润（亿）及同比增速（%） .....	6
图 7: 商贸零售行业扣非归母净利（亿）及同比增速（%） .....	6
图 8: 商贸零售行业销售毛利率 .....	7
图 9: 商贸零售行业期间费用率 .....	7
图 10:零售行业销售净利率（%） .....	7
图 11:零售行业净资产收益率（%） .....	7
图 16:百货行业营业收入（亿）及同比增速（%） .....	8
图 17:百货行业归母净利润（亿）及同比增速（%） .....	8
图 18:百货行业扣非归母净利（亿）及同比增速（%） .....	8
图 19:百货行业销售毛利率（%） .....	9
图 20:百货行业期间费用率（%） .....	9
图 22:百货行业 ROE（摊薄）（%） .....	10
图 23: 百货行业销售净利率（%） .....	10

图 25:超市行业营业收入及同比增速.....	10
图 26:超市行业归母净利润(亿)及同比增速(%) .....	11
图 27:超市行业扣非归母净利(亿)及同比增速(%) .....	11
图 28:超市行业销售毛利率(%) .....	12
图 29:超市行业期间费用率(%) .....	12
图 31:超市行业 ROE(%) .....	12
图 32:超市行业销售净利率(%) .....	12

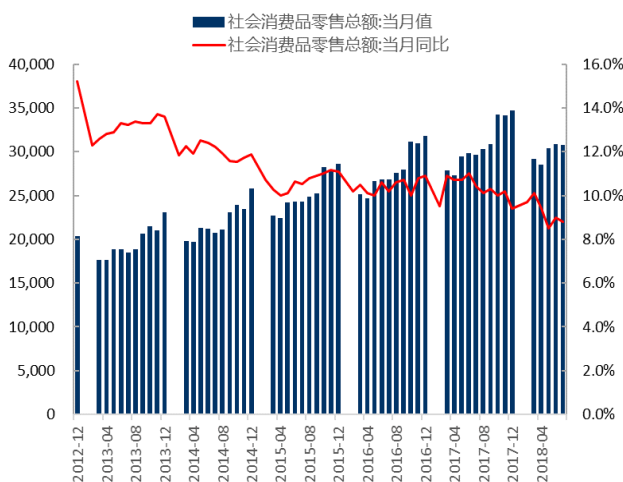
## 1. 负面因素冲击下，二季度消费走弱

**自 2Q18 消费数据持续走弱。**2018 年上半年，社会消费品零售总额 180018 亿元，同比增长 9.4%、较上年同期下滑 1pct。一季度高景气复苏后，社零总额自 4 月份开始出现同比下滑。4 月、5 月和 6 月社零总额同比增速分别为 9.4%、8.5%和 9%，较去年同期降幅为 1.3pct、2.2pct 和 2pct。7 月零售数据持续走弱，社零同比增 8.8%、较上年同期降 1.6pct。

**限额以上零售企业、50 大、百大零售额数据表现出基本一致的趋势。**2018 上半年限额以上企业商品零售总额同比增长 9.3%，增速较去年同期放缓 2.1pct。其中 4 月、5 月和 6 月份同比增速分别较去年同期回落 1.4pct、3.7pct 和 3.7pct。全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 1.7%，增速较去年同期放缓 1.4 个百分点。其中，4、5 月份均为负增长，6 月零售额同比增长 2.1%，增速有所回升，较去年同期多增 2.3pct。

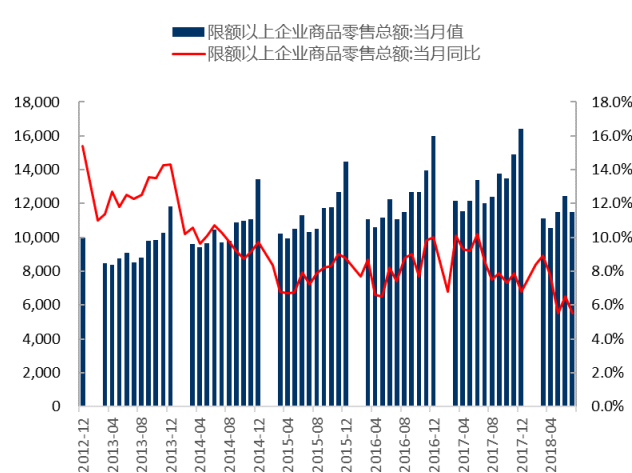
**消费下行冲击下，看好行业龙头制霸趋势。**二季度以来消费的下滑，体现出终端消费者在宏观背景受到负面冲击下可选消费的选择。在经济结构性转型、中美贸易摩擦以及去杠杆、P2P 爆雷、棚改货币化退出的背景下，居民消费能力和预期的下滑导致整体消费驱动力走弱，这一趋势或将持续影响零售行业。然而，行业龙头具备较强的供应链控制力和品牌溢价、经营管理能力不断提升，在下半年有望持续提升对存量市场的影响力，并跑赢行业。

图 1:社会零售总额当月值 (亿) 及当月同比 (%)



资料来源：WIND、东兴证券研究所

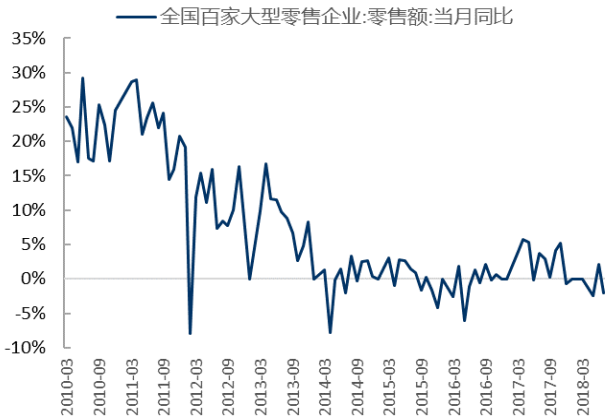
图 2:限上企业零售总额当月值 (亿元) 及当月同比 (%)



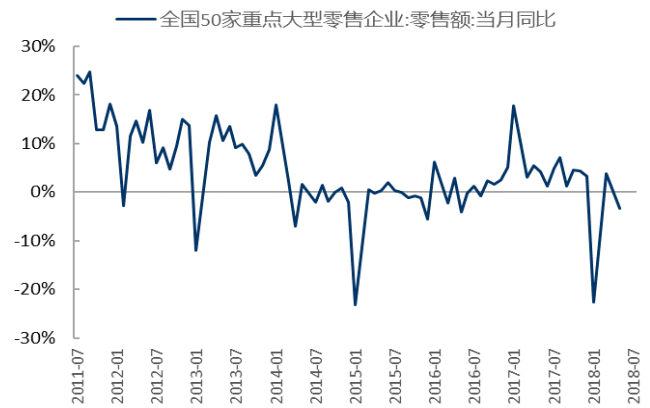
资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 3:全国百家大型零售企业零售额：当月同比 (%)

图 4:全国 50 家重点大型零售企业零售额：当月同比 (%)



资料来源：WIND、东兴证券研究所



资料来源：WIND、东兴证券研究所

化妆品表现亮眼，驱动百货业增长。细分品类中，上半年化妆品累计同比增长 14.2%，较上年同期加快 2.9pct，高于社零总额增速。化妆品销售额同比增速自 2017 年 5 月以来连续 13 个月保持在 10% 以上，品类的高增长持续带动百货业复苏。

**表 1:限额以上零售企业零售额季度同比（分品类）**

单位 (%)	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
粮油食品饮料	50.00	49.20	22.90	35.17	31.20	27.00	22.10	36.50	25.70	24.90	20.20	28.10
服装鞋帽纺织品	25.30	25.60	12.30	20.90	20.20	20.20	11.00	25.30	23.20	29.90	24.90	27.70
化妆品	25.70	25.60	20.60	21.40	22.50	23.10	19.30	37.60	40.80	51.30	35.20	36.90
金银珠宝	38.10	20.00	-10.80	4.20	-2.40	10.00	15.40	23.40	14.30	7.30	23.40	20.50
日用品	30.70	40.45	22.50	37.20	32.90	34.10	16.30	27.90	21.90	20.70	27.00	38.10
家用电器	33.30	38.60	13.90	22.10	27.20	31.80	18.00	37.10	28.30	22.50	24.60	28.60
中西药品	46.10	38.80	32.50	34.80	33.20	32.20	22.00	40.20	39.00	36.40	21.00	24.70
文化办公用品	50.40	46.20	13.30	32.30	31.30	43.40	30.60	25.20	21.00	28.60	11.70	29.90
家具	51.20	43.40	32.30	45.60	33.40	29.70	25.60	42.20	39.20	34.40	19.40	31.70
通讯器材	101.00	52.67	36.60	34.00	26.80	29.60	22.30	26.50	23.90	49.40	12.30	39.10
汽车	10.40	24.16	17.70	23.20	35.40	36.20	7.60	23.60	23.90	13.30	13.20	-4.50

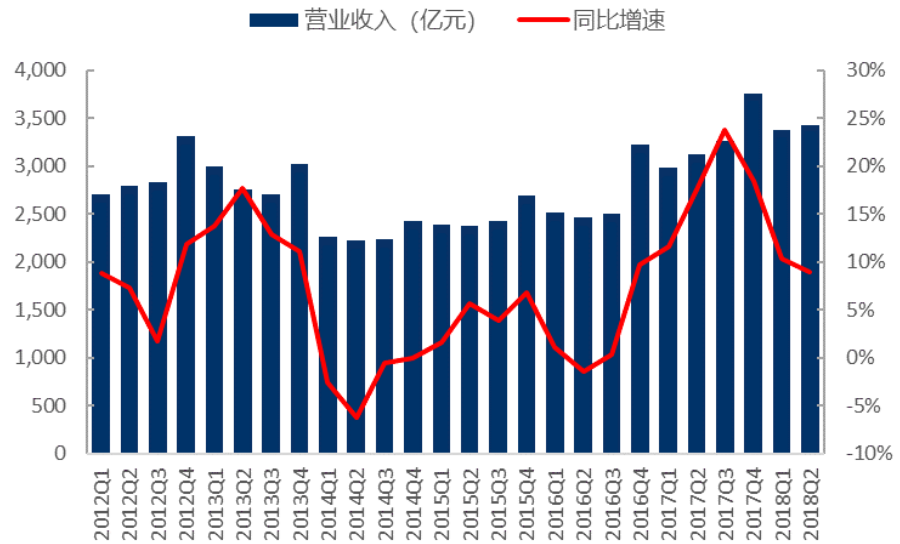
资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 2. 行业收入增速放缓，经营能力稳步提升

### 2.1 收入同比增速放缓，扣非净利持续下滑

CS 商贸零售板块 1H18 营收为 6,769.87 亿，同比增 9.60%，较去年同期降低 12.7pct。1Q/2Q 营收分别为 3,374.61 亿和 3,421.00 亿，同比增 10.39% 和 8.95%，较去年同期减少 1.22pct 和 8.56pct。

图 5：商贸零售行业营业收入（亿）及同比增速（%）

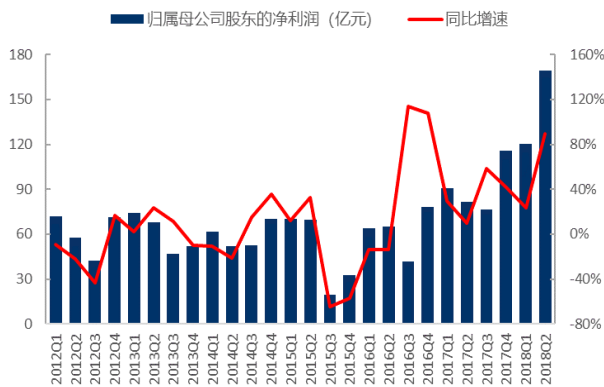


资料来源：WIND、东兴证券研究所

行业扣非净利持续下滑。零售行业 1H18 归母净利润为 287.68 亿，同比增 66.59%，较去年同期增 32.91pct。1Q/2Q 归母净利分别为 120.37 亿元和 169.17 亿元，同比增速分别为 32.59%和 107.63%，较去年同期增-9.65pct 和 82.52pct。

1H18 扣非归母净利为 145.31 亿，同比增 11.14%，增速较去年同期下滑 33.63pct。1Q/2Q 扣非归母净利分别为 95.15 亿元和 50.16 亿元，同比增速分别为 34.89% 和 -16.68%，较去年同期下滑 24.24pct 和 47.62pct。

图 6：商贸零售行业归母净利润（亿）及同比增速（%）



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 7：商贸零售行业扣非归母净利（亿）及同比增速（%）

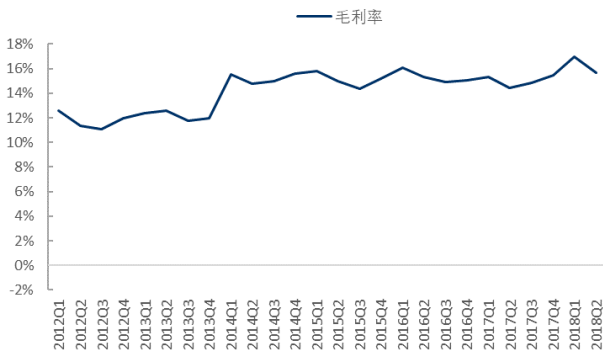


资料来源：WIND、东兴证券研究所

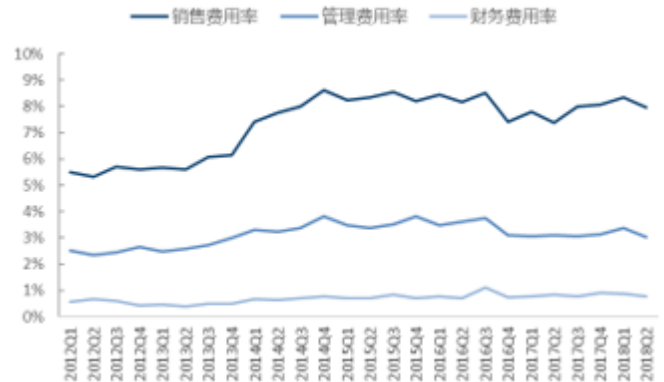
## 2.2 行业下行期，盈利情况有所改善

行业毛利延续稳步提升的趋势。1H18 零售行业的毛利率实现 16.20%，同比增 1.28pct。1Q/2Q 毛利率分别为 17.00%和 15.69%，同比增 1.65pct 和 1.24pct。

二季度费用端有所改善。1H18 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 8.06%、3.17%和 0.83%，同比增 0.47pct、0.08pct 和 0.03pct。1Q18 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 8.34%、3.38%和 0.89%，同比增 0.56pct、0.29 pct 和 0.14 pct；2Q18 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.96%、3.02%和 0.77%，同比变动 0.58pct、-0.07pct 和 0.06pct。

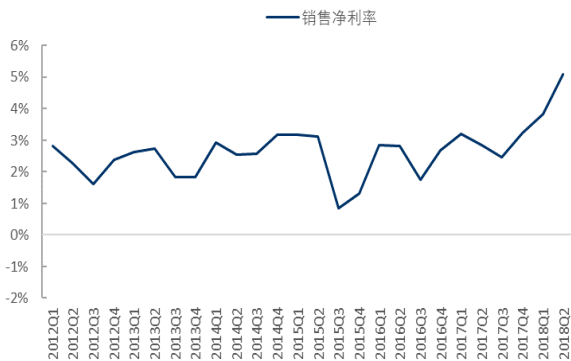
**图 8: 商贸零售行业销售毛利率**


资料来源：WIND、东兴证券研究所

**图 9: 商贸零售行业期间费用率**


资料来源：WIND、东兴证券研究所

销售净利率维持上升趋势。1H18 商贸零售行业销售净利率 4.46%，较去年同期增加 1.44pct。1Q/2Q 销售净利率分别为 3.84%和 5.10%，较去年同期增加 0.62pct 和 2.26pct。1H18 的净资产收益率为 5.12%，较去年同期增 1.65pct。1Q/2Q 净资产收益率分别 2.13%和 3.01%，较去年同期增 0.25pct 和 1.38pct。

**图 10: 零售行业销售净利率 (%)**


资料来源：WIND、东兴证券研究所

**图 11: 零售行业净资产收益率 (%)**

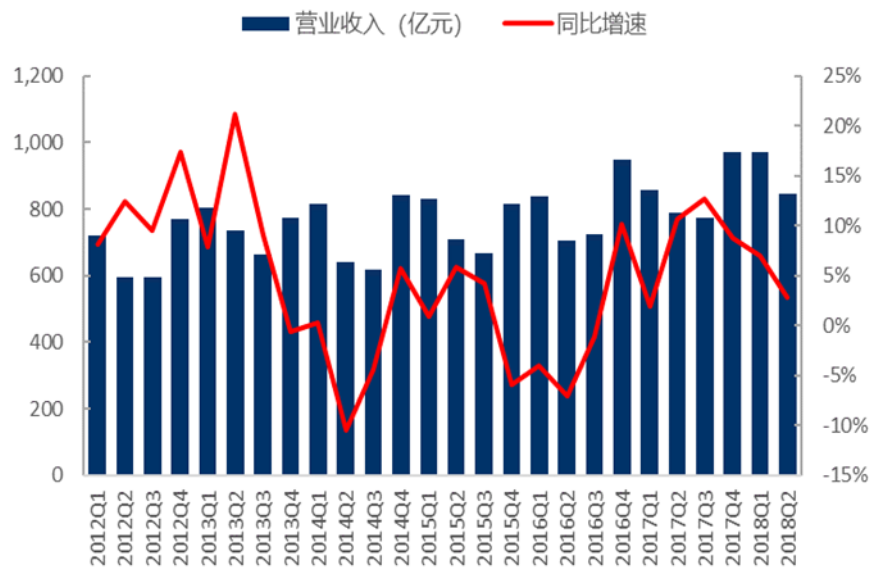

资料来源：WIND、东兴证券研究所

### 3. 百货业：盈利能力改善，上半年净利小幅增长

#### 3.1 收入增速小幅下滑，归母净利稳定增长

二季度百货业收入增速放缓。CS 百货板块 1H18 营收 1817.04 亿，同比增 5.01%，较去年同期减少 0.93pct。1Q/2Q 营收分别为 970.42 亿元和 846.21 亿元，同比增 7.05%/2.77%，较去年同期分别变动 5.06pct 和-7.86pct。

图 12:百货行业营业收入（亿）及同比增速（%）



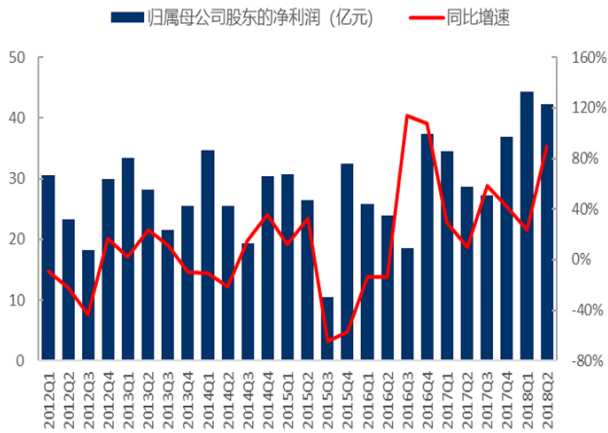
资料来源：WIND、东兴证券研究所

上半年净利稳定增长。百货行业 1H18 归母净利润为 86.55 亿，同比增速为 37.14%，增速较去年同期增加 10.01pct。1Q/2Q 归母净利分别为 43.33 亿元和 42.22 亿元，同比增速为 20.96%和 43.3%，较去年同期变动-25.77%和 3.58%。

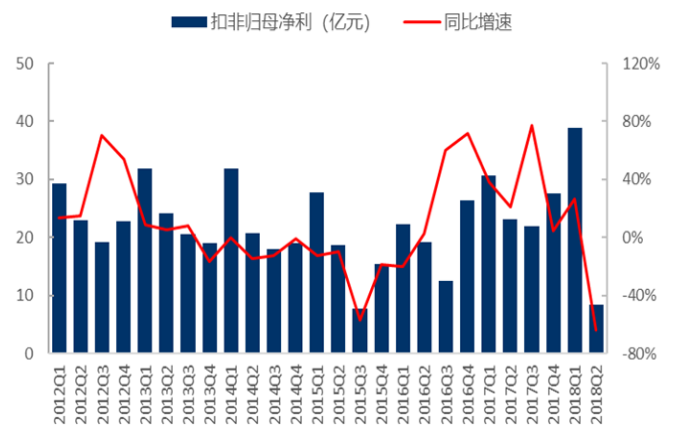
1H18 扣非归母净利润为 47.18 亿，同比增速为-12.24%，增速较去年同期下滑 42.56pct。1Q/2Q 扣非归母净利为 38.8 亿元和 8.38 亿元，同比增速为 26.32%和 -63.84%，较去年同期下滑 11.75pct 和 84.72pct。

图 13:百货行业归母利润（亿）及同比增速（%）

图 14:百货行业扣非归母净利（亿）及同比增速（%）



资料来源：WIND、东兴证券研究所

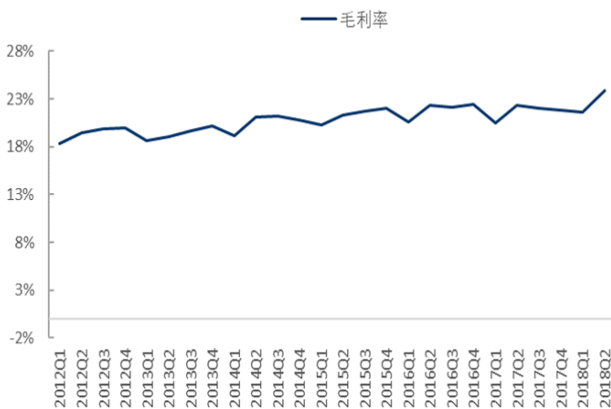


资料来源：WIND、东兴证券研究所

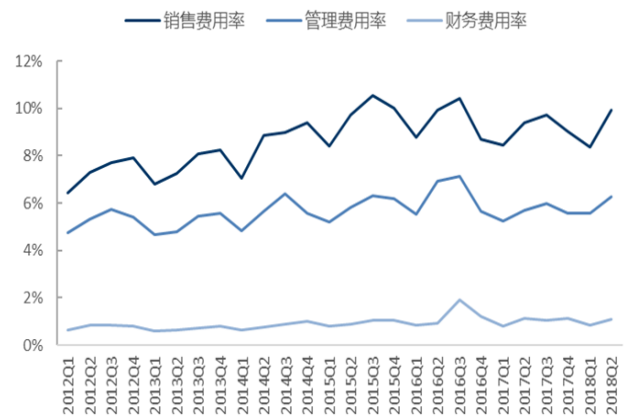
### 3.2 盈利能力改善，毛利率不断提升

百货业毛利率持续提升，费用率小幅上行。1H18 百货业的销售毛利率为 22.7%，同比增 1.33pct。1Q/2Q 毛利率分别为 21.66% 和 23.91%，较去年同期增加 1.14pct 和 1.6pct。

1H18 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 9.08%、5.91% 和 0.96%，同比增 0.17pct、0.44pct 和 0.01pct。1Q/2Q 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 8.35%/9.91%、5.58%/6.28%、0.86%/1.09%，较去年同期变化 -0.1pct/0.52pct、0.34pct/0.58pct、0.05pct/-0.03pct。

**图 15: 百货行业销售毛利率 (%)**


资料来源：WIND、东兴证券研究所

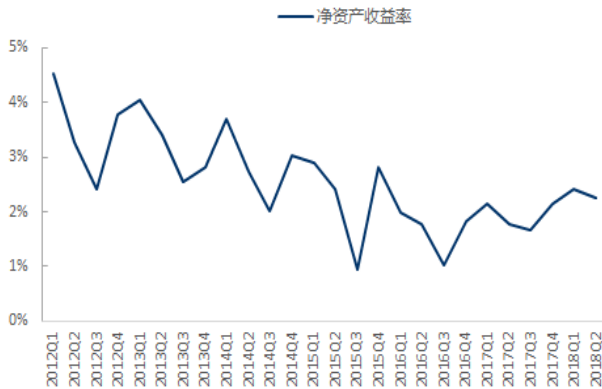
**图 16: 百货行业期间费用率 (%)**


资料来源：WIND、东兴证券研究所

销售净利率维持上升趋势。1H18 百货业销售净利率 4.56%，较去年同期增加 0.99pct。1Q/2Q 净利率分别为 4.94%/5.44%，较去年同期增加 0.7pct/1.54pct。1H18 百货业

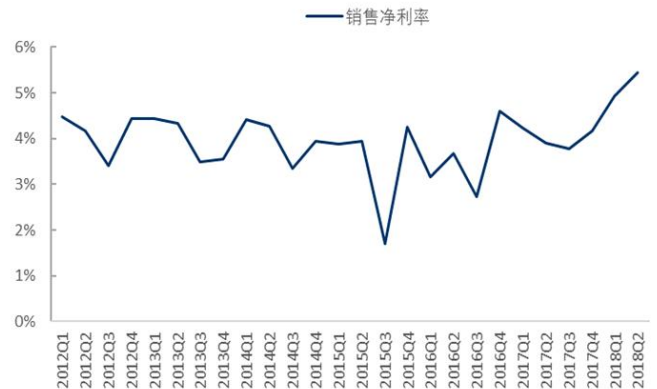
的 ROE（摊薄）为 4.6%，较去年同期增加 0.7pct。1Q/2Q 的 ROE（摊薄）分别为 2.41%/2.25%，较去年同期增加 0.27pct/0.48pct。

图 17:百货行业 ROE（摊薄）（%）



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 18: 百货行业销售净利率（%）



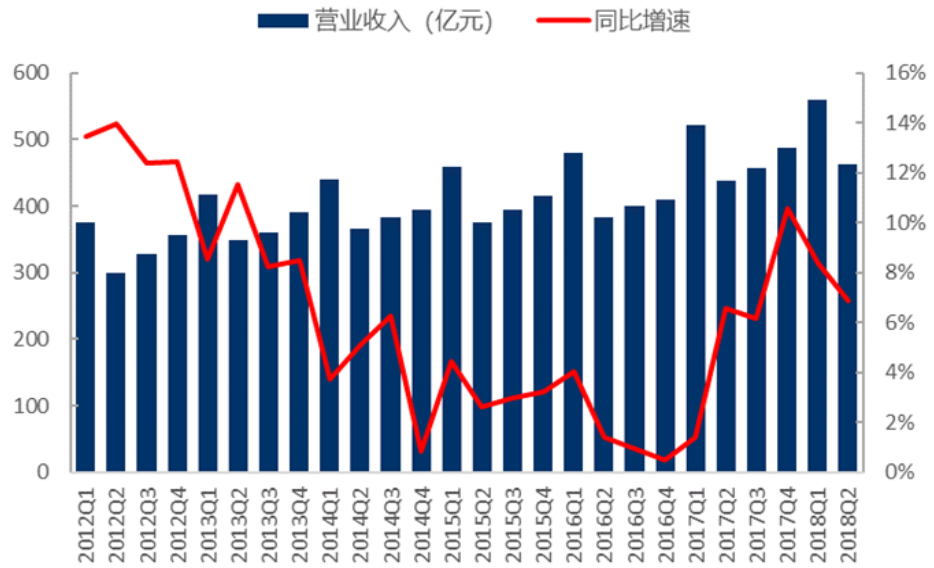
资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 4. 超市业：行业持续成长，营收增速稳步提升

### 4.1 收入增速持续提升，扣非净利显著下降

超市行业营收增速稳步提升。1H18 超市业营收 1021.83 亿，同比增加 7.68%，较去年同期增加 4.02pct。1Q/2Q 营收分别为 558.96 亿元和 462.86 亿元，同比增 8.36%/6.87%，较去年同期增加 6.97pct/0.32pct。

图 19:超市行业营业收入及同比增速

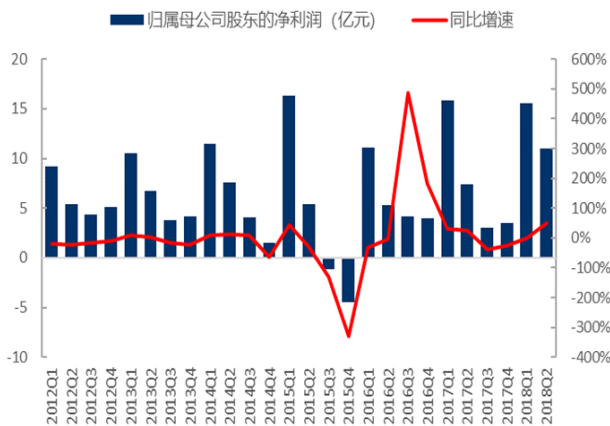


资料来源：WIND、东兴证券研究所

扣非后归母净利润显著下滑。超市行业 1H18 归母净利润为 26.58 亿，同比增速为 14.36%，增速较去年同期下滑 27.31pct。1Q/2Q 归母净利润分别为 15.57 亿元和 11.01 亿元，同比增速为-1.61%/50.59%，较去年同期变动-33.76%和 24.83%。

1H18 扣非归母净利润为 20.49 亿，同比增速为 2.78%，增速较去年同期下滑 30.46pct。1Q/2Q 扣非归母净利润为 15.23 亿元和 5.25 亿元，同比增速为-18.4%和-25.66%，较去年同期下滑 1.07pct 和 94.29pct。

图 20:超市行业归母净利润（亿）及同比增速（%）



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 21:超市行业扣非归母净利润（亿）及同比增速（%）



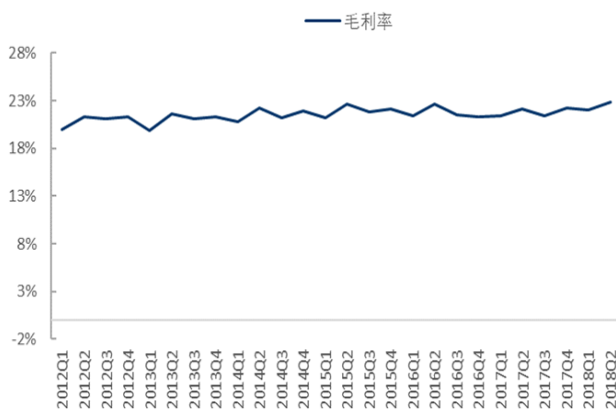
资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 4.2 行业毛利率持续上行，盈利向好趋势不改

毛利率上行，三费均小幅提升。1H18 超市业的毛利率为 22.44%，同比增 0.71pct。1Q/2Q 毛利率分别为 22.08%/22.87%，较去年同期增加 0.65pct 和 0.78pct。

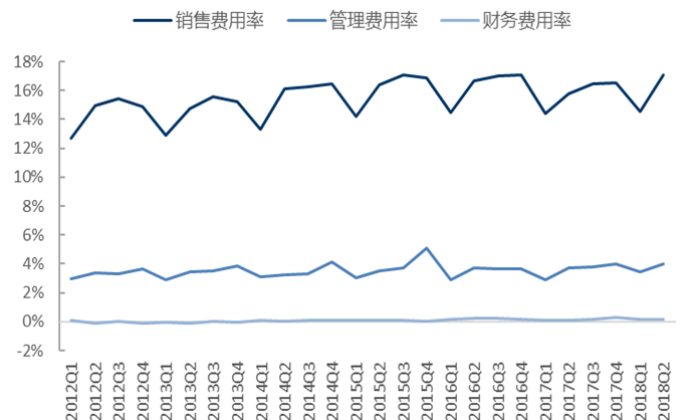
1H18 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 15.7%、3.69%和 0.16%，同比增 0.7pct、0.4pct 和 0.05pct。1Q/2Q 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 14.57%/17.06%、3.43%/4%、0.16%/0.16%，同比增 0.19pct/1.27pct、0.51pct/0.28pct、0.04pct/0.06pct。

图 22:超市行业销售毛利率 (%)



资料来源：WIND、东兴证券研究所

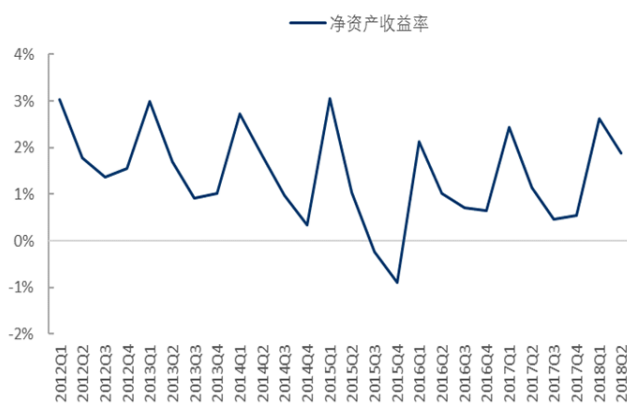
图 23:超市行业期间费用率 (%)



资料来源：WIND、东兴证券研究所

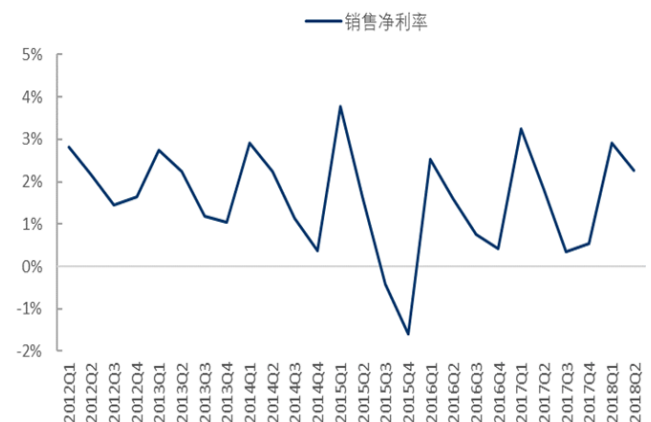
盈利向好趋势不改。1H18 超市业录取销售净利率 2.62%，较去年同期增加 0.03pct。1Q/2Q 净利率分别为 2.9%/2.27%，较去年同期增加-0.34pct/0.47pct。1H18 超市业的 ROE（摊薄）为 4.56%，较去年同期增加 0.94pct。1Q/2Q 的 ROE（摊薄）分别为 2.61%/1.89%，较去年同期增加 0.18pct/0.74pct。

图 24:超市行业 ROE (%)



敬请参阅报告结尾处的免责声明

图 25:超市行业销售净利率 (%)



东方财富 兴盛之源

资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 5. 投资策略

我们对下半年消费保持谨慎态度，看好行业龙头依托规模优势、供应链协同效应和品牌溢价不断增强竞争力，提升对存量市场的影响力，推荐关注：

- 1、百货业龙头公司持续跑赢行业，如**王府井**、**天虹股份**等；
- 2、未来增长确定性高、空间大，受CPI上行预期提振的超市龙头，如**永辉超市**、**家家悦**等；
- 3、区域强消费力持续驱动的**重庆百货**、**利群股份**等；
- 4、符合国内化妆品消费趋势的国货美妆公司如**珀莱雅**等。

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016 年加入东兴证券研究所，从事策略及零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。