

## 零售业行业

2018-9-2

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

# 2018 年中报综述： 收入增速放缓，估值底部精选优质龙头

## 报告要点

### ■ 一周核心观点

2018Q2 以来终端需求开始呈现增长疲态，零售板块中的渠道类企业 2018Q2 增速也呈现出整体放缓：2018Q1、Q2 百货行业收入增速分别为：5.45%、-1.38%，超市行业收入增速分别为：13.19%、10.36%，单二季度收入增速均环比有所收窄，超市行业由于复制扩张性相对较强且加速展店，收入增速仍在高位，而百货行业对终端需求变化的敏感性更高、收入的降速更为显著。从业绩端来看，超市行业单二季度由于处于扩张和业态探索期，业绩增长阶段性承压，值得关注的是，得益于较强的控费能力，百货业绩增长具备一定的韧性、上半年仍保持了双位数的业绩增速。而从品牌端数据来看，黄金珠宝和化妆品为相对而言景气度较高的两个细分子行业，叠加资本红利和渠道拓展，大部分上市公司收入增长亮眼：周大生、老凤祥 2018Q2 收入增速分别为 36.26%、12.03%，环比 2018Q1 显著改善；珀莱雅、御家汇和拉芳日化二季度均录得大幅优于一季度的收入增长。估值层面来看，零售行业整体 PE (TTM) 为 17 倍，逐步回落至 2005 年以来的较低水平，超市行业为 33 倍，百货行业为 17 倍，其估值消化更为充分。我们判断，在存量市场份额争夺中，零售企业的经营将逐步分化，具备较强行业整合能力、内部管理效率的龙头企业有望提升市场集中度、以强费用管控力强化业绩增长，持续推荐：苏宁、天虹、永辉和家家悦。

### ■ 一周行情走势

**市场表现概况：**本周商贸零售指数上涨 0.39%，上周上涨 0.91%，本周该指数跑赢沪深 300 指数 0.12 个百分点。百货下跌 0.12%，超市上涨 1.70%，专业连锁上涨 1.03%。**本周零售股涨幅前五：**南宁百货 (11.09%) /老凤祥 (10.97%) /津劝业 (10.73%) /周大生 (8.38%) /欧亚集团 (5.00%)；**本周零售股涨幅后五：**吉峰农机 (-8.13%) /珀莱雅 (-7.75%) /金一文化 (-7.05%) /银座股份 (-6.76%) /金州慈航 (-6.14%)。

### ■ 一周重点资讯

淘宝心选正式进驻欧尚超市；《中华人民共和国电子商务法》获通过。

### ■ 一周重点公告

中报营收/归属净利增速：苏宁易购 (32.16%，1959.41%)；爱婴室 (15.52%，46.04%)；周大生 (26.98%，33.92%)；美凯龙 (25.69%，48.57%)。

**风险提示：** 1. 经济增速出现大幅度下滑，促消费政策方向发生偏移；  
2. 企业转型进度不达预期。

分析师 **李锦**

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 **陈亮**

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 **罗祎**

☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

分析师 **刘亚舟**

☎ (8627) 65799539

✉ liuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020003

### 相关研究

《从寿光菜价上涨看超市行业长短期机会》  
2018-8-27

《信用收缩下如何把握零售行业投资机会》  
2018-8-22

《如何看苏宁 818?》2018-8-20

## 目录

本周核心观点 .....	4
终端需求增速下移，细分行业蕴含景气 .....	4
收入增速开始下行，龙头企业望显优势 .....	6
超市：加速展店时期，收入提速业绩承压 .....	7
百货：收入增速收窄，控费能力良好 .....	9
珠宝：行业相对景气，二季度迎增速改善 .....	11
化妆品：收入增长亮眼，盈利有所分化 .....	13
悲观预期逐步透支，估值回至历史底部 .....	14
一周行情走势 .....	16
下周大事提醒 .....	18

## 图表目录

图 1：社会消费品零售总额当月同比 (%) .....	4
图 2：50 家大型企业零售额增速 (%) .....	4
图 3：百家大型企业零售额增速 (%) .....	5
图 4：CPI 和 CPI 食品分项当月同比 (%) .....	5
图 5：实物商品网上零售额累计同比增速 (%) .....	5
图 6：实物商品网上零售额累计同比增速分品类 (%) .....	5
图 7：5000 家重点企业分业态零售额增速 .....	5
图 8：2018 年以来月度 5000 家重点企业分业态零售额增速 .....	5
图 9：限额以上食品饮料、服装和日用品增速 .....	6
图 10：限额以上家电、化妆品和金银珠宝增速 .....	6
图 11：2016 年以来社零月度同比增速 (%) .....	6
图 12：2017 年 1-7 月、2017 年全年、2018 年 1-7 月分品类增速 (%) .....	6
图 13：主要超市企业同店增速和 CPI 食品分项增速 .....	7
图 14：超市行业年度营业收入及增速 .....	7
图 15：超市行业单季度营业收入及增速 .....	8
图 16：超市行业单季度毛利率水平 .....	8
图 17：超市行业单季度销售费用率和管理费用率 .....	8
图 18：超市行业半年度人工费用率和租金费用率 .....	8
图 19：超市行业年度扣非净利率 .....	9
图 20：超市行业季度扣非净利率 .....	9
图 21：超市行业年度扣非净利润增速 .....	9
图 22：超市行业季度扣非净利润增速 .....	9
图 23：主要百货企业同店增速 .....	10
图 24：百货行业年度营业收入及增速 .....	10

图 25: 百货行业单季度营业收入及增速 .....	10
图 26: 百货行业单季度毛利率水平 .....	10
图 27: 百货行业单季度销售费用率和管理费用率 .....	10
图 28: 百货行业半年度人工费用率和租金费用率 .....	10
图 29: 百货行业年度扣非净利率 .....	11
图 30: 百货行业季度扣非净利率 .....	11
图 31: 百货行业年度扣非净利润增速 .....	11
图 32: 百货行业季度扣非净利润增速 .....	11
图 33: 主要黄金珠宝企业年度营收增速 .....	12
图 34: 主要黄金珠宝企业季度营收增速 .....	12
图 35: 主要黄金珠宝企业年度存货周转天数 .....	12
图 36: 主要黄金珠宝企业季度存货周转天数 .....	12
图 37: 主要黄金珠宝企业年度毛利率 .....	12
图 38: 主要黄金珠宝企业季度毛利率 .....	12
图 39: 主要黄金珠宝企业年度扣非净利润增速 .....	13
图 40: 主要黄金珠宝企业季度扣非净利润增速 .....	13
图 41: 主要化妆品企业年度营收增速 .....	13
图 42: 主要化妆品企业季度营收增速 .....	13
图 43: 主要化妆品企业年度存货周转天数 .....	13
图 44: 主要化妆品企业季度存货周转天数 .....	13
图 45: 主要化妆品企业年度毛利率 .....	14
图 46: 主要化妆品企业季度毛利率 .....	14
图 47: 主要化妆品企业年度扣非净利润增速 .....	14
图 48: 主要化妆品企业季度扣非净利润增速 .....	14
图 49: 2005 年以来中信零售行业 PE (TTM) 剔除负值估值 .....	15
图 50: 2005 年以来中信零售行业 PS (TTM) 估值 .....	15
图 51: 零售子行业代表性公司 2018-2020 年市场一致预期净利增速 .....	15
图 52: 零售子行业代表性公司估值和 PEG 情况 .....	15
图 53: 苏宁易购单季度 GMV 增速与同业对比情况 .....	15
图 54: 苏宁易购对应当年 PS 估值情况 .....	15
图 55: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%) .....	16
图 56: 本季度至今中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅 (%) .....	16
图 57: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%) .....	17
图 58: 本年度至今中信一级行业指数涨跌幅 (%) .....	17

## 本周核心观点

2018Q2 以来终端需求开始呈现增长疲态，零售板块中的渠道类企业 2018Q2 增速也呈现出整体放缓：2018Q1、Q2 百货行业收入增速分别为：5.45%、-1.38%，超市行业收入增速分别为：13.19%、10.36%，单二季度收入增速均环比有所收窄，超市行业由于复制扩张性相对较强且加速展店，收入增速仍在高位，而百货行业对终端需求变化的敏感性更高、收入的降速更为显著。从业绩端来看，超市行业单二季度由于处于扩张和业态探索期，业绩增长阶段性承压，值得关注的是，得益于较强的控费能力，百货业绩增长具备一定的韧性、上半年仍保持了双位数的业绩增速。而从品牌端数据来看，黄金珠宝和化妆品为相对而言景气度较高的两个细分子行业，叠加资本红利和渠道拓展，大部分上市公司收入增长亮眼：周大生、老凤祥 2018Q2 收入增速分别为 36.26%、12.03%，环比 2018Q1 显著改善；珀莱雅、御家汇和拉芳家化二季度均录得大幅优于一季度的收入增长。估值层面来看，零售行业整体 PE (TTM) 为 17 倍，逐步回落至 2005 年以来的较低水平，超市行业为 33 倍，百货行业为 17 倍，其估值消化更为充分。我们判断，在存量市场份额争夺中，零售企业的经营将逐步分化，具备较强行业整合能力、内部管理效率的龙头企业有望提升市场集中度、以强费用管控制强化业绩增长，持续推荐：苏宁、天虹、永辉和家家悦。

## 终端需求增速下移，细分行业蕴含景气

受占比较大的汽车品类影响，今年上半年社零增速中枢有所下移。2018 年上半年，社零总额累计同比增长 9.4%，相较 2017 年全年 10.2% 的增速水平有所回落，其中，单二季度社零总额同比增长 9%，相较一季度回落 0.8 个百分点（扣除汽车类商品，按相同口径计算，二季度增速比一季度加快 0.2 个百分点）；2018 年 7 月，社零增速为 8.8%，相较今年上半年进一步降速。50 家和百家重点企业销售额增速来看，今年二季度以来，增速下行趋势亦较为明显，7 月份 50 家和百家重点企业增速均录得负增长。

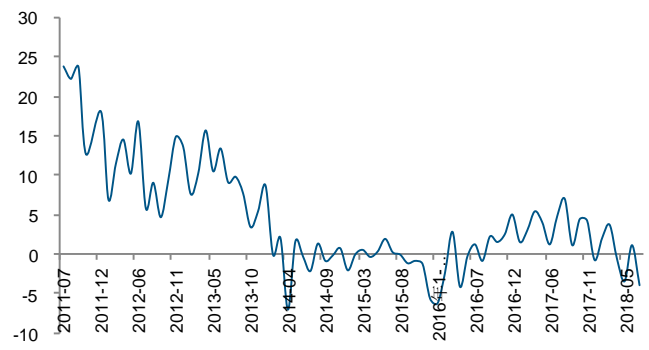
商品价格来看，2018 年以来，CPI 中枢有所抬升，上半年稳定在 2% 附近，7 月 CPI 增速为 2.1%；食品价格扭转了 2017 年以来的负增长态势，上半年 CPI 食品分项涨幅为 1.2%，单 7 月为 1.1%。

图 1：社会消费品零售总额当月同比 (%)

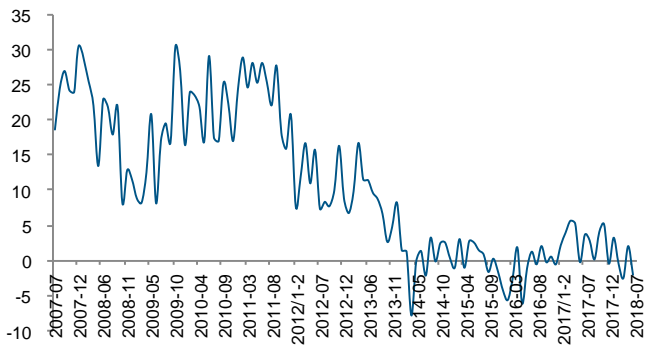


资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 2：50 家大型企业零售额增速 (%)

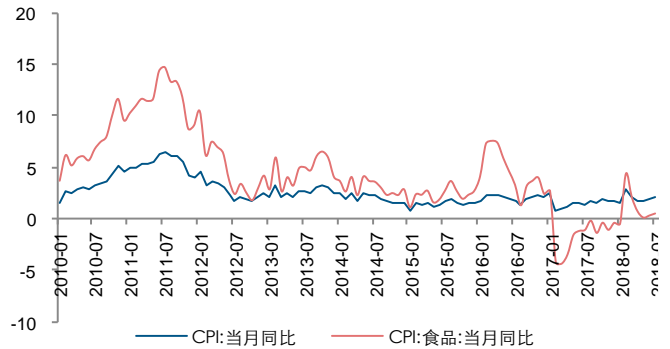


资料来源：Wind, 长江证券研究所

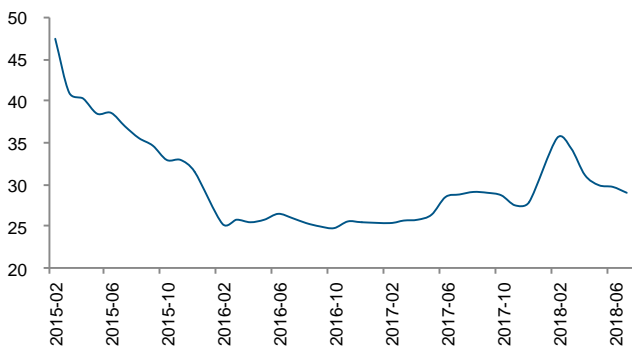
**图 3：百家大型企业零售额增速（%）**


资料来源：Wind,长江证券研究所

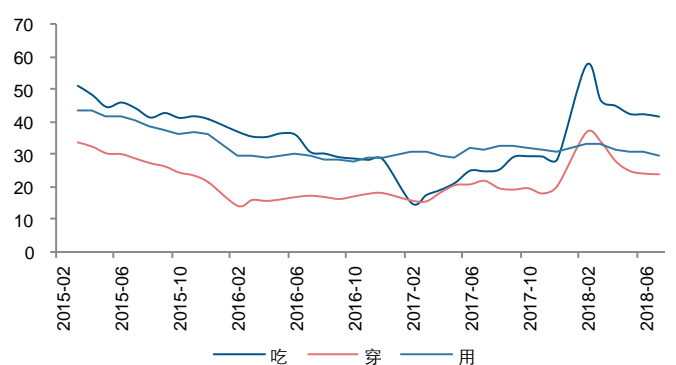
分渠道看，随社零增速回落，包括网购在内的各零售渠道增速均有所回落，其中，电商和便利店两个渠道仍维持相对较高的增速。1-7 月，实物商品网上零售额增速为 29.1%，而 2017 年全年为 28%，整体增速中枢企稳，但二季度相较一季度而言降速较为明显；分品类来看，食品品类增速大幅优于网购整体，反映稳定网购增速的引擎，或为电商对以食品为代表的快消品的进一步渗透。实体业态来看，5000 家重点分业态零售额增速中，百货、超市业态增速有所回落但 6-7 月基本企稳，便利店业态逆势增长，维持较高景气度。

**图 4：CPI 和 CPI 食品分项当月同比（%）**


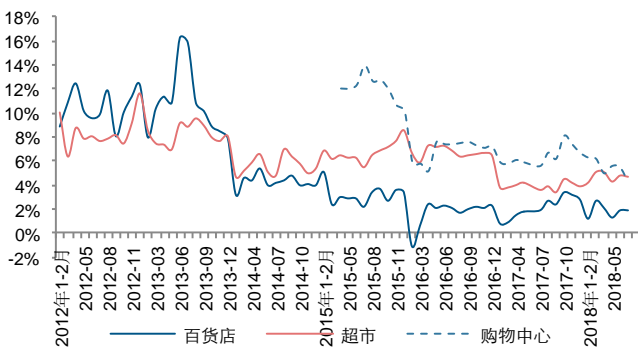
资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 5：实物商品网上零售额累计同比增速（%）**


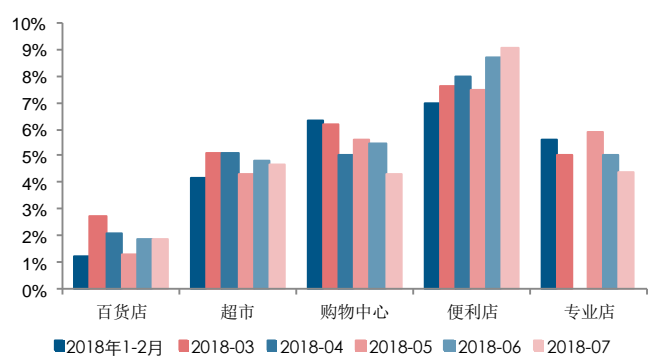
资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 6：实物商品网上零售额累计同比增速分品类（%）**


资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 7：5000 家重点企业分业态零售额增速**


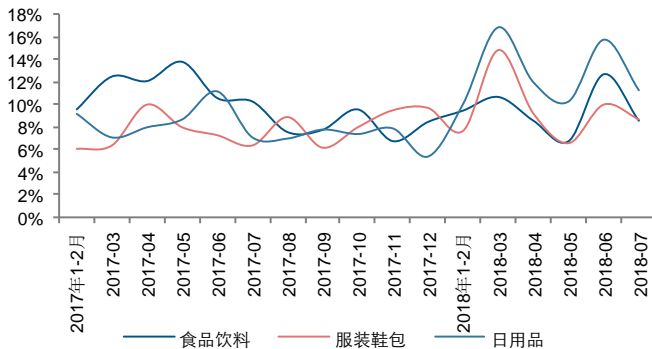
资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 8：2018 年以来月度 5000 家重点企业分业态零售额增速**


资料来源：Wind,长江证券研究所

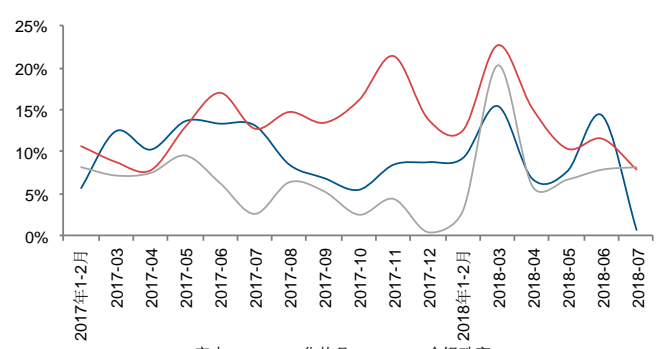
分品类来看，限额以上各品类增速在7月份均有所回落，仅黄金珠宝品类增速企稳。在各细分品类4-5月增速下行、6月回升的趋势中，7月份大部分消费品类增速再度回落，其中，家电品类增速回落更为显著。然从趋势来看，食品、服装、化妆品、日用、珠宝等品类1-7月累计增速均相较2017年全年为企稳或提升态势，而与地产景气度相关的额家电、家具、建材等品类较2017年全年景气度有所下行，此外，在社零中权重较大的汽车今年以来增速收窄明显，对整体社零增速拖累较大。

图 9：限额以上食品饮料、服装和日用品增速



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 10：限额以上家电、化妆品和金银珠宝增速

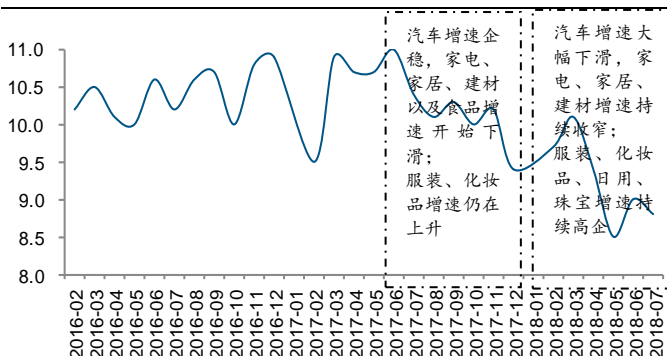


资料来源：Wind,长江证券研究所

总的来说，细致复盘2016年以来终端需求的变化情况，可以发现，社零中枢的下移是从2017年下半年开始，品类增速来看，2017年下半年率先增速下行的是地产产业链相关的家电、家具和装潢材料，三个品类2017年全年的增速显著弱于2017年1-7月，反映2017年下半年增速有所拖累；而社零中枢在2018年以来的再度下行，边际上则主要受到了汽车增速的大幅下滑影响，期间家电、家具和装潢材料三个品类增速持续下移。

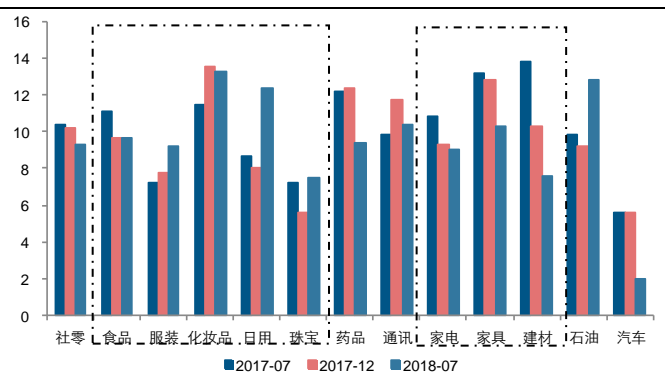
如果不考虑今年以来因为季节错位等原因造成的月度波动，以区间整体累计增速衡量各品类的景气度，可以发现，可选消费中的服装、化妆品品类依旧维持较高的景气度，日用、珠宝两个品类较2017年增速改善较大，食品品类增速相较2017年全年而言基本企稳。

图 11：2016 年以来社零月度同比增速 (%)



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 12：2017 年 1-7 月、2017 年全年、2018 年 1-7 月分品类增速 (%)



资料来源：Wind,长江证券研究所

## 收入增速开始下行，龙头企业望显优势

表 1：本文综述子行业样本库选择

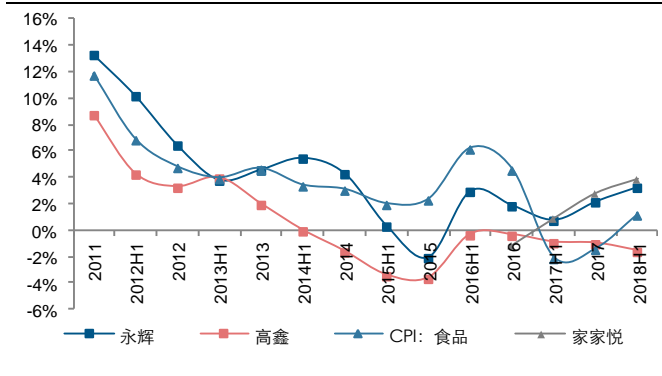
百货行业	超市行业	黄金珠宝	化妆品
鄂武商 A	中百集团	老凤祥	上海家化
天虹股份	步步高	周大生	珀莱雅
合肥百货	新华都	莱绅通灵	御家汇
友阿股份	人人乐		拉芳家化
欧亚集团	红旗连锁		
大商股份	永辉超市		
首商股份	三江购物		
银座股份			
杭州解百			
新华百货			
文峰股份			
友好集团			
广百股份			
武汉中商			
重庆百货			
中央商场			

资料来源：长江证券研究所（剔除历史数据不足 5 年的上市年份较短的标的，剔除发生过重大资产重组导致前后年份不可比的标的，剔除主业已发生重大变化不符合行业分类标准的标的）

## 超市：加速展店时期，收入提速业绩承压

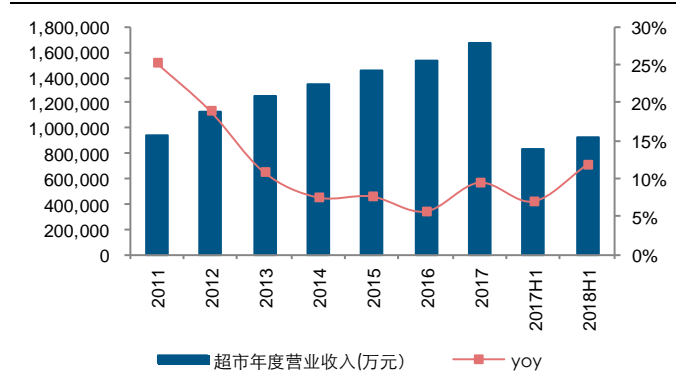
**食品价格改善促同店企稳回升，叠加展店加速，2018H1 超市收入增长提速。** 受益于食品价格改善以及上市公司自身业态调整优化，以永辉超市、家家悦为代表的超市企业今年上半年环比 2017 年全年来看，同店录得显著优化，叠加展店速度加快，共促收入增长提速，今年上半年超市行业平均收入增速为 11.89%，延续了 2017 年以来的双位数增长态势；单季度来看，超市行业收入增速分别为：13.19%、10.36%，单二季度行业整体收入增速环比有所收窄，同比仍有一定提升，我们推测主要与部分超市企业单二季度随终端需求景气度下行、同店增速收窄有关，从样本情况来看：永辉收入增速略有收窄、步步高因去年单二季度基数较高，Q2 收入增速出现较大幅收窄所致。

图 13：主要超市企业同店增速和 CPI 食品分项增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

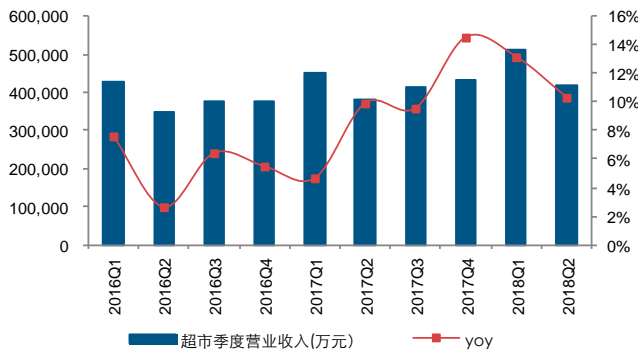
图 14：超市行业年度营业收入及增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

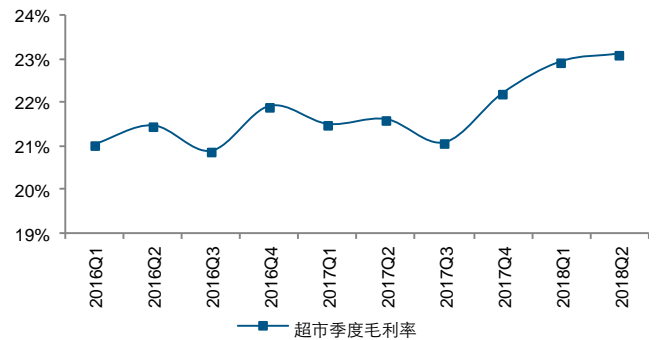
供应链效率改善叠加渠道议价力增强，促毛利率大幅优化。2018 年上半年，超市企业毛利率呈现出较大幅度提升，整体超市行业上半年毛利率平均为 23.01%，较去年同期改善 1.46 个百分点。

图 15：超市行业单季度营业收入及增速



资料来源：Wind,长江证券研究所

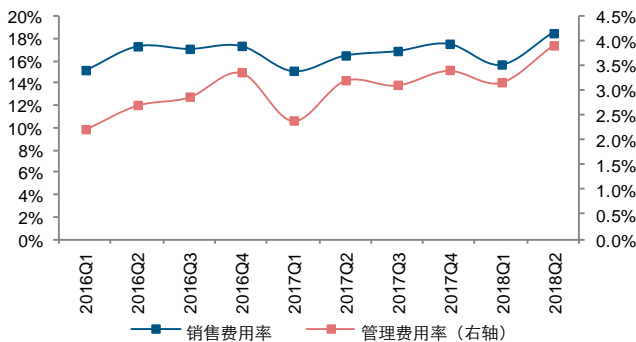
图 16：超市行业单季度毛利率水平



资料来源：Wind,长江证券研究所

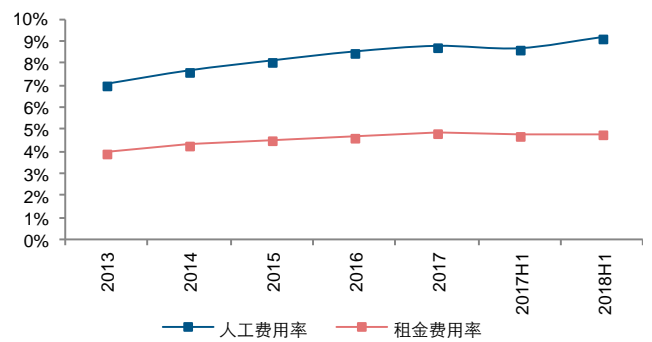
行业竞争阶段性加剧，展店加速和新业态模式探索期，造成上半年费用压力增强。由于展店加速，以及以永辉为代表的超市企业进入新业态模式探索期，且从外部环境来看，生鲜 O2O 模式加速创新和迭代，加剧了生鲜超市行业竞争，共同造成阶段性费用压力过大，今年上半年，超市企业费率提升幅度较为显著，上半年行业平均销售费用率同比提升 1.21 个百分点，管理费用率提升 0.74 个百分点，单二季度费用率上升幅度更为显著，细化到人工和租金费用率，我们发现，今年上半年，超市行业人工费用刚性上涨的压力更为显著。

图 17：超市行业单季度销售费用率和管理费用率



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 18：超市行业半年度人工费用率和租金费用率

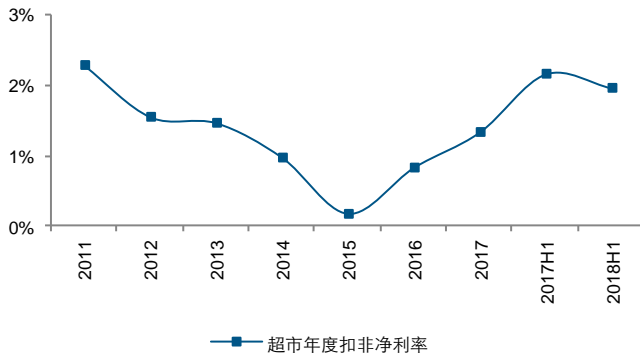


资料来源：Wind,长江证券研究所

上半年超市行业盈利能力企稳，永辉业绩承压至行业单二季度盈利能力有所下滑。

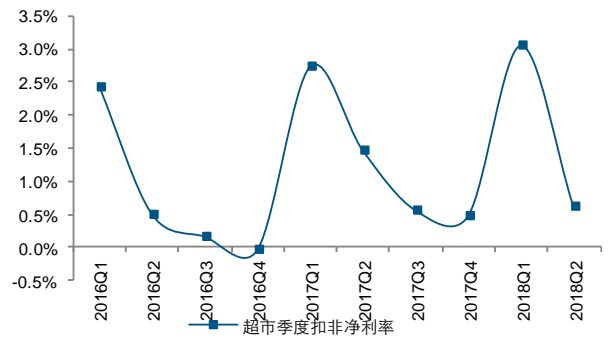
2018H1，超市行业行业平均扣非净利率为 1.96%，较 2017H1 小幅收窄，然单二季度盈利能力的环比下滑较为显著，主因永辉超市单二季度因业绩基数较低叠加承担股权激励摊销和云创亏损双重压力，扣非净利下滑较为显著，使得整体超市行业二季度盈利能力有所下行。

图 19: 超市行业年度扣非净利率



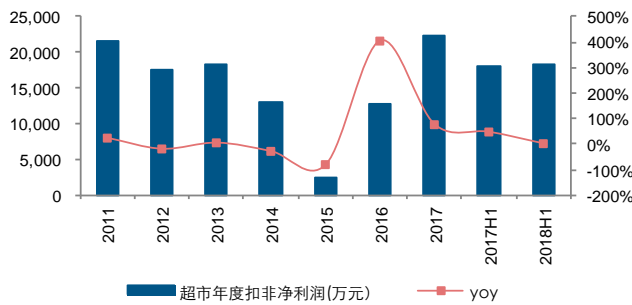
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 20: 超市行业季度扣非净利率



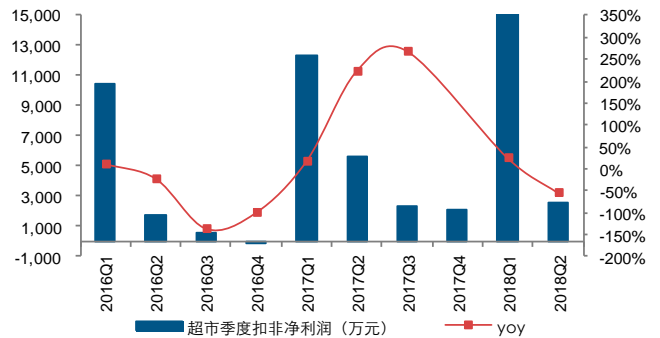
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 21: 超市行业年度扣非净利润增速



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 22: 超市行业季度扣非净利润增速



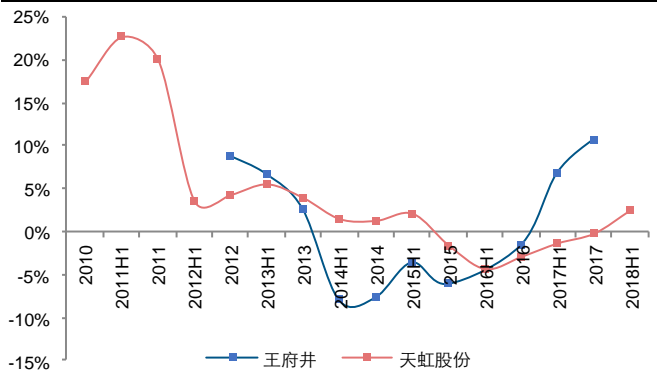
资料来源: Wind,长江证券研究所

## 百货: 收入增速收窄, 控费能力良好

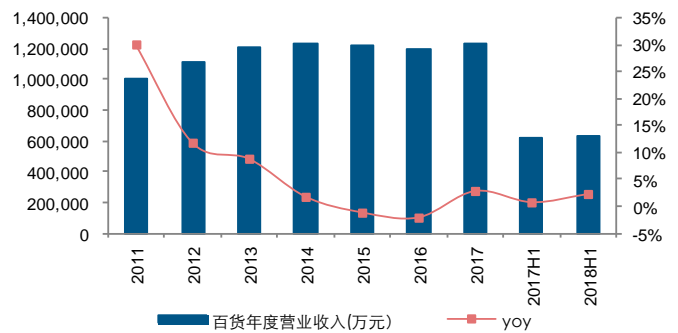
**2018H1 服装、化妆品等品类维持较高景气度叠加部分百货转型, 收入增速有所优化。**

今年上半年, 百货平均收入增速为 2.25%, 同比提升 1.55 个百分点, 相较 2017 年全年有所收窄; 单季度收入增速来看, 2018Q1、Q2 百货行业收入增速分别为: 5.45%、-1.38%, 单二季度百货行业收入增速下滑较为显著, 我们认为主要与行业层面来看, 可选消费品在单二季度特别是 4-5 月的增速下滑有关。

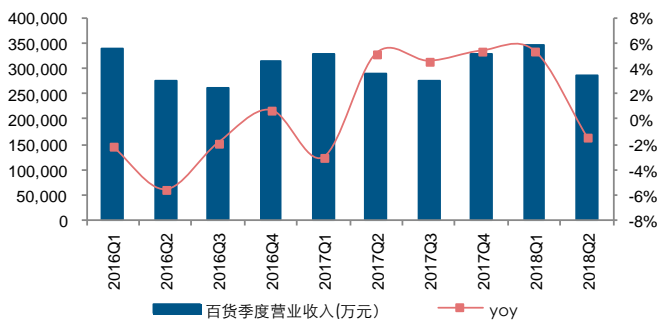
与超市行业类似, 由于渠道议价力强化, 叠加业态组合调整、租赁业态占比提升, 百货业态毛利率也获得进一步优化, 2018 年上半年, 百货行业整体毛利率为 21.87%, 同比提升 0.91 个百分点。

**图 23: 主要百货企业同店增速**


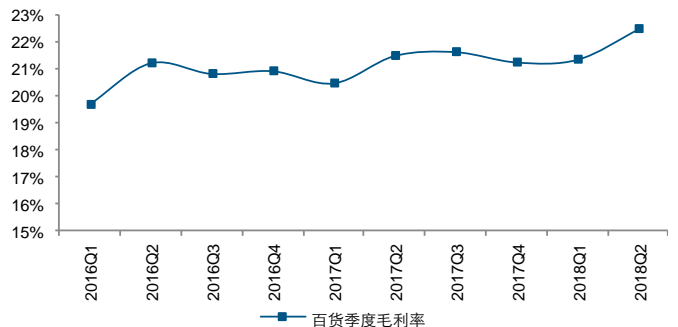
资料来源: Wind,长江证券研究所

**图 24: 百货行业年度营业收入及增速**


资料来源: Wind,长江证券研究所

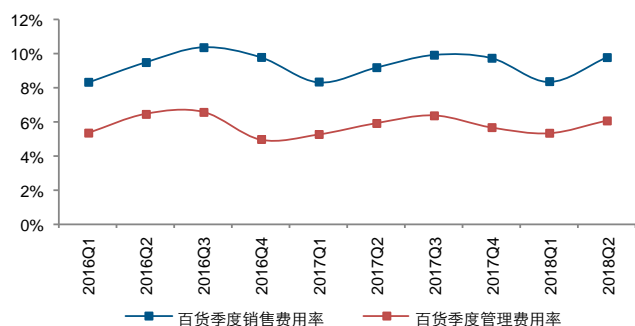
**图 25: 百货行业单季度营业收入及增速**


资料来源: Wind,长江证券研究所

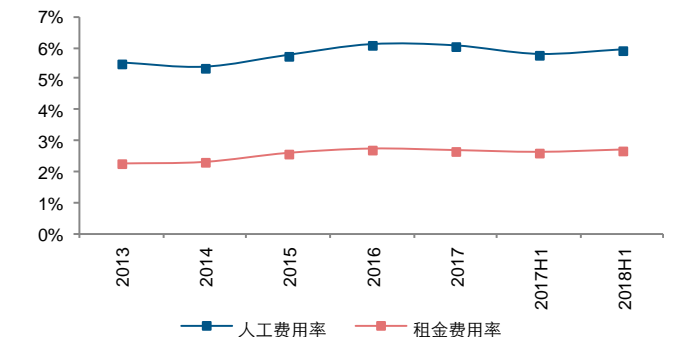
**图 26: 百货行业单季度毛利率水平**


资料来源: Wind,长江证券研究所

得益于较好的费用控制力,百货行业上半年费用率上涨幅度较小,单二季度费用涨幅有所扩大。2018H1,百货行业销售和管理费用率同比小幅提升 0.27 和 0.10 个百分点,单二季度费率涨幅有所扩大,推断或与单二季度出现同店增长放缓有关,拆分费用来看,人工和租金费率涨幅均较为平稳,体现出百货行业较好的费用控制能力。

**图 27: 百货行业单季度销售费用率和管理费用率**


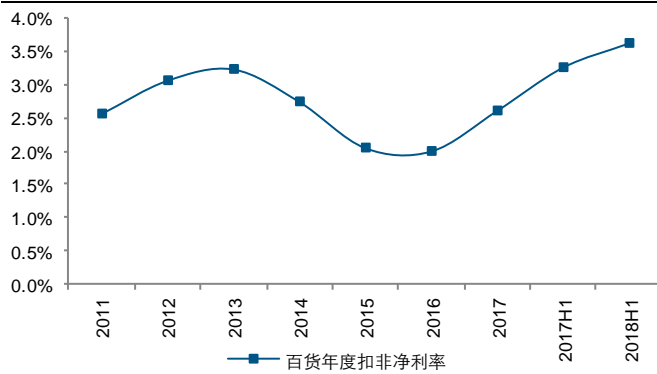
资料来源: Wind,长江证券研究所

**图 28: 百货行业半年度人工费用率和租金费用率**


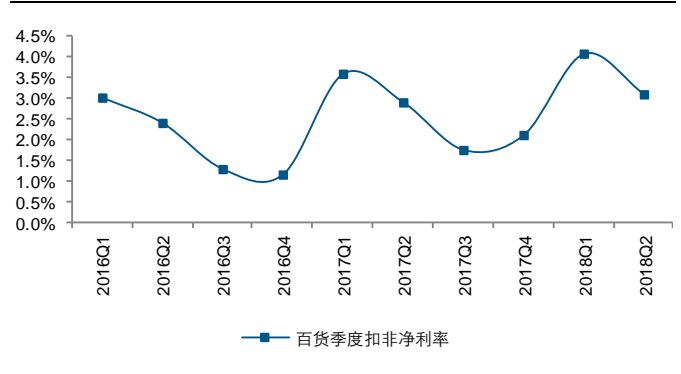
资料来源: Wind,长江证券研究所

毛利率提升叠加有效控费,上半年百货盈利能力持续改善,业绩增速有所收窄。2018H1,百货行业平均扣非净利率提升至 3.63%,分季度来看,单二季度净利率环比收窄,但同比仍为提升态势。扣非净利润增速来看,上半年百货行业扣非净利润增速平均为

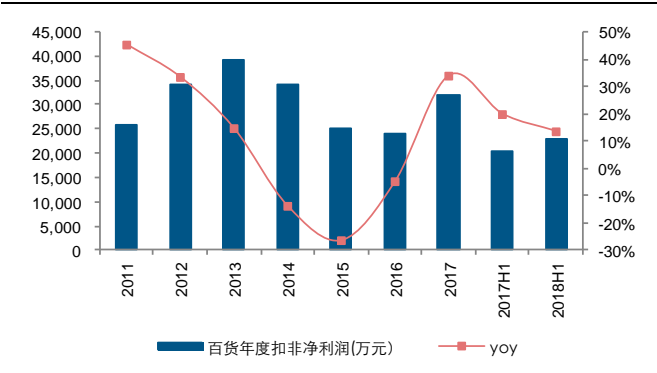
13.66%，增速同比有所收窄，但仍保持了双位数的业绩增长，单二季度扣非净利润增速收窄至 5.19%，我们认为，单二季度百货业绩增速的收窄，除了受到行业景气度的影响之外，部分也与中央商场（2017Q2 有大量地产收益致 2018Q2 业绩大幅减少）、友阿股份（去年同期收到来自长沙银行的分红以及新项目在今年产生亏损，导致 2018Q2 业绩大幅减少）等个例有关。

**图 29：百货行业年度扣非净利率**


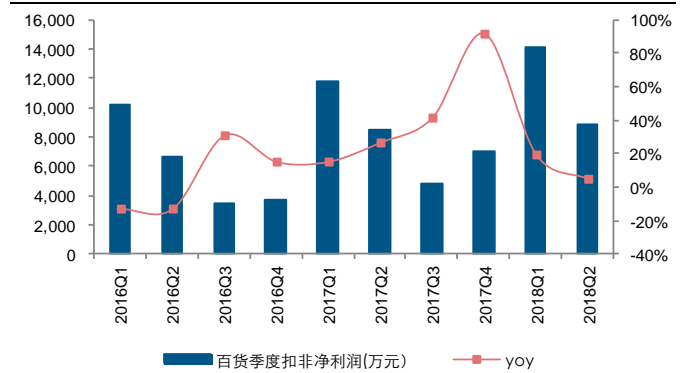
资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 30：百货行业季度扣非净利率**


资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 31：百货行业年度扣非净利润增速**


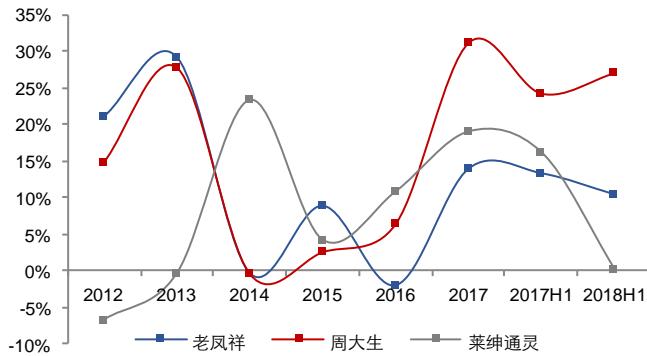
资料来源：Wind,长江证券研究所

**图 32：百货行业季度扣非净利润增速**


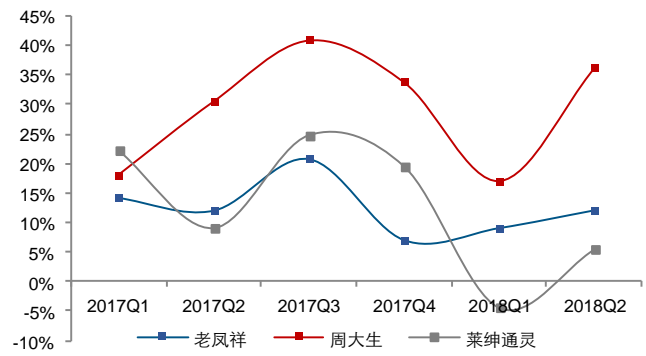
资料来源：Wind,长江证券研究所

## 珠宝：行业相对景气，二季度迎增速改善

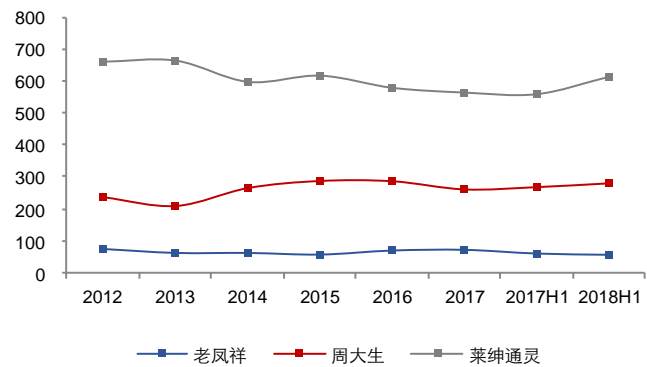
大部分黄金珠宝企业单二季度收入增长提速、周转效率企稳或优化。前述行业部分可知，黄金珠宝品类属于逆势保持增速提升的子行业，对应到企业经营层面，随行业终端需求改善、展店加速，周大生、老凤祥、莱绅通灵为代表的珠宝企业单二季度收入增速录得环比一季度显著改善：周大生、老凤祥 2018Q2 收入增速分别为 36.26%、12.03%，环比 2018Q1 显著改善。

**图 33: 主要黄金珠宝企业年度营收增速**


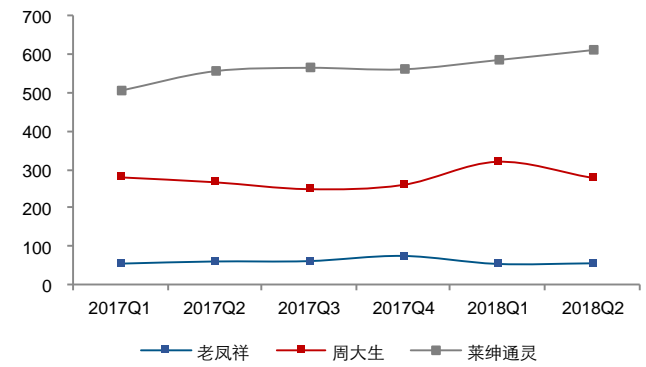
资料来源: Wind,长江证券研究所

**图 34: 主要黄金珠宝企业季度营收增速**


资料来源: Wind,长江证券研究所

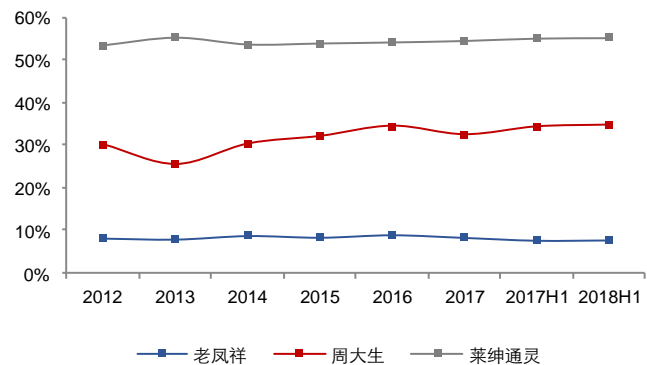
**图 35: 主要黄金珠宝企业年度存货周转天数**


资料来源: Wind,长江证券研究所

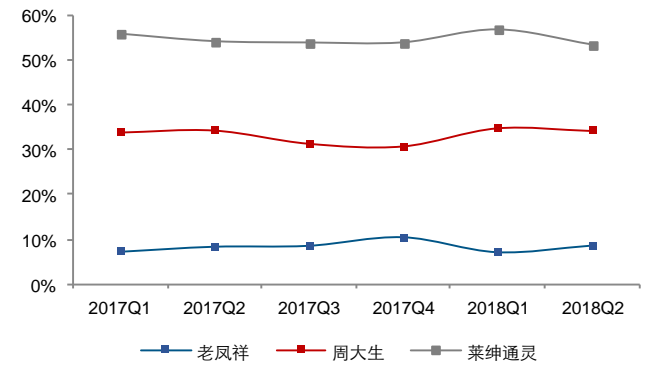
**图 36: 主要黄金珠宝企业季度存货周转天数**


资料来源: Wind,长江证券研究所

**收入增速改善, 盈利能力稳定。**品类结构和渠道结构较为稳定的前提下, 老凤祥和周大生毛利率相对较为稳定, 叠加收入端的改善, 今年上半年, 周大生录得 28.02%的较高扣非净利润增速, 同比上年同期有所加速, 老凤祥获得 13.6%的扣非净利增速, 延续了上年同期较好的利润增速水平, 相较 2017 年下半年改善明显。而莱绅通灵因品牌升级期短期因消费者重新认知形成的摩擦成本, 阶段性业绩承压。

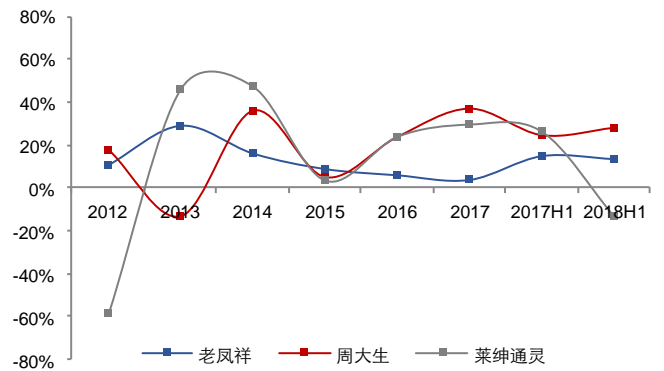
**图 37: 主要黄金珠宝企业年度毛利率**


资料来源: Wind,长江证券研究所

**图 38: 主要黄金珠宝企业季度毛利率**


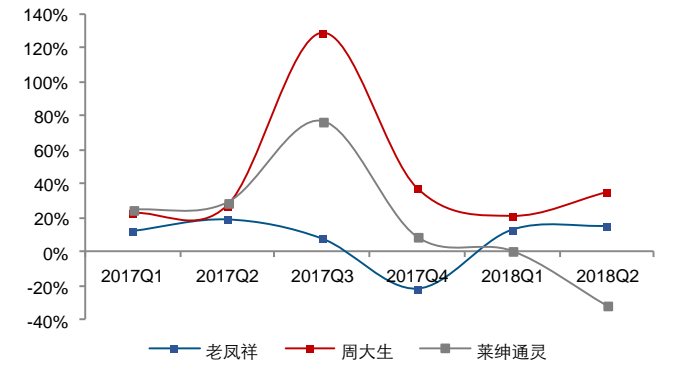
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 39: 主要黄金珠宝企业年度扣非净利润增速



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 40: 主要黄金珠宝企业季度扣非净利润增速

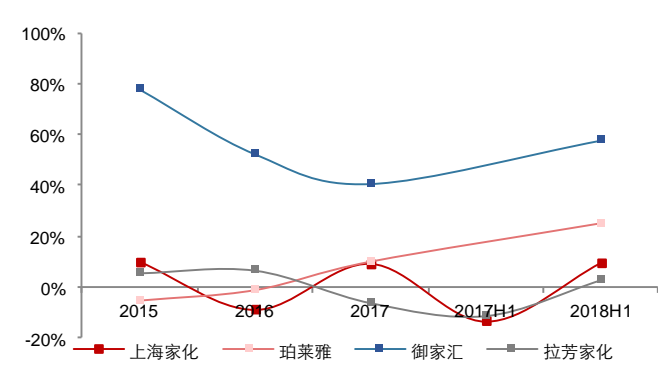


资料来源: Wind,长江证券研究所

### 化妆品: 收入增长亮眼, 盈利有所分化

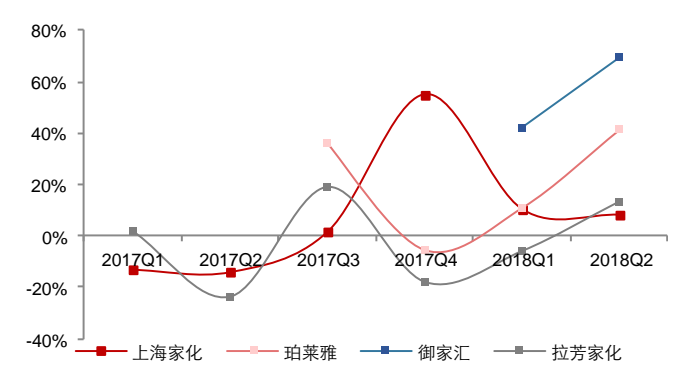
化妆品行业享较高增速叠加资本红利助力, 化妆品上市公司上半年增长亮眼。2018H1, 上海家化、珀莱雅、御家汇和拉芳家化营收增速分别为 9.29%、24.92%、57.78%和 2.78%, 均较 2017 年全年而言显著提升, 单二季度来看, 除上海家化收入增速略有收窄外, 资本助力品牌和渠道建设加持下, 其余化妆品公司收入增速均环比提升, 动销来看, 大部分化妆品企业上半年存货周转效率有所提升。

图 41: 主要化妆品企业年度营收增速



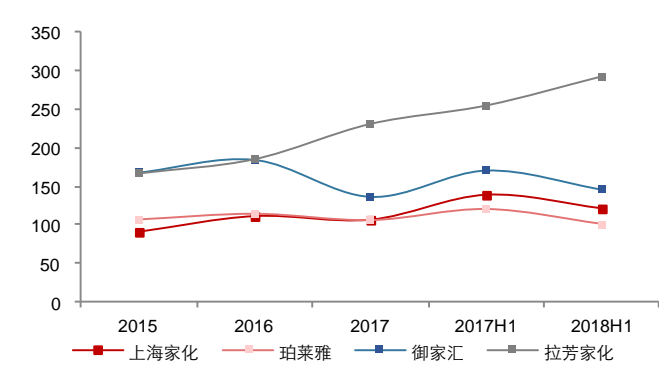
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 42: 主要化妆品企业季度营收增速



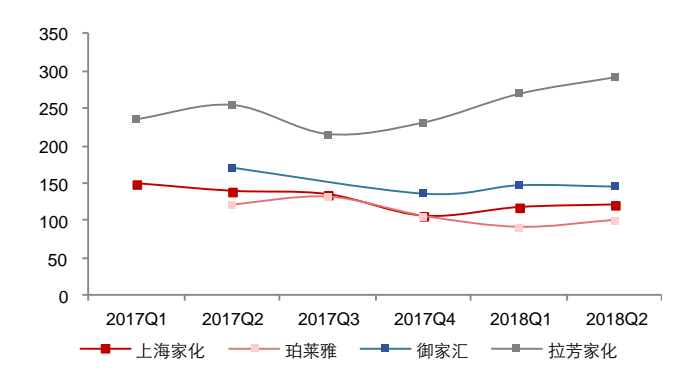
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 43: 主要化妆品企业年度存货周转天数



资料来源: Wind,长江证券研究所

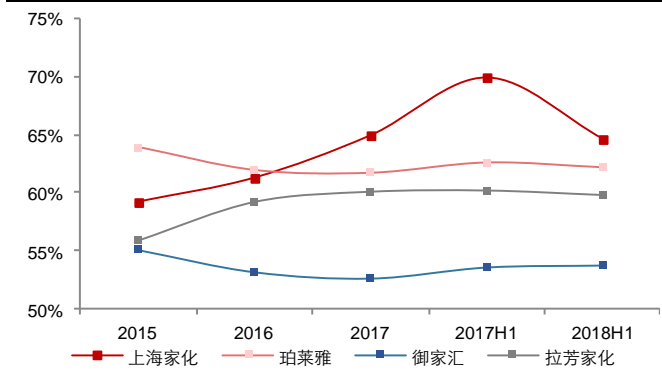
图 44: 主要化妆品企业季度存货周转天数



资料来源: Wind,长江证券研究所

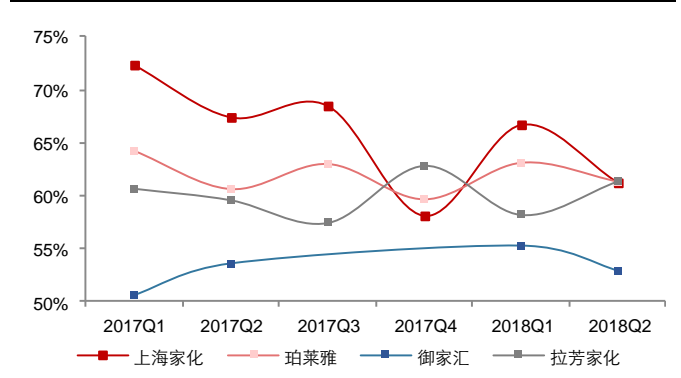
业绩增速整体较快，但盈利能力有所分化。毛利率来看，除上海家化因产品结构调整2018H1 毛利率较上年有所下降外，其余化妆品上市公司上半年毛利率较为稳定，业绩增速看，除阶段性因营销费用投放较多拖累业绩增长的御家汇以外，其余公司因收入端快速增长叠加盈利能力稳定，今年上半年扣非净利润增速也录得较大幅优化。

图 45: 主要化妆品企业年度毛利率



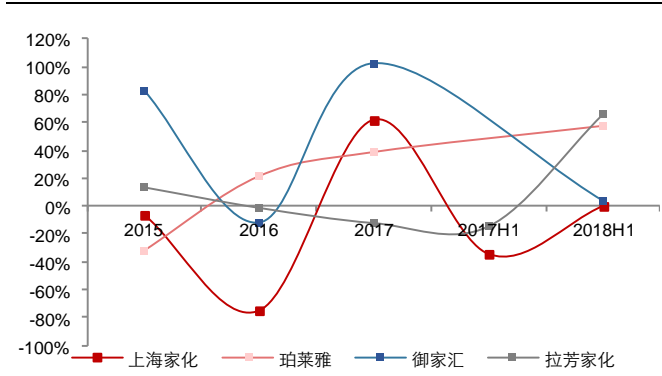
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 46: 主要化妆品企业季度毛利率



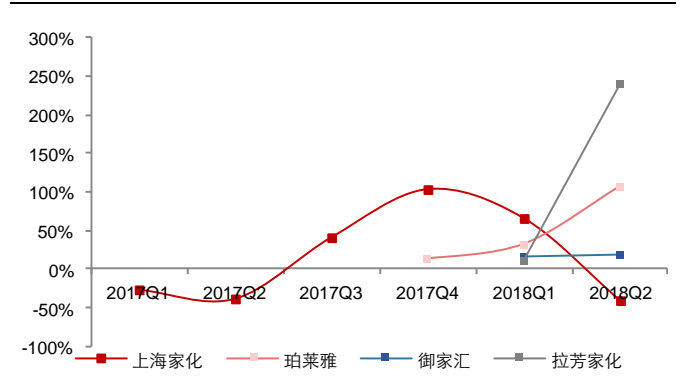
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 47: 主要化妆品企业年度扣非净利润增速



资料来源: Wind,长江证券研究所

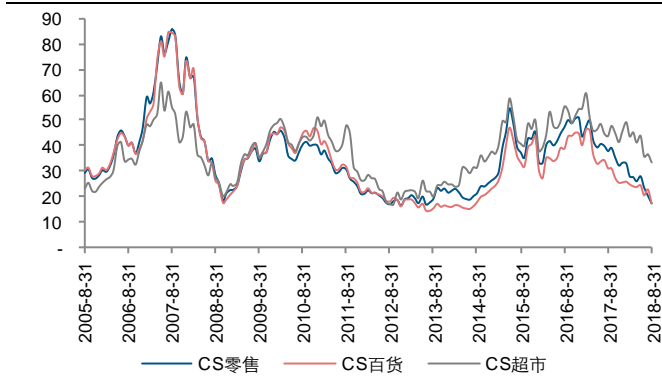
图 48: 主要化妆品企业季度扣非净利润增速



资料来源: Wind,长江证券研究所

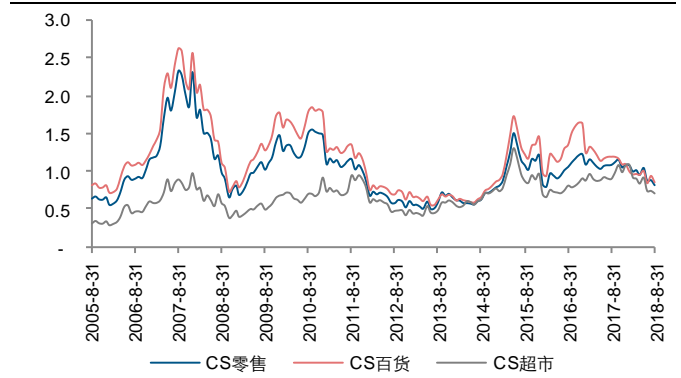
## 悲观预期逐步透支，估值回至历史底部

行业 PE 估值水平已回落至历史较低位置。经过二季度以来的股价调整，目前中信零售行业 PE (TTM) 为 17 倍，百货和超市子行业 PE (TTM) 分别为 17、33 倍，零售行业整体估值以及百货子行业 PE 估值水平，已接近 2005 年以来的低点；PS 估值情况来看，目前中信零售行业整体、百货和超市 PS (TTM) 分别为：0.81、0.85 和 0.71 倍。

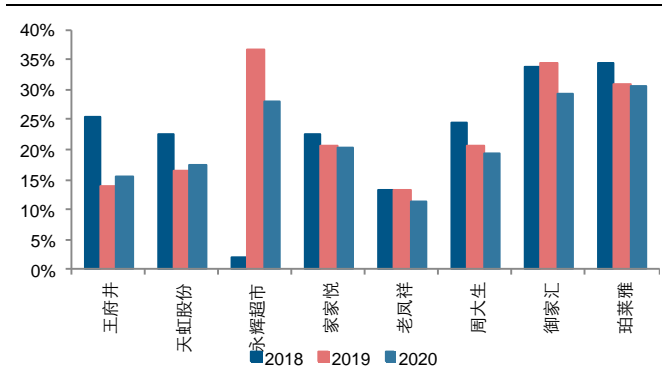
**图 49: 2005 年以来中信零售行业 PE (TTM) 剔除负值估值**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

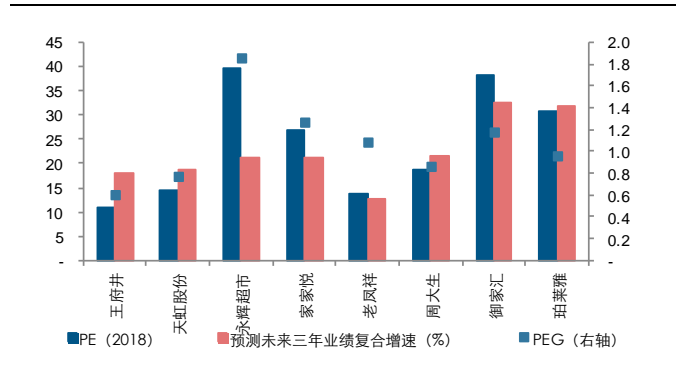
个股来看, 百货、超市、专业连锁代表性个股估值已回落至与为未来业绩增速相匹配, PEG<1, 具备一定配置性价比的区间内。而苏宁易购在收入端加速的过程中, PS 估值消化至 2005 年以来的较低位置, 目前对应 2018 年的 PS 水平仅 0.45 倍。

**图 50: 2005 年以来中信零售行业 PS (TTM) 估值**


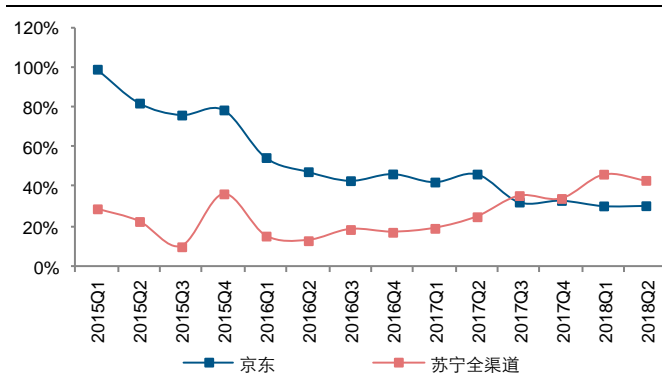
资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 51: 零售子行业代表性公司 2018-2020 年市场一致预期净利增速**


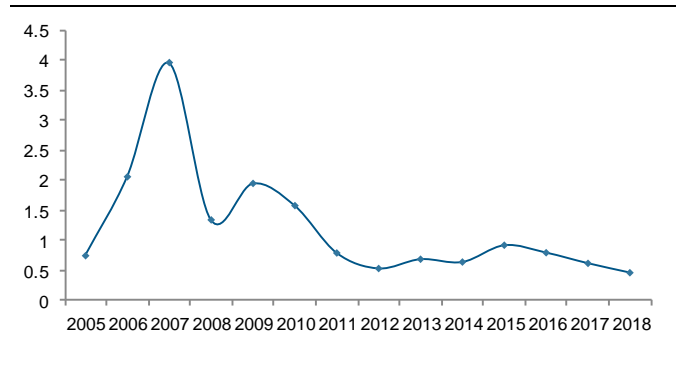
资料来源: Wind, 长江证券研究所

**图 52: 零售子行业代表性公司估值和 PEG 情况**


资料来源: Wind, 长江证券研究所 (此处 PEG=PE(2018)/未来三年复合净利润增速)

**图 53: 苏宁易购单季度 GMV 增速与同业对比情况**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

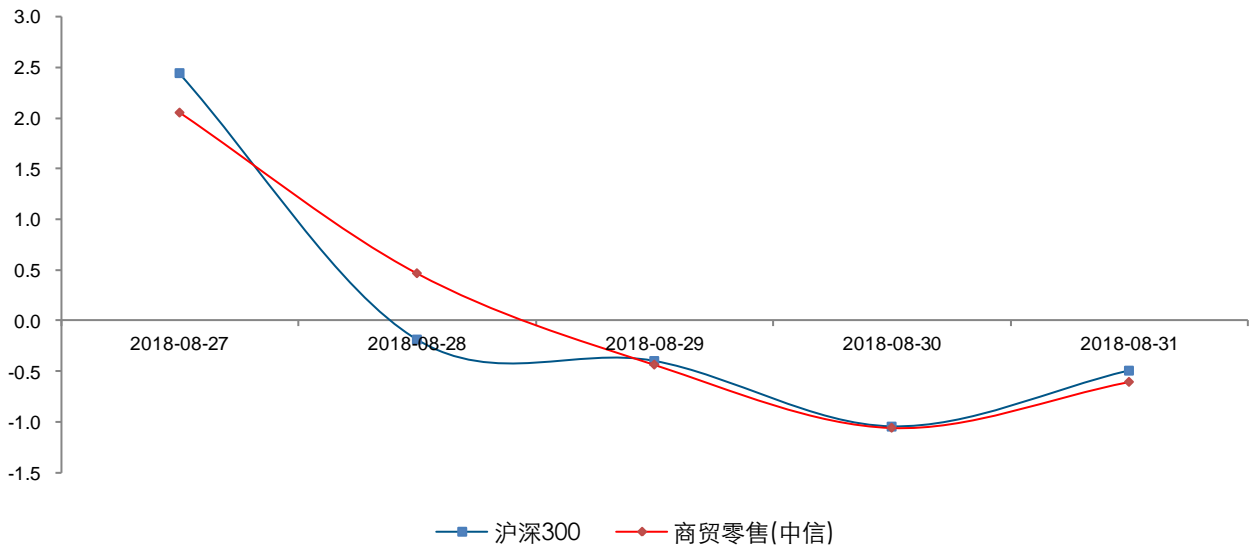
**图 54: 苏宁易购对应当年 PS 估值情况**


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 一周行情走势

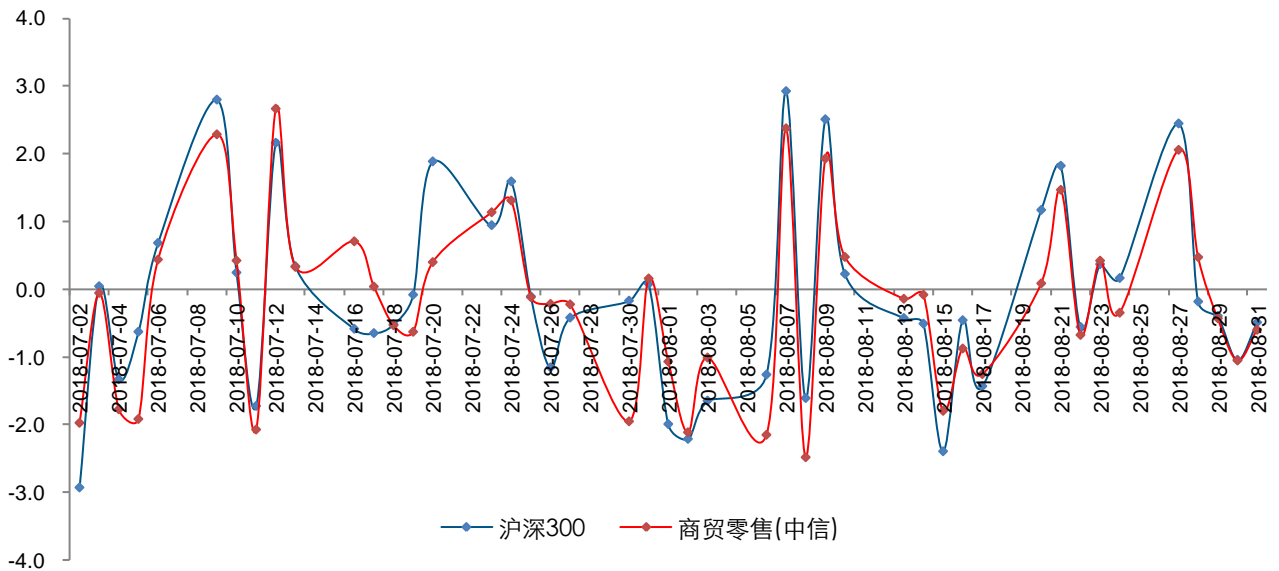
### 【市场表现概况】

图 55: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%)



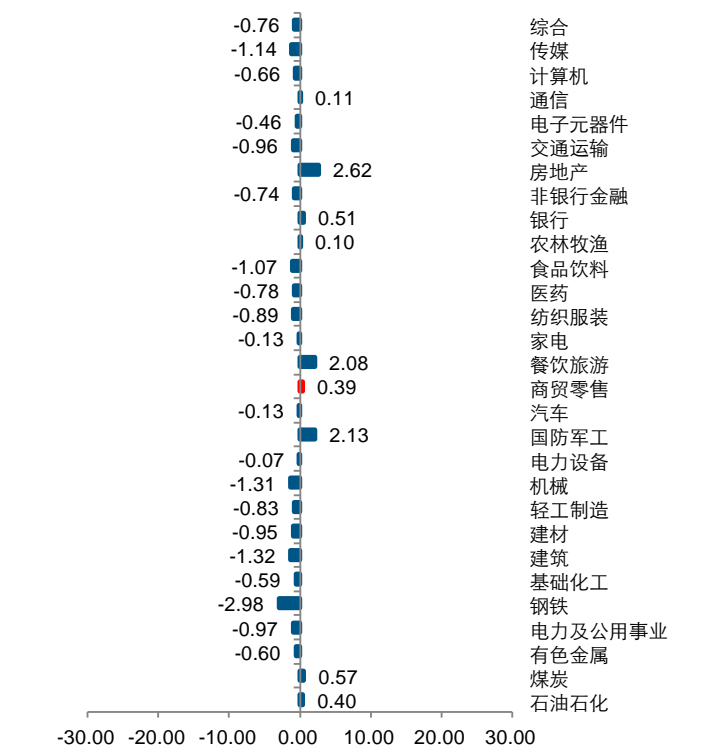
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 56: 本季度至今中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅 (%)



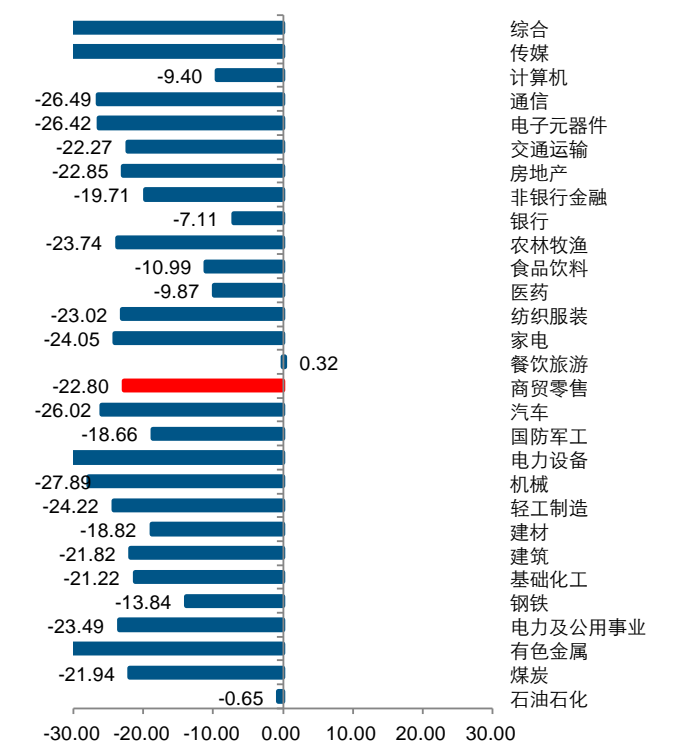
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 57: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 58: 本年度至今中信一级行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 近四周百货、超市、连锁店子行业的涨跌幅

分类	18/08/27-18/08/31	18/08/20-18/08/24	18/08/13-18/08/17	18/08/06-19/08/10
百货	-0.12%	0.07%	-4.57%	0.13%
超市	1.70%	3.18%	-4.46%	0.84%
连锁店	1.03%	1.26%	-4.23%	-0.92%
零售	0.39%	0.91%	-4.12%	0.02%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 【零售公司涨跌幅明细】

表 3: 零售股 2018 年至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603214	爱婴室	48.77	67.61%	600682	南京新百	10.70	-71.49%
300740	御家汇	29.91	45.14%	000587	金洲慈航	2.75	-60.71%
603605	珀莱雅	41.33	24.43%	002721	金一文化	7.12	-55.33%
300413	快乐购	37.10	16.28%	603900	莱绅通灵	14.00	-51.13%
600729	重庆百货	28.70	11.37%	002251	步步高	9.13	-48.94%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 4：零售股本季度至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
600712	南宁百货	5.01	17.88%	000587	金洲慈航	2.75	-44.56%
300022	吉峰农机	4.07	6.27%	000564	供销大集	3.04	-36.27%
603031	安德利	13.78	5.76%	600682	南京新百	10.70	-34.46%
600821	津劝业	5.16	5.52%	603900	莱绅通灵	14.00	-30.49%
002731	萃华珠宝	15.29	4.08%	002345	潮宏基	5.99	-30.35%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：零售股本月至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603031	安德利	13.78	4.87%	002345	潮宏基	16.44	-26.59%
600865	百大集团	6.24	-2.12%	603900	莱绅通灵	13.03	-25.77%
600612	老凤祥	33.90	-2.51%	600682	南京新百	4.96	-23.95%
600821	津劝业	5.16	-4.39%	000564	供销大集	9.01	-23.04%
601933	海印股份	7.67	-5.64%	600315	上海家化	8.63	-22.65%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：零售股本周至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
300022	南宁百货	5.01	11.09%	300022	吉峰农机	4.07	-8.13%
600612	老凤祥	33.90	10.97%	603605	珀莱雅	41.33	-7.75%
600821	津劝业	5.16	10.73%	002721	金一文化	7.12	-7.05%
002867	周大生	28.18	8.38%	600858	银座股份	5.38	-6.76%
600697	欧亚集团	21.02	5.00%	000587	金洲慈航	2.75	-6.14%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 下周大事提醒

资料来源：Wind

- 2018-09-03** 合肥百货 股东大会互联网投票起始 珀莱雅 股东大会互联网投票起始
- 2018-09-03** 珀莱雅 股东大会召开
- 2018-09-04** 合肥百货 股东大会召开
- 2018-09-05** 富森美 股东大会现场会议登记起始 富森美 股东大会互联网投票起始
- 2018-09-06** 宏图高科 股东大会现场会议登记起始 富森美 股东大会召开
- 2018-09-07** 豫园股份 股东大会现场会议登记起始 江苏国泰 股东大会现场会议登记起始
- 2018-09-08** 人人乐 股东大会现场会议登记起始

## 【重点公司跟踪预测表】

表 6：行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司代码	公司简称	最新投资评级	股价	EPS (元) 预测			PE (倍)		
			2018/8/31	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
601933	永辉超市	买入	7.67	0.19	0.17	0.26	40	45	30
000759	中百集团	买入	6.42	0.1	0.77	0.27	64	8	24
000501	鄂武商 A	买入	10.23	1.65	1.54	1.6	6	7	6
002419	天虹股份	买入	10.64	0.6	0.73	0.83	18	15	13
603900	莱绅通灵	买入	14.00	0.91	0.85	1.01	15	16	14
002024	苏宁易购	买入	12.38	0.45	0.74	0.23	28	17	54
603708	家家悦	买入	21.92	0.66	0.85	1.04	33	26	21
603214	爱婴室	买入	48.77	0.94	1.25	1.56	52	39	31

资料来源：Wind，长江证券研究所



## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。