

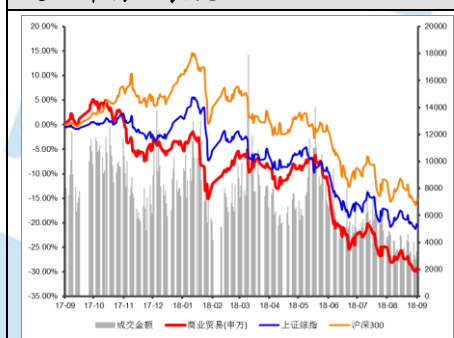
商贸零售行业评级	增持
----------	----

子行业评级	
百货	增持
超市	增持
连锁	增持
商业物业经营	中性
贸易	中性

### 基础数据

上证指数	2681.64
申万行业指数	3282.65
总市值(亿元)	8,700.34
流通 A 股市值(亿元)	6272.82
PE	15.82
PB	1.56
ROE (2018H)	5.05%
资产负债率 (2018H)	54.45%

### 近一年行业表现



### 投资要点：

- **行业环比小幅回暖，但下行压力仍在。**社会消费品零售总额增速和限额以上企业零售总额增速 8 月有小幅回升，从结构数据来看，除了服装纺织类零售额同比增速较 7 月下降 1.7 个百分点，化妆品较上月持平，其他细分品类 8 月增速较 7 月都有所上升，整体数据尚可，但全国百家及 50 家重点大型零售企业零售额数据及网上零售额数据显示行业由于宏观经济的影响整体呈现下行走势，除化妆品类之外，其他品类均呈现负增长，与限额以上单位数据背离，我们分析可能是由于 8 月暑期消费旺季及消费者信心指数提升等因素影响导致 8 月限额以上单位数据增速整体有所回暖。
- 从行业整体以及各子板块的经营数据来看，2018 上半年百货、超市、连锁及商业物业经营板块，除了商业物业经营板块营收出现下滑，其他几个板块营收仍保持增长态势，但营收增速整体放缓，各板块龙头企业整体经营稳健，行业复苏力度减弱。
- 投资策略上，我们预计四季度由于宏观经济及政策等负面因素影响，消费增速或将进一步放缓，在此背景下，主要把握三条主线：一是关注规模优势显著的百货龙头，如王府井、重庆百货、天虹股份等，这类公司作为行业内龙头企业，积极进行线下门店网络布局、多业态发展及供应链协同等，在未来发展中有望通过集中度与经营效率的提升，进一步扩大自身规模效应。二是关注区域布局优势、深耕供应链系统的超市龙头，如永辉超市、家家悦等，这类公司门店布局优势明显，在新零售的浪潮中，践行以消费者体验为核心的线上线下多渠道发展，未来将带领行业进入发展新时代。三是布局低线市场、具有规模效应的龙头企业，如步步高、苏宁易购等，这类企业在践行渠道下沉的经营策略时积极进行供应链平台升级、线下门店布局改造，有望实现线上线下的全渠道覆盖及增长，有较强的规模效应。
- **风险提示：**行业复苏低于预期、行业竞争加剧等。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83689524  
 传真：0755-83688539

## 目录

一、行业环比小幅回暖.....	4
1、社会消费品零售额数据.....	4
2、百家&50家大型零售企业零售额数据.....	5
二、行业经营数据.....	6
1、各板块经营数据.....	6
2、百货：行业复苏放缓，龙头表现稳健.....	7
3、超市：营收稳健提升，盈利小幅下滑.....	9
4、连锁：苏宁易购双线融合表现亮眼.....	10
5、商业物业经营：租金标准提升困难，经营状况难以改善.....	11
三、投资策略.....	12
1、关注规模优势显著的百货龙头.....	12
2、区域布局优势、深耕供应链系统的超市龙头.....	14
3、关注布局低线市场、具有规模效应的龙头企业.....	16

AVIC

## 图表目录

图表 1: 社会消费品零售总额当月值及同比增速.....	4
图表 2: 限额以上单位消费品零售额当月值及同比增速.....	4
图表 3: 网上零售额累计同比 .....	5
图表 4: 实物商品网上零售额累计同比 .....	5
图表 5: 网上零售额累计同比 .....	5
图表 6: 全国百家大型零售企业零售额同比增速.....	6
图表 7: 全国 50 家大型零售企业零售额同比增速.....	6
图表 8: 商贸板块营收及同比增速 .....	7
图表 9: 商贸板块营业利润及同比增速 .....	7
图表 10: 商贸板块单季度营收及同比增速.....	7
图表 11: 商贸板块单季度营业利润及同比增速.....	7
图表 12: 百货单季度营收及同比增速 .....	8
图表 13: 百货单季度营业利润及同比增速.....	8
图表 14: 百货板块重点上市公司经营数据.....	8
图表 15: 超市单季度营收及同比增速 .....	9
图表 16: 超市单季度营业利润及同比增速.....	9
图表 17: 超市板块上市公司经营数据 .....	10
图表 18: 连锁单季度营收及同比增速 .....	11
图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速.....	11
图表 20: 连锁板块重点上市公司经营数据.....	11
图表 21: 商业物业经营单季度营收及同比增速.....	12
图表 22: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速.....	12
图表 23: 商业物业经营板块重点上市公司经营数据.....	12
图表 24: 王府井营业收入及同比增速 .....	13
图表 25: 王府井营业利润及同比增速 .....	13
图表 26: 重庆百货营业收入及同比增速.....	14
图表 27: 重庆百货营业利润及同比增速.....	14
图表 28: 家家悦营业收入及同比增速 .....	15
图表 29: 家家悦营业利润及同比增速 .....	15
图表 30: 苏宁易购营业收入及同比增速.....	16
图表 31: 苏宁易购营业利润及同比增速.....	16

## 一、行业环比小幅回暖

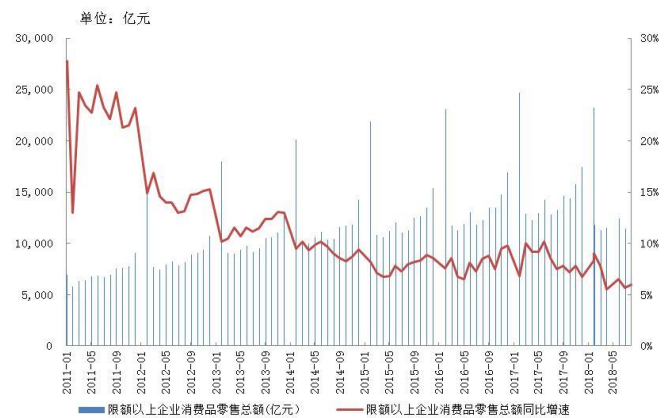
### 1、社会消费品零售额数据

2018年1-8月份，社会消费品零售总额242294亿元，同比增长9.3%。其中，限额以上单位消费品零售额92368亿元，增长7.1%。2018年8月份，社会消费品零售总额31542亿元，同比名义增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.6%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中，限额以上单位消费品零售额11832亿元，增长6.0%。

社会消费品零售总额在消费者信心指数止跌微升、暑假消费旺季以及寿光事件影响导致短期价格上涨等因素影响下，社零总额增速环比提升0.2个百分点，增速小幅回升，但未来下行压力仍在。

图表1：社会消费品零售总额当月值及同比增速

图表2：限额以上单位消费品零售额当月值及同比增速



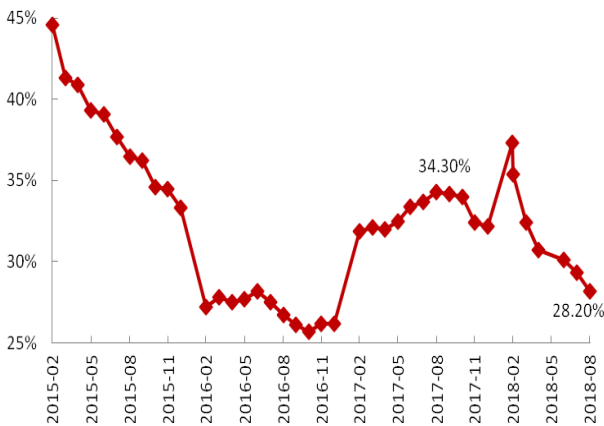
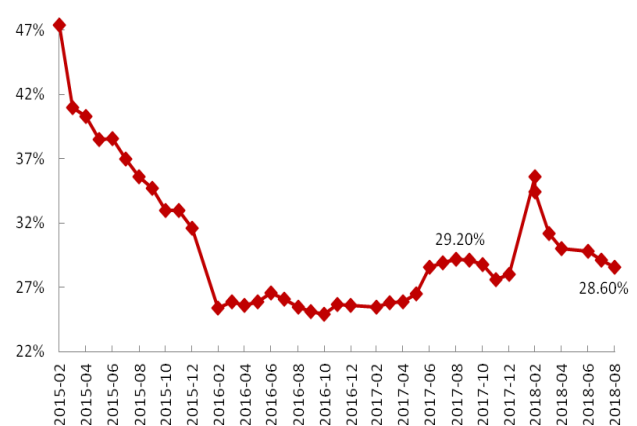
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**线上零售增速逐步回落。**线下企业、门店在新零售的浪潮下，积极拥抱线上电商平台，同时这些传统企业、门店也在持续进行自身业态、模式、服务等多方面的转型创新，加之线下企业对于供应链系统、物流配送平台的建设升级，整体降低了运营成本，商品零售价格相对于线上的竞争力进一步提升，一定程度上挤压了电商平台的盈利空间，线上零售增速逐步回落。

在6月电商年中大促活动透支部分消费以及影响下，网上吃、穿、用三项消费增速变化较大，较去年同期都有一定幅度回落，从数据来看吃类商品增速整体优于穿、用两项。2018年1-8月份，全国网上零售额55195亿元，同比增长28.2%。其中，实物商品网上零售额41993亿元，增长28.6%，占社会消费品零售总额的比重为17.3%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长42.7%、23.4%和29.0%。



**图表 3: 网上零售额累计同比**

**图表 4: 实物商品网上零售额累计同比**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

从限额商品零售额结构数据来看, 2018年8月, 与百货、超市关联性较高的品类中, 除了服装纺织类零售额同比增速较7月下降1.7个百分点, 化妆品较上月持平, 其他细分品类8月增速较7月都有所上升: 粮油、食品类同比增速上升0.6个百分点, 饮料类同比增速上升1.3个百分点, 烟酒类同比增速上升0.7个百分点, 金银珠宝同比增速上升5.9个百分点, 日用品类同比增速上升4.5个百分点。

**图表 5: 网上零售额累计同比**

指标名称	2017.8	2017.9	2017.1	2017.1	2017.12	2018.2	2018.3	2018.4	2018.5	2018.6	2018.7	2018.8
粮油、食品类	8.50%	8.00%	10.10%	7.50%	9.70%	9.70%	11.20%	8.00%	7.30%	13.00%	9.50%	10.10%
饮料类	7.60%	6.10%	7.20%	6.80%	9.60%	8.20%	11.30%	10.40%	7.10%	12.60%	6.80%	8.10%
烟酒类	4.20%	7.90%	9.00%	4.50%	3.90%	9.50%	8.60%	9.50%	4.80%	11.40%	6.30%	7.00%
服装纺织类	8.90%	6.20%	8.00%	9.50%	9.70%	7.70%	14.80%	9.20%	6.60%	10.00%	8.70%	7.00%
化妆品类	14.70%	13.40%	16.10%	21.40%	13.80%	12.50%	22.70%	15.10%	10.30%	11.50%	7.80%	7.80%
金银珠宝类	6.40%	5.30%	2.50%	4.40%	0.40%	3.00%	20.40%	5.90%	6.70%	7.90%	8.20%	14.10%
日用品类	7.00%	7.80%	7.40%	7.90%	5.40%	10.10%	16.90%	12.00%	10.30%	15.80%	11.30%	15.80%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

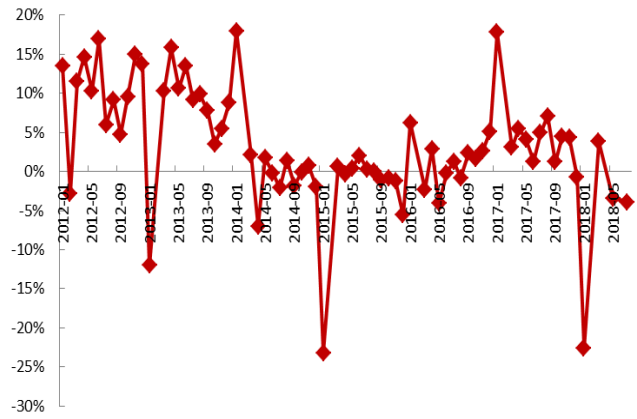
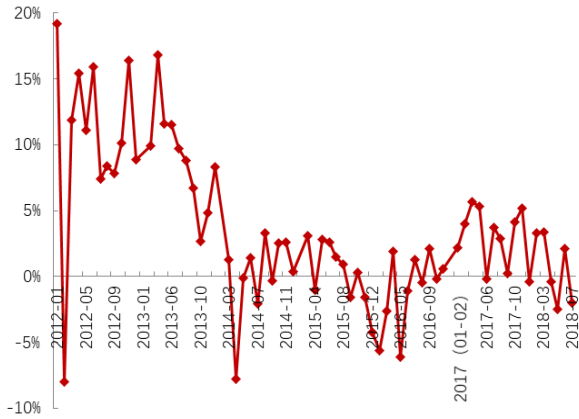
## 2、百家&50家大型零售企业零售额数据

2018年1-7月份全国百家重点大型零售企业零售额同比增长1.2%, 增速较去年同期放缓2个百分点。其中, 7月全国百家重点大型零售企业零售额继4月、5月后再次不及上年同期, 同比下降2%。2018年7月份全国50家重点大型零售企业零售额同比降低3.9%, 降幅比去年同期扩大8.9个百分点。其中, 零售额实现同比正增长的企业有14家。分品类来看, 除化妆品类零售额实现6.5%的增长(增速较去年同期下降5.6个百分点), 其余品类零售额分别同比有所回落, 粮油食品类、服装类、日用品类、金银珠宝类、家用电器类零售额分别同比降低2.8%、3.8%、5.7%、1.8%、9.9%, 降幅相比去年同期分别扩大3.5个百分点、10.6个百分点、5.4个百分点、5.6个百分点、13.8个百分点。我们分析可能是由于宏观因素影响导

致行业近期表现疲软，所以各品类零售额增速均不及去年同期。

图表 6: 全国百家大型零售企业零售额同比增速

图表 7: 全国 50 家大型零售企业零售额同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

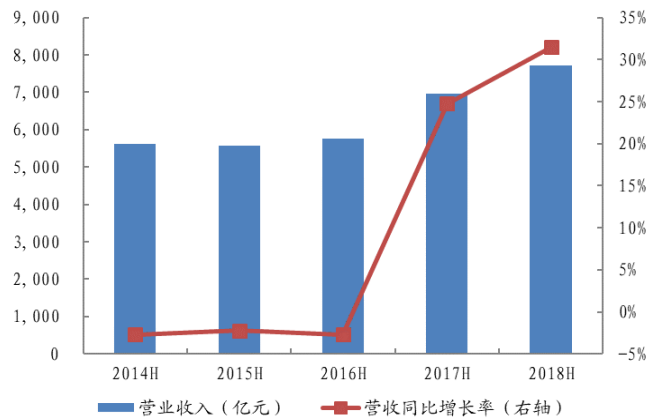
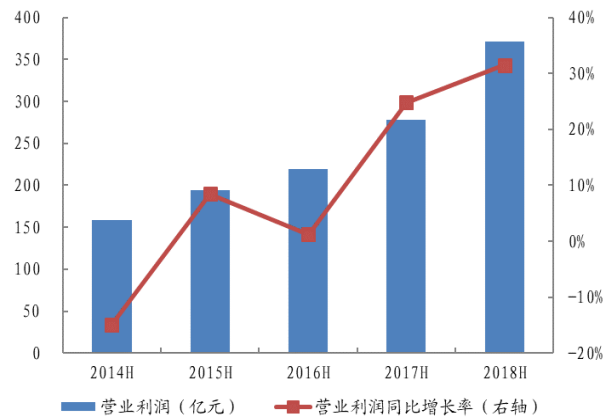
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**小结:** 社会消费品零售总额增速和限额以上企业零售总额增速 8 月有小幅回升, 从结构数据来看, 除了服装纺织类零售额同比增速较 7 月下降 1.7 个百分点, 化妆品较上月持平, 其他细分品类 8 月增速较 7 月都有所上升, 整体数据尚可, 但全国百家及 50 家重点大型零售企业零售额数据及网上零售额数据显示行业由于宏观经济的影响整体呈现下行走势, 除化妆品类之外, 其他品类均呈现负增长, 与限额以上单位数据背离, 我们分析可能是由于 8 月暑期消费旺季及消费者信心指数提升等因素影响导致 8 月限额以上单位数据增速整体有所回暖。

## 二、行业经营数据

### 1、各板块经营数据

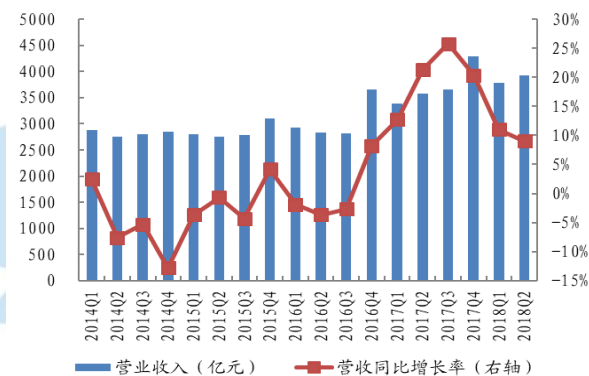
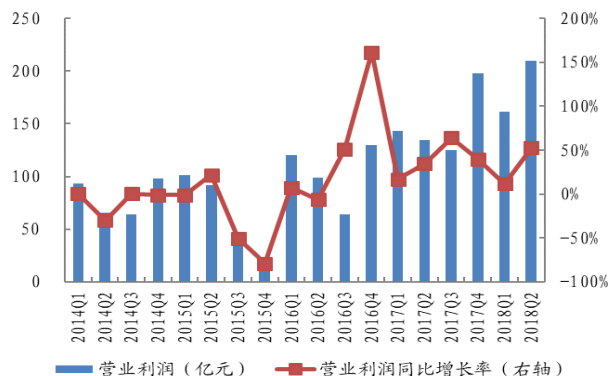
2018 上半年行业整体在经历过一轮复苏后, 在消费行业整体增长趋势放缓的大背景下, 各板块的龙头企业均表现稳定, 体现出较强的抗周期能力。2018 上半年商业贸易板块营收和营业利润分别为 7,712.51 亿元、371.10 亿元, 同比分别增长 9.99%、31.49% (同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别提升-6.96 和 6.71 个百分点。

**图表 8: 商贸板块营收及同比增速**

**图表 9: 商贸板块营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

从单季度数据来看, 2018 上半年 Q1、Q2 商业贸易板块分别实现营收 3,785.06 亿元、3,927.45 亿元, 同比分别增长 10.98%、9.04%, 实现营业利润 161.70 亿元、209.40 亿元, 同比分别增长 11.68%、52.35%。

**图表 10: 商贸板块单季度营收及同比增速**

**图表 11: 商贸板块单季度营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

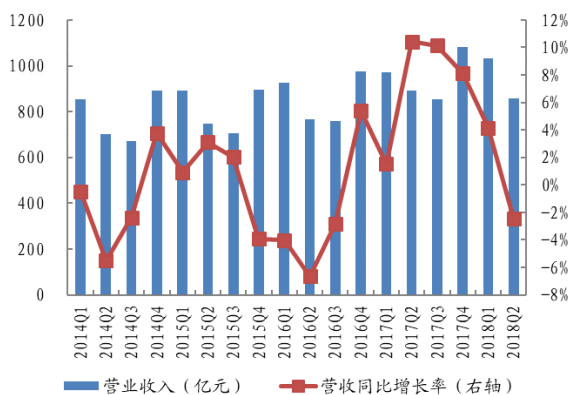
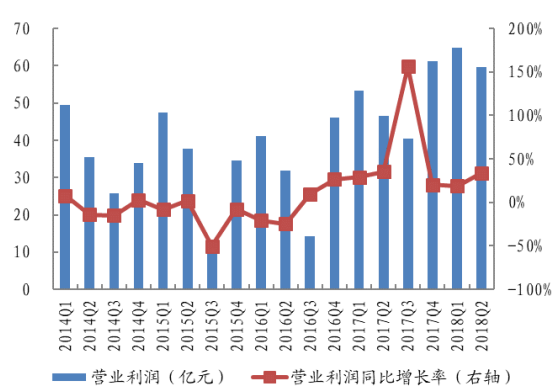
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 2、百货: 行业复苏放缓, 龙头表现稳健

2018 上半年百货板块实现营收和营业利润分别为 1890.79 亿元、124.52 亿元, 同比分别增长 1.06%、25.68% (同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别下降 4.52 和 6.20 个百分点。从单季度数据来看, Q1、Q2 百货板块分别实现营收 1033.56 亿元、857.22 亿元。同比分别增长 4.16%、-2.43%, 实现营业利润 64.92 亿元、59.60 亿元, 同比分别增长 18.90%、34.01%。

2018 上半年度百货板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 22.13%、4.54%、4.58%, 比去年同期分别提升 0.68、0.61、0.35 个百分点, 期间费用率为 15.77%, 比去年同期提升 0.39 个百分点。

2018 上半年度板块收入端增速有所下滑，营业利润增速有所上升。一方面是由于与行业相关性较大的服装鞋帽、化妆品及金银珠宝等可选消费品目前受到中美贸易摩擦、税率政策等因素的影响，企业收入端增速放缓，营业利润方面主要是由于王府井 2018 上半年由于利息收入的大幅增加以及利息支出的减少双重因素，整体费用率有所下降，带动归母净利润大幅增长，增速达到 145.42%；重庆百货马上金融板块业绩爆发成为利润重要贡献，同时混改机制进一步提升公司经营效率；天虹股份持续优化线下门店业态组合，上半年公司同店营收同比增速为 2.50%（去年同期增速为-1.37%），较上年有较大提升，门店经营效率整体有较大提高。整体来看，2018 上半年百货板块营业收入增速放缓，营业利润稳步上升，毛利率与上年相比基本持平，费用率整体控制效果显著，净利率上升，板块盈利能力承压。

**图表 12：百货单季度营收及同比增速**

**图表 13：百货单季度营业利润及同比增速**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图表 14：百货板块重点上市公司经营数据**

代码	公司名称	营收(同比增速)	营业利润(同比增速)	毛利率	ROE 摊薄(整体法)	年初以来涨跌幅
		2018H	2018H	2018H	2018H	截止 9 月 14 日
000417.SZ	合肥百货	3.25%	2.96%	18.57%	4.41%	-35.80%
000501.SZ	鄂武商 A	0.01%	-11.24%	21.77%	7.43%	-36.73%
002419.SZ	天虹股份	6.02%	20.78%	26.60%	7.90%	0.01%
002561.SZ	徐家汇	0.25%	7.58%	28.77%	5.83%	-24.98%
600280.SH	中央商场	-7.10%	-59.55%	23.27%	3.71%	-45.55%
600859.SH	王府井	3.04%	59.33%	21.24%	7.25%	-25.97%
600694.SH	大商股份	-7.58%	25.21%	25.91%	7.95%	-17.01%
600697.SH	欧亚集团	13.91%	9.77%	22.81%	4.18%	-18.98%
600729.SH	重庆百货	6.78%	44.50%	18.44%	12.78%	3.80%
600858.SH	银座股份	1.15%	44.86%	18.96%	2.31%	-29.00%
600827.SH	百联股份	0.81%	5.07%	21.33%	3.67%	-34.55%
002277.SZ	友阿股份	3.17%	-8.39%	21.93%	3.98%	-27.90%
002187.SZ	广百股份	9.37%	17.75%	16.76%	3.99%	-19.99%
600785.SH	新华百货	5.16%	8.16%	20.86%	6.52%	-13.91%



600712.SH	南宁百货	5.89%	61.28%	16.14%	-0.72%	-40.82%
-----------	------	-------	--------	--------	--------	---------

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

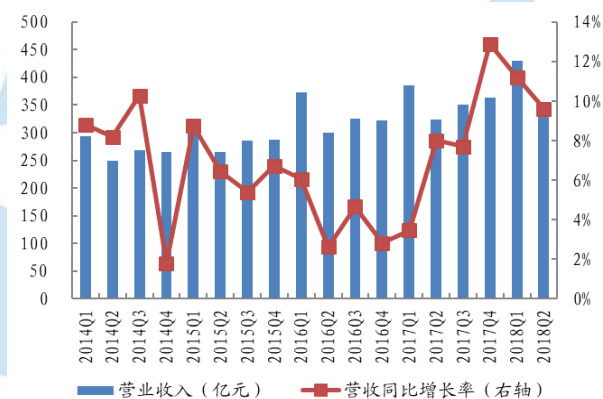
### 3、超市：营收稳健提升，盈利小幅下滑

2018 上半年超市板块实现营收和营业利润分别为 784.54 亿元、19.27 亿元，同比分别增长 10.47%、-19.30%（同比增速已进行追溯调整），增速比去年同期分别提升 4.97 和 -97.84 个百分点。从单季度数据来看，Q1、Q2 超市板块分别实现营收 429.04 亿元、355.50 亿元。同比分别增长 11.21%、9.6%，实现营业利润 15.02 亿元、4.24 亿元，同比分别下降 1.19%、51.07%。考虑到永辉超市占整体细分行业比例较大，为了使数据更具可比性以及有效性，我们将永辉超市数据剔除，板块 2018 年上半年实现营收和营业利润分别为 440.56 亿元、9.88 亿元，（上年同期剔除永辉超市板块营收与营业利润分别为 426.99 亿元、11.48 亿元），同比分别增长 3.18%、-13.94%。

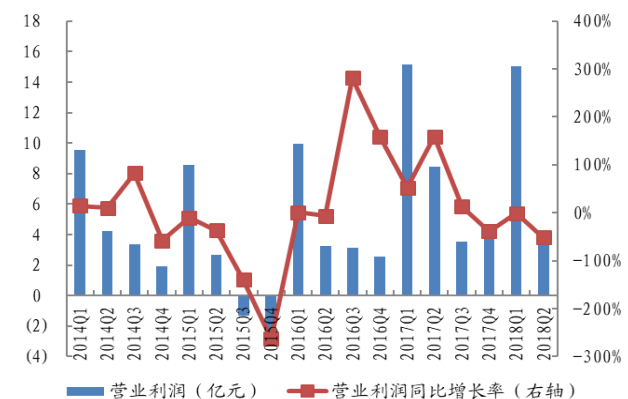
2018 上半年度超市板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 22.74%、2.43%、5.06%，比去年同期分别提升 1.25、0.09、0.99 个百分点，期间费用率为 20.35%，比去年同期提升 1.73 个百分点。

至 2018 年 6 月 CPI 同比上涨 1.9%。从历史数据来看，CPI 增速与超市行业营收增速趋势基本一致，自 2017 年 4 月起，CPI 指标整体保持上升趋势，并且由于非洲猪瘟、季节因素等影响猪肉、蔬菜等价格持续回升，房租上涨带动居住价格及劳动力价格进一步提升等因素影响，预计四季度 cpi 也将持续回升，超市板块营收也有望继续增长。当前超市行业处于线上线下渠道重构、多业态跨界协同发展的模式变革中，永辉超市受云创业务亏损影响（2018 上半年云创业务实现营业收入 9.04 亿元，净亏损 3.87 亿元），营业利润下滑。但整体来看，2018 上半年超市板块收入端、毛利率及净利率较上年同期均有所提升，营业利润整体有所下滑，费用率有小幅上升（受永辉超市费用率提升影响），板块处于调整期。2018 年上半年板块营业利润及其增速下滑主要是由于永辉超市上半年云创业务的亏损以及人力费用增加、新店费用增长等原因，随着永辉超市未来云创板块门店布局与经营的进一步优化，板块盈利能力仍将持续向好。

图表 15：超市单季度营收及同比增速



图表 16：超市单季度营业利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 17: 超市板块上市公司经营数据**

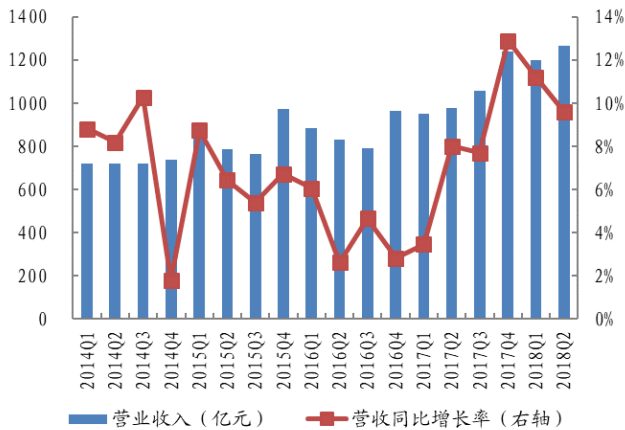
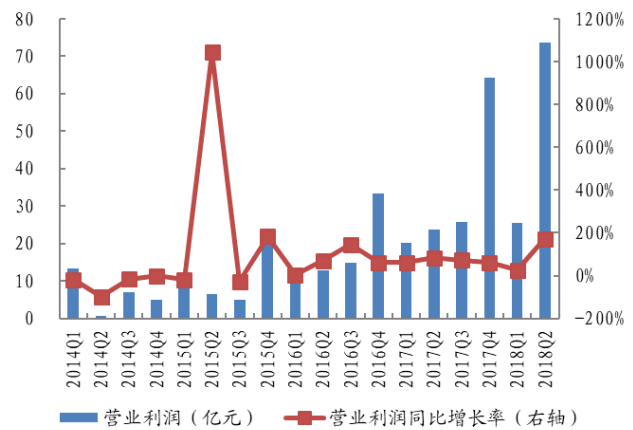
代码	公司名称	营收(同比增速)	营业利润(同比增速)	毛利率	ROE 摊薄(整体法)	年初以来涨跌幅
		2018H	2018H	2018H	2018H	截止 9 月 14 日
000759.SZ	中百集团	1.60%	-65.92%	21.96%	13.44%	-36.37%
002251.SZ	步步高	10.14%	-1.41%	22.88%	3.39%	-50.39%
002264.SZ	新华都	0.30%	-68.17%	22.17%	0.42%	-26.52%
002336.SZ	人人乐	-10.54%	177.31%	25.66%	1.46%	-27.26%
002697.SZ	红旗连锁	5.34%	47.70%	28.52%	6.33%	-26.71%
600361.SH	华联综超	-3.57%	-79.71%	21.55%	1.56%	-29.64%
601116.SH	三江购物	7.91%	-7.58%	23.86%	3.53%	-32.94%
601933.SH	永辉超市	21.47%	-22.02%	22.41%	5.05%	-24.52%
603708.SH	家家悦	11.84%	29.50%	21.47%	7.79%	1.87%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

#### 4、连锁: 苏宁易购双线融合表现亮眼

我们将连锁分为家电连锁和黄金珠宝两个子板块, 2018 上半年连锁板块实现营收和营业利润分别为 2,464.97 亿元、99.11 亿元, 同比分别增长 26.48%、108.82% (同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别提升 14.81 和 35.93 个百分点。其中, 受益于苏宁易购商品结构与供应链的持续优化, 整体盈利大幅提升, 带动板块整体实现高速增长, 家电连锁 2018 上半年度实现营收和营业利润分别为 1,631.05 亿元、59.08 亿元, 同比分别增长 27.31%、932.27% (同比增速已进行追溯调整); 黄金珠宝则由于 2018 上半年经济整体放缓、房地产价格调控等多方面因素导致高端消费受到一定影响, 板块整体增速放缓, 2018 上半年度实现营收和营业利润分别为 660.16 亿元、23.09 亿元, 同比分别增长 17.33%、-27.50% (同比增速已进行追溯调整)。从单季度数据来看, Q1、Q2 连锁分别实现营收 1,197.78 亿元、1,267.19 亿元, 同比分别增长 26.28%、26.66%, 实现营业利润 25.44 亿元、73.66 亿元, 同比分别增长 25.48%、170.99%。

2018 上半年度连锁板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 12.92%、3.69%、5.79%, 比去年同期提升 0.24、1.86、3.42 个百分点, 期间费用率为 10.39%, 比去年同期下降 0.15 个百分点。其中, 家电连锁毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 11.06%、3.58%、6.83%, 比去年同期提升 0.4、3.2、6.21 个百分点, 期间费用率为 9.86%, 比去年同期下降 0.4 个百分点; 黄金珠宝毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 11.15%、2.65%、3.05%, 比去年同期下滑 1.59、1.83、1.81 个百分点, 期间费用率为 7.36%, 比去年同期下降 0.23 个百分点。

**图表 18: 连锁单季度营收及同比增速**

**图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 20: 连锁板块重点上市公司经营数据**

代码	公司名称	营收(同比增速)	营业利润(同比增速)	毛利率	ROE 摊薄(整体法)	年初以来涨跌幅
		2018H	2018H	2018H	2018H	截止 9 月 14 日
603900.SH	莱绅通灵	0.03%	-7.92%	55.28%	7.38%	-55.04%
002345.SZ	潮宏基	3.70%	2.58%	39.54%	4.77%	-45.64%
002574.SZ	明牌珠宝	27.06%	22.07%	8.26%	1.90%	-29.50%
600612.SH	老凤祥	10.30%	12.21%	7.78%	10.36%	-8.47%
000587.SZ	金洲慈航	96.70%	-79.24%	4.54%	0.81%	-59.43%
002721.SZ	金一文化	42.92%	92.50%	7.52%	2.03%	-55.02%
002024.SZ	苏宁易购	32.16%	1985.09%	14.43%	7.51%	3.08%
002416.SZ	爱施德	20.99%	5.43%	3.05%	2.82%	-24.27%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

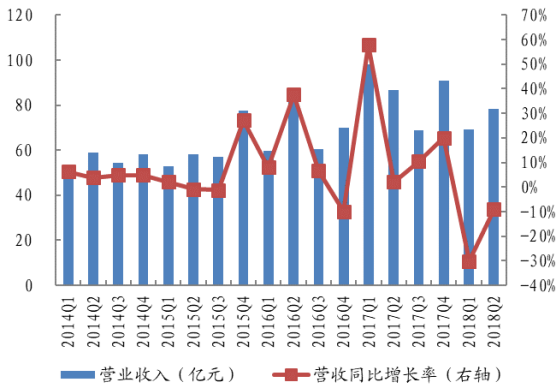
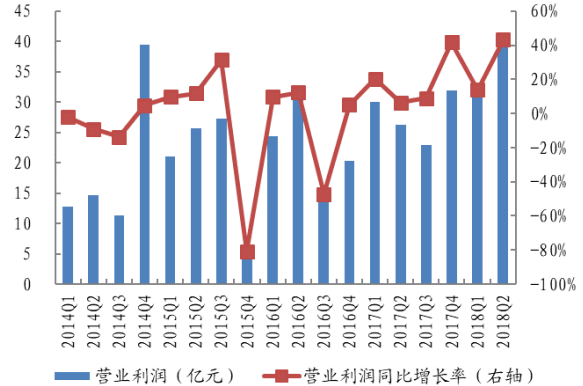
## 5、商业物业经营: 租金标准提升困难, 经营状况难以改善

2018 上半年商业物业经营实现营收和营业利润分别为 147.49 亿元、72.91 亿元, 同比分别增长 -20.36%、28.34% (同比增速已进行追溯调整), 增速比去年同期分别上升 -46.05 和 14.99 个百分点。从单季度数据来看, Q1、Q2 商业物业经营板块分别实现营收 69.36 亿元、78.13 亿元, 同比分别下降 30.08%、9.15%, 实现营业利润 32.69 亿元、40.22 亿元, 同比分别增长 13.83%、43.18%。

2018 上半年商业物业经营毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 56.17%、39.66%、6.02%, 比去年同期提升 11.19、16.71、1.19 个百分点, 期间费用率为 24.16%, 比去年同期提升 6.59 个百分点。

2018 上半年商业物业经营板块营业收入整体下滑, 营业利润较去年同期有所提升, 利润增长主要是由于美凯龙线下门店实现稳步扩张及下沉至三四线城市, 整体营业利润实现较大幅度增长 (2018 上半年公司实现营业利润 37.67 亿元, 增速为 30.67%)。但在当前宏观经济未能保持高速发展且地产行业景气程度整

体下滑的大趋势下，租金标准难以提升，行业经营情况将面对较大压力。

**图表 21: 商业物业经营单季度营收及同比增速**

**图表 22: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 23: 商业物业经营板块重点上市公司经营数据**

代码	公司名称	营收(同比增速)	营业利润(同比增速)	毛利率	ROB摊薄(整体法)	年初以来涨跌幅
		2018H	2018H	2018H	2018H	截止 9 月 14 日
000061.SZ	农产品	-0.71%	-17.61%	39.25%	-0.37%	-33.34%
002344.SZ	海宁皮城	-10.60%	9.07%	52.38%	3.14%	-39.79%
600415.SH	小商品城	-76.18%	0.81%	51.46%	10.11%	-28.79%
600738.SH	兰州民百	4.69%	-6.34%	35.23%	3.91%	-4.25%
000882.SZ	华联股份	20.23%	1315.52%	42.42%	3.69%	-15.08%
601828.SH	美凯龙	25.69%	30.67%	69.33%	6.83%	-10.08%
600790.SH	轻纺城	1.05%	-6.22%	62.17%	4.48%	-15.51%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**小结:** 从行业整体以及各子板块的经营数据来看, 2018 上半年百货、超市、连锁及商业物业经营板块, 除了商业物业经营板块营收出现下滑, 其他几个板块营收仍保持增长态势, 但营收增速整体放缓, 各板块龙头企业整体经营稳健, 行业复苏力度减弱。

### 三、投资策略

#### 1、关注规模优势显著的百货龙头

今年上半年受三四五线房地产市场火爆、中美贸易摩擦、P2P 连环爆雷等因素影响, 社零增速逐渐放缓, 高端消费承压, 行业复苏受阻, 百货板块收入端上半年复苏态势较弱, 收入端增速有所下滑, 营业利润增速有所上升。预计今年四季度板块整体业绩释放仍将需要一段时间, 在此背景下, 建议关注经营管理高效, 规模优势显著的百货龙头, 如王府井、重庆百货、天虹股份等, 这类公司作为行业内龙头企业, 在



行业整体呈现下行趋势的大背景下，积极进行线下门店网络布局、多业态发展及供应链协同等多方面举措的同时不断强化提升自身经营管理效率，整体表现优于所在板块平均水平，在未来发展中有望通过集中度与经营效率的提升，进一步扩大自身规模效应。

### 王府井 (000501)

公司通过不断完善经营管理模式、建立健全市场化体制，形成了以小店为基础、以强店为核心、以新店为补充的全国连锁发展态势和综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市、便利店及电子商务多业态协同发展的良好格局。共营运54家连锁门店，销售网络覆盖全国七大经济区域、20个省市自治区、30个城市，业绩行业领先，会员规模庞大，品牌合作关系稳固，核心竞争能力和综合实力逐步提高。公司控股股东王府井东安与首旅集团实施战略重组，将进一步深化体制机制改革，创新发展，积极利用首旅集团“6+2”产业平台，实现资源共享、优势互补，发挥多业态优质资源融合发展的巨大潜力。2018年上半年公司实现营业收入131.99亿元，同比增长3.04%；归属于上市公司股东的净利润7.56亿元，同比增长145.42%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润7.31亿元，同比增长61.22%，基本每股收益0.97元。

图表 24: 王府井营业收入及同比增速



图表 25: 王府井营业利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**百货业态稳步发展，奥特莱斯业态发展提速成为利润新增长点。**公司目前形成以百货为主、奥莱为辅的业态格局，报告期内，公司运营门店共54家，覆盖华北、华中、华南等七大经济区域下的30个城市，总经营建筑面积265.9万平方米。分业态来看，百货/购物中心和奥特莱斯分别实现营收106.32亿元和17.50亿元，同比分别增长1.18%和8.44%，在中产阶级消费群体的扩张大背景下，奥特莱斯作为公司近些年重点布局业态，盈利能力逐渐释放，报告期内对公司营收贡献率为13.26%，比去年同期提升0.66个百分点。

**深化国企改革，多业态融合发展。**2018上半年，公司控股股东王府井东安正式划入首旅集团，公司未来有望借助首旅集团旗下酒店、旅游资源，进一步延展经营类别和服务内容，丰富业态组合。

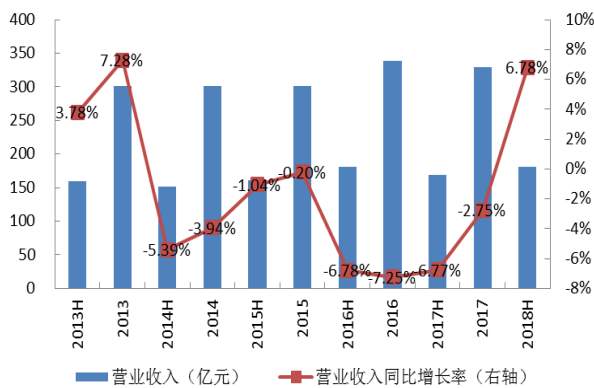
**费用控制效果显著。**公司期间费用率为12.75%，较上年同期下降1.27个百分点，其中销售、财务和管理费用率分别为10.57%、-1.31%和3.48%，销售与管理费用率与上年基本持平，而财务费用率同比下降1.35个百分点，主要由于利息收入的大幅增加以及利息支出的减少双重因素所致，受财务费用影响，公司上半年扣非净利大幅增长。

详细内容可见往期报告——王府井（600859）：业绩平稳增长，持续推进传统业态变革升级

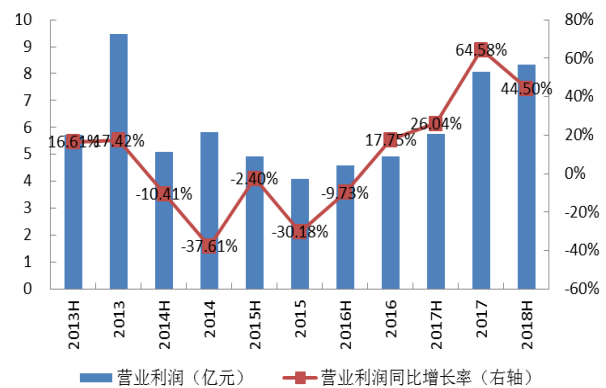
### 重庆百货（600729）

公司主要涉足百货、超市、电器和汽车贸易等经营领域，旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸等品牌。截止2018年6月30日，公司拥有线下门店309个，门店布局包括重庆36个区县和四川、贵州、湖北等地，公司也在加快推动以智能化为引领的创新驱动战略。同时持续推进供应链优化，业务、信息化转型，线上线下渠道进一步融合和完善市场化激励机制。公司2018年上半年共实现营业收入180.52亿元，同比增长6.78%；归属于上市公司股东的净利润6.96亿元，同比增长49.05%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6.76亿元，同比增长50.12%，每股收益1.71元，同比增长41.32%。

图表 26：重庆百货营业收入及同比增速



图表 27：重庆百货营业利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**持续优化供应链，营收小幅增长。**公司进一步优化供应链，加速品牌引新汰旧，实现营收小幅增长，百货深化品牌分级管理，引进新品牌；超市推进源头采购，进行场景或餐饮化改造；电器强化战略品牌和新品推广。截止2018年6月30日，公司经营网点有309个（按业态口径计算），其中：百货业态55个，超市业态178个，电器业态48个，汽贸业态28个。分业态来看，百货、超市、电器、汽贸分别实现营收94.8亿元、37.37亿元、15.96亿元、30.39亿元。

**新兴业务持续发力增厚业绩。**公司决定出资6.34亿元参与马上消费金融第三轮融资，认购其56570.68万股股份，增资完成后公司持有马上消费金融股权比例为31.06%。2018年上半年交易额、贷款余额等各项指标持续增长，注册用户数突破3900万，共实现营收41.07亿元，净利润3.66亿元，为公司贡献投资收益1.12亿元。同时重百保理在风险控制的前提下，保理余额保持增长态势。

**费用管控效果明显，盈利能力继续改善。**公司管理效率持续提升，报告期内毛利率水平由上年同期的17.8%提升至18.44%，期间费用率受租赁及折旧摊销费用减少所致管理费用降低影响，下降0.28个百分点至13.15%，公司净利率提升1.12个百分点。预计随着公司供应链持续优化，未来净利率仍有小幅提升空间。

详细内容可见往期报告——重庆百货（600729）：营收小幅增长，马上消费金融持续发力

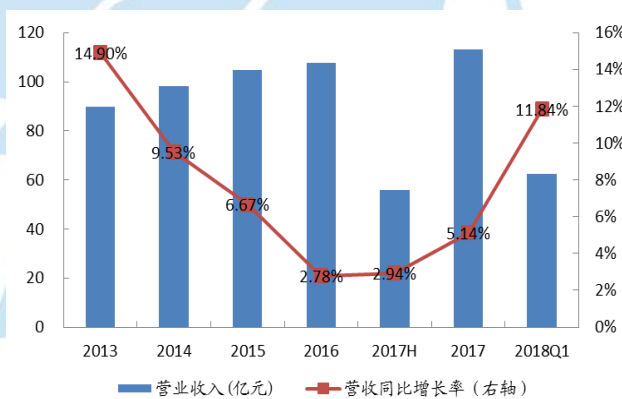
## 2、区域布局优势、深耕供应链系统的超市龙头

目前超市板块处于线上线下渠道重构、多业态跨界协同发展的模式变革中，虽然短期受到永辉超市净利下滑的影响，但板块未来收入端、毛利率及净利率将整体向好。而从近段时间的苏宁小店、京东到家积极拓展线下门店也不难看出具有区域布局优势以及积极布局供应链系统的企业整体将具有更大的发展空间。随着线上线下的深度融合，以及随之而来的消费者购物习惯的改变，以阿里、京东、苏宁为首的线上电商巨头纷纷通过强化线下门店布局，再进一步通过线上大数据、云技术的赋能进行供应链平台智能化、线下门店购物体验优化等多方面的改造。因此我们建议关注具有密集线下门店布局网络、供应链平台系统优势的超市龙头，如永辉超市、家家悦等，这类公司门店布局优势明显，在新零售的浪潮中，践行以消费者体验为核心的线上线下多渠道发展，未来将带领行业进入发展新时代。

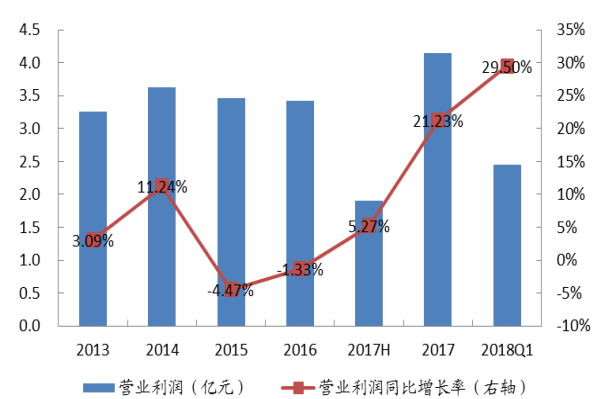
### 家家悦 (603708)

公司是以大卖场和综合超市为主体，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。截止 2018 年 6 月 30 日，公司各业态连锁门店数量 702 家，其中大卖场 99 家、社区综合超市 295 家、农村综合超市 236 家、百货店 12 家、便利店 8 家、宝宝悦等专业店 52 家。目前公司以自营为主，自营商品销售收入占商业主营业务收入比重 91.18%，通过立体化的物流中心，在全省形成覆盖式的物流网络体系，公司通过生鲜加工中心、中央厨房、自有工厂的建设，对农产品进行后标准化加工，大力发展自有品牌，增强供应链能力和生鲜核心竞争优势。2018 年上半年公司实现营业收入 62.27 亿元，同比增长 11.84%；归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元，同比增长 35.63%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.85 亿元，同比下降 29.20%，基本每股收益 0.41 元。

图表 28: 家家悦营业收入及同比增速



图表 29: 家家悦营业利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**线下展店稳步扩张，供应链能力持续优化。**公司上半年新开门店 28 家，其中大卖场 5 家，综合超市 13 家，宝宝悦 8 家，便利店 2 家，持续提升区域网络布局密度。结合公司对于生鲜加工中心、工业园等自动化和标准化的改造以及高效运营的供应链平台，进一步发挥公司区域一体化的物流供应链、生鲜等优势，有助于公司业绩持续提升。



**机制变革逐渐完善。**公司目前持续推行合伙人机制，截止 2018 年 6 月 30 日，公司合伙人门店共 89 家，合伙人制度的推行将企业与员工利益更加紧密的绑定在一起，促进员工积极性，推动企业更加稳健快速的发展，未来对于公司整体营业收入提升有较大帮助。

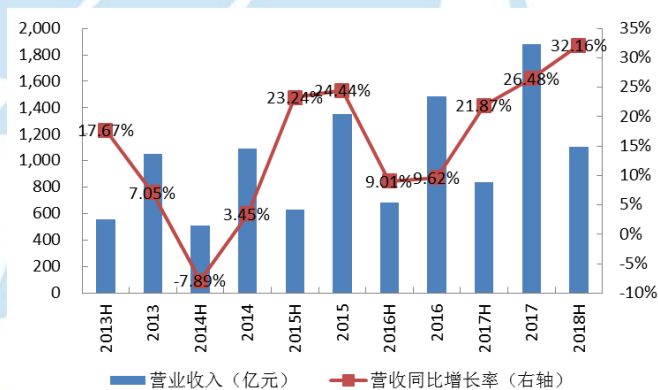
### 3、关注布局低线城市、具有规模效应的龙头企业

在互联网在乡镇农村市场渗透率逐步加深、消费能力日渐提高的大背景下，低线城市消费需求也明显扩大，同时低线城市人口以及社零占比都较大，是未来市场消费主力军。这也促使了许多企业都开始采取渠道下沉的经营策略，并且随着支付、物流等配套系统的完善，未来将有更多以电企业通过线下门店的布局，进一步抢占市场。建议关注布局低线城市的龙头企业，如步步高、苏宁易购等，这类企业在践行渠道下沉的经营策略时积极进行供应链平台升级、线下门店布局改造，有望实现线上线下的全渠道覆盖及增长，有较强的规模效应。

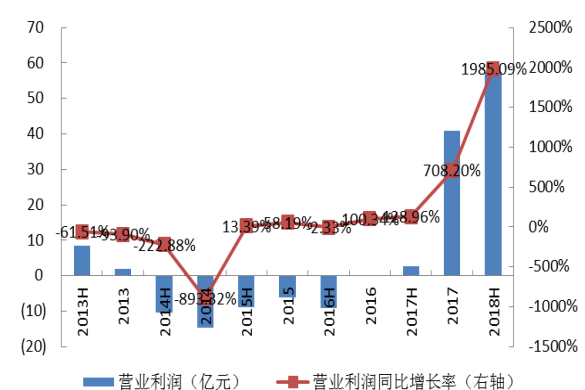
#### 苏宁易购（002024）

公司从专营家电起家，目前集团已经覆盖零售、物流、金融、科技、地产、文创、体育和投资八大业务板块。公司围绕智慧零售战略，通过加强线下门店布局、优化门店服务和经营效率以及提升线上流量经营效率、会员管理，使得公司整体运营保持了快速增长；物流、金融等板块则是围绕零售业务不断提高服务能力，业务规模稳步提升。2018 上半年公司实现营业收入 1,106.78 亿元，同比增长 32.16%；实现营业利润 57.51 亿元，同比增长 1985.09%；公司实现利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 59.33 亿元、60.03 亿元，同比增长 1822.41%、1959.41%。基本每股收益 0.65 元。

图表 30：苏宁易购营业收入及同比增速



图表 31：苏宁易购营业利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**多业态线下门店布局。**公司坚持“一大、两小、多专”的多业态发展模式，主要业态包括家电 3c 家居生活专业店、苏宁红孩子、苏鲜生、苏宁小店和苏宁易购直营店。截止 2018 年 6 月，公司共有门店 4,813 家。实现对大陆、香港及日本等区域的覆盖。其中苏宁小店作为公司向全品类发展、贴近消费者的重要载体，在 2018 上半年新开苏宁小店 709 家，线下布局全面提速，同时为了实现对农村市场的开发拓展，公司对于直营店也进行了商品品类丰富、店面精细化管理等多种措施，在 2018 上半年公司新开 349 家直营店，使得直营店销售保持较为快速的增长（2018 年上半年门店销售收入同比增加 24.74%）。



**持续加强费用管控，盈利能力稳步提升。**公司在 2018 上半年，为配合公司新业务的快速发展和大开发战略的推进，管理和研发费用率较上年有小幅提升（管理费用率上升 0.01%，研发费用率上升 0.08%），同时由于全渠道经营模式的日趋成熟，租金、水电等固定费用率下降，运营费用率较上年下降 0.16%；财务费用方面由于公司积极进行现金管理，同比持平，整体费用率水平同比下降 0.16%，2018 上半年，公司毛利率为 14.12%，综合费用率的有效管控加之公司对于商品结构以及供应链等经营效率的提升，带动毛利率较上年同比增加 0.52 个百分点，盈利能力持续改善。

（全文完）



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，2011年7月加入中航证券金融研究所，从事商业贸易、休闲服务行业研究。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。