



Research and
Development Center

可选消费承压，关注必选消费龙头

2019年商贸零售行业投资策略

2018年12月7日

李丹 行业分析师

燕楠 行业分析师

可选消费承压，关注必选消费龙头

2019 年商贸零售行业投资策略

2018 年 12 月 7 日

本期内容提要：

- ◆ **消费基本面：与名义 GDP 同周期。** 增速放缓的社零数据与名义 GDP 同周期，消费对 GDP 拉动贡献率持续上升，但居民消费率仍偏低，从消费品类看，社零数据的增速下降主要由汽车类消费拖累，从居民支出结构看，服务类消费支出占比仍是上升趋势，居民收入增速保持平稳，消费者信心指数：较前期下滑，但仍处高位，消费降级尚无明确验证数据。
- ◆ **行业基本面、行情回顾、基金持仓分析。** 百货行业：营收增速和利润增速下滑，毛利率净利率保持平稳。超市行业：CPI 利好收入提升，受费用端拖累业绩承压。估值情况：估值回到历史底部。基金持仓分析：从可选消费偏向必选消费。
- ◆ **行业趋于分化：扩张力和运营能力助力龙头公司成长。** 百货行业：百货主力销售品类珠宝、服饰、化妆品品类多为可选消费品类，受宏观经济周期影响较大，百货企业的内生增长与宏观经济周期拟合度高。在宏观经济走弱的大背景下，优秀的龙头企业仍然可以通过经营效率改善同店，通过稳步扩张带来规模增长。超市行业：超市经营的生鲜、日用品类更偏必选消费品，超市同店增速和 CPI 通胀指数拟合度更高，而和宏观经济周期相关度偏弱。超市行业的盈利能力和宏观经济周期和 CPI 呈弱相关性，盈利能力主要基于自身运营能力。因此在 CPI 上升利好全行业营收的情况下，龙头超市企业突出的运营能力将使得其有优于行业的业绩表现。
- ◆ **建议关注和行业评级：**在经济下行消费承压的背景下，我们下调商贸零售行业至“中性”评级，并且我们认为可选消费的百货行业在 2019 年相较于超市行业承压更多。从公司层面看，无论是百货行业还是超市行业，规模和效率始终是对企业的最关键考核指标，也是企业业绩表现的最根本推动因素。对于百货行业，龙头公司能够凭借精准定位，在行业承压期逆市拓店，一方面精细化运营为同店增长提供保障，一方面积极拓店为增量弹性提供保障。对于超市行业，龙头公司在收入端能够借助高位 CPI 和拓店获得不错增长，在业绩端能够凭借更有效成本（特别是人力成本）控制获得优于行业的业绩增长。因此，我们推荐在扩张和运营方面有优势的**行业龙头**。
- ◆ **风险因素：**宏观经济低于预期、消费疲弱、抑制可选消费、人均可支配收入增长低于预期、消费者信心指数下滑。

证券研究报告

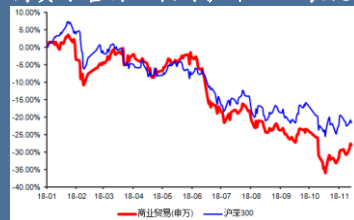
行业研究——投资策略

商贸零售行业



上次评级：看好，2018.06.20

商贸零售行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数（只）	100
总市值（亿元）	8576
流通市值（亿元）	5985

资料来源：信达证券研发中心

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

燕楠 分析师

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

相关研究

《2018 年商贸零售行业策略报告：效率和体验驱动下的零售创新》

2017.12.12

《2018 年下半年商贸零售行业策略报告：可选消费复苏，看好百货龙》

2018.6.20

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

消费基本面：与名义 GDP 同周期，并无消费降级	2
统计口径更宽泛的消费指标显示消费降级不成立	2
增速放缓的社零数据只是与名义 GDP 同周期	3
消费对 GDP 拉动贡献率持续上升，但居民消费率仍偏低	4
从消费品类看，社零数据的增速下降主要由汽车类消费拖累	5
从居民支出结构看，服务类消费支出占比仍是上升趋势	6
从商品结构看，中高端产品占比持续上升	7
居民收入增速保持平稳	7
消费者信心指数：较前期下滑，但仍处高位	8
行业基本面、行情回顾、基金持仓分析	10
全国百家/五十家大型零售企业数据	10
百货行业：营收增速和利润增速下滑，毛利率净利率保持平稳	10
超市行业：CPI 利好收入提升，受费用端拖累业绩承压	12
估值情况：估值回到历史底部	14
基金持仓分析：从可选消费偏向必选消费	15
行业趋于分化：扩张力和运营能力助力龙头公司成长	17
百货行业：可选消费受宏观经济影响较大	17
百货行业：经济下行中龙头靠运营和扩张取胜	19
超市行业：营收增速和 CPI 高度相关	20
超市行业：龙头公司凭借强有力控费提升业绩水平	22
超市行业：新零售业态盒马鲜生模式显效，指引行业方向	24
行业评级	30
相关标的公司推荐	31
天虹股份（002419）：精准定位于中产家庭消费的百货龙头	31
王府井（600859）：享规模和品牌优势的百货龙头	32
中百集团（000759）：业绩拐点已现，各方改革显成效	33
风险因素：	33

表目录

表 1：我国城镇居民人均消费性支出结构	6
表 2：2018 年以来各品类限额以上批零零售额当月同比	11
表 3：百货和超市板块 2018 年 Q3 基金持仓环比变动	15
表 4：盒马鲜生成熟店面运营指标和传统商超的对比	24
表 5：盒马进行的不同形态门店的探索	26
表 5：盒马和供应商的深度合作	28

图目录

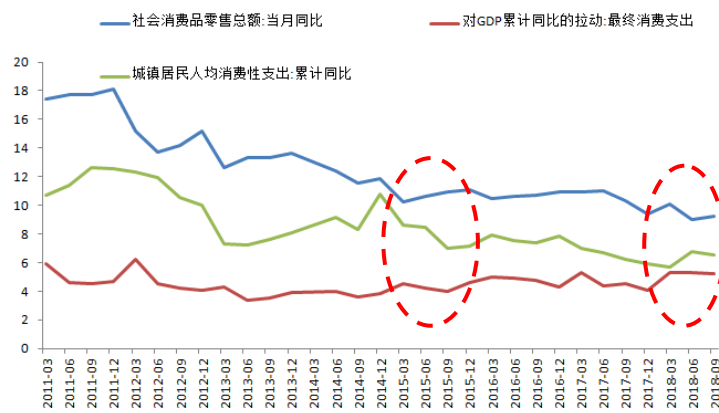
图 1：不同口径消费统计数据对比（单位：%）	2
图 2：社会消费品零售总额单月值及增速（单位：亿元，%）	2
图 3：名义 GDP 和社零同比增速	3
图 4：我国居民消费中服务性消费占比不断提升	3
图 5：消费、投资、进出口对 GDP 累计同比的拉动（单位：%）	4
图 6：消费、投资、进出口对 GDP 累计贡献率（单位：%）	4
图 7：消费、投资、进出口在 GDP 中占比	4
图 8：2017 年我国居民最终消费支出占比和发达国家对比（单位：%）	4
图 9：各消费品类社零增速（单位：%）	5
图 10：乘用车销量当月同比（单位：%）	5
图 11：城镇居民家庭和农村居民家庭恩格尔系数（单位：%）	6
图 12：我国居民消费中服务性消费占比不断提升	6
图 13：2013-2018 年五类香烟销量占比	7
图 14：中高端 B 级车和 C 级车在整体乘用车中占比	7
图 15：城镇居民人均可支配收入和个人所得税累计同比（单位：%）	8
图 16：四项分类收入增速平稳	8
图 17：消费者信心指数	9
图 18：全国百家大型零售企业零售额当月同比（单位：%）	10
图 19：50 家大型零售企业零售额当月同比（单位：%）	10
图 20：申万百货行业营收及同比增速（单位：亿元，%）	11
图 21：申万百货行业归母净利及同比增速（单位：亿元，%）	11
图 22：申万百货行业毛利率及净利率（单位：%）	12
图 23：申万百货行业三费占比（单位：%）	12
图 24：申万超市行业营收及同比增速（单位：亿元）	13
图 25：申万超市行业归母净利及同比增速（单位：亿元）	13
图 26：申万超市行业毛利率和净利率（单位：%）	13
图 27：申万超市行业三费占比（单位：%）	13
图 28：2005 年以来申万百货和超市行业 PE 估值	14
图 29：2005 年以来申万百货和超市行业 PB 估值	14
图 30：2014 年以来申万百货和超市行业 PS 估值	15
图 31：天虹股份同店营收同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	17
图 32：王府井同店营收同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	17
图 33：天虹股份营收同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	18
图 34：王府井营收同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	18
图 35：天虹股份扣非净利润同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	18
图 36：王府井扣非净利润同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	18
图 37：天虹股份扣非净利润同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）	19
图 38：CPI 同比增速（单位：%）	20
图 39：2017 年以来食品 CPI 同比增速（单位：%）	20
图 40：永辉超市同店增速和 GDP/CPI 拟合情况（单位：%）	20
图 41：永辉超市营收增速和 GDP/CPI 拟合情况（单位：%）	20
图 42：永辉超市扣非净利润同比增速和 GDP/CPI 拟合情况（单位：%）	21

图 43: 永辉超市营收增速和行业均值对比 (单位: %)	22
图 44: 永辉超市扣非净利润增速和行业均值对比 (单位: %)	22
图 45: 永辉超市销售费用率和行业均值对比 (单位: %)	23
图 46: 永辉超市管理费用率和行业均值对比 (单位: %)	23
图 47: 永辉超市劳效和行业对比 (单位: 万元/人)	23
图 48: 盒马对新零售关系的展望	24
图 49: 盒马开店情况	25
图 50: 盒马和传统商超客单价对比 (单位: 元/单)	25
图 51: 盒马在上海门店布局	26
图 52: 盒马在北京门店布局	26
图 53: 与盒马建立零售关系的供应商品牌	28
图 54: 盒马和恒天然推出的日日鲜奶制品	28
图 55: 盒马 ReXPOS 自助收银机	29
图 56: 盒马经验赋能大润发淘鲜达店铺	29
图 57: 今年以来各版块涨跌幅情况 (单位: %)	30

消费基本面：与名义 GDP 同周期，并无消费降级

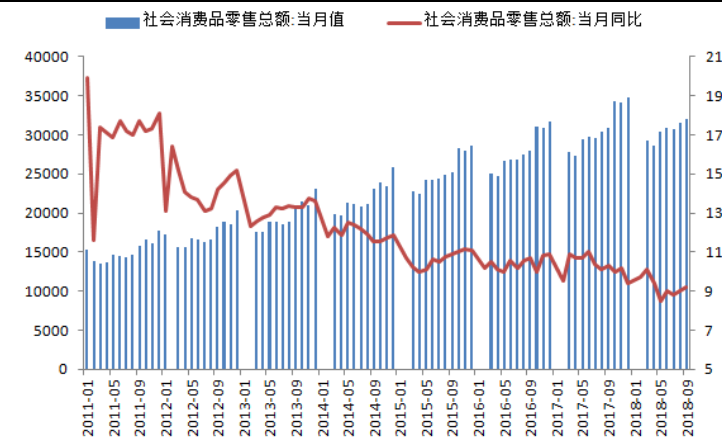
统计口径更宽泛的消费指标显示消费降级不成立

图 1：不同口径消费统计数据对比（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：社会消费品零售总额单月值及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

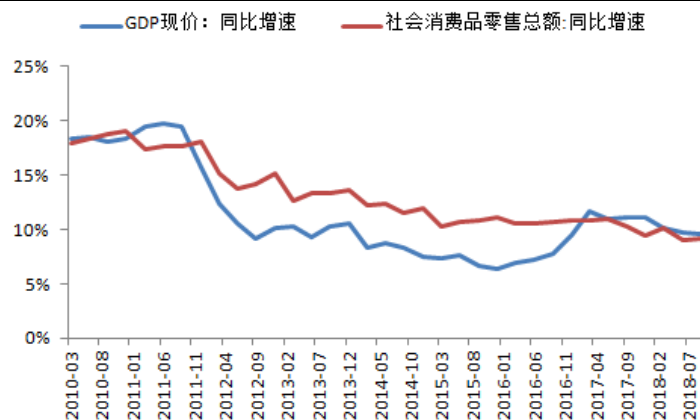
2018 年 10 月份，社会消费品零售总额 35534 亿元，同比名义增长 8.6%（实际增长 5.6%），增速为年内第二低位，仅高于 5 月份的 8.5%。其中，限额以上单位消费品零售额 12479 亿元，增长 3.7%。2018 年 1-10 月份，社会消费品零售总额 309834 亿元，同比增长 9.2%。其中，限额以上单位消费品零售额 117177 亿元，增长 6.6%。整体看，社零总额增速从 10% 下降到 8-9% 区间，再加上拼多多这样主打低价的电商平台的崛起，市场上一时有“消费降级”这样的说法出现。

观察消费走势的常用指标有三个：一是社会消费品零售总额（月度数据）；二是居民人均消费性支出（季度数据）；三是 GDP 最终消费支出（季度和年度数据）。三个口径的消费数据在统计内容和方法上有所不同。1、**统计内容的不同**：社零数据统计口径仅仅包括实物性的商品消费，而 GDP 最终消费支出则包含实物消费、服务消费和虚拟消费。基于实物消费的社零数据并没有包含服务类消费。我国居民的消费结构近几年出现了较明显的变化，食品烟酒、服装等日用品的消费占比逐年走低，而医疗保健、交通通信、教育文娱等服务性消费比重在不断攀升。所以只包含实物类消费的社零数据的增速下滑并不能反应消费的全貌。2018 年 Q1 和 Q2 最终消费支出对 GDP 同比的拉动分别为 5.3% 和 5.4%，较 2017 年 Q3 和 Q4 都高出不少，消费降级从数据端尚无明确体现。2、**统计对象的不同**：居民人均消费性支出仅仅包含纯居民支出，而 GDP 最终消费支出不仅包含居民消费，还包含政府消费，政府消费比重在 2017 年占比为 27%，不可忽略。3、**统计方式的不同**：GDP 最终消费支出和社零数据是统计结果，而居民人均消费性支出是抽样调查结果，可能存在偏差。

由此可见，从统计口径更为宽泛的 GDP 最终消费支出和城镇居民人均性消费指标来看，上半年消费依然保持强劲。

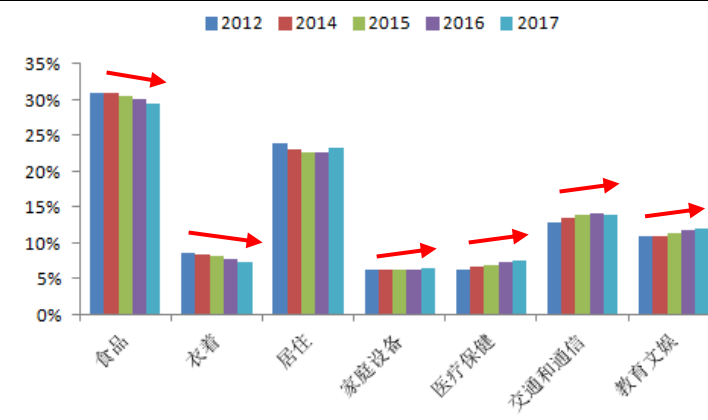
增速放缓的社零数据只是与名义 GDP 同周期

图 3: 名义 GDP 和社零同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 我国居民消费中服务性消费占比不断提升

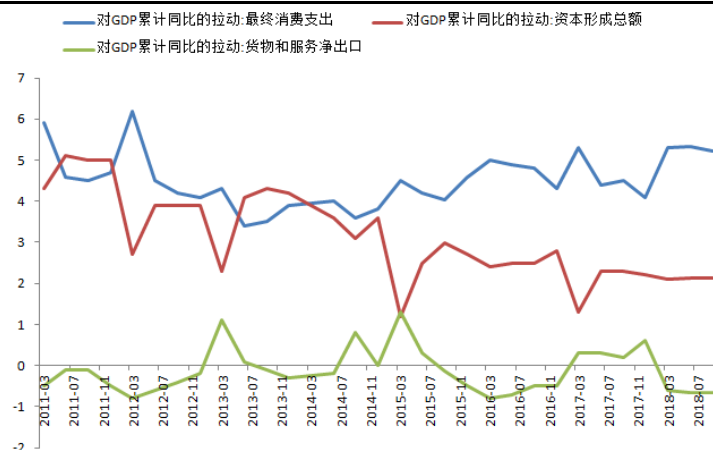


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

虽然在经济放缓时消费行业将不可避免的受到影响，再叠加 2017 年地产财富效应带来的高基数压力，消费增速在 2019 年放缓是可以预期的。而消费降级或者升级则是一种复杂的中长期社会行为趋势，而非片段性，因此无法用几个经济数据或者孤立的现象来证明。社零数据和名义 GDP 高度相关。在宏观经济增速放缓，整体 GDP 增速下行的背景下，社零数据不可能有超越 GDP 增速的表现，社零总额增速从 10% 下降到 9% 区间只是宏观经济增长放缓在消费端的体现，并不是消费端出现了质的转变从而导致的社零数据增速下滑。而在 GDP 的三驾马车中，较出口和投资而言，消费是下降幅度最小所以目前对 GDP 贡献率也是最高的。

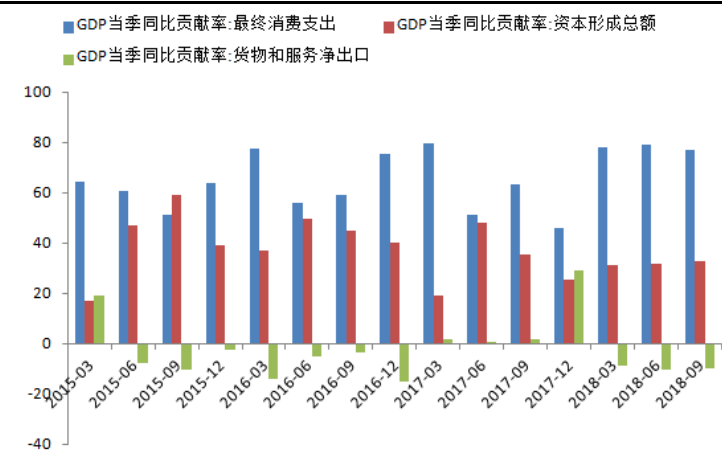
消费对 GDP 拉动贡献率持续上升，但居民消费率仍偏低

图 5: 消费、投资、进出口对 GDP 累计同比的拉动 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

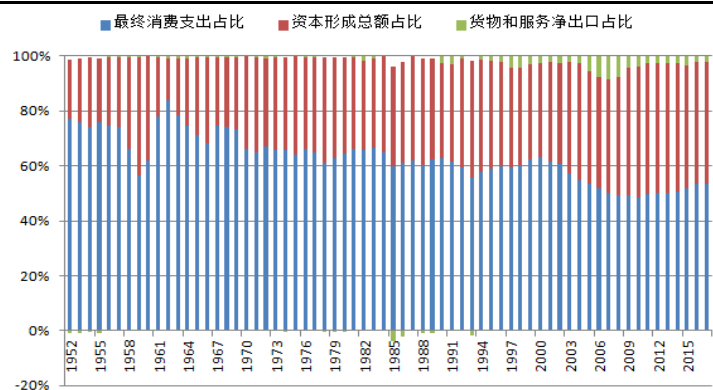
图 6: 消费、投资、进出口对 GDP 累计贡献率 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

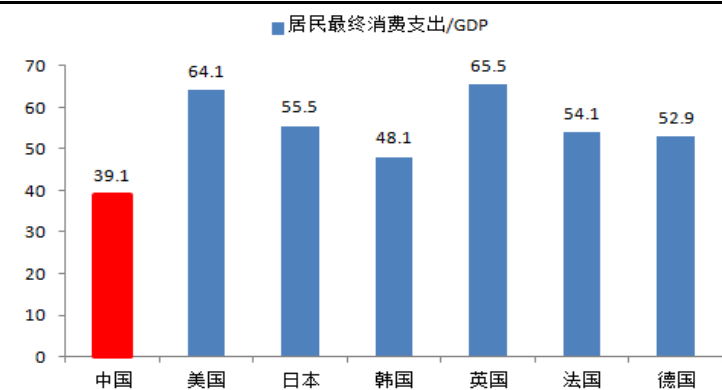
三驾马车中，目前最终消费支出对 GDP 拉动最大。随着最终消费占比的提升（2017 年为 53.6%），以及投资增速放缓，从 2014 年 Q1 开始，最终消费支出就成为拉动 GDP 的最主要力量。2018 年前三季度 GDP 累计增速为 6.7%，其中最终消费支出贡献率为 76.9%，拉动 GDP 5.2 个百分点，资本形成总额贡献率为 32.8%，拉动 GDP 2.1 个百分点，货物和服务进出口贡献率为 -9.7%，拉动 GDP -0.7 个百分点。

图 7: 消费、投资、进出口在 GDP 中占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 2017 年我国居民最终消费支出占比和发达国家对比 (单位: %)

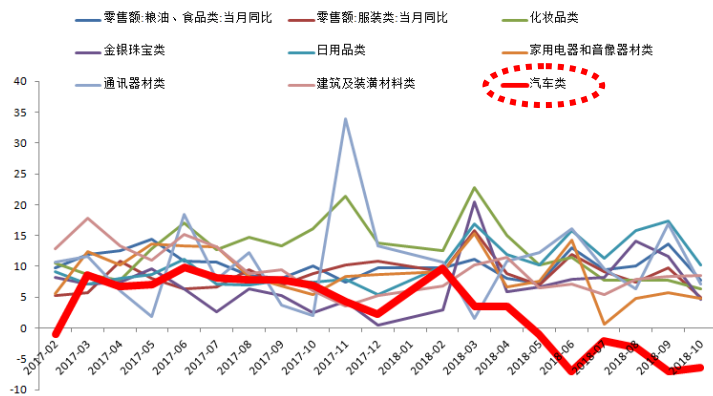


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国最终消费支出占比从2010年48.5%一路上升至2017年的53.6%，其中政府消费占比为14.5%，居民消费占比为39.1%。虽然近十年来一直在不断上升，但和发达国家相比仍然有不小的差距。2017年美国居民消费占比为64.1%、日本为55.5%、韩国为48.1%、英国为65.5%、法国为54.1%、德国为52.9%。和消费对比，2017年资本形成总额占比为44.4%，高出居民消费占比5.3个百分点，整体经济对投资依赖度更高。全球来看，资本形成总额占比平均水平为22%，中国44.4%的占比是全球平均水平的一倍。尽管近几年随着消费拉动持续提升，资本形成总额占比在持续下降，但是仍然有较大下降空间让位给消费。

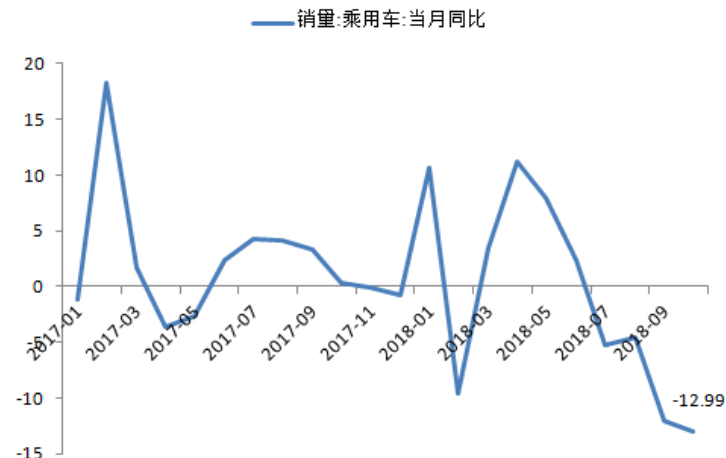
从消费品类看，社零数据的增速下降主要由汽车类消费拖累

图9：各消费品类社零增速（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图10：乘用车销量当月同比（单位：%）

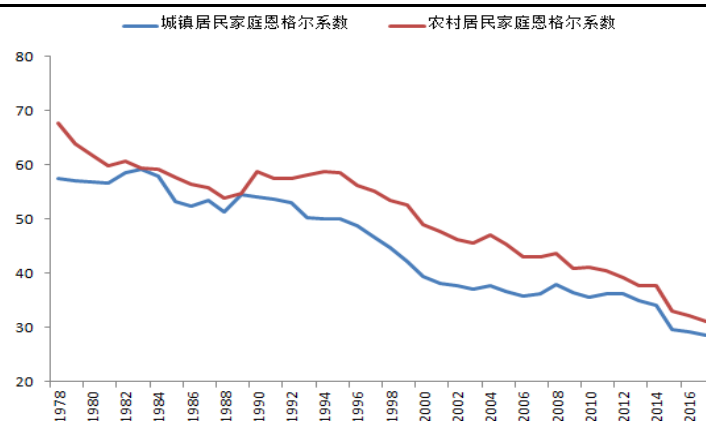


资料来源：Wind，信达证券研发中心

分品类来看，汽车类消费下滑比较严重，对整体社零数据拖累较严重。汽车低迷与整体房地产销售低增、贸易关税的预期等因素相关。限额以上汽车类商品零售额当月同比从今年5月份开始就持续为负，10月份汽车类零售额当月同比为-6.4%，增速仅次于6月份的-7.0%。从销量端来看，乘用车销量当月同比也是从今年5月份开始持续下降。乘联会和中汽协数据显示，10月国内乘用车总计销售204.68万辆，同比下滑12.99%。其中，轿车销量99.58万辆，同比下滑10.05%。

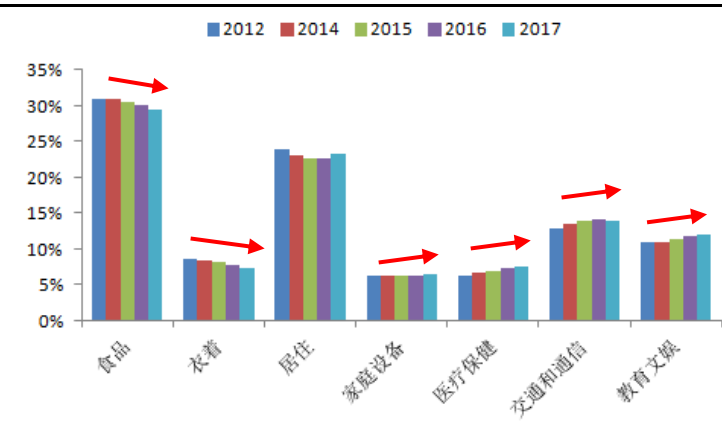
从居民支出结构看，服务类消费支出占比仍是上升趋势

图 11: 城镇居民家庭和农村居民家庭恩格尔系数 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 我国居民消费中服务性消费占比不断提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1: 我国城镇居民人均消费性支出结构

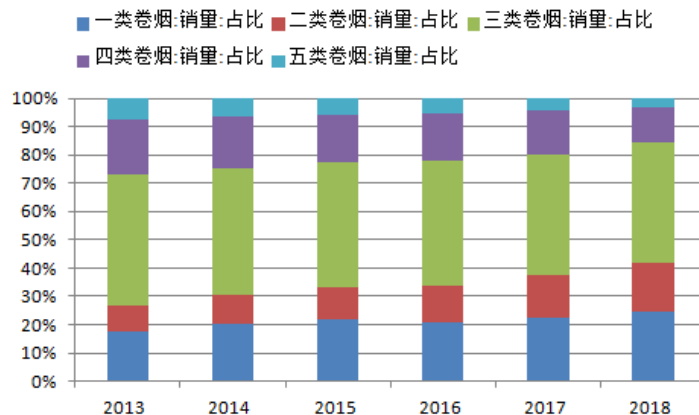
	2013	2014	2015	2016	2017
食品	30.95%	30.87%	30.55%	30.07%	29.42%
衣着	8.63%	8.37%	8.17%	7.73%	7.39%
居住	23.90%	23.10%	22.70%	22.74%	23.38%
家庭设备	6.27%	6.35%	6.28%	6.35%	6.41%
医疗保健	6.31%	6.72%	6.93%	7.25%	7.47%
交通和通信	12.88%	13.57%	13.91%	14.12%	13.96%
教育文娱	11.05%	11.02%	11.45%	11.73%	11.96%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

恩格尔系数持续下降，长期看消费升级大趋势不变。我国城镇居民恩格尔系数（食品占消费支出比重）从 2015 年开始跌破 30%，2017 年城镇居民恩格尔系数为 28.6%；农村居民恩格尔系数稍高，为 31.2%。虽然一直在下行通道，但是和发达国家（美国为 15%）相比，仍然有较大下降空间。2013-2017 年，城镇居民人均消费性支出结构中日用品类占比持续下降，食品占比从 30.95%下降至 29.42%、衣着占比从 8.63%下降至 7.39%；服务类的消费占比持续上升，家庭设备占比从 6.27%上升至 6.41%、医疗保健占比从 6.31%上升至 7.47%、交通和通信占比从 12.88%上升至 13.96%、教育文娱占比从 11.05%上升至 11.96%。显示出我国居民消费结构服务性消费占比持续扩大，食物等日用消费占比持续减少，长期看仍处于消费升级的过程中。

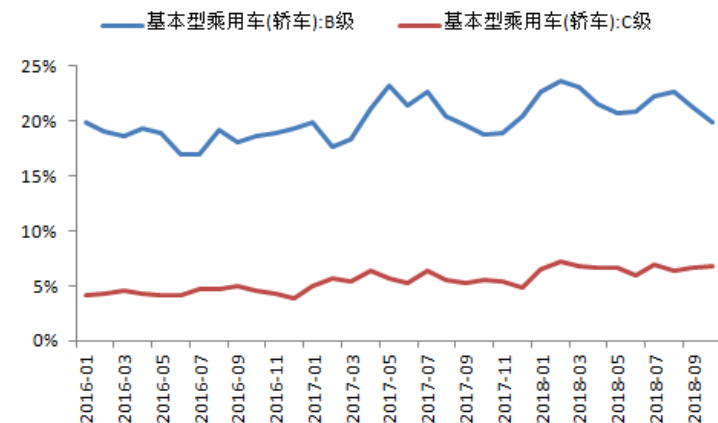
从商品结构看，中高端产品占比持续上升

图 13: 2013-2018 年五类香烟销量占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 中高端 B 级车和 C 级车在整体乘用车中占比



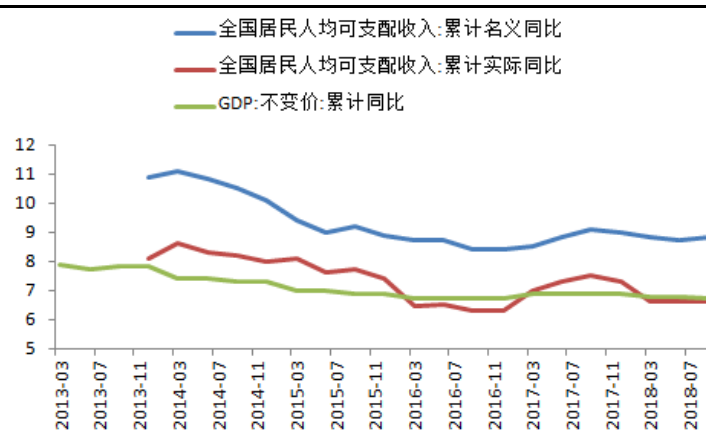
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从中高端商品占比来看，亦看不出消费降级的趋势。以香烟为例，第四类香烟和第五类香烟为代表的低级香烟在 2013 年的市场份额是 26.8%，到 2018 年三季度下降至 15.5%，而以第一类香烟和第二类香烟为代表的高级香烟在 2013 年市场份额是 26.5%，在 2018 年三季度上升至 42.7%。香烟品类中低档商品占比越来越少，而高端商品占比越来越多。同样在乘用车领域，中高端乘用车的占比也在一路上升，高档 C 级乘用车的占比从 2016 年年初的 4.2% 一直上升至 2018 年 10 月的 6.7%。

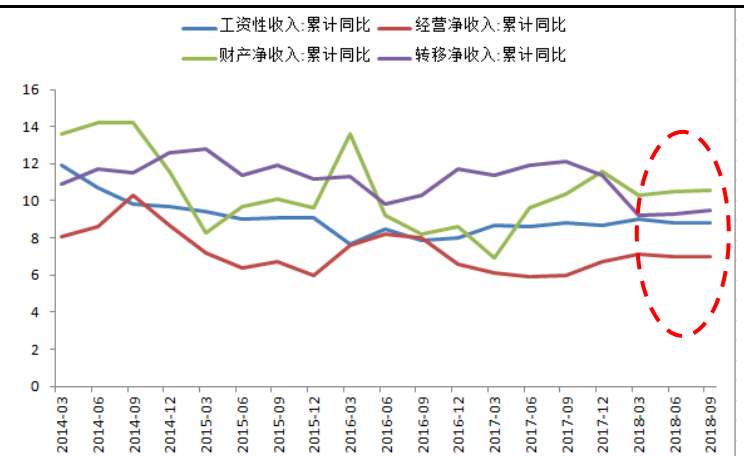
居民收入增速保持平稳

在居民收入端，2018 年 1-9 月我国居民人均可支配收入名义增速为 8.8%，较去年下降 0.2 个百分点。其中收入的四大构成部分增速分别是：工资性收入增速为 8.8%，较去年上升 0.1 个百分点；财产净收入增速 10.6%，较去年下降 1 个百分点；经营性收入增速为 7%，较去年上升 0.3 个百分点；转移性收入增速为 9.5%，较去年下降 1.9 个百分点。

从近五年的数据看，伴随着我国 GDP 增速放缓，居民人均可支配收入名义增速也处于下行通道中，从 2013 年 12 月的 10.9% 下降至 2017 年底的 9.0%，2018 年整体居民人均可支配收入保持平稳增长态势，名义增速整体保持在 8.8% 左右，实际增速保持在 6.6% 左右。

图 15: 城镇居民人均可支配收入和个人所得税累计同比 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

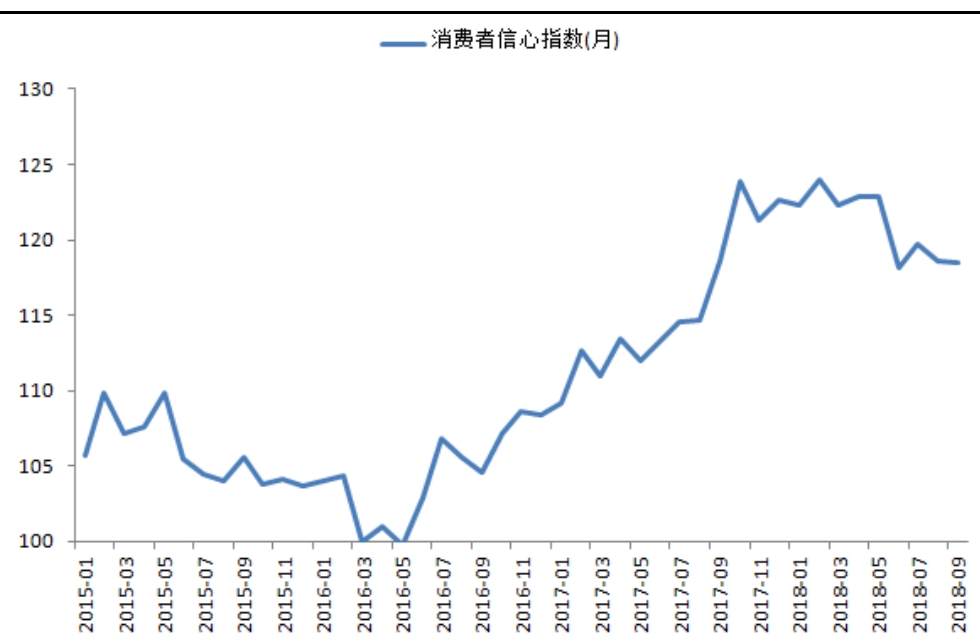
图 16: 四项分类收入增速平稳


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

消费者信心指数: 较前期下滑, 但仍处高位

消费者信心指数是反映消费者信心强弱的指标, 综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。我国消费者信心指数自 2016 年 Q2 以来呈现上行趋势, 于 2017 年 10 月上升至 123.9, 为近十年来最高水平, 至 2018 年 3 月消费者信心指数一直保持平稳态势。之后在 2018 年 6 月消费者信心指数出现明显下滑至 118.2, 最新 9 月份的数据为 118.5。虽然较近期高点有所回落, 但目前的消费者信心指数仍然处于三年来的高位, 消费信心当前仍在高点。

图 17: 消费者信心指数



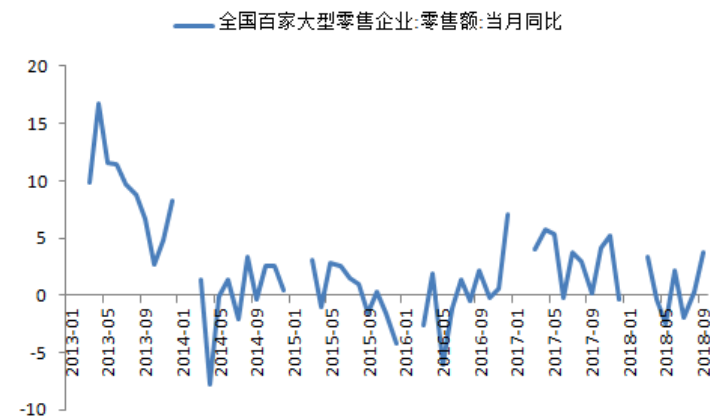
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业基本面、行情回顾、基金持仓分析

全国百家/五十家大型零售企业数据

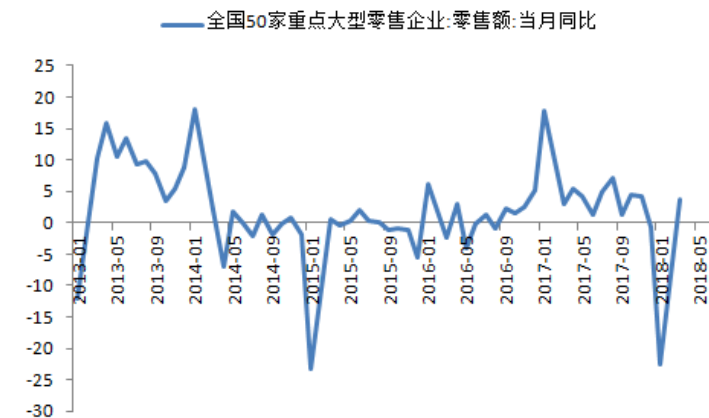
2018年Q3全国百家大型零售企业零售额同比增速呈上升趋势，7-9月全国百家重点大型零售企业零售额同比增长-2.0%、0.3%、3.8%，9月份增速较上年同期和上月均有较大幅度的提升，扭转了下滑态势。五十家大型零售企业数据方面，由于去年高基数原因，2018年1月销售额特别增速下滑明显，为-22.6%。3月、5月、7月同比增速分别为3.8%、-3.4%、-3.9%。

图 18: 全国百家大型零售企业零售额当月同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 50 家大型零售企业零售额当月同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

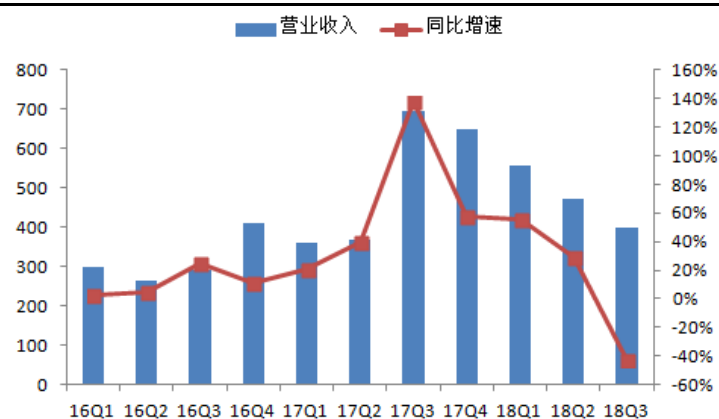
百货行业: 营收增速和利润增速下滑, 毛利率净利率保持平稳

可选消费走弱导致收入增速放缓。我们选取了申万行业分类一般零售中子行业百货板块的 26 家公司进行统计。2016 年 Q4 整体行业回暖, 百货企业营收端开始有所改善, 营收同比增速保持上涨趋势, 一直到 2017 年 Q3, 实现营业收入 694.58 亿元, 营收同比增速升至最高点 137.81%。随后百货行业营收同比增速呈现下滑趋势, 2018 年 Q2 百货行业营业收入为 473.54 亿元, 同比增速为 28.77%; 2018 年 Q3 百货行业实现营业收入 399.76 亿元, 和 2017 年 Q3 高基数相比, 同比下降 42.45%。我们认为百货企业主力品类服装和化妆品增速自今年 7-8 月份以来放缓是导致百货企业营收增速放缓的主要原因。

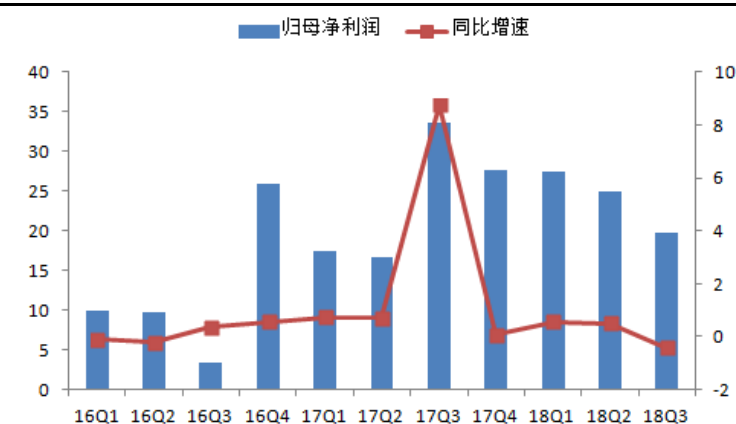
表 2: 2018 年以来各品类限额以上批零零售额当月同比

指标名称	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10
日用品类:当月同比	10.10	16.90	12.00	10.30	15.80	11.30	15.80	17.40	10.20
化妆品类:当月同比	12.50	22.70	15.10	10.30	11.50	7.80	7.80	7.70	6.40
金银珠宝类:当月同比	3.00	20.40	5.90	6.70	7.90	8.20	14.10	11.60	4.70
服装类:当月同比	9.10	15.80	8.80	7.00	11.90	9.10	7.50	9.70	4.90
体育、娱乐用品类:当月同比	-3.60	12.30	6.60	-5.10	-4.20	-8.20	-1.50	-1.50	-8.50
家具类:当月同比	8.50	10.90	8.10	8.60	15.00	11.10	9.50	9.90	9.50
通讯器材类:当月同比	10.70	1.60	10.80	12.20	16.10	9.60	6.40	16.90	7.10
汽车类:当月同比	9.70	3.50	3.50	-1.00	-7.00	-2.00	-3.20	-7.10	-6.40

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 申万百货行业营收及同比增速 (单位: 亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 申万百货行业归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)


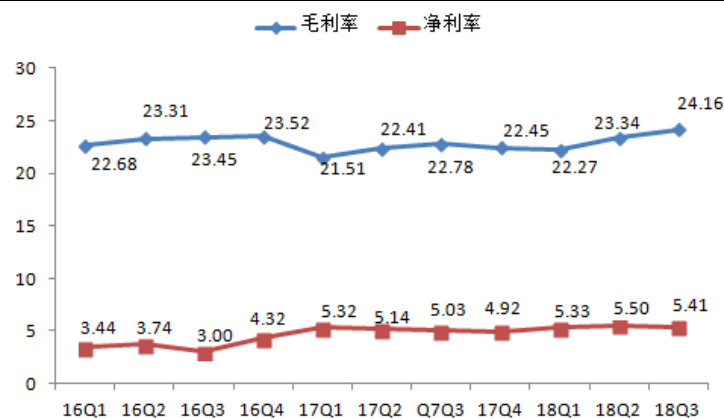
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利能力走弱。百货行业归母净利润增速和营收端整体趋势吻合，但整体增速弱于营收端增速。2018年归母净利润增速呈下滑趋势，2018年前三个季度分别实现归母净利润27.38亿元、24.96亿元、19.85亿元，同比增速分别为0.57%、0.50%、-0.41%。

毛利率持续提升。2017年以来百货行业毛利率和净利率都保持上升态势，2018年前三个季度百货行业毛利率分别为22.27%、23.34%、24.16%；净利率分别为5.33%、5.50%、5.41%。百货行业一直进行业态调整、优化品类结构，同时伴随规模扩张带来渠道溢价力增强，企业毛利率也处于上升通道。

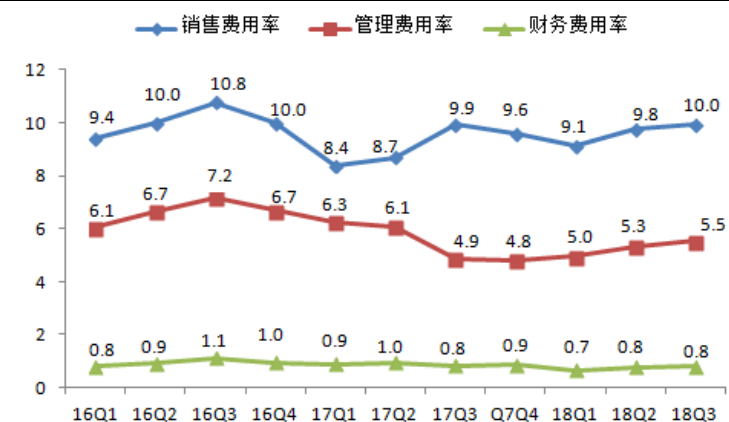
人工租金刚性上涨导致费用端承压。2018年前三个季度百货行业销售费用率分别为9.1%、9.8%、10.0%；管理费用率分别为5.0%、5.3%、5.5%；财务费用率分别为0.7%、0.8%、0.8%。我们认为在租金、人工等刚性费用持续上涨的背景下，百货企业费用端面临较大的成本压力。

图 22: 申万百货行业毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 申万百货行业三费占比 (单位: %)



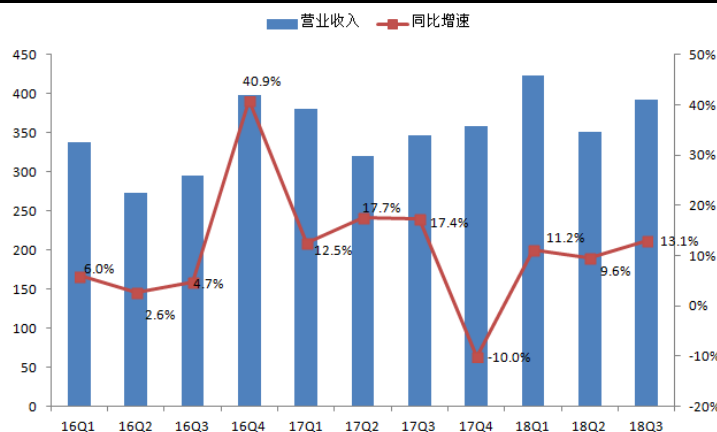
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

超市行业: CPI 利好收入提升, 受费用端拖累业绩承压

受益于 CPI 上行, 收入端增速向好。我们选取了申万行业分类一般零售子行业超市板块里的 9 家公司。超市行业营收增速从 2016 年开始呈上升态势, 营收同比增速从 2016 年 Q1 的 6% 上升至 2017 年 Q3 的 17.4%, 在 2016 年 Q4 高基数的基础上, 2017 年 Q4 超市行业营收同比增速出现下滑, 为 -10%。受益于 2018 年以来 CPI 较高增速, 叠加龙头公司快速扩规模展店, 超市企业营收增速较高, 2018 年前三个季度营收同比增速分别为 11.2%、9.6%、13.1%。

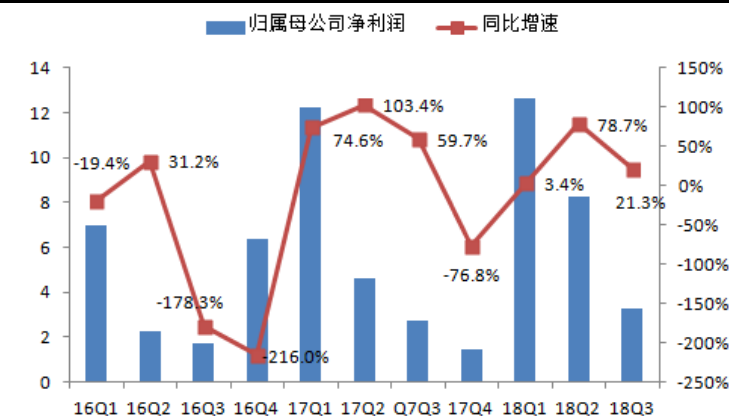
归母净利润季节性波动比较大。2018 年前三个季度归母净利润分别为 12.63 亿元、8.24 亿元、3.30 亿元；同比增速分别为 3.4%、78.7%、21.3%。

图 24: 申万超市行业营收及同比增速 (单位: 亿元)



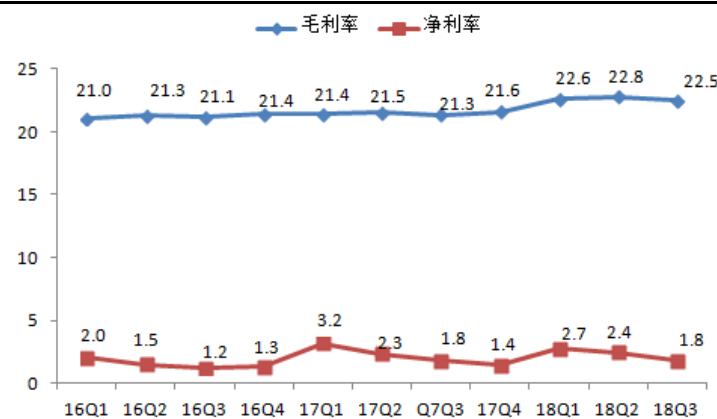
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 申万超市行业归母净利及同比增速 (单位: 亿元)



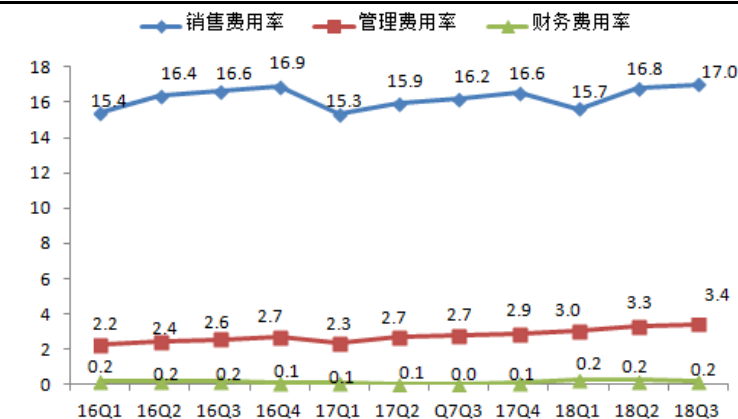
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 申万超市行业毛利率和净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 申万超市行业三费占比 (单位: %)



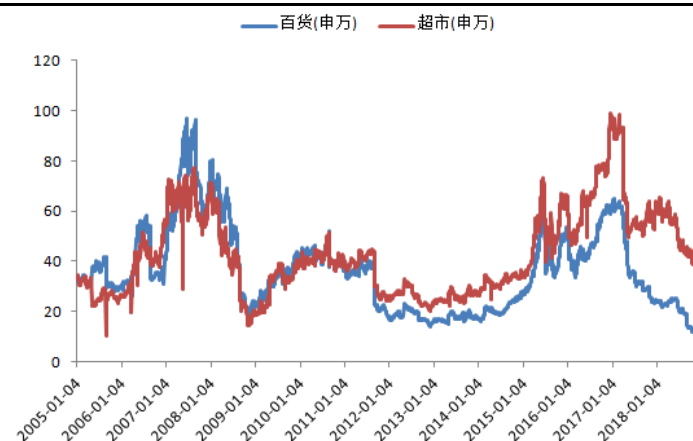
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率稳步上升。超市行业 2018 年毛利率和净利率保持较平稳态势，2018 年前三季度毛利率分别为 22.6%、22.8%、22.5%，分别同比提升 1.2、1.3、1.2 个百分点；净利率为 2.7%、2.4%、1.8%。我们认为超市企业毛利率稳步上升主要是上市超市企业供应链持续优化，龙头公司议价能力增强所致。

拓店导致费用上升。2018 年前三季度，超市行业销售费用率分别为 15.7%、16.8%、17.0%；管理费用率分别为 3.0%、3.3%、3.4%；财务费用率都为 0.2%。伴随超市行业龙头永辉超市等加速布局新业态，门店租金、人工成本及后台技术管理成本上升导致销售费用率和管理费用率均较前期有所上升。

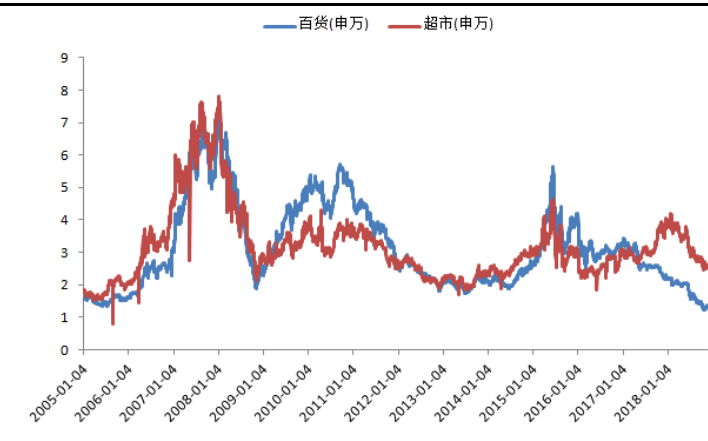
估值情况：估值回到历史底部

图 28：2005 年以来申万百货和超市行业 PE 估值



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：2005 年以来申万百货和超市行业 PB 估值



资料来源：Wind，信达证券研发中心

百货行业估值接近历史底部。经过今年二季度以来的股价调整，截止至 2018 年 11 月 30 日，申万零售行业 PE (TTM) 为 17 倍，二级子行业申万百货 PE (TTM) 为 17 倍，申万超市 (TTM) 为 45 倍，申万多业态零售 (TTM) 为 20 倍。零售行业整体估值和百货子行业估值已接近 2005 年以来的历史最低值。另外从 PB 估值来看，申万百货和超市 PB 分别为 1.32 倍和 2.58 倍；从 PS 估值来看，申万百货和超市 PS 分别为 0.76 倍和 0.75 倍。

图 30: 2014 年以来申万百货和超市行业 PS 估值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

基金持仓分析：从可选消费偏向必选消费

表 3: 百货和超市板块 2018 年 Q3 基金持仓环比变动

	证券代码	证券名称	持有基金数	持有基金数变动情况	持股数 (万股)	持股数变动情况 (万股)	持股占流通股比例 (%)
超市	601933.SH	永辉超市	69	45	35,099	26,316	4.40
	603708.SH	家家悦	35	4	3,005	2153	19.15
	000759.SZ	中百集团	2	1	170	125	0.25
	002697.SZ	红旗连锁	1	1	702	702	0.71
百货	002419.SZ	天虹股份	21	-20	4,985	885	4.15
	600859.SH	王府井	11	-8	631	-857	2.07
	000501.SZ	鄂武商 A	3	-3	730	21	1.08
	600729.SH	重庆百货	9	1	1,114	-190	2.74
	002024.SZ	苏宁易购	115	2	21,188	4,261	3.62

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2018 年 Q3 随着消费端承压，公募基金对消费板块进行减配，商贸零售板块配置水平较 Q2 相比进一步小幅下降。细分子版块中，超市板块由于 CPI 预期高位而获得增配，家电连锁板块的苏宁易购持续获得增配，而百货板块由于可选消费的持续低迷普遍配比下降。整体看，公募基金的偏好由百货板块向超市板块转移。

2018年Q3，商贸零售行业获公募基金持仓市值为608亿元，占基金持仓比重为3.54%，相比Q2持仓比重下降0.15个百分点，维持超配，超配比例约为0.77%。

以永辉超市和家家悦为代表的超市龙头普遍获增配。随着CPI维持高位带来超市行业同店改善，超市行业龙头公司配置水平环比提升。永辉超市作为必选消费龙头，2018年Q3持有基金数为69家，较Q2提升45家；基金持股数量为3.5亿股，较Q2提升2.6亿股；基金持股占流通股比例为4.4%，较Q2提升3.31个百分点。家家悦作为区域性超市龙头也获得了基金的增持，2018年Q3持有基金数为35家，较Q2提升4家；基金持股数量为3005万股，较Q2提升2153万股；基金持股占流通股比例为19.15%，较Q2提升13.62%。

百货板块普遍获减持，个股现分化。2018年Q3公募基金对百货龙头配置开始出现分化。从持有基金数变动情况看，百货板块龙头天虹股份和王府井还有地区性百货龙头鄂武商A都遭到了减持。天虹股份2018年Q3持有基金数为21家，环比Q2减少20家；王府井Q3持有基金数为11家，环比Q2减少8家；鄂武商A持有基金数为3家，环比Q2减少3家；重庆百货持有基金数为9家，环比Q2增加1家。但是在持有基金数都减少的趋势下，我们发现同样是百货龙头，天虹股份的基金持股总数在提升而王府井的持股总数在下降，这意味着天虹股份的持仓机构更加集中，而王府井遭遇了持仓机构和持仓数量的双重减少，板块内龙头配置出现分化。

对于区域性龙头的百货企业，基金持仓也出现分化，对鄂武商A在增配且持股更加集中，对重庆百货在减配。鄂武商A2018年Q3持有基金数为3家，环比Q2减少3家，持仓股数为730万股，环比Q2增加21万股；重庆百货2018年Q3持有基金数为9家，环比Q2上升1家，持仓股数为1114万股，环比Q2减少190万股。

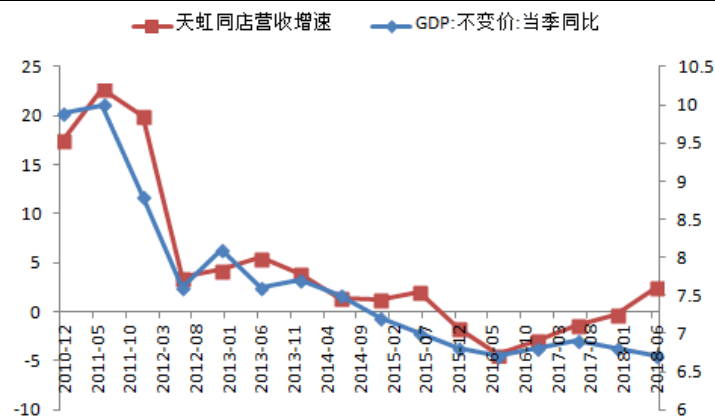
随着2018年Q3消费数据进一步承压，可选消费的景气度存在不确定性，市场预期较悲观，百货行业受到关注度较低。纵观百货板块，在行业承压的情况下，我们观察到无论是全国布局的龙头还是区域性地方龙头，自身运营能力优良、业绩表现突出且能保持高速扩张的百货企业依然能获得基金的重配。

苏宁易购获加配。2018年以来苏宁易购持续获得市场认可，Q3持有基金数量为115家，环比Q2上升2家，持仓股数为21188万股，环比Q2提升4261万股，基金持股占流通股比例为3.62%。我们认为加配主要是苏宁规模和收入保持高位增长，市场对其线上线下融合及渠道下沉认可度进一步提升所致。

行业趋于分化：扩张力和运营能力助力龙头公司成长

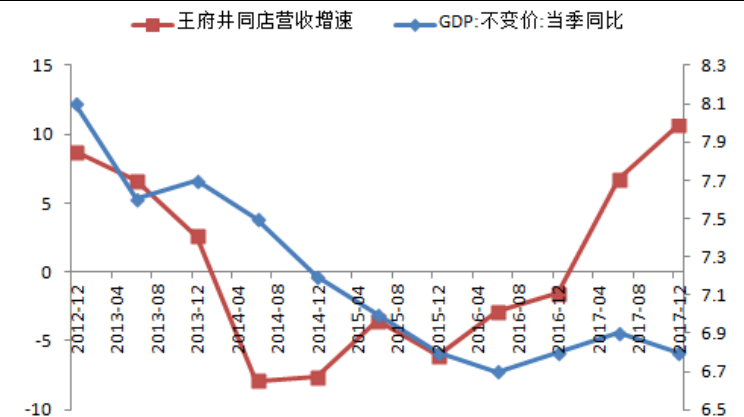
百货行业：可选消费受宏观经济影响较大

图 31: 天虹股份同店营收同比增速和 GDP 拟合情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32: 王府井同店营收同比增速和 GDP 拟合情况 (单位: %)



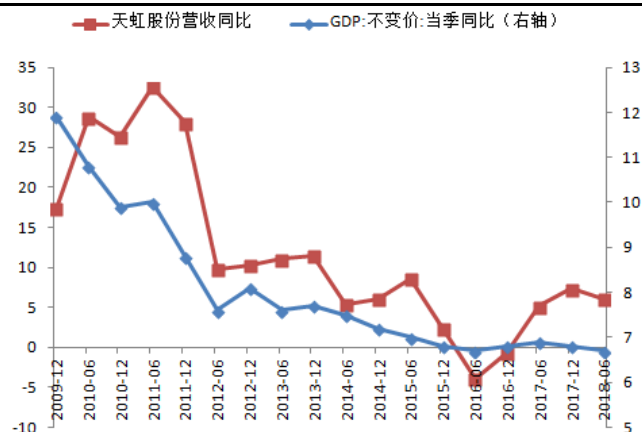
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们在第一章已经用图表论证过,社零数据和 GDP 名义增长同周期。宏观经济周期通过政府和居民消费支出来影响终端消费。百货主力销售品类珠宝、服饰、化妆品品类多为可选消费品类,受宏观经济周期影响较大。我们选取了百货行业龙头天虹股份和王府井的同店数据、营收数据、扣非净利润数据和 GDP 不变价当季同比进行拟合,发现百货企业的内生增长与宏观经济周期拟合度高。

- **同店营收数据的拟合:** 我们发现天虹股份同店营收同比增速在 2010-2016 年之间和 GDP 不变价当季同比高度拟合,走势大致吻合,随着 2017 年以来天虹加大体验化改造,优化品类结构进行自身升级,同店营收表现增长势头好于 GDP 增速。王府井方面,2012-2016 年同店营收同比增速和 GDP 增速也是大致吻合,2016 年之后同店营收数据好于 GDP 增速。
- **营收同比增速的拟合:** 对照天虹股份和王府井营收增速和 GDP 增速的拟合,我们发现走势也是一致的。此轮行业复苏所带来的营收提速以及两家百货龙头纷纷加大扩店力度,使得这两家企业的营收增速不断提速好于同期 GDP 增速。进入 2018 年以来,随着宏观经济的下行以及消费数据的走低,我们也观察到天虹和王府井的营收增速开始下行的势头,其中王府井的下行力度大于天虹股份。
- **扣非净利润同比增速的拟合:** 由于近年来百货行业加大体验业态的占比,传统自营及联营结算模式的扣点结算模式转变为租赁结算模式,导致收入端受到影响。而利润端不受此影响,和收入端相比有更大弹性。我们看到,在 2011-2016 年两家百货龙头公司的扣非净利润增速和 GDP 增速保持相同下行态势,但是随着 2016 年 Q4 行业转暖,天虹股份和王府

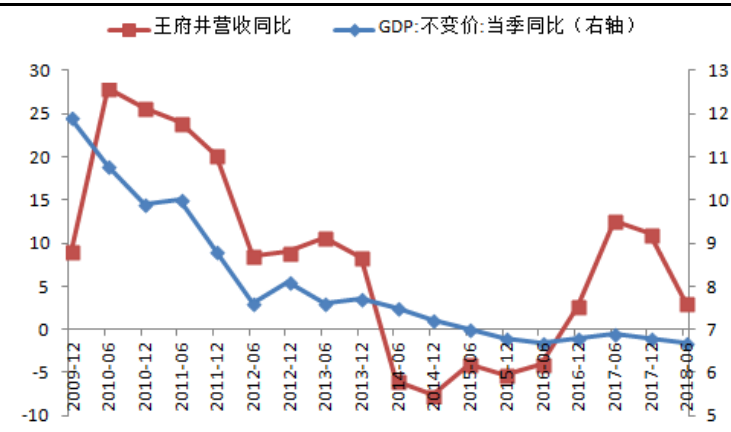
井的扣非净利润增速得到较大幅度提升，大大高于 GDP 增速。

图 33: 天虹股份营收同比增速和 GDP 拟合情况 (单位: %)



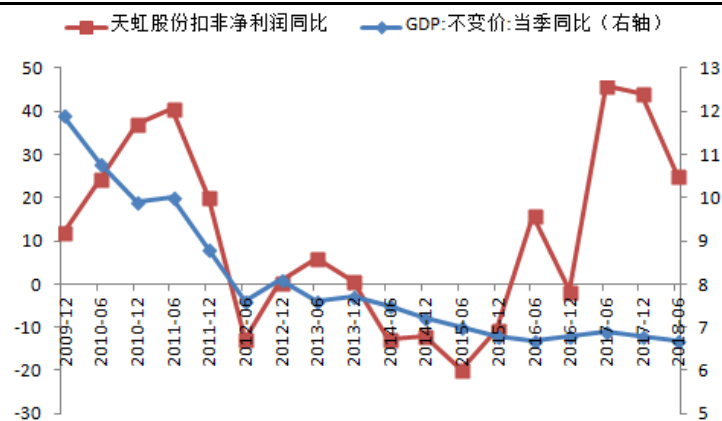
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34: 王府井营收同比增速和 GDP 拟合情况 (单位: %)



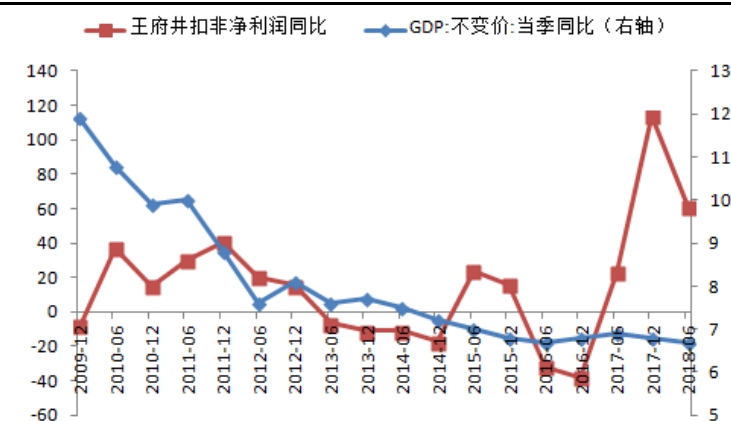
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 天虹股份扣非净利润同比增速和 GDP 拟合情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 王府井扣非净利润同比增速和 GDP 拟合情况 (单位: %)



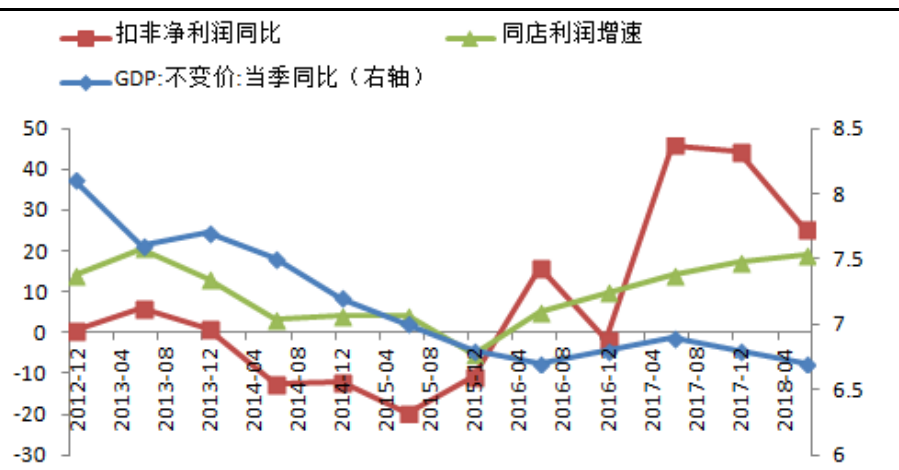
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看, 作为可选消费的渠道商, 百货行业内生同店增长和经济周期相关性较高。2018 年 Q4 以及 2019 年宏观经济的下行压力叠加中美贸易战的不确定因素, 还有房地产挤出效应对消费的不断挤压, 目前时点来看给百货行业带来不小的压力。

但是通过百货龙头的数据对比，我们也发现在宏观经济走弱的大背景下，优秀的龙头企业仍然可以通过经营效率改善同店，通过稳步扩张带来规模增长，靠运营和增长来熨平短期经济波动。

百货行业：经济下行中龙头靠运营和扩张取胜

图 37：天虹股份扣非净利润同比增速和 GDP 拟合情况（单位：%）



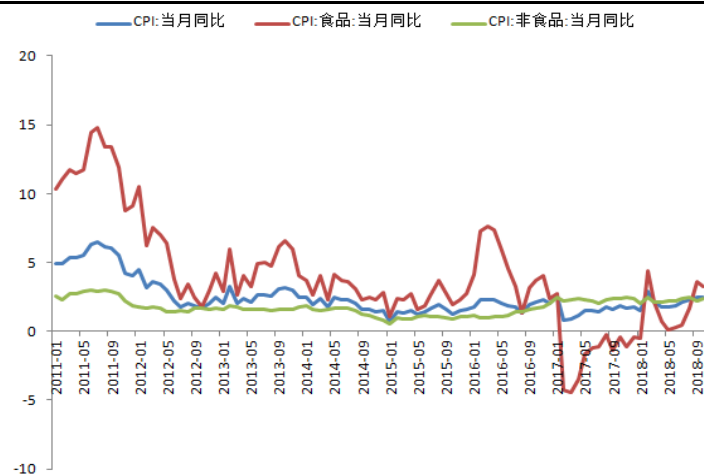
资料来源：Wind，信达证券研发中心

通过对比天虹股份的经营数据和 GDP 增速，我们发现 2012-2016 年 Q1 期间，天虹的扣非净利润同比增速和同店利润增速都和 GDP 增速一致保持下行趋势。随着 2016 年 Q4 行业整体回暖，扣非净利润增速和同店利润增速都开始上升，公司成长性在大部分年份都远高于经济的自然增长。2017 年 H1、2017 年、2018 年 H1 天虹股份的扣非净利润增速分别为 45.8%、44.2%、25.1%；同店利润增速分别为 14.0%、17.4%、19.1%。扣非利润增速高于同店利润增速说明新开店持续发力，公司拓店带来的规模增长开始贡献更多利润。

同店方面凭借业态升级、品类优化、供应链提升带来存量增长；新开店方面通过精准定位下的稳步拓店带来增量弹性。运营提升同店，扩张释放弹性，共同助力百货龙头获得优于行业的业绩增长。

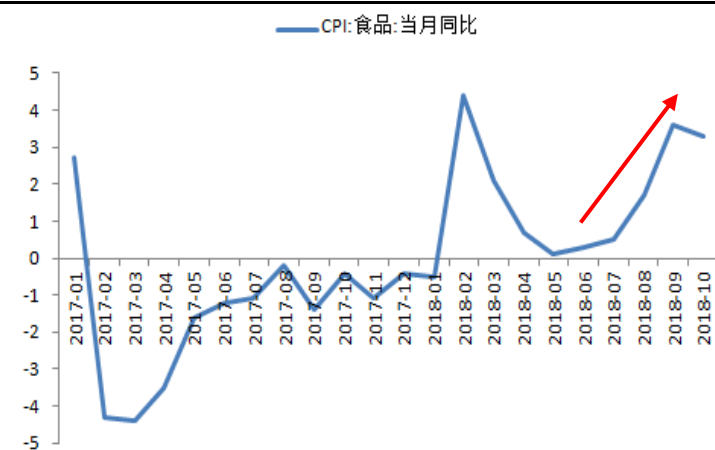
超市行业：营收增速和 CPI 高度相关

图 38: CPI 同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

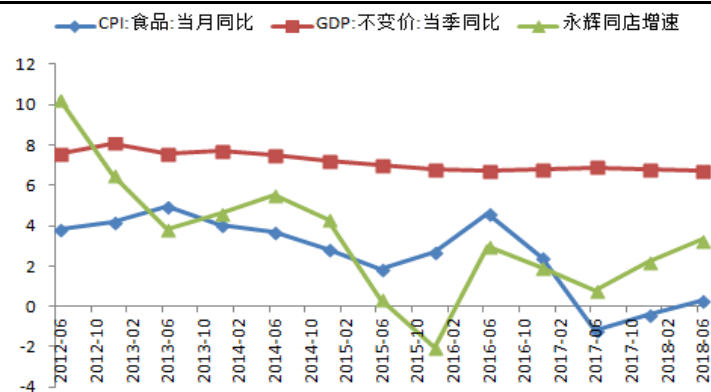
图 39: 2017 年以来食品 CPI 同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

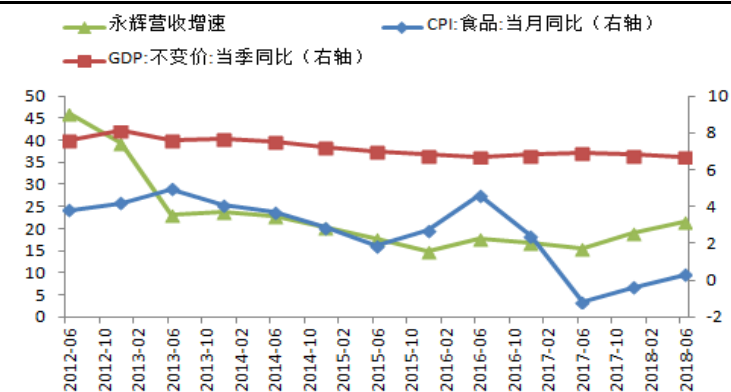
从 2018 年 5 月份开始, CPI 一直保持上行态势。2018 年 10 月全国居民消费价格同比上涨 2.5%, 涨幅持平预期和前值, 维持了近 8 个月新高; 环比看 CPI 上涨 0.2%, 涨幅较上月回落 0.5 个百分点。其中, 食品价格上涨 3.3%, 增幅比上月回落 0.3 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.64 个百分点; 非食品价格上涨 2.4%, 增幅比上月增加 0.2 个百分点, 影响 CPI 上涨约 1.90 个百分点。

图 40: 永辉超市同店增速和 GDP/CPI 拟合情况 (单位: %)



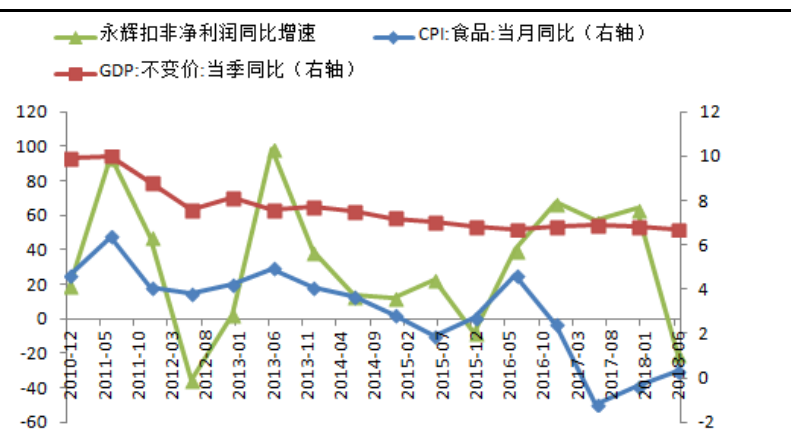
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 41: 永辉超市营收增速和 GDP/CPI 拟合情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 42: 永辉超市扣非净利润同比增速和 GDP/CPI 拟合情况 (单位: %)

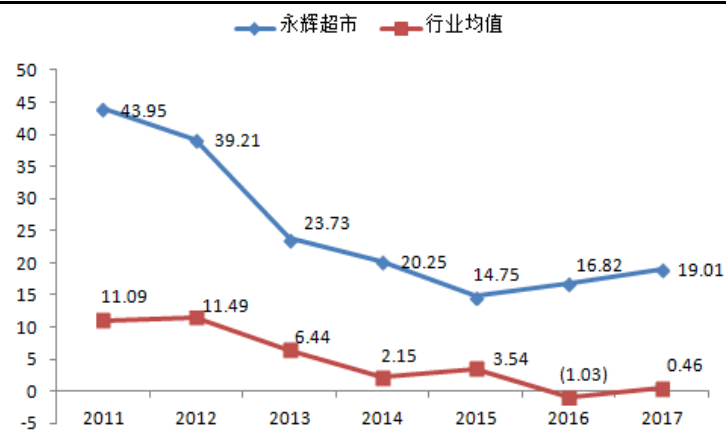


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- **同店营收增速的拟合:** 超市经营的生鲜、日用品类更偏必选消费品。我们以超市龙头永辉超市为例, 对其同店增速和 CPI 食品当月同比及 GDP 增速进行拟合, 发现超市同店增速和 CPI 通胀指数拟合度更高, 而和宏观经济周期相关度并不高。
- **营收同比增速的拟合:** 从永辉超市营收增速和 GDP 增速还有 CPI 增速拟合程度来看, 永辉超市营收增速也是和 CPI 增速更为拟合。在 CPI 增速下行的 2016 年 H1-2017 年 H1, 处于扩张期的永辉超市营收增速表现好于同期 CPI 水平。所以我们认为, 虽然超市行业整体的同店经营和 CPI 相关性显著, 但是对于扩张性企业, 扩店带来的增量会使得其有好于 CPI 水平的表现。
- **扣非净利润同比增速的拟合:** 通过拟合永辉超市扣非净利润增速和 GDP 增速和 CPI 增速, 我们发现超市行业的盈利能力和宏观经济周期和 CPI 都相关性不大。超市行业毛利率和净利率都一贯偏低, 盈利能力的提升主要来自于自身成本端的控制、运营效率的提升。同样在 CPI 上升利好营收的情况下, 不同超市企业的成本控制水平, 门店成熟度水平会使得各家超市企业有不同的业绩水平呈现。

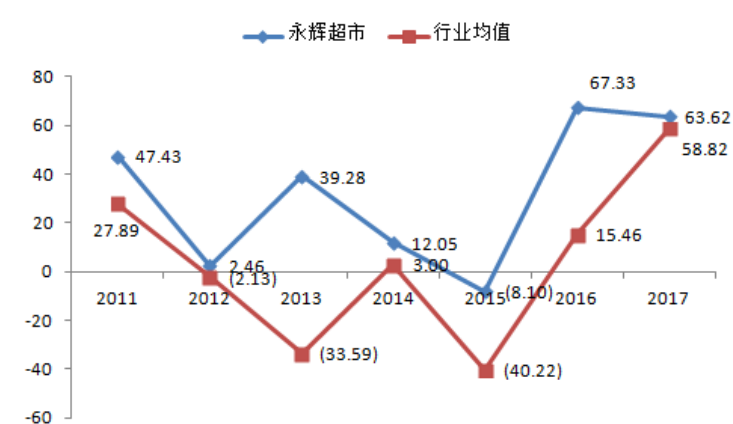
超市行业：龙头公司凭借强有力控费提升业绩水平

图 43：永辉超市营收增速和行业均值对比（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 44：永辉超市扣非净利润增速和行业均值对比（单位：%）

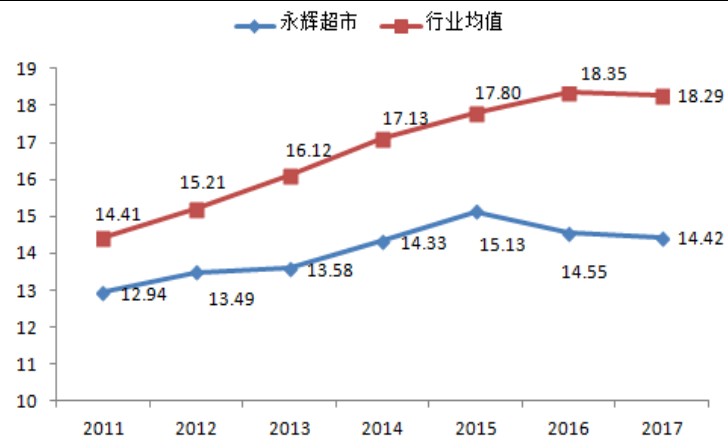


资料来源：Wind，信达证券研发中心

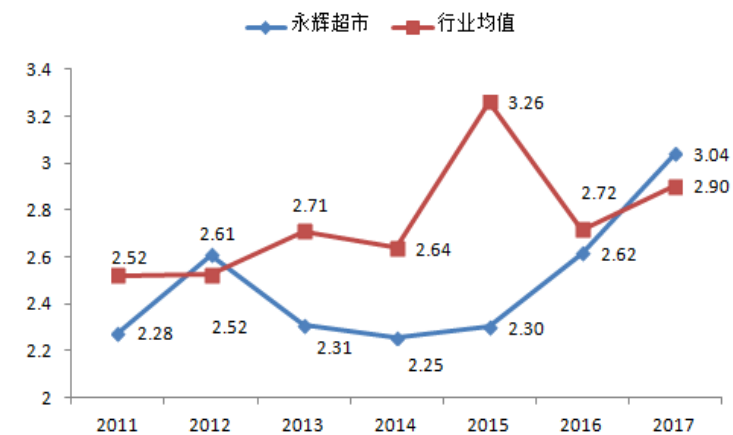
作为全国布局的行业龙头，在跨区域的积极拓店过程中，永辉的营收增速一直有远高于行业的增长。2015-2017 年，行业的营收增速均值分别为 3.54%、-1.03%、0.46%，而同时期永辉的营收增速分别为 14.75%、16.82%、19.01%，远高于行业增速。

归母扣非净利润增速方面，永辉也是一直高于行业均值。2015-2017 年，行业的扣非净利润增速分别为-40.22%、15.46%、58.82%，而同时期永辉的扣非净利润增速分别为-8.1%、67.33%、63.62%。

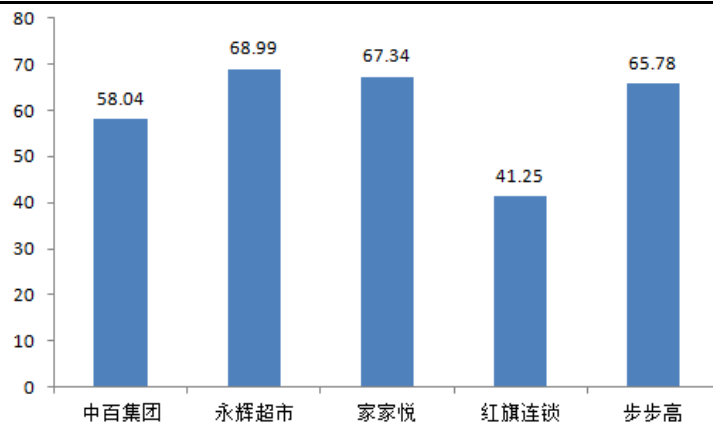
我们还分别对比了永辉超市和行业的销售费用率和管理费用率，发现永辉在费用端也表现优异。我们认为永辉近年来在业绩端的提升主要源自于成本端的有效管理，特别是自永辉合伙人制度和赛马制度实施以来大幅提升员工工作积极性和劳动效率，使得人工效率得到有效释放，从业绩端使得公司有优于行业的表现。

图 45: 永辉超市销售费用率和行业均值对比 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 46: 永辉超市管理费用率和行业均值对比 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 47: 永辉超市劳效和行业对比 (单位: 万元/人)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

超市行业：新零售业态盒马鲜生模式显效，指引行业方向

2018年9月17日，在云栖大会上，已经运营三年的盒马鲜生首次披露成熟门店（7家在上海2016-2017年开业的1.5年店龄门店）运营数据。盒马的标准门店面积一般在4000-6000平方米，根据成熟店日均80万的销售额，可以计算出盒马的坪效的5.84万元/平，远高于传统商超的一万元/平。成熟店的经营数据表明盒马模式开始显效。

表 4: 盒马鲜生成熟店面运营指标和传统商超的对比

	盒马鲜生	传统超市
日销售额	超过 80 万	根据面积不等
坪效	5.84 万/平	1 万左右/平
线上占比	60%，最高为 80%	低于 10%
客单价	线上 75 元/单；线下 113 元/单	
会员月消费额	线上 279 元；线下 228 元	

资料来源：联商网，信达证券研发中心

作为一个运营仅三年的品牌，盒马在大规模开店布局的同时取得了远优于传统商超的坪效，我们归纳总结了盒马在新零售方面做出的成绩。

战略层面：通过数据驱动，线上线下与现代物流技术完全融合，推进新零售关系的建立。

图 48: 盒马对新零售关系的展望



资料来源：联商网，信达证券研发中心

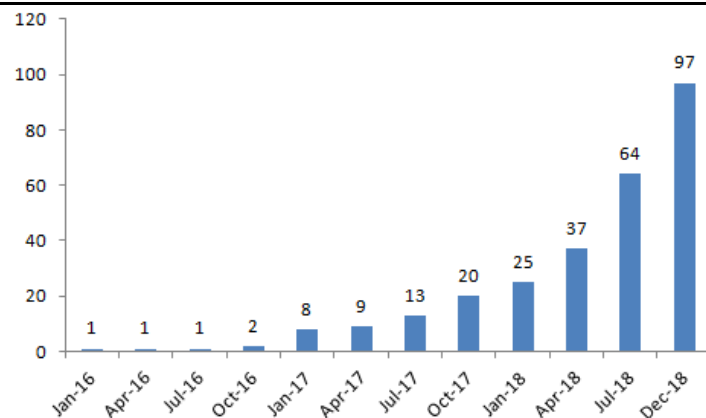
在 2018 年 8 月盒马“新零售、新零售”大会上，盒马鲜生 CEO 侯毅向市场表达了他对新零售的看法：新零售一定要回归本质，围绕消费者需求打造商品力，建立共生共荣的新零售关系。为了打造新零售关系，盒马具体的策略有和供应商的长期战略合作伙伴关系（取消招投标、进场费上架费）、零售商和供应商各司其职互不干涉、启用买手制杜绝进场腐败。

我们认为，从零供关系入手推进新零售，盒马将不再是上游供应链的被动接受者，而是上游供应链的组织者和改造者，真正做到以消费者为主导。

门店端：扩张速度明显，扩张形态多样。

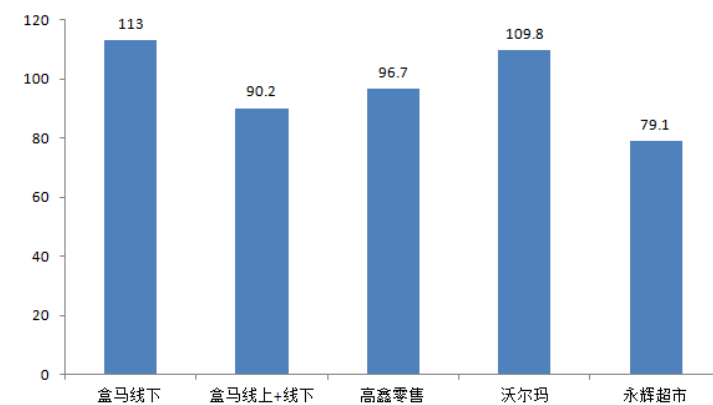
盒马第一家门店于 2016 年 1 月在上海金桥广场开业，2017 年开始进入高速拓展时期。截止至 2018 年 12 月，盒马鲜生在全国 16 个城市合计开了 97 家：上海（22 家）、北京（22 家）、深圳（8 家）、广州（4 家）、成都（8 家）、杭州（5 家）、苏州（3 家）、昆山（2 家）、西安（4 家）、武汉（5 家）、南京（4 家）、贵阳（3 家）、宁波（2 家）、福州（2 家）、南通（2 家）、海口（1 家），覆盖用户超过 1000 万人。目前还处于大规模扩张期，盒马自身的规划愿景是在 2021 年，完成中国一二线城市的全覆盖，服务 3 亿消费人群。

图 49：盒马开店情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 50：盒马和传统商超客单价对比（单位：元/单）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 5: 盒马进行的不同形态门店的探索

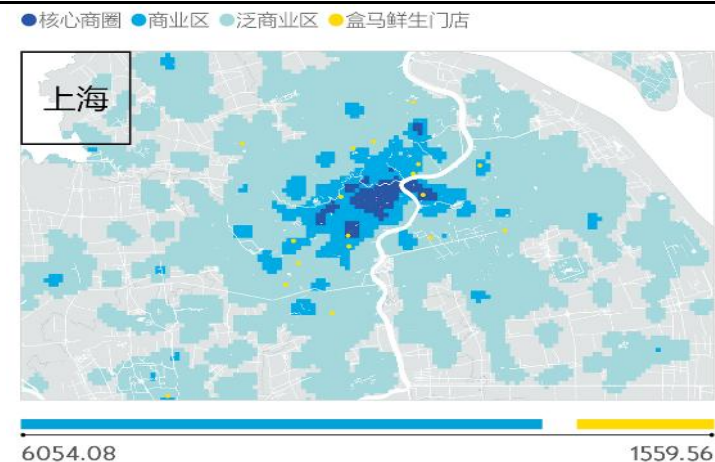
业态	开业时间	主要形式和内容
盒马集市	2016 年 12 月	1 万平左右，品类更多，餐饮比重更大
F2 (fast&fresh) 便利店	2017 年 12 月	800 平米左右，小型的盒马鲜生，90%面积为餐厅布局，主打办公室场景的用餐需求
机器人餐厅	2018 年 2 月	机器人元素餐饮业态，启用自动化设备，通过智能送餐的系统 (AGV) 送餐，减少人工提升效率
盒马云超	2018 年 4 月	SKU 限定 2 万以内，配送时效延长为次日达。比盒马鲜生实体店多出了厨具、日百、美妆等品类。
盒小马	2018 年 6 月	800 平米左右，盒马和大润发共同打造，主打低线城市，生鲜面积超过 50%，线上线下一体化的运营方式，后计划开放加盟。

资料来源：联商网，信达证券研发中心

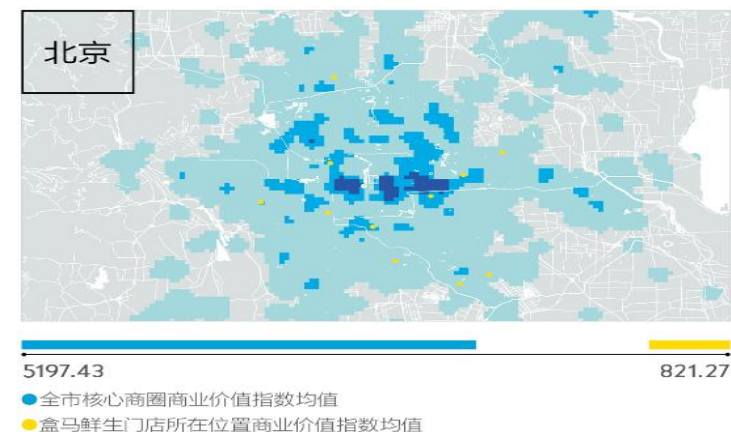
除了盒马鲜生标准化门店的加速拓展，盒马也在进行不同类型、不同大小、不同侧重点的门店探索，主要有更大面积更多品类的盒马集市、800 平主打办公室场景用餐的 F2 便利店、更多生活品类主打次日达的盒马云超、主打低线城市的盒小马。不同形态的门店经营一方面是探索，一方面也将新零售经验反馈给盒马优化下一步运营。

门店端：大数据支持智能选址。

传统线下零售门商超卖场还在用商圈思维（例如依据麦当劳、星巴克门店布局来选址）进行门店拓展，而盒马背靠擅长做线上生意的阿里，在选址上更多考虑可覆盖的线上人群，例如早期选址时会参考该地区用户的手机淘宝使用率、支付宝使用率、淘宝购买力等线上数据来评估该地区的电商和移动支付的渗透比例。盒马成熟店 60%的线上订单占比也说明盒马在选址上会更多考虑三公里配送范围内的消费人群，而不是单纯的进店人群。

图 51: 盒马在上海门店布局


资料来源：第一财经周刊，信达证券研发中心

图 52: 盒马在北京门店布局


资料来源：第一财经周刊，信达证券研发中心

根据第一财经周刊对盒马在上海和北京门店布局的数字化分析，可以看出盒马通常不会把门店开在最热闹的市中心商圈，在上海的 22 家门店中只有上海湾店和裕德店位于核心商圈，而北京的盒马没有一家是位于核心商圈内。除了区域用户密度分析、商业基础分析外，阿里手机淘宝和支付宝的用户端大数据可以助力盒马找到符合自身定位的门店位置，并不完全限定于热门商圈内，在门店拓展上可以有更大的选择空间，同时也更智能化。

产品端：致力于好产品，定位于中高端

起步于一二线城市，定位于注重生活品质的中高端消费者，盒马鲜生的产品偏中高端，致力于带给消费者真正好的产品。例如在水果品类里，盒马会更用心的从供应商处直采自然熟芒果而非催熟芒果。传统水果采用陆路运输，全熟水果（例如芒果）保质期短，较长的运输时间使得供应商必须在芒果还未全熟（一般是五成熟）的时期就进行采摘，消费者购买到的水果大多在运输过程中进行了人工催熟，导致买到手的时候往往都还是生硬的，吃起来会感到口感生涩，也就是俗称的“催熟水果”。而盒马从采摘环节开始就已经强力把控，芒果一定要在最佳采摘期内采摘，即采摘在树上长到 8 成熟及以上的芒果。同时为了保证时效，盒马均采用空运模式，如此以来，虽然成本和心思花费都比往常高出许多，但消费者能付出一些溢价购买到成熟度刚刚好的芒果。

供应链：买手制，零供关系的重要推手。

传统零售商和供应商关系里零售商较被动，供应商供应什么产品零售商就售卖什么产品，由于供应商远离消费者，它们并不了解消费者的真实需求，导致消费者花了钱却不一定能买到称心商品。区别于传统招标的进场模式，买手制多以消费者需求为主导进行主动购买。买手团队会根据消费者的需求从供应商处寻找匹配的商品，负责从买入到售出的全过程，买手甚至还要承担商品滞销的风险。在这种情况下，满足消费者需求成为了供应商和零售商双方的共同目标，供应商能根据需求提供商品，零售商也节省了不必要的渠道费用，有利于整合供应链资源。

供应链：标品自有品牌化，生鲜直采化。

和国外成熟超市相比，我国超市自由品牌占比较低，不足 10%。传统商超毛利率较低，在费用端无法大幅压缩刚性成本来提升业绩水平时，建设自有品牌成为超市发展的必然趋势。

盒马非常重视自有品牌建设，CEO 侯毅在第一届供应商大会上指出，盒马希望在三年以内做到 50% 以上的自有品牌。目前盒马自有品牌有主打不卖隔夜菜的“日日鲜”，海鲜品类的“帝皇鲜”，即食餐饮“盒马工坊”等。盒马的自有品牌并不是简单的贴牌生产，而是根据消费者需求对供货商进行反向定制。例如标品领域，盒马联合正大食品一改以往一包 30 个的大包装，推出了一包 5 个蒸饺的小包装蒸饺，刚好满足一个人的早餐需求。奶制品领域，盒马联合恒天然推出的“日日鲜”牛奶，只上架售卖 24 小时，保证消费者不会喝到隔夜奶，大大提升奶制品新鲜度（常温奶半年保质期，传统巴氏奶 7 天保质期）。

图 53: 与盒马建立零供关系的供应品牌


资料来源: 百家号公众号, 信达证券研发中心

图 54: 盒马和恒天然推出的日日鲜奶制品


资料来源: 联商网, 信达证券研发中心

表 5: 盒马和供应商的深度合作

	产品	和供应商的合作
标品	小包装蒸饺	和恒大食品合作, 推出了一包 5 个蒸饺的小包装蒸饺。
	日日鲜牛奶	和恒天然合作, 推出只售卖 24 小时的日日鲜牛奶。
	小包装食用油	和多力合作, 推出 900ml 小包装的葵花籽油, 满足消费者两周一换油的多元化食用油需求。
生鲜	本地蔬菜	与当地农业委员会签订蔬菜基地建设协议, 从区域蔬菜基地直采直供。
	时令花卉	和云南(茉莉花和金雀花)、湖北(荷花)直采地合作, 花卉在早晨 5 点采摘, 用密封的大箱装好后, 当天中午前送上飞机, 下午到目的地后分装, 使用密封保鲜膜和吸水纸的小包装送到盒马仓库, 第二天一早发给顾客。花卉保证全程冷链运输, 温度控制在 5-8 摄氏度。
	阿拉斯加帝王蟹	通过买手在阿拉斯加直采, 在阿拉斯加海域找到合作商, 捕捞后在全程控温的环境里空运回国, 到达国内检查存货度重新入水散养。

资料来源: 信达证券研发中心整理

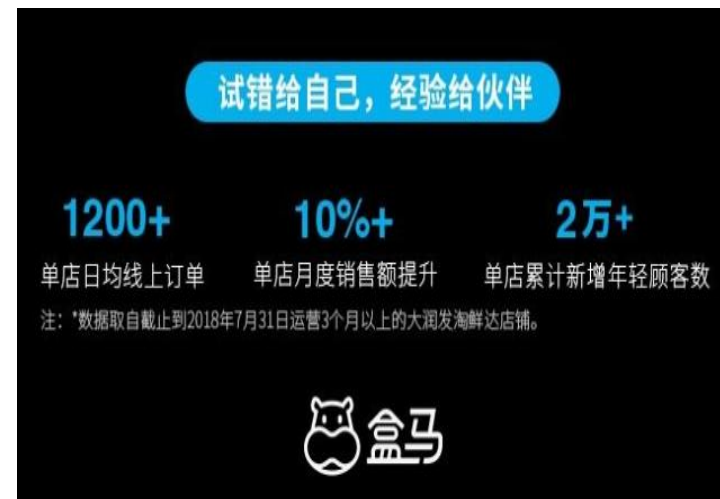
科技：硬件、经验输出赋能传统商超

图 55: 盒马 ReXPOS 自助收银机



资料来源：百家号公众号，信达证券研发中心

图 56: 盒马经验赋能大润发淘鲜达店铺



资料来源：亿欧网，信达证券研发中心

2018 年云栖大会盒马发布了首款 AI 驱动的收银设备 ReXPOS，面向零售行业开放。传统的零售商在门店使用多种系统（ERP/WMS/CRM/POS），这就造成了不同系统之间的互通性差，实施成本昂贵。ReXPOS 与传统 ERP 最主要的区别在于，ReX 包含了线上流量运营数据，更加强调对流量的管理和运营。

这款产品拥有 28 项产品设计专利，收银机搭载了人脸摄像系统、防损摄像系统、智能购物袋机和门店收银小二可用的智能手表。根据测试，4 件商品的扫码支付时间平均仅需 24 秒，扫码支付和刷脸支付都可以快速完成。盒马作为国内首个大规模使用自助收银机的门店，自助收银占比高达 73%，收银人效是行业平均水平的 4 倍，排队时长降低 36%。目前已有包括大润发、中百超市、旺中旺在内的约 30 家零售商选择使用 ReXPOS 产品。

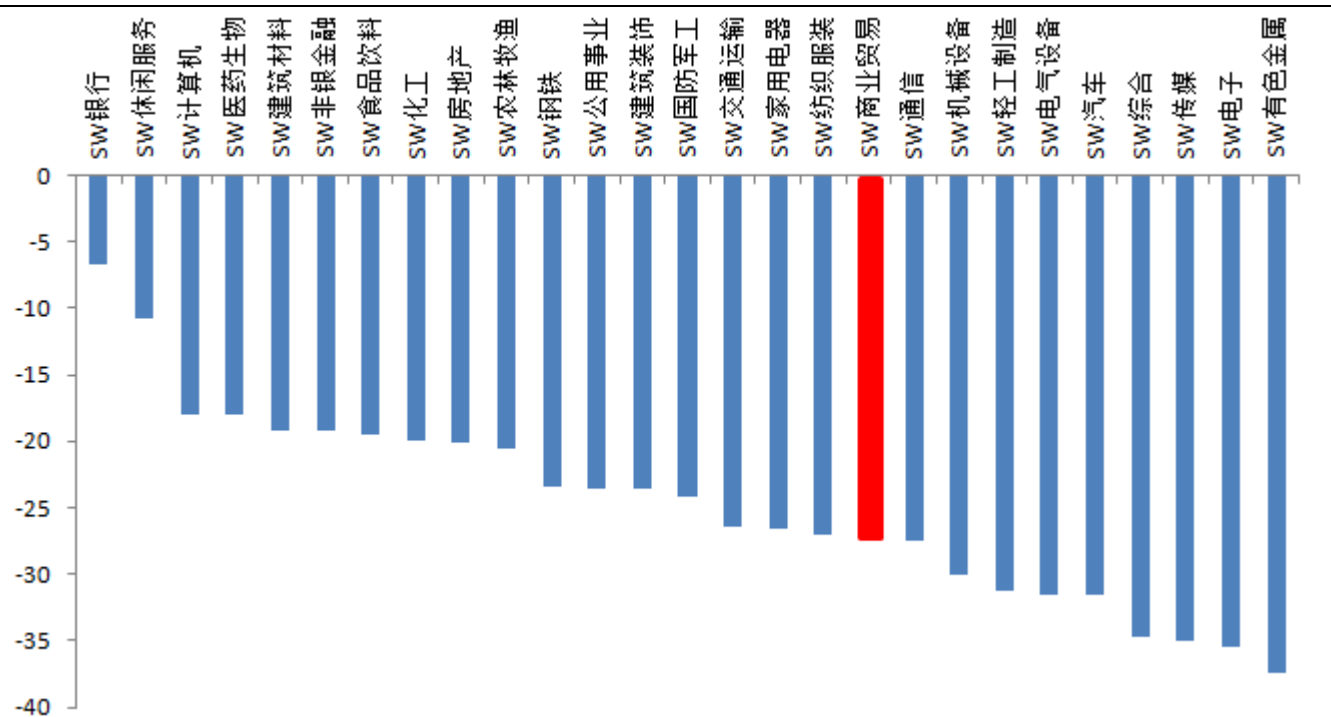
除了输出硬件设备，盒马还将自己在新零售领域的经验输出给合作伙伴。大润发在接入淘鲜达系统后，运营超过三个月以上的店铺单店日均新增线上订单 1200 单以上，单店月度销售额提升 10%以上，单店累计新增年轻顾客 2 万名。

行业评级

综合来看，我们认为百货行业和宏观经济周期关联度更高，超市行业和 CPI 指数关联度更高。从当前时点来看，结合经济下行消费低迷的背景，我们下调商贸零售行业至“中性”评级，同时我们认为可选消费的百货行业在 2019 年相较于超市行业承压更多。

但深入行业内部仔细分析公司的话，我们认为无论是百货行业还是超市行业，规模和效率始终是对企业的最关键考核指标，也是企业业绩表现的最根本推动因素。对于百货行业，龙头公司能够凭借精准定位，在行业承压期逆市拓店，一方面精细化运营为同店增长提供保障，一方面积极拓店为增量弹性提供保障。对于超市行业，龙头公司在收入端能够借助高位 CPI 和拓店获得不错增长，在业绩端能够凭借更有效成本（特别是人力成本）控制获得优于行业的业绩增长。因此，我们推荐在扩张和运营方面有优势的行业龙头。

图 57：今年以来各版块涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

相关标的公司推荐

天虹股份（002419）：精准定位于中产家庭消费的百货龙头

同店持续向好，购物中心业态营收和利润增长迅猛。2018年Q1-Q3公司可比店（2017年1月1日前开设的直营门店）实现营收125.17亿元，可比店营收同比增速为2.59%，较去年同期（-1.80%）提升了4.39个百分点；实现毛利额33.10亿元，同比增长6.96%；利润总额同比增幅为19.57%，较去年同期（12.98%）提升了6.59个百分点。具体分业态来看，百货可比店实现营收75.84亿元，营收同比增幅为2.03%，利润总额同比增幅为27.37%；购物中心可比店实现营收5.24亿元，营收同比增幅为7.63%，利润总额同比增幅为73.80%。

经营能力持续优化，各大区毛利率持续提升。2018年Q1-Q3公司毛利率为26.8%，同比增加1.11个百分点；零售板块毛利率为26.69%，同比增加1.27个百分点。各大区毛利率均较去年同期有提升，其中北京和成都毛利率改善最大，分别较去年同期上升4.94/4.16个百分点。费用率方面和去年同期近乎持平，2018年Q1-Q3公司销售管理费用率为19.08%，较去年同期增加0.06个百分点；管理费用率为2.07%，较去年同期增加0.16个百分点；财务费用率为-0.15%，较去年同期减少0.02个百分点。

保持稳定开店节奏，储备店面充足。公司各业态新开店情况：购物中心业态，Q3新开2家大店（宜春天虹购物中心和浏阳天虹购物中心）；管理输出项目1家，佛山ipark项目；超市业态，Q3新开一家独立超市（佛山ipark独立超市）；便利店业态，Q3新开15家便利店。储备项目方面，公司Q3新签约7家门店，主要集中在东莞（1家）、惠州（4家）、长沙（1家）、厦门（1家），为将来发展奠定基础。截至目前，公司百货业态合计68家门店，购物中心业态合计10家门店，超市业态合计73家门店，便利店业态合计167家。

投资评级：维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。

王府井（600859）：享规模和品牌优势的百货龙头

看好龙头公司借助集中度提升扩大优势地位。中国目前百货行业 CR4 集中度在 8%左右，行业集中度相较发达国家美国和日本均有很大的提升空间。美国和日本百货行业发展历史中，并购对龙头公司实现全国布局，规模快速提升起到了巨大的作用。中国幅员辽阔，各个地区都有自己的传统百货品牌，目前能进行全国布局的百货龙头并不多。在行业向前发展过程中，集中度提升一定是未来的趋势，龙头公司将受益于集中度提升带来的规模效应，扩大在成本和效率方面的优势地位。

公司是百货行业龙头品牌，规模显优势。王府井在全国范围共运营 54 家门店，总经营建筑面积 265.9 万平方米，涉及 20 个省市自治区，30 个城市。公司同店方面，传统老店稳健经营，提供利润保障，2017 年在整体行业销售趋好的背景下，王府井主力门店（成都、长沙、西宁）受益于线下消费复苏均获得不错的增长，为公司稳健经营打下牢固基础。新开店方面，公司一直保持稳定的开店节奏，2015 年新开 4 家门店，2016 年新开 7 家门店，2017 年新开 3 家门店。王府井新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，体现了公司由传统百货向新型业态逐步转型的决心。新开店走出培育期后也将陆续释放利润，成为公司新的增长点。

收购贝尔蒙特，全国协同效应凸显。2017 年 3 月，王府井以承接债务和支付现金相结合的方式从王府井国际处收购贝尔蒙特 100%股权。通过本次收购，王府井将弥补在贵州区域的经营空白，零售商业版图将扩展至南部区域，进一步提升王府井品牌在全国商业零售市场的影响力，形成各区域并举、多业态发展的良好经营局面。双方在经营业态、品牌资源、区域资源、经营管理等方面可以产生较高的协同效益。贝尔蒙特 2017-2019 年的利润承诺分别是 2.11 亿元、2.31 亿元、2.54 亿元。贝尔蒙特 2016 年和 2017 年的净利润分别是 2.38 亿元和 2.57 亿元，2017 年超额完成利润承诺，超出承诺 0.46 亿元，超出 21.8%。

投资评级：维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

中百集团（000759）：业绩拐点已现，各方改革显成效

营收增速提升，费用率持续下降。公司 2018 年 Q1—Q3 营收同比增速为 2.23%，按季度拆分开，Q1 增速为 1.21%、Q2 增速为 2.1%、Q3 增速为 3.6%，持续上升。费用率方面，公司三费都较前期下滑。截止至 2018 年三季度，公司销售费用率为 17.56%，同比减少 0.58 个百分点；管理费用率为 3.03%，同比减少 0.13 个百分点；财务费用率为 0.07%，同比减少 0.21 个百分点。在控费有效的同时公司毛利率稳中有升，截止至 2018 年三季度，公司毛利率为 21.90%，同比增加 0.19 个百分点。

门店稳步拓展。截止到 2018 年三季度，公司连锁网点达到 1238 家，其中中百仓储超市 180 家（武汉市内 78 家、市外湖北省内 72 家、重庆市 30 家）；中百超市 755 家（含邻里生鲜绿标店 106 家）；中百罗森便利店 277 家；中百百货店 9 家；中百电器门店 17 家。2018 年三季度合计新开 64 家门店，分业态看：新开中百仓储 5 家（武汉市内 5 家）；新开中百罗森便利店 39 家；新开中百超市 21 家；关闭中百百货 1 家。

公司预计 2018 年净利润区间为 4.68 亿元—4.78 亿元。公司预计 2018 年净利润区间在 4.68—4.78 亿元，相对应每股收益在 0.69—0.70 元/股之间，相较于上年同期增长幅度在 591.83%—606.62%。公司 2018 年利润主要来自于非主营业务收入（政府征地补偿款），珞狮路卖场房屋征收补偿款共计 6.37 亿元，截至目前卖场拆除补偿资金全部收到，增加本期净利润 4.27 亿元。剔除掉非经常性损益影响，截止到 2018 年三季度公司实现扣非净利润 4603.15 万元，相较去年同期（-7408.61 万元）增长 162.13%。

投资评级：维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不达预期、公司经营能力改善不达预期、同店增长放缓。

风险因素：

宏观经济低于预期、消费疲弱、抑制可选消费、人均可支配收入增长低于预期、消费者信心指数下滑。

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

燕楠，商贸零售行业分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。