

消费总量依然承压，配置必需消费及化妆品



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——商贸零售行业三季度总结

核心观点

❖ 消费总量依然承压，行业盈利能力略有提升

2018 年前三季度社会消费品零售总额同比增长 9.2%，较去年同期下降 1.1 个百分点，环比增长 0.2 个百分点。2018 年前三季度商贸零售行业营业收入同比增长 10.2%；扣非归母净利润同比增长 15.6%；ROE 为 4.6%，较去年同期增长 1.1 个百分点，行业盈利能力略有提升。

❖ 营业收入持续增长，盈利能力分化

超市：CPI 推动行业增长。超市行业前三季度实现营业收入 1167.3 亿元，同比增长 11.3%；ROE 为 4.5%，较去年同期增长 1.3 个百分点。

化妆品：营业收入增速增长，盈利能力提升明显。化妆品行业前三季度实现营业收入 93 亿元，同比增长 35%；实现扣非归母净利润 6.6 亿元，同比增长 25.9%；实现 ROE6%，较去年同期增长 4.8 个百分点。

百货：营业收入增速放缓，盈利能力稳定。百货行业前三季度实现营业收入 1645.1 亿元，同比增长 1.5%；实现扣非归母净利润 54.6 亿元，同比增长 16.8%；实现 ROE8.7%，较去年同期增长 1.8 个百分点。

❖ 投资建议

综合而言整体消费依然承压，随着近期政府消费政策的频繁推出，消费行业预期将在短期内逐渐改善，长期有望形成基本面支撑。从宏观环境及成长角度看，受经济影响小的必需消费成首选。未来随着促消费政策效果显现，大众必需消费将持续受益，食品类 CPI 上行促进超市业绩改善，超市同店增速普遍上行；同时叠加新零售背景下行业中少数的优质公司正在不断转型、探索，未来有望出现融合线上线下能力的新业态、新模式，出现打破传统格局的快速成长的投资机会，近期回调充分，建议逐步布局新零售中偏必需消费的超市行业。

国货化妆品行业受益于渠道变革，三四线城市使用化妆品人数快速提升，化妆品行业消费尤其是电商渠道快速提升，中国品牌得益于本土资源以及先发优势已在三四线城市、线上渠道成功布局且已有较大体量，参考成熟国家的化妆品企业的成长史，整体来看，我们认为中国化妆品企业仍有崛起机会，其中面膜品类与电商渠道最为契合，中国品牌有望依托新渠道、新用户以及数据经验的积累，在化妆品行业中崛起，尤其值得关注面膜品类。

相关标的：永辉超市、家家悦、御家汇、珀莱雅、上海家化、拉芳家化。

📌 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 商贸零售
报告时间 | 2018/12/17

📌 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

📌 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaoqian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2018 年前三季度商贸零售行业业绩承压，龙头增长稳健.....	6
1.1 估值处于历史低位.....	6
1.2 CPI 提振必需消费.....	6
1.3 2018 年前三季度商贸零售行业盈利能力提升.....	8
二、超市行业：展店速度加快促进营业收入增长.....	10
2.1 超市行业营业收入增长.....	10
2.2 布局新零售中偏必需消费的超市行业.....	12
三、化妆品行业：营业收入增速增长，盈利能力增长明显.....	15
3.1 化妆品行业盈利能力提升明显.....	15
3.2 布局优质国货化妆品板块.....	18
四、百货行业：收入增速放缓，盈利能力稳定.....	22
五、金银珠宝行业：行业景气，竞争加剧.....	24
六、零售行业：行业增长放缓，盈利能力维持.....	27
七、投资建议.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图 1: 各行业估值..... 6

图 2: 商贸零售行业历史估值..... 6

图 3: CPI 增速自今年 4 月开始回升, 食品 CPI 自今年 6 月份开始回升 7

图 4: 2018 年前三季度必需消费品零售额累积同比增速增长 7

图 5: 2018 年 9 月社会消费品零售总额增速较去年同期降低 1.1 个百分点 8

图 6: 2018 年 9 月限额以上零售总额增速较去年同期降低 2.3 个百分点 8

图 7: 2018 年 9 月全国百家大型零售企业零售额同比增速回升 8

图 8: 2018 年前三季度商贸零售行业同比增长 10.2%..... 9

图 9: 2018 年 Q3 商贸零售行业营业收入同比增长 10.7%..... 9

图 10: 2018 年前三季度商贸零售行业扣非归母净利润同比增长 15.6%..... 9

图 11: 2018 年 Q3 商贸零售行业扣非归母净利润同比下降 1%..... 9

图 12: 2018 年前三季度商贸零售行业毛利率为 16.1%..... 9

图 13: 2018 年 Q3 商贸零售行业 ROE 为 4.6%..... 9

图 14: 2018 年前三季度超市行业营业收入同比增长 11.3%..... 10

图 15: 2018 年 Q3 超市行业营业收入增速伴随着 CPI 回升而增长 10

图 16: 2018 年前三季度超市行业扣非归母净利润同比增长 5.8%..... 10

图 17: 2018 年 Q3 超市行业扣非归母净利润同比降低 4.8%..... 10

图 18: 2018 年前三季度超市行业毛利率为 22.5%..... 11

图 19: 2018 年前三季度超市行业 ROE 为 4.5%..... 11

图 20: 2018 年前三季度超市行业销售费用率为 17%..... 11

图 21: 2018 年前三季度超市行业管理费用率为 3.4%..... 11

图 22: 超市同店增速普遍上行..... 13

图 23: 新零售背景下永辉超市的业务结构..... 14

图 24: 2018 年前三季度化妆品行业营业收入同比增长 35%..... 15

图 25: 2018 年 Q3 化妆品行业营业收入同比增长 34.8%..... 15

图 26: 2018 年前三季度化妆品行业扣非归母净利润同比增长 25.9% 15

图 27: 2018 年 Q3 化妆品行业扣非归母净利润同比增长 25.9%..... 15

图 28: 2018 年前三季度化妆品行业毛利率为 60.9%..... 16

图 29: 2018 年 Q3 化妆品行业毛利率环比下降..... 16

图 30: 2018 年前三季度化妆品行业销售费用率、管理费用率分别为 40%、9.1%..... 16

图 31: 2018 年 Q3 化妆品行业销售及管理费用率环比下降 16

图 32: 2018 年前三季度化妆品行业 ROE 为 6%, 较去年同期增长 4.8 个百分点 16

图 33: 2018 年前三季度珀莱雅、拉芳扣非归母净利润增速增长 17

图 34: 2018 年前三季度御家汇、珀莱雅及拉芳家化营业收入快速增长 17

图 35: 2018 年前三季度珀莱雅毛利率上升明显 17

图 36: 2018 年前三季度主要化妆品公司存货周转率下降 17

图 37: 2018 年前三季度主要化妆品公司存货占总资产比例上升 17

图 38: 2018 年 10 月化妆品行业零售额同比增长 6.4%..... 18

图 39: 2017 年化妆品零售额增速跑赢限额以上企业消费品零售额增速 18

图 40: 2018 年 10 月化妆品零售额增速在 16 个商品品类中位居第三 19

图 41: 2017 年化妆品线上渠道增速高于全渠道增速 20

图 42: 化妆品线上渠道占比逐年提升..... 20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	2016 年化妆品市场规模为 3338.6 亿元.....	21
图 44:	2016 年护肤品市场规模为 1692.7 亿元.....	21
图 45:	2016 年面膜行业市场规模为 180.7 亿元.....	21
图 46:	2018 年前三季度百货行业营业收入同比增长 1.5%.....	22
图 47:	2018 年 Q3 百货行业营业收入增速同比降低 0.5%.....	22
图 48:	2018 年前三季度百货行业扣非归母净利润同比增长 16.8%.....	22
图 49:	2018 年 Q3 百货行业扣非归母净利润同比增长 6.4%.....	22
图 50:	2018 年前三季度百货行业毛利率及扣非净利率分别为 21.9%、3.3%.....	23
图 51:	2018 年 Q3 百货行业毛利率及扣非净利率环比下降.....	23
图 52:	2018 年前三季度百货行业销售及管理费用率分别为 9.6%、5.6%.....	23
图 53:	2018 年前三季度百货行业 Q3 销售及管理费用率环比增长.....	23
图 54:	2018 年前三季度百货行业 ROE 为 8.7%.....	23
图 55:	2018 年前三季度金银珠宝行业营业收入同比增长 11.4%.....	24
图 56:	2018 年 Q3 金银珠宝行业营业收入同比增长 12.3%.....	24
图 57:	2018 年前三季度金银珠宝行业扣非归母净利润同比增长 14.4%.....	25
图 58:	2018 年 Q3 金银珠宝行业扣非归母净利润同比增长 18.2%.....	25
图 59:	2018 年前三季度金银珠宝行业毛利率为 11.8%.....	25
图 60:	2018 年 Q3 金银珠宝行业毛利率下降.....	25
图 61:	2018 年前三季度金银珠宝行业销售及管理费用率分别为 3.2%、1.2%.....	25
图 62:	2018 年三季度金银珠宝行业销售及管理费用率下降.....	25
图 63:	2018 年前三季度金银珠宝行业 ROE 为 15.5%.....	26
图 64:	2018 年前三季度金银珠宝类零售额增速增长.....	26
图 65:	2018 年前三季度金银珠宝行业主要公司营业收入增速略有下降.....	26
图 66:	2018 年前三季度周大生及老凤祥扣非归母净利润增长较快.....	26
图 67:	2018 年前三季度金银珠宝行业公司毛利率较稳定.....	26
图 68:	2018 年前三季度金银珠宝存货周转率略微下降.....	26
图 69:	2018 年前三季度零售行业营业收入同比增长 18.2%.....	27
图 70:	2018 年前三季度零售行业扣非归母净利润同比下降 49.6%.....	27
图 71:	2018 年前三季度零售行业 ROE 为 2.5%，较去年同期上升 1%.....	28
图 72:	2018 年前三季度零售行业毛利率为 19%.....	28
图 73:	2018 年前三季度零售行业销售费用率为 9.8%.....	28
图 74:	2018 年前三季度零售行业管理费用率为 4%.....	28
表格 1.	2018 年前三季度超市行业主要 A 股上市公司经营情况.....	12
表格 2.	2018 年 11 月居民消费价格指数 (CPI) 主要数据.....	13
表格 3.	2018 年超市行业主要公司新增开店情况.....	14
表格 4.	2018 年前三季度化妆品行业主要 A 股上市公司经营情况.....	18
表格 5.	国产品牌及国际品牌化妆水、粉底价格带.....	19
表格 6.	2012-2018 年双十一美妆品牌销量排行榜.....	20
表格 7.	2018 年前三季度百货行业主要 A 股上市公司经营情况.....	24
表格 8.	2018 年前三季度金银珠宝行业主要 A 股上市公司经营情况.....	27

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

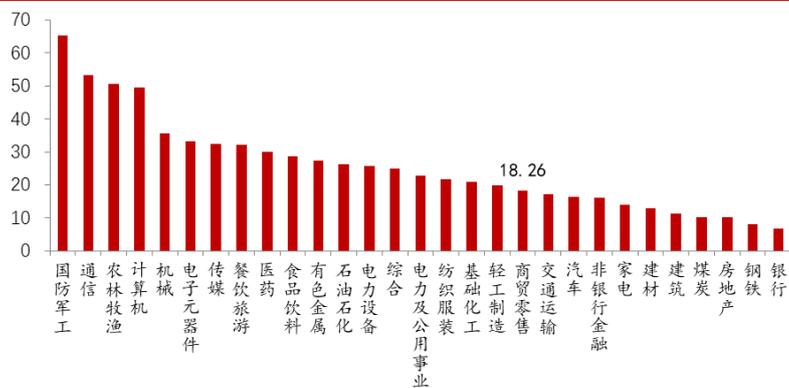
表格 9.	2018 年前三季度零售行业主要 A 股上市公司经营情况	29
表格 10.	相关标的估值一览	30

一、2018 年前三季度商贸零售行业业绩承压，龙头增长稳健

1.1 估值处于历史低位

基于 9 月 28 日股价，2018 年前三季度商贸零售行业估值为 18.3 倍，在 29 个一级行业中排名 20 位，商贸零售行业近 8 年历史估值平均数为 33.5 倍，估值处于历史低位。

图 1：各行业估值



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：商贸零售行业历史估值



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 CPI 提振必需消费

CPI 增速在食品价格增长的背景下自今年 4 月开始回升，7-11 月均高于 2%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

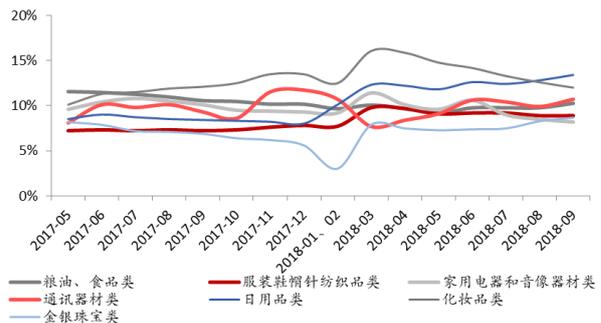
食品 CPI 自今年 6 月份开始回升，7-9 月分别为 0.5%、1.7%、3.6%。必需消费零售额增速伴随 CPI 增长逐渐回暖，食品及日用品类等必需消费品增速得到改善。食品及粮油 7、8、9 月零售额累计同比增速分别为 9.8%、9.8%、10.3%；日用品 7、8、9 月零售额累计同比增速分别为 12.4%、12.8%、13.4%。可选消费品方面，其中化妆品增速较高、黄金珠宝行业回暖。金银珠宝品类从今年 3 月以来保持 7% 以上的较高增速，7、8、9 月零售额累计同比增速分别为 7.5%、8.3%、8.7%，较去年同期分别增长 0.3、1.2、1.8 个百分点；化妆品零售额累计同比增速分别为 13.3%、12.6%、12%，较去年同期分别增长 1.8、0.7、-0.1 个百分点；家电零售额累计同比增速分别为 9%、8.5%、8.2%，较去年同期分别增长 -1.8、-2、-1.9 个百分点，由于家电为地产后周期品类，随着 2017 年地产成交量下滑，家电增速将滞后减速。

图 3：CPI 增速自今年 4 月开始回升，食品 CPI 自今年 6 月份开始回升



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

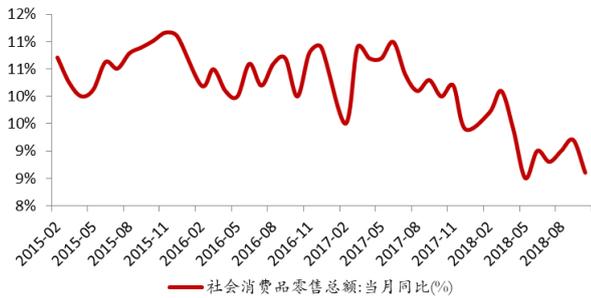
图 4：2018 年前三季度必需消费品零售额累积同比增速增长



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

社会消费品零售总额及限额以上商品零售总额增速下滑。9 月社会消费品零售总额同比增长 9.2%，环比增长 0.2 个百分点，较去年同期下降 1.1 个百分点。限额以上企业商品零售额 9 月同比增长 5.6%，环比下降 0.3 个百分点。从全国百家大型零售企业零售额来看，9 月全国百家大型零售企业零售额同比增长 1.8%，受中秋国庆错位影响，整体增速回升。

图 5：2018 年 9 月社会消费品零售总额增速较去年同期降低 1.1 个百分点



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 6：2018 年 9 月限额以上零售总额增速较去年同期降低 2.3 个百分点



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 7：2018 年 9 月全国百家大型零售企业零售额同比增速回升

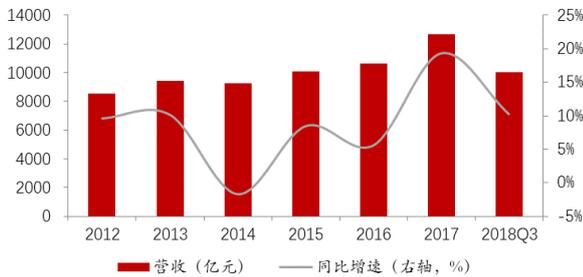


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 2018 年前三季度商贸零售行业盈利能力提升

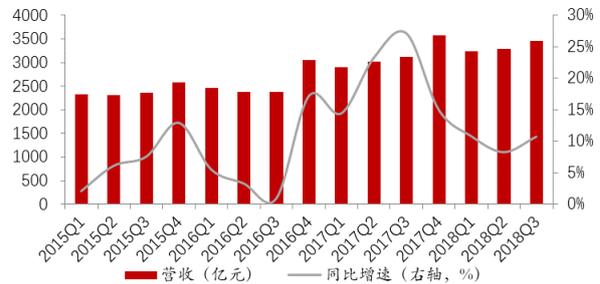
2018 年前三季度商贸零售行业实现营业收入 10021.4 亿元,同比增长 10.2%,较去年同期下降 10.9 个百分点;实现扣非归母净利润 217.7 亿元,同比增长 15.6%;实现毛利率 16.1%,较去年同期增长 0.8 个百分点;实现 ROE4.6%,较去年同期增长 1.1 个百分点,盈利能力上升。

图 8：2018 年前三季度商贸零售行业同比增长 10.2%



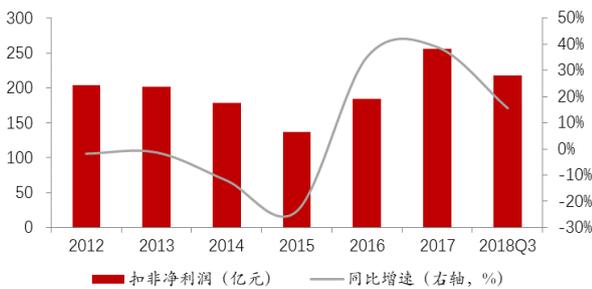
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：2018 年 Q3 商贸零售行业营业收入同比增长 10.7%



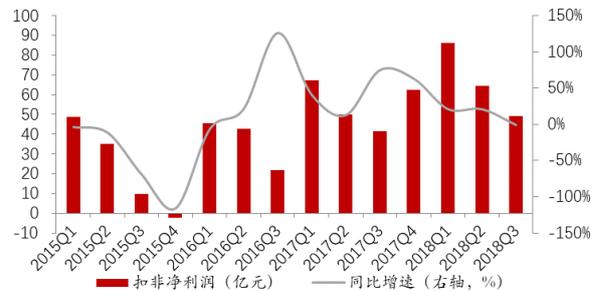
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：2018 年前三季度商贸零售行业扣非归母净利润同比增长 15.6%



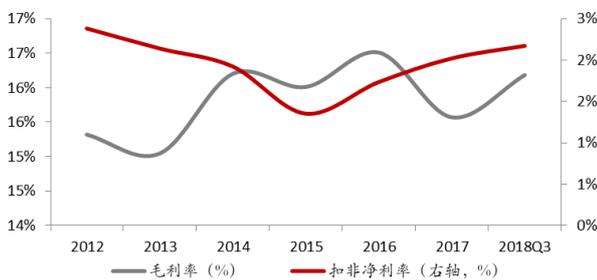
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2018 年 Q3 商贸零售行业扣非归母净利润同比下降 1%



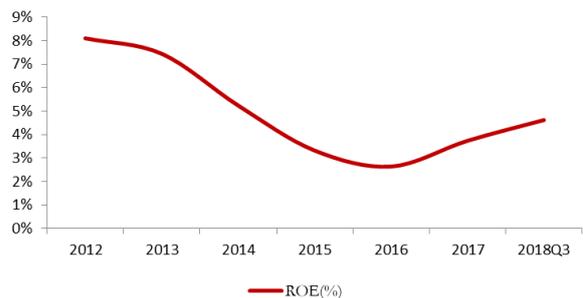
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：2018 年前三季度商贸零售行业毛利率为 16.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：2018 年 Q3 商贸零售行业 ROE 为 4.6%



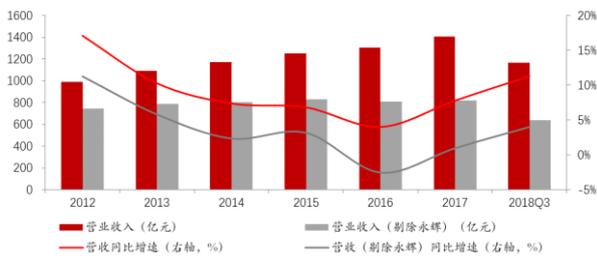
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、超市行业：展店速度加快促进营业收入增长

2.1 超市行业营业收入增长

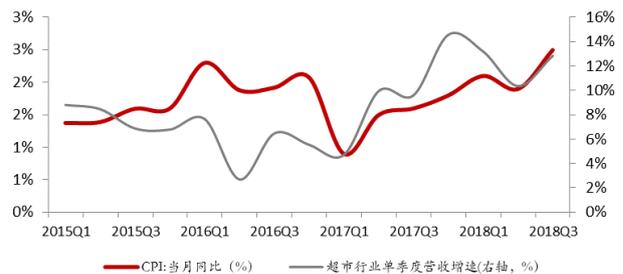
与食品及日用品等必需消费关系紧密的超市行业营业收入伴随着 CPI 的回升及龙头超市展店速度的加快迎来增长，长期温和的通货膨胀有望促进超市业绩改善。超市行业 2018 年前三季度实现营业收入 1167.3 亿元，同比增长 11.3%；实现扣非归母净利润 17.5 亿元，同比增长 5.8%；实现 ROE4.5%，较去年同期增长 1.3 个百分点；2018 年前三季度毛利率为 22.5%，较去年同期增长 1.2 个百分点。剔除永辉超市后，超市行业 2018 年前三季度实现营业收入 640.4 亿元，同比增长 4.1%；实现毛利率 23.1%，较去年同期增长 1 个百分点。

图 14：2018 年前三季度超市行业营业收入同比增长 11.3%



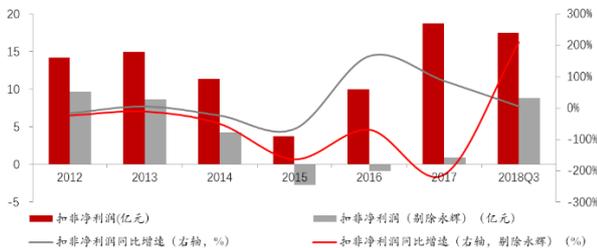
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：2018 年 Q3 超市行业营业收入增速伴随着 CPI 回升而增长



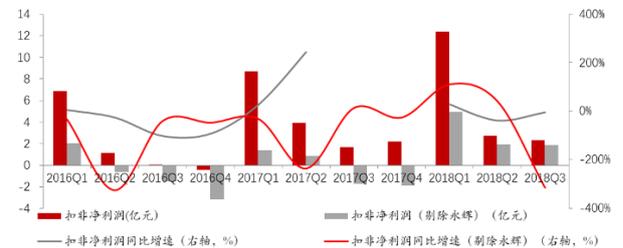
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：2018 年前三季度超市行业扣非归母净利润同比增长 5.8%



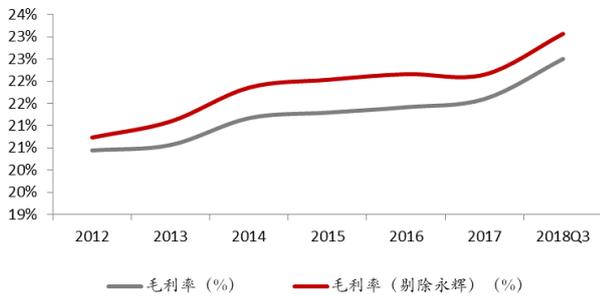
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：2018 年 Q3 超市行业扣非归母净利润同比降低 4.8%



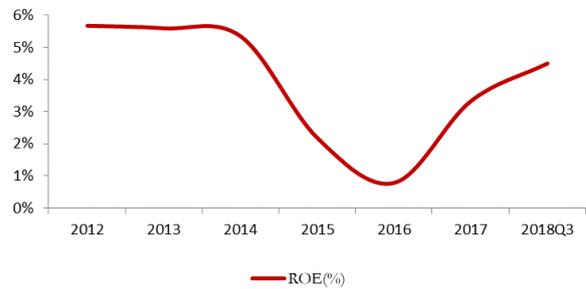
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：2018 年前三季度超市行业毛利率为 22.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19：2018 年前三季度超市行业 ROE 为 4.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

行业费用率增长。超市行业 2018 年前三季度分别实现管理费用率及剔除永辉超市后的管理费用率 3.4%、1.5%，较去年同期分别增长 0.7、-0.04 个百分点；分别实现销售费用率及剔除永辉超市后的销售费用率分别为 17%、9.8%，较去年同期分别增长 0.8、-0.7 个百分点。

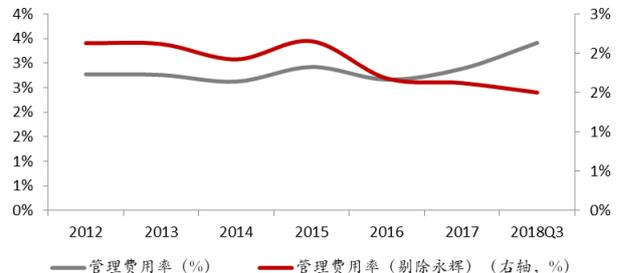
永辉超市影响行业扣非归母净利润表现。永辉超市 2018 年前三季度扣非归母净利润同比下降 36.5%，由于永辉超市扣非归母净利润占超市样本股比 49.7%，永辉超市扣非归母净利润的下降直接推动整体行业盈利能力下滑。此外，永辉超市费用率的增长亦拉动行业利润下行。永辉超市前三季度销售及管理费用率分别增长 2.1%、1.3%，费用率增长主因：1) 股权激励费摊销及永辉超市新业态探索使得费用率增长；2) 加大人才引进投入及总部职能部门搬迁拉动费用率上行。

图 20：2018 年前三季度超市行业销售费用率为 17%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：2018 年前三季度超市行业管理费用率为 3.4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 1. 2018 年前三季度超市行业主要 A 股上市公司经营情况

名称	营收(亿元)	营收同比增速(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增速(%)	扣非净利润(亿元)	扣非净利润同比增速(%)	毛利率(%)
永辉超市	526.92	21.67	10.18	-26.90	8.70	-36.53	21.83
步步高	138.48	8.93	1.97	6.06	1.84	3.44	22.81
中百集团	115.09	2.23	4.68	260.94	0.46	162.13	21.90
家家悦	95.56	13.95	3.01	34.03	2.87	28.89	21.59
华联综超	92.41	0.66	0.69	-4.36	0.72	730.44	21.26
人人乐	62.51	-8.81	0.13	104.61	-0.23	90.71	25.56
红旗连锁	54.61	4.72	2.56	88.60	2.57	89.05	28.97
新华都	50.34	-0.73	0.15	1121.09	-0.09	61.64	22.52
三江购物	31.42	9.71	0.80	-15.78	0.66	-17.88	23.92
行业增速		33.24%		23.62%		5.79%	22.51%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 布局新零售中偏必需消费的超市行业

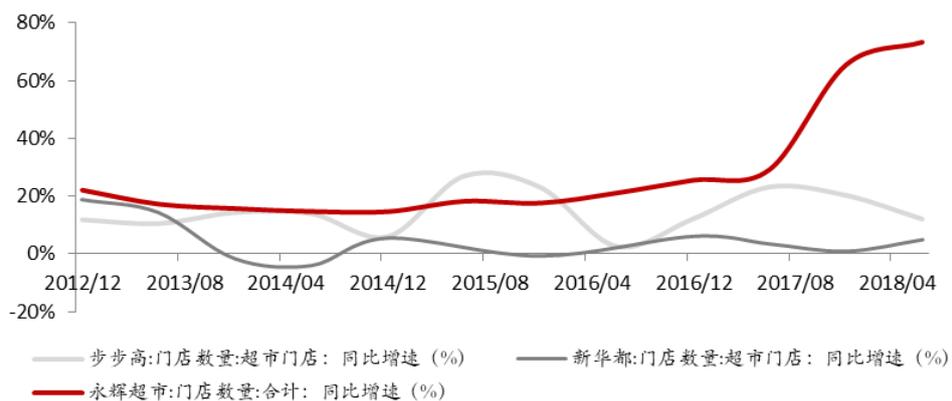
食品类 CPI 上行促进超市业绩改善, 超市同店增速普遍上行。11 月 CPI 同比上涨 2.2%, 环比下降 0.3%。从产品品类来看, 食品烟酒价格同比上涨 2.5%。受季节性规律影响, 鲜果价格同比上涨 13.3%。由于南方各地逐步进入肉制品腌制季节, 消费需求增加, 禽肉类价格同比上涨 0.8%, 其中猪肉价格受近期瘟疫影响同比下降 1.1%, 其他大类价格同比均上涨。从渠道来看, 超市表现较好, 2018 前三季度营业收入当季同比增幅达到 13.1%, 环比增长 3.4%, 食品类 CPI 上行将促进超市业绩改善。此外, 超市同店增速普遍上行, 2018 年 6 月末永辉超市拥有 952 家超市门店, 同比增长 73.4%; 步步高拥有 280 家超市门店, 同比增长 12%, 超市行业主要公司均全面提速智慧零售布局, 增加同店数量。

表格 2. 2018 年 11 月居民消费价格指数 (CPI) 主要数据

	同比涨跌幅 (%)	环比涨跌幅 (%)		同比涨跌幅 (%)	环比涨跌幅 (%)
居民消费价格	2.2	-0.3	水产品	2.0	-0.2
其中: 城市	2.2	-0.4	蛋类	6.4	-0.2
农村	2.2	-0.3	奶类	2.4	0.5
其中: 食品	2.5	-1.2	鲜果	13.3	3.7
非食品	2.1	-0.1	烟草	0.3	0.1
其中: 消费品	2.2	-0.5	酒类	2.6	0.2
服务	2.1	-0.2	二、衣着	1.4	0.5
其中: 不包括食品和能源	1.8	0.0	服装	1.6	0.6
其中: 不包括鲜菜和鲜果	2.0	-0.1	衣着加工服务费	4.4	0.3
按类别分			鞋类	0.5	0.0
一、食品烟酒	2.5	-0.8	三、居住	2.4	0.0
粮食	0.6	0.1	租赁住房房租	2.5	0.0
食用油	-0.6	0.1	水电燃料	1.9	0.0
鲜菜	1.5	-12.3	四、生活用品及服务	1.5	0.1
畜肉类	0.8	0.2	家用器具	0.2	-0.2
其中: 猪肉	-1.1	-0.6	家庭服务	5.9	0.2
羊肉	5.5	1.3			
牛肉	10.9	2.9			

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 超市同店增速普遍上行



资料来源: Wind, 川财证券研究所

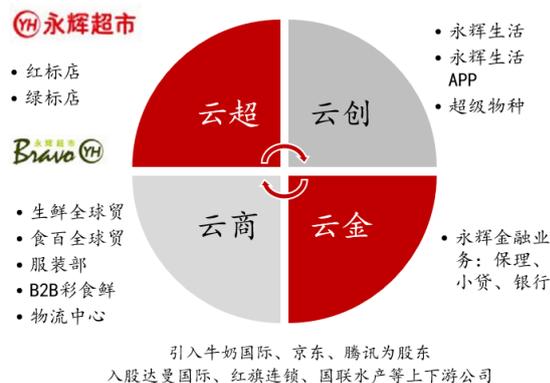
表格 3. 2018 年超市行业主要公司新增开店情况

公司	2018年新增店数
永辉	2018年三季度公司新开绿标店25家、永辉生活店137家、超级物种10家，2018年公司计划新开Bravo店135家、超级物种100家。
家家悦	2018年二季度末，公司新增连锁门店数量53家，其中包含大卖场16家，社区综合超市12家，农村综合超市6家。家家悦将进一步加强区域网络布局。
中百集团	2018年三季度末，公司新增连锁门店数量161家，其中包含中百仓储超市5家，领里生鲜绿标店71家。
步步高	2018年二季度末，公司新增连锁门店数量27家，公司坚持密集式开店的发展策略。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

新零售背景下少数的优质公司正在不断转型、探索。以永辉超市为例，永辉超市目前业务分云超、云创、云商和云金四大板块，永辉超市不断强化传统商超优势的同时大力发展新零售，引入牛奶国际、京东、腾讯为股东，入股达曼国际、红旗连锁、国联水产等上下游公司，永辉超市供应链、管理、渠道、板块协同齐发力，供应链与零售端优势不断强化。

图 23：新零售背景下永辉超市的业务结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

从宏观环境及成长角度看，受经济影响小的必需消费成首选。未来随着促消费政策效果显现，大众必需消费将持续受益，食品类CPI上行促进超市业绩改善，超市同店增速普遍上行；同时叠加新零售背景下行业中少数的优质公司正在不断转型、探索，未来有望出现融合线上线下能力的新业态、新模式，出现打破传统格局的快速成长的投资机会，近期回调充分，建议逐步布

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

局新零售中偏必需消费的超市行业。

三、化妆品行业：营业收入增速增长，盈利能力增长明显

3.1 化妆品行业盈利能力提升明显

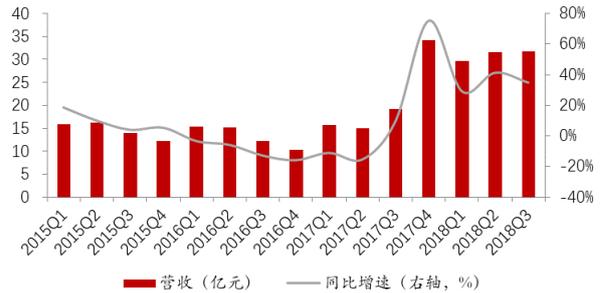
营业收入增速及盈利能力提升明显。随着化妆品全面拓展产品线、日益注重全渠道发展，2018年前三季度化妆品行业实现营业收入93亿元，同比增长35%；实现扣非归母净利润6.6亿元，同比增长25.9%；分别实现销售费用率及管理费用率40%、9.1%，分别较去年同期下降4.4、2.8个百分点；实现ROE6%，较去年同期增长4.8个百分点，行业盈利能力增长明显。

图 24：2018 年前三季度化妆品行业营业收入同比增长 35%



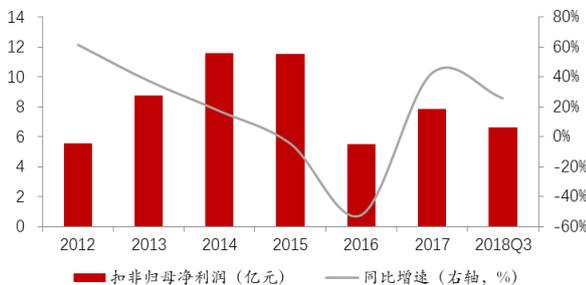
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：2018 年 Q3 化妆品行业营业收入同比增长 34.8%



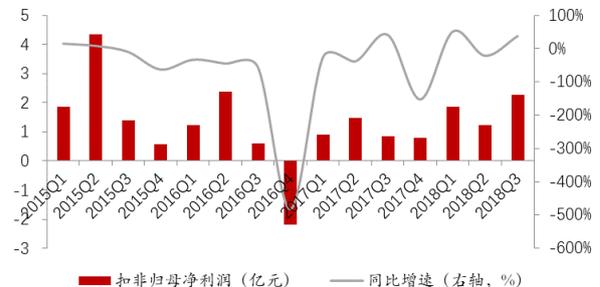
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：2018 年前三季度化妆品行业扣非归母净利润同比增长 25.9%



资料来源：Wind，川财证券研究所

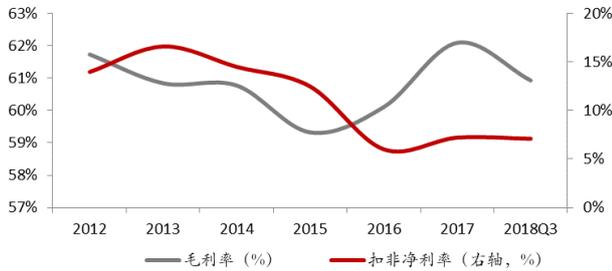
图 27：2018 年 Q3 化妆品行业扣非归母净利润同比增长 25.9%



资料来源：Wind，川财证券研究所

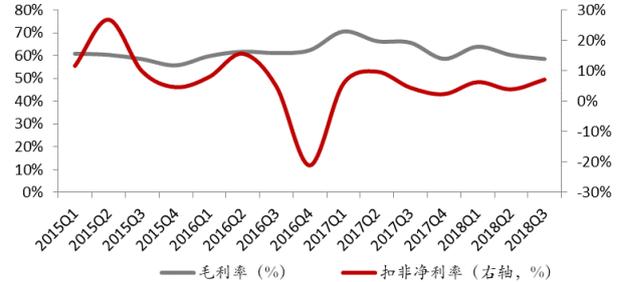
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 28：2018 年前三季度化妆品行业毛利率为 60.9%



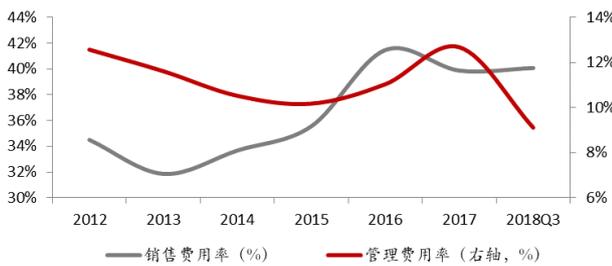
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：2018 年 Q3 化妆品行业毛利率环比下降



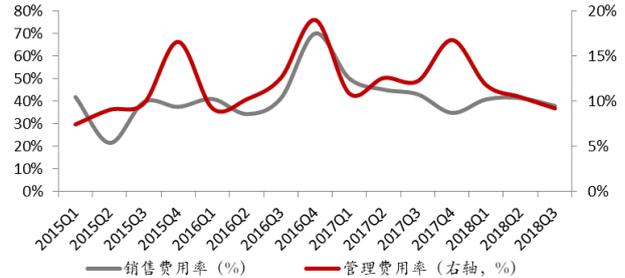
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：2018 年前三季度化妆品行业销售费用率、管理费用率分别为 40%、9.1%



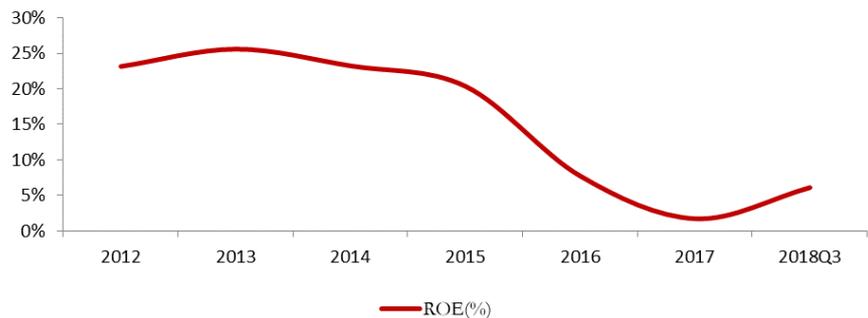
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：2018 年 Q3 化妆品行业销售及管理费用率环比下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：2018 年前三季度化妆品行业 ROE 为 6%，较去年同期增长 4.8 个百分点



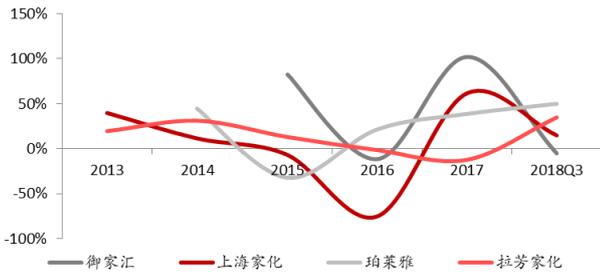
资料来源：Wind，川财证券研究所

2018 年前三季度大部分主要企业营业收入、毛利率上行。营业收入增速方面，除了上海家化，其余三家上市公司营业收入增速均上升。动销方面，4 家主要上市公司存货周转率下降，存货占总资产比例上升，库存流动性下

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

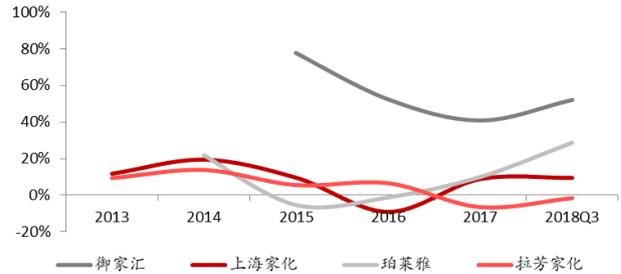
降。毛利方面，珀莱雅 2018 年前三季度毛利率上升，而由于产品结构调整，上海家化毛利率略微下降。扣非归母净利润方面，珀莱雅、拉芳扣非归母净利润增速上升，而御家汇及上海家化下降。

图 33：2018 年前三季度珀莱雅、拉芳扣非归母净利润增速增长



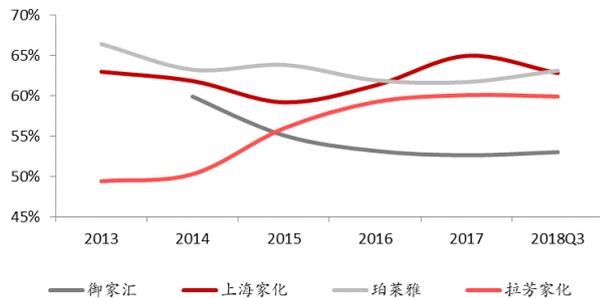
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 34：2018 年前三季度御家汇、珀莱雅及拉芳家化营业收入快速增长



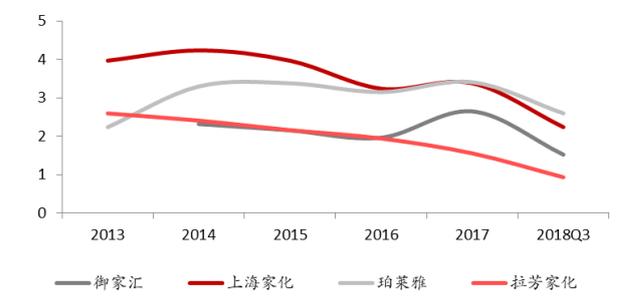
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35：2018 年前三季度珀莱雅毛利率上升明显



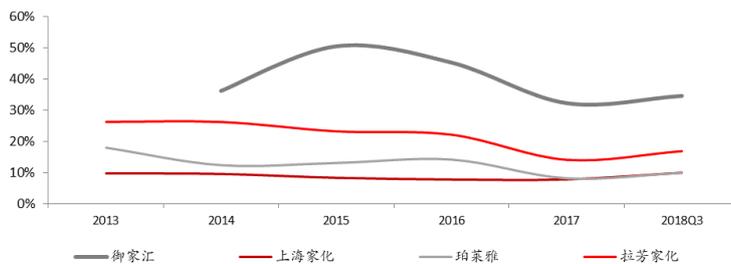
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 36：2018 年前三季度主要化妆品公司存货周转率下降



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37：2018 年前三季度主要化妆品公司存货占总资产比例上升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 4. 2018 年前三季度化妆品行业主要 A 股上市公司经营情况

名称	营收 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)	扣非净利润 (亿元)	扣非净利润同比增速 (%)	毛利率 (%)
上海家化	54.20	9.50	4.54	37.98	3.72	15.05	62.79
御家汇	16.06	51.94	1.10	12.21	1.03	-5.64	53.03
珀莱雅	15.60	28.58	1.82	44.57	1.68	49.88	63.14
拉芳家化	7.09	-1.60	1.32	34.03	1.20	35.19	59.87
行业增速		35.00%		40.54%		25.90%	60.94%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

3.2 布局优质国货化妆品板块

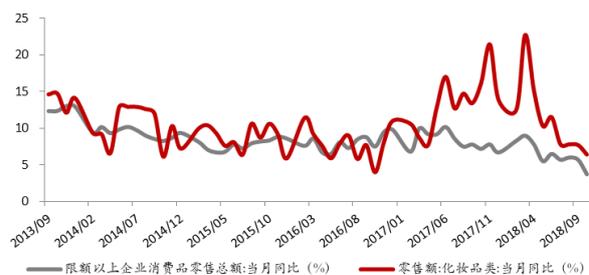
化妆品行业市场景气度高。得益于约 4 亿的庞大消费基础，偏刚性消费的化妆品市场空间大。自 2017 年 5 月起，限额以上化妆品零售额当月增速连续 14 个月高于限额以上商品零售额增速主因：1) 在经济景气程度较低时，消费者倾向于购买口红等廉价奢侈品；2) 电商渠道销量增速的增长。2018 年 10 月，我国化妆品零售总额为 218.2 亿元，同比增长 6.4%，增速在 16 个商品品类中位居第三，化妆品行业市场景气度较高。

图 38: 2018 年 10 月化妆品行业零售额同比增长 6.4%



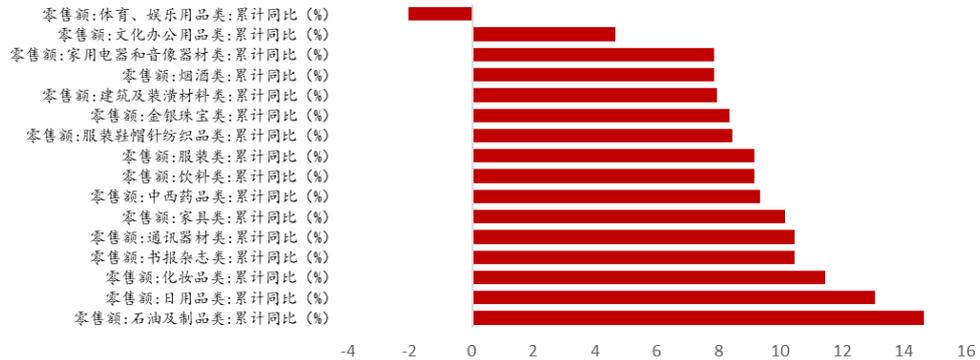
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 39: 2017 年化妆品零售额增速跑赢限额以上企业消费品零售额增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 40：2018 年 10 月化妆品零售额增速在 16 个商品品类中位居第三



资料来源: Wind, 川财证券研究所

为与国际品牌竞争，国产品牌通过高性价比优势来扩大用户基础、提高知名度。消费者倾向于购买昂贵的拥有特定功效、使用频次较低的单品的同时，也倾向于选择性价比高的拥有基础功能、使用频次较高的产品，如化妆水、面膜等。为打造竞争力，珀莱雅、百雀羚等国产品牌采取差异化定价策略，定价普遍低于国际品牌的同时以销量取胜。

表格 5. 国产品牌及国际品牌化妆水、粉底价格带

化妆水				粉底			
公司	价格带 (元)	公司	价格带 (元)	公司	价格带 (元)	公司	价格带 (元)
佰草集	120-300	雅诗兰黛	350-520	佰草集	300-380	雅诗兰黛	390-880
珀莱雅	100-160	CPB	880-900	珀莱雅	100-200	CPB	900-2300
欧诗漫	70-120	兰蔻	300-800	自然堂	100-160	兰蔻	420-920
自然堂	60-200	雪花秀	350-440			雪花秀	400-660
百雀羚	90-200						
韩束	90-150						

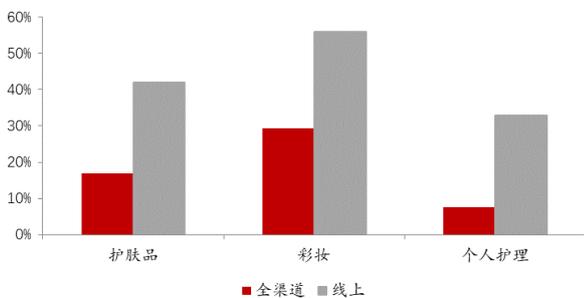
资料来源: Wind, 川财证券研究所

丰富产品线、加大研发力度、搭乘电商快车为国产品牌突围打下坚实基础。为顺应消费趋势，国产品牌相继推出新品的同时，对研发注重程度逐步提升。主要国产品牌中，国际化妆品公司技术研发高管加入珀莱雅，拉芳家化拥有多项洗护专利，而上海家化注重适合年轻消费者产品的研发。2018 年前三季度上海家化投入研发费用最高，为 1 亿元，珀莱雅、御家汇、拉芳家化分别为 0.4、0.3、0.3 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

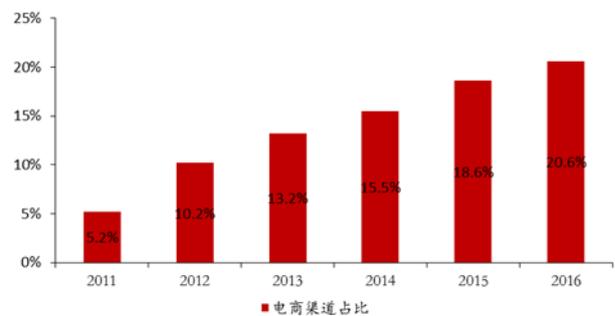
受益于化妆品具有重复式消费和流量聚集效应强等特点，电商成化妆品行业发展新引擎。随着电商迅速发展，化妆品线上销售增速高于线下，拉动化妆品行业销售额增长。凯度消费者数据显示，2017年护肤品全渠道增速为17%，线上渠道增速达41.9%；彩妆全渠道增速为29.3%，线上渠道增速为56%；个人护理类全渠道增速为7.7%，线上渠道增速32.9%。根据Euromonitor的统计2016年化妆品电商渠道销售额占比从2011年5.2%上升到2016年的20.6%。此外，由于国产品牌率先登上电商快车，百雀羚、自然堂等国产品牌双十一均有不俗表现。

图 41：2017 年化妆品线上渠道增速高于全渠道增速



资料来源：凯度消费者指数，川财证券研究所

图 42：化妆品线上渠道占比逐年提升



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

表格 6. 2012-2018 年双十一美妆品牌销量排行榜

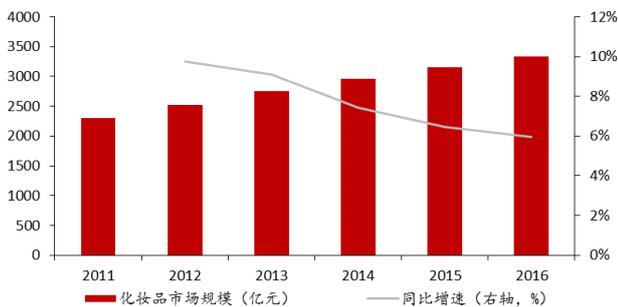
品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	HomeFacialPro
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	薇诺娜
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟

资料来源：亿邦动力网，川财证券研究所

面膜市场未来市场空间广阔。欧美消费者与国内消费者偏爱面膜的类型不一致、本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

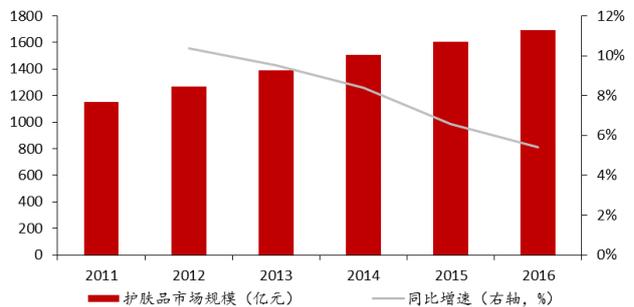
国际品牌更偏好发展盈利性强的功效性产品等因素使得面膜为国际品牌布局较弱的细分品类。根据美迪惠尔数据显示，中国面膜市场规模从 2015 年的约 300 亿元增长到 2016 年的约 400 亿元，增长比例达 33%，中国面膜市场普及率为 45%；根据 Euromonitor 的预测，中国消费者每周平均使用面膜 0.1 次，2021 年我国面膜市场容量将达到 280.1 亿元。我们认为未来受益于用户普及率以及使用频率的提升，中国面膜未来市场空间有望翻倍。

图 43：2016 年化妆品市场规模为 3338.6 亿元



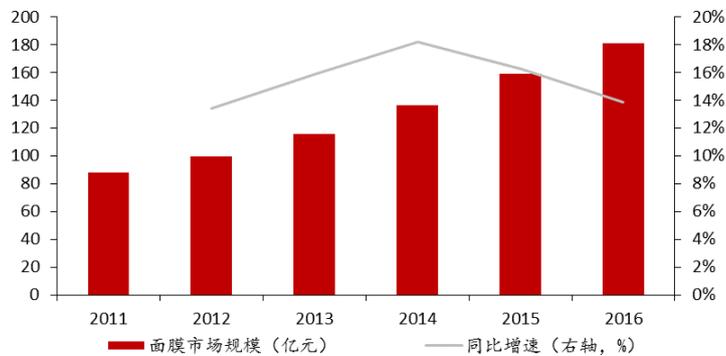
资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 44：2016 年护肤品市场规模为 1692.7 亿元



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 45：2016 年面膜行业市场规模为 180.7 亿元



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

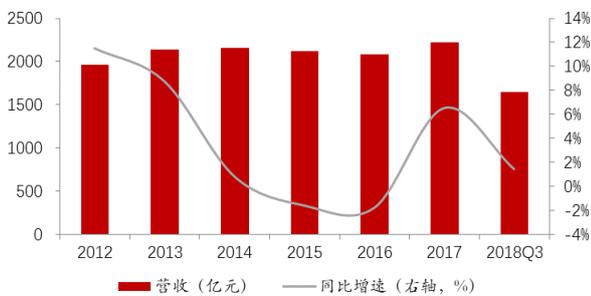
推荐优质国货化妆品板块，受益于渠道变革，三四线城市使用化妆品人数快速提升，化妆品行业消费尤其是电商渠道快速提升，中国品牌得益于本土资源以及先发优势已在三四线城市、线上渠道成功布局且已有较大体量，参考成熟国家的化妆品企业的成长史，整体来看，我们认为中国化妆品企业仍有崛起机会，其中面膜品类与电商渠道最为契合，中国品牌有望依托新渠道、新用户以及数据经验的积累，在化妆品行业中崛起，尤其值得关注面膜品类。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、百货行业：收入增速放缓，盈利能力稳定

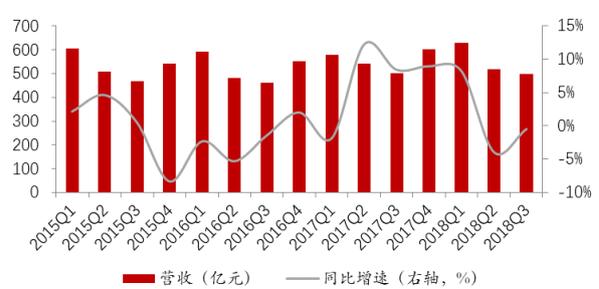
前三季度营业收入及扣非归母净利润增速放缓。百货行业前三季度实现营业收入1645.1亿元，同比增长1.5%，较去年同期下降4.2个百分点；实现扣非归母净利润54.6亿元，同比增长16.8%，较去年同期下降13.7个百分点；实现ROE8.7%，较去年同期增加1.8个百分点；分别实现毛利率及扣非净利率21.9%、3.3%，较去年同期分别增长0.7、0.4个百分点；分别实现销售费用率及管理费用率9.6%、5.6%，较去年同期分别增长0.3、0.1个百分点。

图 46：2018 年前三季度百货行业营业收入同比增长 1.5%



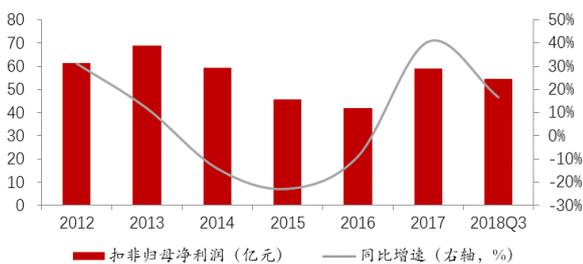
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47：2018 年 Q3 百货行业营业收入增速同比降低 0.5%



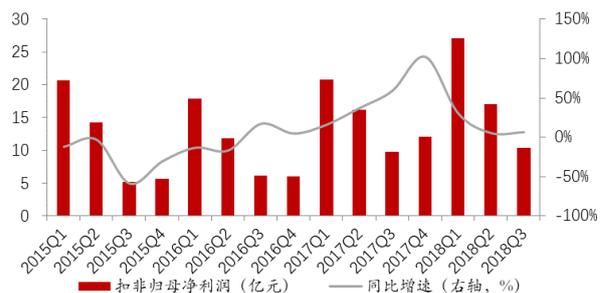
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 48：2018 年前三季度百货行业扣非归母净利润同比增长 16.8%



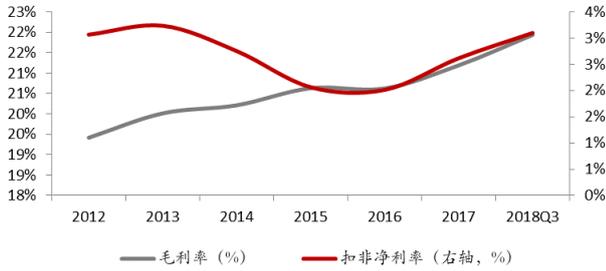
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 49：2018 年 Q3 百货行业扣非归母净利润同比增长 6.4%



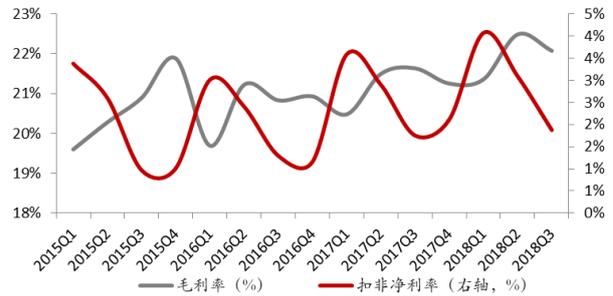
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 50：2018 年前三季度百货行业毛利率及扣非净利率分别为 21.9%、3.3%



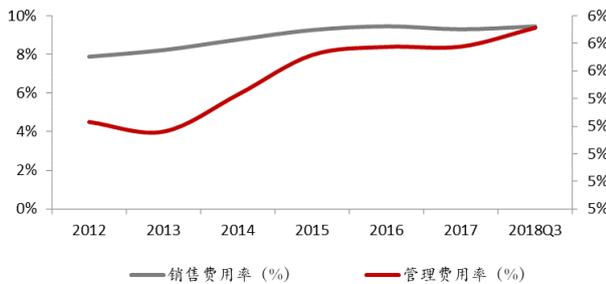
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 51：2018 年 Q3 百货行业毛利率及扣非净利率环比下降



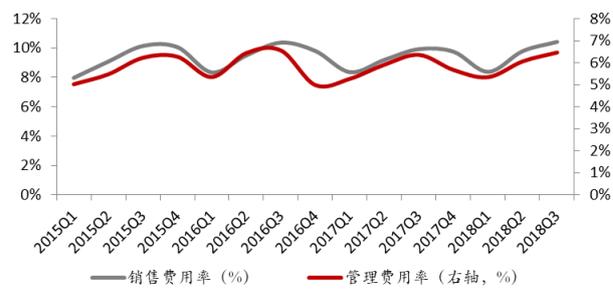
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 52：2018 年前三季度百货行业销售及管理费用率分别为 9.6%、5.6%



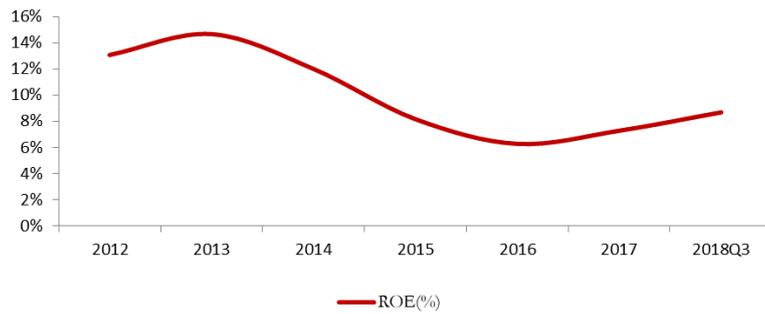
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 53：2018 年前三季度百货行业 Q3 销售及管理费用率环比增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 54：2018 年前三季度百货行业 ROE 为 8.7%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 7. 2018 年前三季度百货行业主要 A 股上市公司经营情况

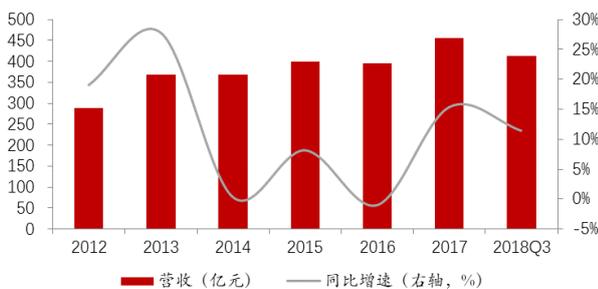
名称	营收 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)	扣非净利润 (亿元)	扣非净利润同比增速 (%)	毛利率 (%)
重庆百货	256.85	5.91	7.69	53.25	7.45	54.44	18.29
王府井	191.98	2.26	9.89	88.65	9.48	44.28	21.32
大商股份	183.75	-9.53	7.85	21.45	7.85	24.62	25.63
天虹股份	138.34	6.92	6.73	36.94	5.90	35.34	27.24
鄂武商A	129.35	-0.65	7.83	-10.58	7.74	-6.64	21.90
欧亚集团	113.43	13.73	1.99	-4.98	1.88	-7.33	23.05
银座股份	96.46	-0.09	0.36	12.52	0.16	4.61	19.26
合肥百货	78.83	0.74	1.72	-32.14	1.60	-30.68	18.63
首商股份	73.52	-0.90	2.72	11.54	2.32	2.77	23.87
中央商场	59.76	-7.72	0.74	-72.97	0.87	-71.90	22.87
新华百货	57.12	5.11	1.64	34.19	1.54	12.26	20.92
友阿股份	53.02	3.36	2.16	-28.24	2.09	-31.37	21.28
广百股份	51.28	6.32	1.53	5.95	1.48	8.52	17.70
文峰股份	48.02	-2.64	1.96	-8.70	1.88	-7.95	19.89
杭州解百	42.06	3.81	1.32	2.38	1.12	-1.54	22.23
*ST友好	41.82	-1.19	0.81	130.67	0.76	128.10	24.32
武汉中商	29.49	2.39	0.95	172.84	0.49	53.52	22.55
行业增速		1.47%		17.10%		16.76%	21.86%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

五、金银珠宝行业：行业景气，竞争加剧

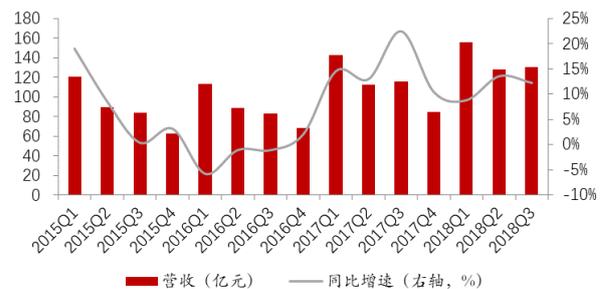
前三季度营业收入增速较去年同期下降。珠宝行业前三季度实现营业收入 413.7 亿元，同比增长 11.4%，较去年同期下降 5.1 个百分点；实现扣非归母净利润 17 亿元，同比增长 14.4%，较去年同期下降 2.2 个百分点；实现 ROE15.5%，较去年同期下降 2.2 个百分点；分别实现毛利率及扣非净利率 11.8%、4.1%，较去年同期分别增长 0.2、1.2 个百分点；分别实现销售费用率及管理费用率 3.2%、1.2%，行业费用率掌控良好，经营质量稳步提升。

图 55: 2018 年前三季度金银珠宝行业营业收入同比增长 11.4%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

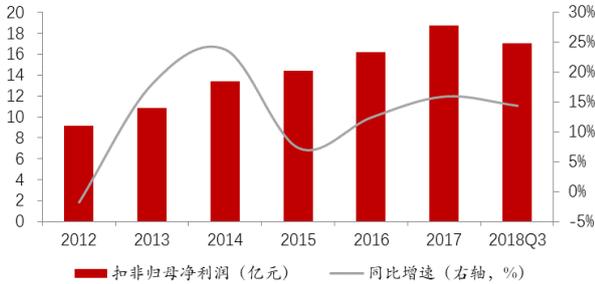
图 56: 2018 年 Q3 金银珠宝行业营业收入同比增长 12.3%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

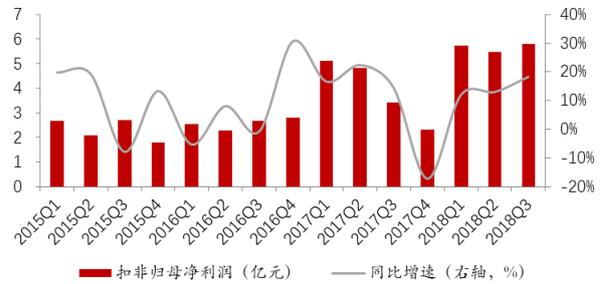
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 57：2018 年前三季度金银珠宝行业扣非归母净利润同比增长 14.4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 58：2018 年 Q3 金银珠宝行业扣非归母净利润同比增长 18.2%



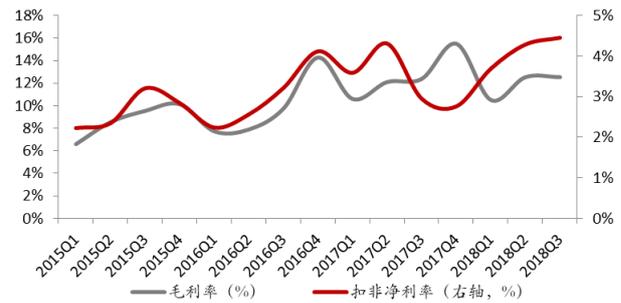
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 59：2018 年前三季度金银珠宝行业毛利率为 11.8%



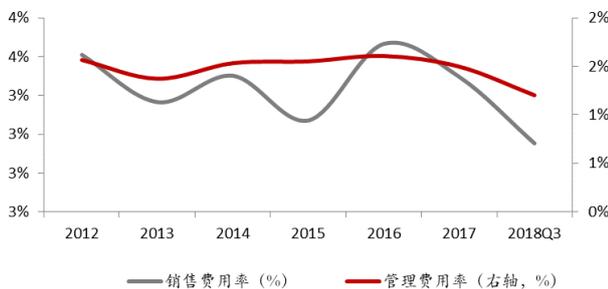
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 60：2018 年 Q3 金银珠宝行业毛利率下降



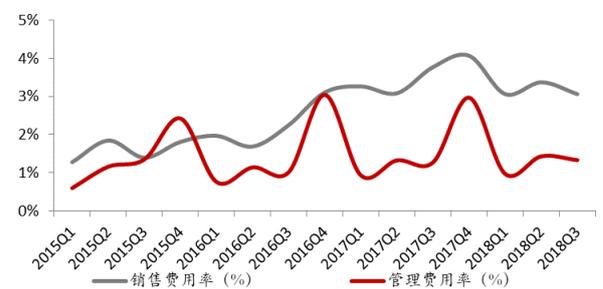
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 61：2018 年前三季度金银珠宝行业销售及
管理费率分别为 3.2%、1.2%



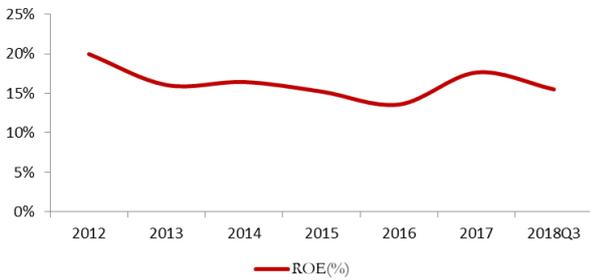
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 62：2018 年三季度金银珠宝行业销售及
管理费率下降



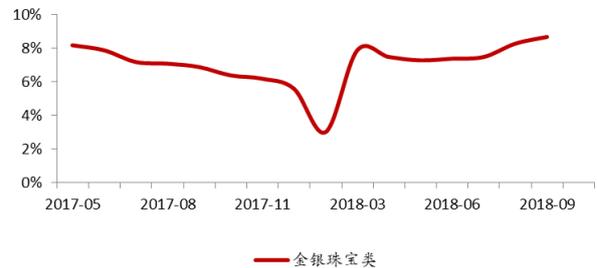
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 63：2018 年前三季度金银珠宝行业 ROE 为 15.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

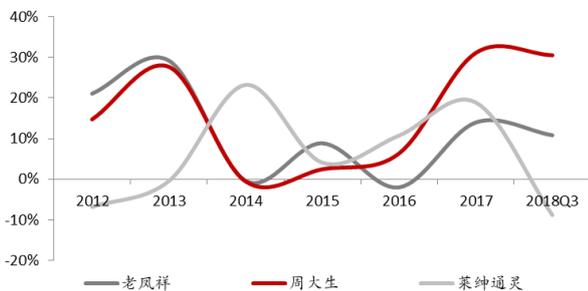
图 64：2018 年前三季度金银珠宝类零售额增速增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

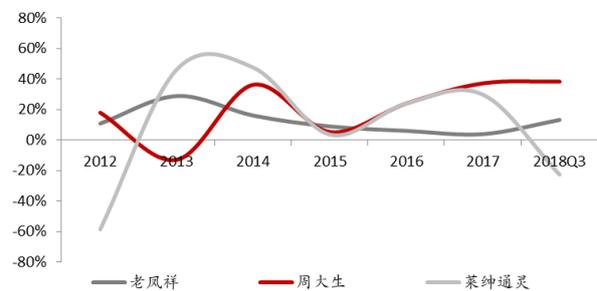
金银珠宝行业主要公司营业收入增速放缓。2018 年前三季度周大生、老凤祥收入增速分别为 30.6%、10.7%，龙头表现亮眼，而莱绅通灵则因关店数量较多，且新店尚处于起步阶段，营业收入增速放缓。

图 65：2018 年前三季度金银珠宝行业主要公司营业收入增速略有下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 66：2018 年前三季度周大生及老凤祥扣非归母净利润增长较快



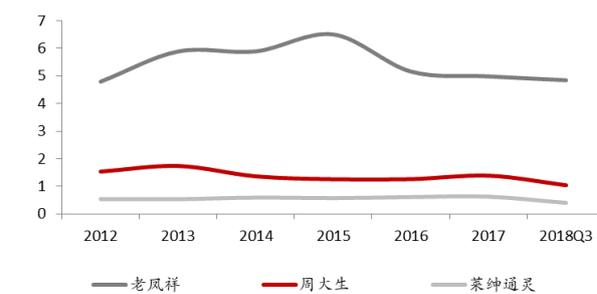
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 67：2018 年前三季度金银珠宝行业公司毛利率较稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 68：2018 年前三季度金银珠宝存货周转率略微下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 8. 2018 年前三季度金银珠宝行业主要 A 股上市公司经营情况

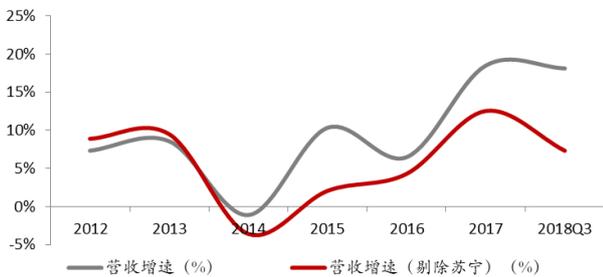
名称	营收 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)	扣非净利润 (亿元)	扣非净利润同比增速 (%)	毛利率 (%)
老凤祥	365.05	10.73	9.88	10.14	9.53	13.31	7.99
周大生	35.41	30.57	5.95	42.99	5.66	38.08	34.45
莱绅通灵	13.25	-8.88	2.13	-13.31	1.83	-22.65	55.41
行业增速		11.41%		15.20%		14.42%	11.78%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

六、零售行业：行业增长放缓，盈利能力维持

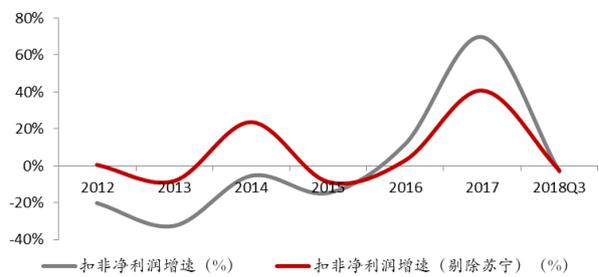
行业增长放缓。零售行业 2018 年前三季度实现营业收入 3425.4 亿元，同比增长 18.2%，较去年同期增长 0.5 个百分点，剔除苏宁后，前三季度实现营业收入 1695.7 亿元，同比增长 7.3%，较去年同期下降 3.6 个百分点。

图 69：2018 年前三季度零售行业营业收入同比增长 18.2%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

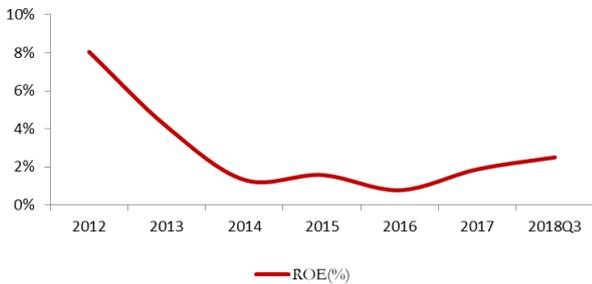
图 70：2018 年前三季度零售行业扣非归母净利润同比下降 49.6%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

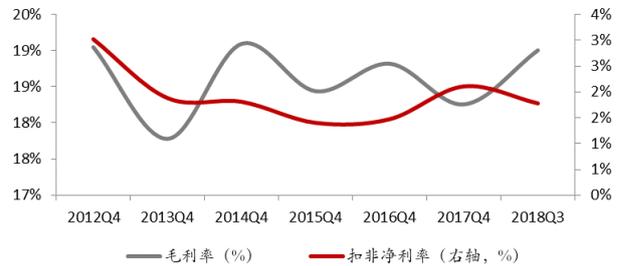
零售行业盈利能力稳定。零售行业 2018 年前三季度 ROE 为 2.5%，较去年同期上升 1%，盈利能力上升；实现扣非归母净利润 60.9 亿元，同比下降 3%，较去年同期下降 73.5 个百分点，剔除苏宁后，实现扣归母净利润 63.1 亿元，同比下降 2.4%；分别实现毛利率及剔除苏宁后的毛利率 19%、23.4%，较去年同期分别增长 0.9、1.8 个百分点。

图 71：2018 年前三季度零售行业 ROE 为 2.5%，较去年同期上升 1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

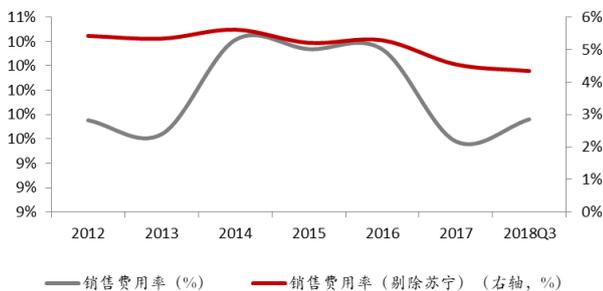
图 72：2018 年前三季度零售行业毛利率为 19%



资料来源：Wind，川财证券研究所

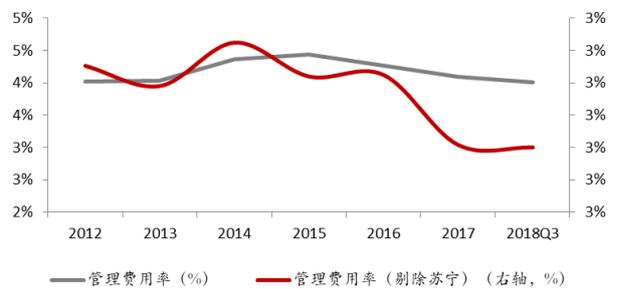
销售费用率增长，管理费用率下降。零售行业 2018 年前三季度销售费用率及管理费用率分别为 9.8%、4%，较去年同期分别增长 0.3、-0.1 个百分点，剔除苏宁后，销售费用率及管理费用率分别为 10.8%、4.3%。

图 73：2018 年前三季度零售行业销售费用率为 9.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 74：2018 年前三季度零售行业管理费用率为 4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

苏宁营业收入增长、费用率下降。苏宁 2018 年前三季度实现营业收入 1729.7 亿元，同比增长 31.2%；实现归母净利润 61.3 亿元，同比增长 812%，主因苏宁出售了部分阿里巴巴股份，若不考虑出售阿里巴巴股份带来的利润影响，公司实现归母净利润约为 4 亿元，同比增长 38%。苏宁保持高增长主因：1) 苏宁线上线下全渠道保持高增长。线上方面，前三季度线上 GMV 同比增长 71%；线下方面，前三季度苏宁零售云加盟店及苏宁小店分别新开 1414 家及 1536 家，苏宁渠道进一步下沉以抢夺县级市场；2) 苏宁优化品类结构及改产供应链使得盈利能力大大增强；3) 物流金融业务的协同发展打造利润新增长点；4) 规模效应明显，管理费用率及销售费用率同比下降。苏宁费用率下降推动行业费用率及毛利率下行。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 9. 2018 年前三季度零售行业主要 A 股上市公司经营情况

名称	营收 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)	扣非净利润 (亿元)	扣非净利润同比增速 (%)	毛利率 (%)
苏宁易购	1729.70	31.15	61.27	812.11	-2.24	-20.96	14.70
百联股份	357.71	1.94	7.00	3.04	6.23	3.86	21.44
豫园股份	198.43	21.89	11.40	54.30	3.69	-4.85	20.12
供销大集	141.59	-11.16	7.67	-25.74	6.38	-10.34	18.04
宏图高科	122.04	-13.40	-3.56	-176.28	-4.90	-269.83	3.58
美凯龙	99.91	29.40	41.60	46.50	21.99	27.54	67.99
茂业商业	85.72	0.58	7.41	28.22	7.16	29.80	29.75
我爱我家	84.10	797.10	5.02	986.29	5.22	1545.94	29.72
利群股份	82.96	6.88	2.97	8.38	2.77	6.15	22.20
秋林集团	52.72	3.35	0.56	-47.48	0.55	-47.33	5.58
翠微股份	36.29	-0.86	0.91	23.56	0.83	21.54	20.11
明牌珠宝	34.23	12.20	0.85	3.33	0.25	-9.49	8.31
通程控股	27.72	-3.49	1.10	16.63	1.03	21.08	21.35
飞亚达A	25.65	3.60	1.63	19.12	1.48	9.44	42.21
汇嘉时代	24.94	17.58	0.96	1.98	0.86	-5.11	17.66
东方金钰	24.60	-64.47	-0.71	-128.32	-0.70	-127.89	20.42
潮宏基	24.18	5.58	2.28	-1.71	2.09	-0.20	38.94
国芳集团	21.61	1.75	1.06	13.74	0.97	11.94	16.72
南极电商	20.45	409.20	4.49	85.01	4.25	90.47	30.17
国美通讯	19.82	88.56	-1.03	-389.84	-1.06	-358.77	4.66
新世界	19.77	-8.42	2.42	-42.44	1.93	15.76	32.28
萃华珠宝	19.08	-2.06	0.31	-33.01	0.31	-25.72	9.16
中兴商业	19.05	4.85	0.62	18.06	0.64	14.99	19.12
东百集团	18.42	-31.18	0.40	-71.17	0.32	-77.04	23.44
南宁百货	15.57	1.79	-0.38	-201.17	-0.38	-91.03	16.95
爱婴室	15.21	17.70	0.66	37.94	0.55	16.42	27.32
徐家汇	15.06	0.31	1.71	4.49	1.48	1.65	28.81
北京城乡	13.83	-14.83	0.30	-46.45	0.29	-49.32	29.59
安德利	13.74	9.63	0.09	-62.34	0.05	-77.83	19.12
益民集团	11.64	-22.48	1.21	-15.95	1.17	-12.94	42.23
兰州民百	10.64	3.73	12.52	1042.98	0.98	-35.40	34.83
华联股份	9.23	20.36	3.11	942.36	-0.83	27.19	44.01
大连友谊	8.19	-38.99	-1.59	-2923.03	-1.58	-2964.89	17.48
汉商集团	7.75	9.36	0.11	43.04	0.11	53.75	33.05
商业城	6.91	11.52	-0.86	-175.18	-0.81	-1.28	16.23
百大集团	5.25	-22.03	0.99	70.89	0.69	126.10	31.62
津劝业	1.22	-17.94	-1.08	16.27	-1.10	14.84	21.16
上海九百	0.51	-17.43	0.72	-1.27	0.71	-1.68	60.77
行业增速		18.16%		59.53%		-3.04%	19.00%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

七、投资建议

综合而言消费总量依然承压，随着近期政府消费政策的频繁推出，消费行业预期将在短期内逐渐改善，长期有望形成基本面支撑。所有子行业中，与必需消费密切相关的超市将受益于CPI提升及展店速度加快，龙头企业竞争优势明显；国货化妆品行业受益于渠道变革，三四线城市使用化妆品人数快速提升，化妆品行业消费尤其是电商渠道快速提升，中国品牌得益于本土资源以及先发优势已在三四线城市、线上渠道成功布局且已有较大体量，参考成熟国家的化妆品企业的成长史，整体来看，我们认为中国化妆品企业仍有崛起机会，其中面膜品类与电商渠道最为契合，中国品牌有望依托新渠道、新用户以及数据经验的积累，在化妆品行业中崛起，尤其值得关注面膜品类。

相关标的：永辉超市、家家悦、御家汇、珀莱雅、上海家化、拉芳家化。

表格 10. 相关标的估值一览

日期：2018年12月14日				PE			EPS		
证券代码	证券简称	股价（元）	总市值（亿元）	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601933.SH	永辉超市	7.60	727.36	47.89	33.84	25.22	0.16	0.22	0.30
600315.SH	上海家化	29.60	198.83	37.52	28.88	22.38	0.79	1.02	1.32
603708.SH	家家悦	20.90	97.81	24.75	20.49	17.24	0.84	1.02	1.21
300740.SZ	御家汇	22.26	60.55	29.91	22.78	17.98	0.74	0.98	1.24
603630.SH	拉芳家化	14.56	33.01	17.50	14.02	11.76	0.83	1.04	1.24

资料来源：Wind, 川财证券研究所

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

零售行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

行业竞争加剧风险

目前化妆品等行业竞争较为激烈，国外巨头陆续进入中国市场，如未能准确把握市场需求，行业竞争将使得企业经营效率下降。

地产后周期影响部分子行业销售增速

由于地产销售高峰周期已过，与地产周期较密切的家电及家居用品相关子行业销售增速或将受到较大影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会下降相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003