

降速增长，新动能+自身内功修炼是未来成长动力

商贸零售周报

核心观点

中信商贸零售板块共有标的 97 只，其中零售 72 只（百货 43 家、超市 11 家、连锁 18 家），贸易 25 只。复盘 2018 年至今商贸零售板块行情表现，年度震荡下行，跑输上证综指，略跑赢深圳成指，年度开盘 5419.22 点，收盘 3685.19 点，年度跌幅 32%；而上证综指年度跌幅 24.59%，深圳成指年度跌幅 34.42%。2019 年以来，板块震荡上行，整体跑输上证综指和深圳成指，商贸零售今年以来涨幅 24.31%，上证综指涨幅 23.43%，深圳成指涨幅 33.63%。

图 1：商贸零售指数与上证综指、深圳成指走势对比

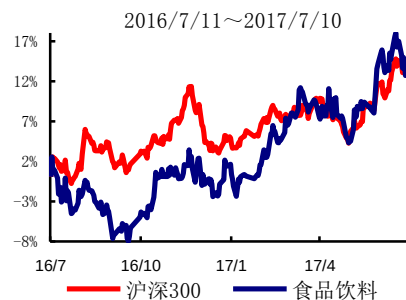


资料来源：wind，国都证券

外部环境来看，2018 年社零总额 38 万亿元增 9%；19Q1 名义增 8.3%，其中 1-2 月、3 月名义增速分别为 8.2%和 8.7%，环比呈改善趋势；19 Q1 CPI 增速回升明显，其中 3 月 CPI 增速 2.3%，食品 CPI 增速 4.1%，为 2018 年 3 月以来最高值；2019 年以来外部政策、环境等积极因素逐渐落实显现，促消费政策频出（新个税法、下调增值税等），减税降费为企业减负，提升居民消费潜力。

从板块整体来看，2018 年合计营业收入 13918.65 亿元，同比增长 6.68%，增速放缓，合计归母净利润 410.60 亿元，同比下降 7.52%；算术平均营收规模 146.51 亿元，归母净利润 4.32 亿元。全行业整体法下毛利率 16.14%，较 17 年提升 0.95pct；净利率 3.05%，较 17 年提升 0.17pct，行业整体盈利能力提升；由于 18 年零售行业多家公司纷纷扩张业态，销售费用率呈现上升趋势，从 17 年的 7.95%提升到 8.22%。

行业表现对比图



相关报告

研究员 韩保倩

电话：010-87413610

Email: hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

联系人：周红军

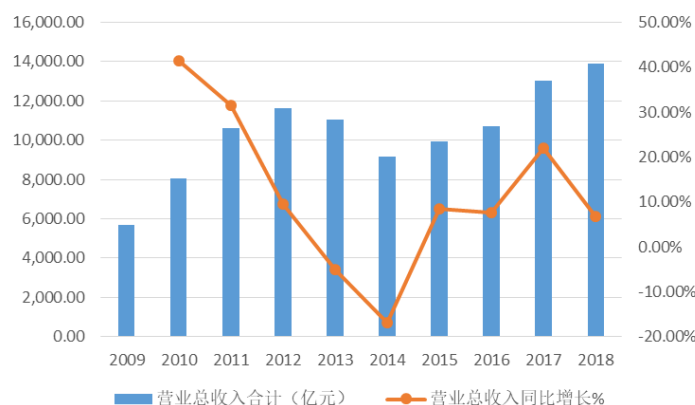
电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2019 年一季报，商贸零售板块实现总收入 3452.96 亿元，同比下滑 1.59%；合计归母净利润 112.34 亿元，同比-11.70%。行业整体毛利率 20.44%，提升 0.37pct，整体净利率 3.53%，下滑 0.3pct。一季报基本符合预期，主要在于 2019 年由于春节部分提前透支和整体 2018 年同期基数因素导致消费景气度不高。后续在宏观经济企稳叠加前期压抑的消费预期在贸易战缓和及减税降费影响下进一步释放，未来的几个月一方面受基数因素，另一方面宏观经济企稳的滞后效应将带动终端消费数据不会差。看好二季度零售板块，无论是可选还是必选都将有一定相对收益，部分优质企业的收入端将逐渐复苏。

图 2：商贸零售板块 2018 年营业收入合计

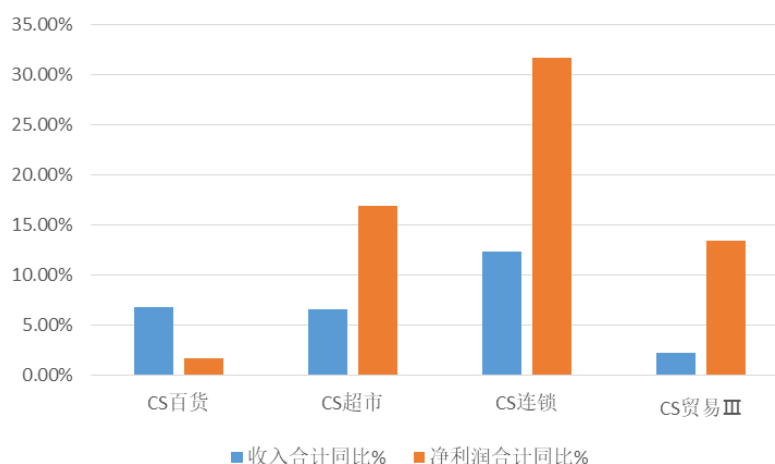


资料来源：wind，国都证券

细分板块来看，百货、超市、连锁和贸易细分板块 2018 年收入合计增速分别为 6.81%、6.57%、12.34%和 2.22%；净利润合计同比增速分别为 1.71%、16.96%、31.71%和 13.48%。超市和连锁板块表现出较高的增长速度和活力。由于扩张业态导致费用率提升，百货行业销售费用率基本持平，超市和连锁板块销售费用率纷纷提升，为 16.37%和 9.01%；费用率提升导致虽然 18 年各板块毛利水平均有所提升，百货、超市、连锁毛利率分别达到 23.88%\22.38%\15.80%，但净利率百货和超市下滑至 3.99%和 1.49%，分别下滑 0.03pct 和 0.03pct，连锁板块净利率 3.46%，同比上升 0.25pct。

2019 年一季报，百货、超市、连锁分别实现总收入 842.85 亿元、584.16 亿元和 974.27 亿元，同比-14.51%、1.26%和-2.53%；百货、超市、连锁分别实现合计归母净利润 42.18 亿元、19.34 亿元和 14.41 亿元，同比-10.73%、19.25%、-51.73%。百货、超市、连锁毛利率分别是 23.02%\22.31%\16.91%，分别提升 1.36pct/0.23pct/-0.36pct；百货、超市、连锁净利率分别是 5.21%\3.58%\1.61%，分别提升 0.27pct/0.68pct/-1.63pct。连锁板块净利率下滑主要在于业务拓展导致费用率的提升，从销售费用率看，百货、超市、连锁 19 年 Q1 分别为 8.2%、14.60%和 10.75%，分别-0.15pct、0.03pct、1.61pct。

图 3：商贸零售细分板块 2018 年营收同比增速



资料来源：wind，国都证券

从近期公布的仓位来看，2019Q1 商贸零售行业持仓总市值为 172.90 亿元，环比增长 5.06%；在中信 29 个一级行业中排名第 14，较上个季度的 11 名排位有所下滑；持仓市值所占全市场持仓比重为 2.37%，较上个季度降低 0.65 个百分点。从 2010Q1 开始基金持仓商贸零售占比全市场持仓比重的均值为 2.40%，中位数为 1.69%，当前处于较高的历史位置，为超配状态。

2019Q1 基金对超市、百货、连锁板块的持仓总市值分别为 82.41/20.52/65.63 亿元，环比变化分别为 68.23%/-48.93%/33.97%，超市板块本季度持仓市值持续大幅提升。基金对于超市和连锁板块的配置相对更高，自 2017 年开始出现超配；对百货板块的配置相对更弱。

14 年开始，零售板块营收停止连续下滑态势企稳回升，究其原因首先考虑居民收入增长，同时电商增速放缓，线上红利逐渐见顶给予线下场景更大的空间，从内部来看，零售行业经过低迷期的摸索逐渐找到适应经济降速增长模式下新零售新业态的发展方向，行业领先者开始逐渐寻找变革方向，新零售赋予新动能，以及企业自身的内功修炼是行业未来成长的主要方向。

新零售模式推动线上线下资源融合，以优化用户体验为核心，数字化驱动双线协同发展，上市公司多数具有实体优势，先行者不断推进双线深度融合，形成闭环。与互联网巨头合作是最便捷方式，阿里、腾讯纷纷布局，苏宁、三江、新华都、高鑫等先后与阿里合作，永辉超市携手腾讯、联手京东，推进永辉生活等新业态。同时不断自建闭环，如苏宁易购、永辉、高鑫等，不断探索生态闭环，试水营销、社交等新功能，开发零售新模式。线下门店方面也不断进行业态升级，2018 年多家上市公司纷纷加大线下力度，苏宁易购新增 4000 余家苏宁小店等，线下门店成为线上流量入口，在新理念、技术赋能下升级，呈现多元生态，新生态新物种加速落地。同时，生鲜作为高频消费标志，中百、天虹等纷纷加大生鲜面积，传统百货、超市也在不断适应新业态人货场的重构。

行业降速增长模式下，重点关注结构性机会和亮点。龙头企业对于线下购买场景的争夺激烈，企业对于新业态新零售模式的把握越加重要，能以优质产品、服务、价格站稳脚跟的企业显得更加珍贵，并不断探索客流量的留存和转化，保证业绩的稳定增长。投资上从各个子行业探寻具有较大优势的品类，寻找具有较强盈利护城河的标的。

线下购物场景看好超市板块，CPI 上行利好超市板块，猪肉价格上涨有望推动食品 CPI 触底回升，超市同店有望改善，龙头利润弹性将预期释放。线上方向受益于网购规模不断扩大，资源逐渐向头部集中，同时农村网购开始发力，购物能力和欲望逐渐增强，龙头马太效应明显。同时关注线上线下融合趋势，新零售新业态的发展情况。

推荐永辉超市（生鲜超市龙头具有较强供应链护城河，同时积极探索业态创新，业务整合）、苏宁易购（苏宁线上线下融合加速形成闭环，全渠道打造全场景智慧零售）和南极电商（“贴牌+供应链服务”方式获得高毛利高周转，品牌建设效果显著，低价策略具有龙头地位）。

表 1：商贸零售板块 2018 年报重点公司数据

2018 年报	营业收入 (亿元)	收入同比%	归母净利润 (亿元)	净利润 同比%	净利润扣 非(亿元)	ROE	毛利率	净利率	EPS	PE (TTM)	5 年收 入复 合增 长率	5 年净 利润符 合增长 率
百货												
豫园股份	337.77	7.20%	30.21	4.67%	19.38	15.19%	25.72%	10.13%	0.86	21.06	8.44%	25.23%
王府井	267.11	2.38%	12.01	66.95%	10.65	11.46%	21.19%	4.59%	1.55	9.03	6.18%	11.60%
大商股份	238.67	-10.75%	9.88	12.69%	9.84	12.80%	25.89%	4.40%	3.36	7.00	-6.69%	-3.47%
天虹股份	191.38	3.25%	9.04	25.92%	7.92	14.37%	27.25%	4.73%	0.75	14.63	3.60%	8.00%
重庆百货	340.84	3.55%	8.31	37.28%	7.91	15.75%	18.42%	2.56%	2.04	13.18	2.46%	0.62%
供销大集	161.53	-41.66%	7.62	-46.10%	1.52	2.48%	17.60%	4.70%	0.13	13.23	33.15%	64.31%
我爱我家	106.92	710.91%	6.31	765.69%	6.55	7.34%	30.20%	6.51%	0.27	20.80	42.95%	53.11%
合肥百货	106.82	2.81%	2.24	5.32%	2.09	6.04%	19.49%	2.94%	0.29	25.61	1.51%	-12.50%
广百股份	76.13	10.50%	2.01	15.65%	1.86	7.46%	16.64%	2.66%	0.59	15.29	-0.38%	-1.97%
超市												
中百集团	152.08	0.02%	4.31	537.06%	0.29	13.50%	22.49%	2.88%	0.63	8.86	-1.59%	20.33%

步步高	183.98	6.65%	1.56	3.45%	1.17	2.27%	23.03%	0.87%	0.18	40.17	10.14%	-17.84%
新华都	68.50	-1.76%	0.17	132.64%	-0.14	1.03%	22.38%	0.00%	0.03	-103.75	-1.48%	15.73%
红旗连锁	72.20	4.05%	3.23	95.66%	3.08	13.09%	29.36%	4.46%	0.24	24.47	10.23%	15.50%
永辉超市	705.17	20.35%	14.80	-18.52%	8.97	7.52%	22.15%	1.41%	0.15	52.22	18.22%	15.49%
家家悦	127.31	12.36%	4.30	38.35%	3.82	16.53%	21.77%	3.34%	0.92	24.28	7.18%	14.44%
连锁												
苏宁易购	2,449.57	30.35%	133.28	216.38%	-3.59	16.67%	15.00%	5.16%	1.44	9.49	18.40%	104.60%
南极电商	33.53	240.12%	8.86	65.92%	8.41	26.23%	34.47%	26.46%	0.36	24.92	-4.11%	29.93%
老凤祥	437.84	9.98%	12.05	6.02%	10.83	20.42%	8.24%	3.57%	2.30	19.18	5.83%	6.24%
三江购物	41.33	9.64%	1.12	2.70%	0.94	4.70%	24.03%	2.70%	0.24	62.95	-2.49%	-5.75%
美凯龙	142.40	29.93%	44.77	9.80%	25.66	10.90%	66.20%	33.04%	1.20	7.26	16.55%	8.24%
爱婴室	21.35	18.12%	1.20	28.23%	1.03	19.06%	28.77%	6.12%	1.28	33.15	16.36%	22.31%

资料来源：wind，国都证券

表 2：商贸零售板块 2019Q1 年报重点公司数据

证券代码	2019Q1	营业收入 (亿元)	收入同 比%	归母净利 润(亿元)	净利润同 比%	净利润扣 非(亿元)	毛利率	净利率	资产负债 率
百货									
600655.SH	豫园股份	81.06	39.22%	4.02	141.67%	2.68	18.06%	4.80%	63.42%
600859.SH	王府井	71.65	0.21%	4.03	-11.27%	3.94	20.91%	5.68%	44.69%
600694.SH	大商股份	64.98	-9.04%	3.88	10.18%	3.77	27.38%	6.43%	51.81%
002419.SZ	天虹股份	51.78	-0.82%	3.14	5.25%	2.93	27.72%	6.06%	55.74%
600729.SH	重庆百货	100.20	-0.43%	4.73	-9.59%	4.61	18.23%	4.80%	54.93%
000564.SZ	供销大集	16.07	-66.84%	-1.10	-158.89%	-0.88	26.53%	-7.98%	42.68%
000560.SZ	我爱我家	25.81	2.95%	2.05	40.86%	1.69	31.31%	8.29%	47.84%
000417.SZ	合肥百货	35.31	9.58%	1.20	5.74%	1.01	20.69%	4.89%	55.69%
002187.SZ	广百股份	21.79	12.22%	0.55	0.70%	0.51	14.18%	2.52%	33.39%
超市									
000759.SZ	中百集团	44.16	1.59%	0.27	46.82%	0.29	21.17%	0.59%	56.09%
002251.SZ	步步高	56.19	2.55%	1.86	3.47%	1.84	23.66%	3.40%	63.82%
002264.SZ	新华都	16.59	-10.54%	0.28	-2.65%	0.26	23.06%	1.50%	53.18%
002697.SZ	红旗连锁	18.92	2.69%	0.79	45.71%	0.77	29.89%	4.18%	41.84%
601933.SH	永辉超市	222.36	18.48%	11.24	50.28%	10.00	22.71%	5.07%	49.07%
603708.SH	家家悦	38.05	16.68%	1.41	16.06%	1.32	21.78%	3.63%	62.59%
连锁									
002024.SZ	苏宁易购	622.42	25.44%	1.36	22.16%	-9.91	15.90%	0.17%	57.90%
002127.SZ	南极电商	8.24	63.40%	1.22	36.73%	1.19	21.49%	14.81%	12.77%
600612.SH	老凤祥	150.05	6.23%	3.74	11.94%	3.48	7.46%	3.34%	56.17%
601116.SH	三江购物	11.42	2.44%	0.54	40.13%	0.48	23.66%	4.71%	30.42%
601828.SH	美凯龙	35.35	22.37%	13.14	11.14%	8.48	70.94%	39.41%	59.45%
603214.SH	爱婴室	5.45	13.21%	0.18	46.44%	0.14	26.46%	3.56%	34.19%

资料来源：wind，国都证券

风险提示：需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoyin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	李树峰	传媒、互联网	lishufeng@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
李兰	宏观、金融	Lilan@guodu.com	朱天辉	机械、军工	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shyingchao@guodu.com	傅达理	医药生物、医疗服务	fudali@guodu.com