

聚焦成长及低估值标的，核心资产价值凸显

2019年下半年商贸零售行业投资策略

证券分析师：赵令伊 A0230518100003
研究支持：王昊哲 A0230519010002
联系人：夏旭 xiaxu@swsresearch.com
2019.7.10



砥砺前行 · 申万宏源2019夏季策略会
Forge Ahead · SWS 2019 Summer Strategy Conference

- **内外部环境边际改善，消费数据符合预期**：减税降费效果有望逐步显现，一系列消费刺激政策陆续出台。年初以来，可选消费边际不断改善，必需消费增速保持高位，社零增速逐季企稳，大型零售企业零售额增速回暖。
- **通胀或将保持温和上涨趋势，超市同店增速与CPI呈正相关，超市行业预期受益**。凭借生鲜供应链壁垒引流+扩张，生鲜龙头市场占有率有望进一步提升。推荐标的：**永辉超市、家家悦**。
- **百货板块估值处于历史底部，物业重估价值高**。积极进行业态调整和展店扩张，未来几年将享受行业向好+公司门店释放周期的双重利好，推荐标的：**王府井、天虹股份**；国改预期释放新动能，经营效率有望大幅提升。推荐标的：**重庆百货**。
- **家电消费刺激政策密集出台，家电产品消费升级趋势显著**。龙头企业深化产业协同，提升资源整合效率，销售规模增速明显快于行业平均水平。推荐标的：**苏宁易购**。
- **金价预期上涨或将对黄金珠宝行业产生短期积极影响**。长期看好展店能力、渠道拓展能力较强，品牌影响力不断提升，深耕低线市场的黄金珠宝品牌。推荐标的：**周大生、豫园股份等**。
- **风险提示**：内外部环境不确定性加剧；居民消费不及预期；公司经营管理风险。

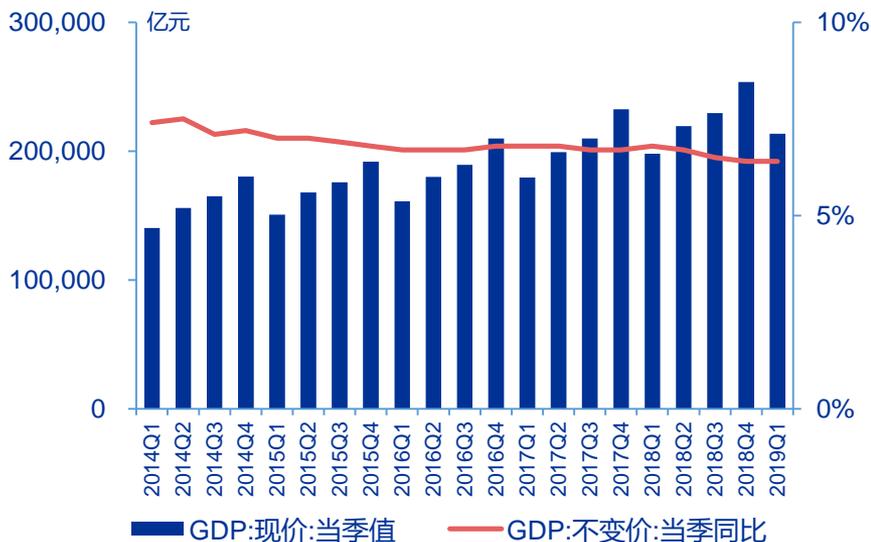
主要内容

1. 内外部环境边际改善，消费数据符合预期
2. 超市：通胀或将维持高位，行业预期受益
3. 百货：安全边际充足，自有物业价值较高
4. 专业连锁：加速渠道下沉，抢占低线市场
5. 板块回顾和投资建议

1.1 宏观经济企稳，居民收入增速平稳

- **宏观经济保持平稳增长。** 2019年第一季度GDP同比增长**6.4%**，增速与上一季度持平，较去年同期降低0.4pct。
- **居民可支配收入增速环比持平。** 2019年第一季度城镇同比增速**7.9%**，较2018年全年同比增速上升0.06pct。农村同比增速**8.8%**，较2018年全年同比增速下降0.02pct。

图1：2019Q1 GDP同比增速6.4%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图2：2019Q1 居民人均可支配收入增速平稳



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.2 消费刺激政策密集出台，规模或将超预期

- 2019年政府继续致力于增加低收入群体的收入，扩大中等收入群体，增强居民的消费能力。
- 促进家电、汽车等产品消费的政策措施陆续出台。

表1：18年以来有关**汽车、家电等行业**的重要政策或措施

时间	政策或措施
2018.1.1	<ul style="list-style-type: none"> 自用\商用新能源车最高可贷85%\75%，自用\商用传统汽油车80%\70%，二手车贷款最高70%。 新能源车免征购置税至2020年底。
2018.7.1	<ul style="list-style-type: none"> 将税率为25%、20%的汽车整车关税降至15%。 将税率为8%、10%、15%、20%、25%的汽车零部件关税降至6%，平均降税幅度46%。
2018.11.1	<ul style="list-style-type: none"> 国务院关税税则委员会降低1585个税目的进口关税，消费领域再获政策重点关注和支持。
2018.10.20	<ul style="list-style-type: none"> 财政部和国家税务总局发布《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，明确了教育、医疗、住房和养老四大领域共6个分项的相关支出个税抵扣办法。随着个税政策的实施将直接增加居民个人可支配收入，整体消费行业均将在一定程度上获益。
2018年末	<ul style="list-style-type: none"> 在年末地方“两会”上，部分城市微调楼市调控内容，提出“一城一策”方案。
2019.3.1	<ul style="list-style-type: none"> 工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，将掀起5亿台电视换机潮。
2019.4.11	<ul style="list-style-type: none"> 国家发改委下发关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案（2019-2020年）（征求意见稿）》意见的函：拟开展家电“以旧换新”活动。
2019.6.6	<ul style="list-style-type: none"> 国家发改委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》（发改产业（2019）967号），聚焦汽车、家电、消费电子产品领域，进一步巩固产业升级势头，增强市场消费活力，提升消费支撑能力，畅通资源循环利用，促进形成强大国内市场，实现产业高质量发展。

资料来源：国家税务总局、中国政府网、人民网、财政部、工业和信息化部，申万宏源研究

1.3 消费成我国经济增长主引擎

- 1952-2018年我国第三产业GDP从195.1亿元增长到469574.6亿元，占GDP的比重从1952年为28.7%，2015年首次超过50%，2018年攀高至**52.2%**。
- 2014年最终消费对GDP增长贡献率再次超过50%，2018年快速攀升至**76.2%**。

图3：2018年我国第三产业GDP占GDP的比重达52.2%

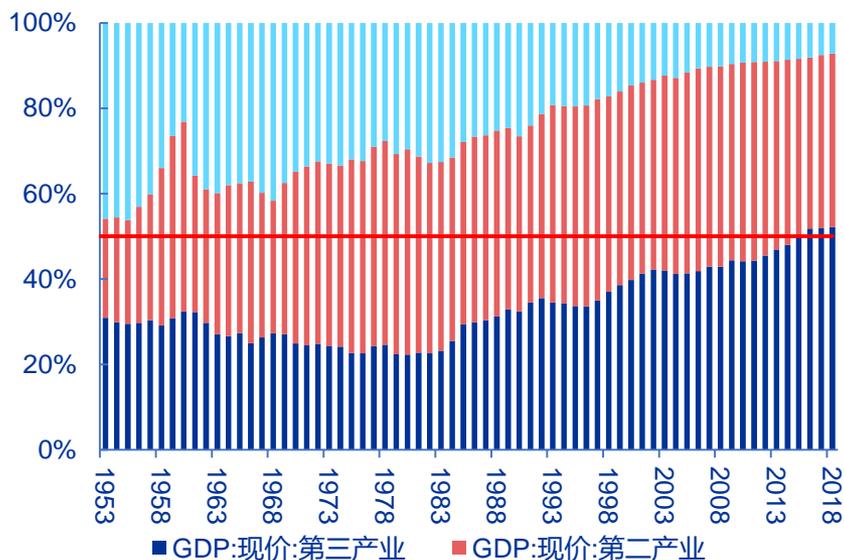


图4：2018年最终消费对GDP增长贡献率达76.2%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.3.1 服务消费在居民消费支出中占比逐年提升

- 我国居民“衣食住用”等实物消费占比逐年下降，交通通信、教育文化和娱乐、医疗保健等服务消费占比逐年提升。
- 2018年我国恩格尔系数低于**30%**，基尼系数继续回升至**0.474**。

图5：2013-18年我国居民人均消费支出中交通等服务消费支出呈增长趋势

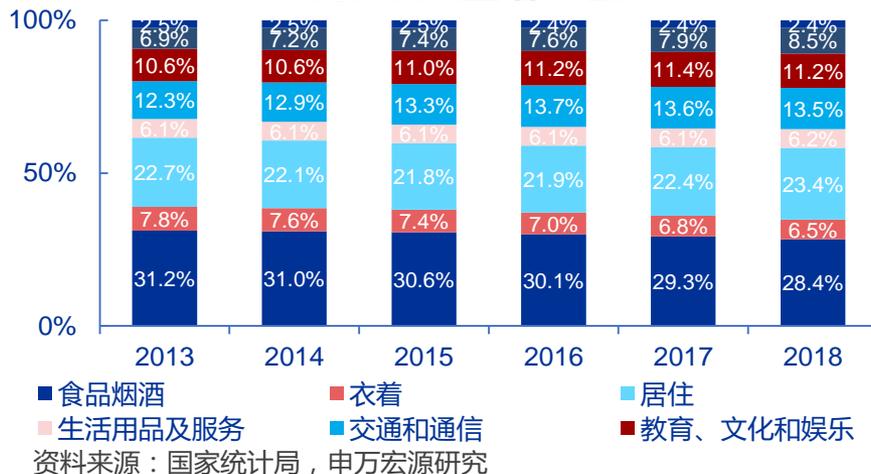
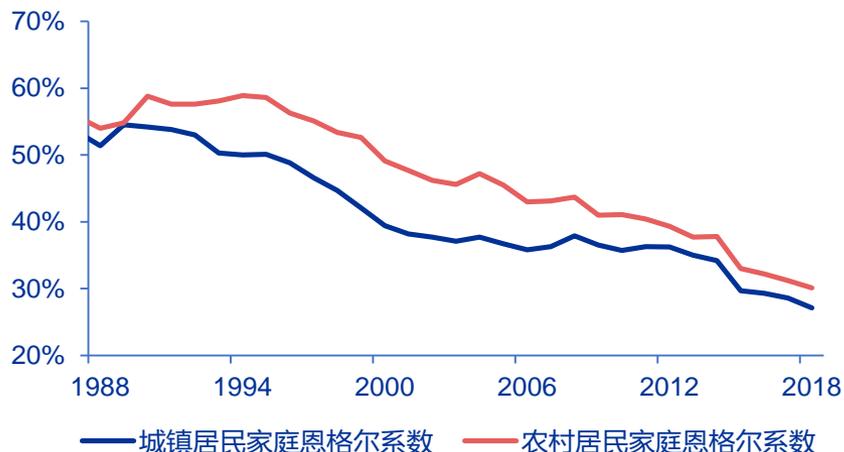
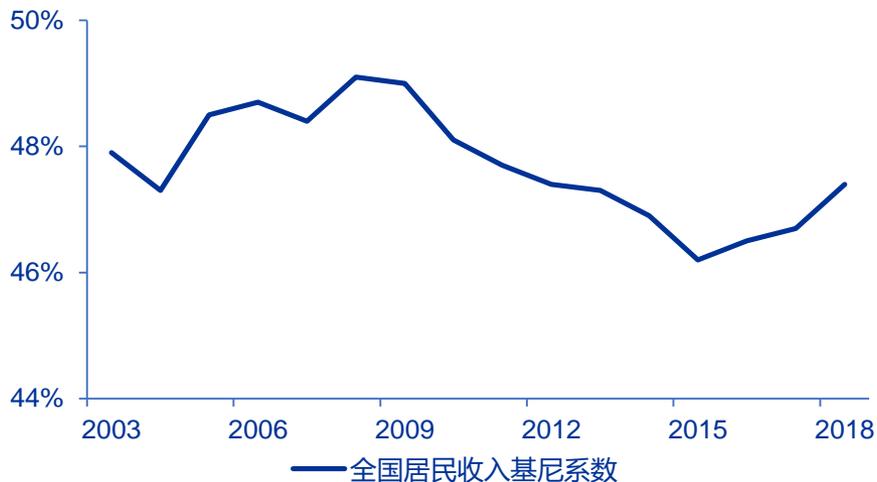


图6：18年我国恩格尔系数低于30% 位于最富裕国家行列



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图7：18年我国基尼系数为0.474 连续三年回升

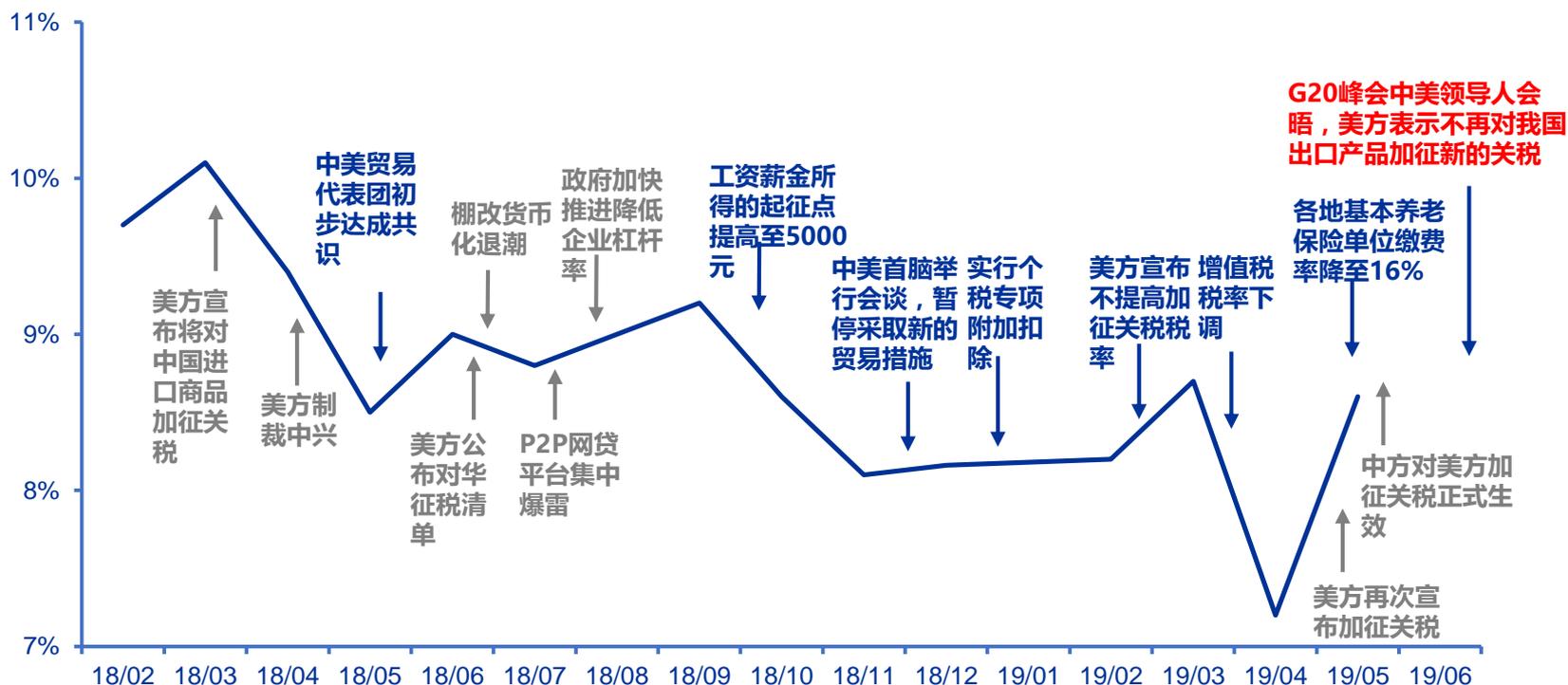


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.4 外部环境边际改善，社零逐渐趋稳

- 2018年2季度至4季度，外部环境压力增大，棚改货币化安置政策退出，以及受去杠杆政策影响，社零增速大幅放缓。
- 2018年12月以来，大规模减税降费政策实施，刺激消费的一系列政策陆续出台，社零增速逐月企稳（2019年4月社零大幅放缓主要系五一假期错位影响）。

图8：宏观事件与社零增速变化

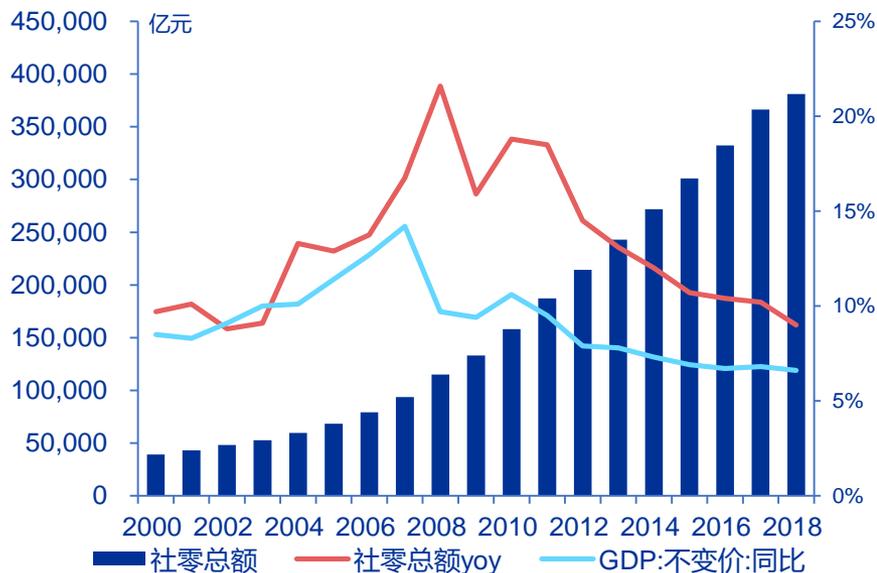


资料来源：国家统计局、商务部，申万宏源研究

1.4.1 百货/地产/汽车相关等可选品类占社零比重较高

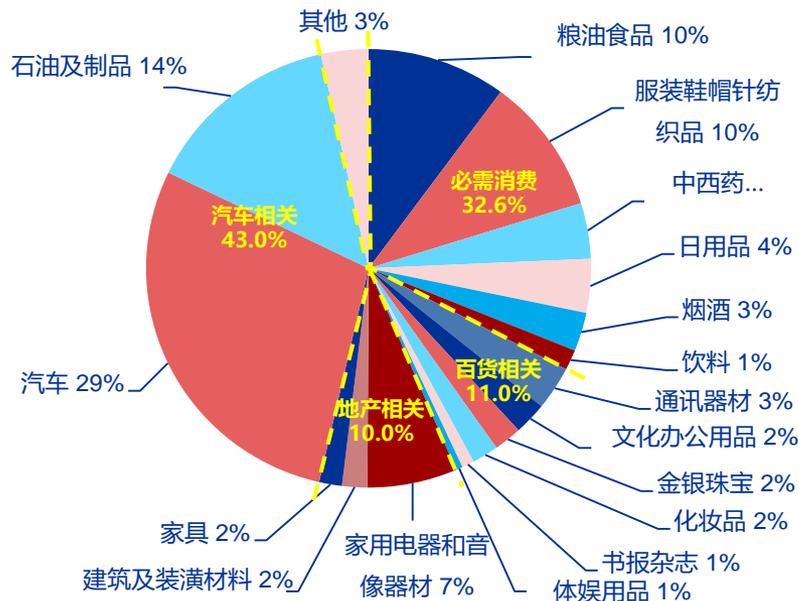
- 2018年中国社零总额380,987亿元，同比增长**9.0%**。其中城镇消费占比85.5%，乡村消费占比14.5%；商品零售占比88.8%，餐饮收入占比11.2%；实物商品网上零售额占社零总额比重18.4%。
- 限额以上社零中：必需消费比重**32.6%**，百货相关比重**11.0%**，地产相关品类比重**10.0%**，汽车相关品类比重**43.0%**。

图9：2018年社零总额380,987亿元，同比增长9.0%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图10：2018年限额以上社零总额分品类占比

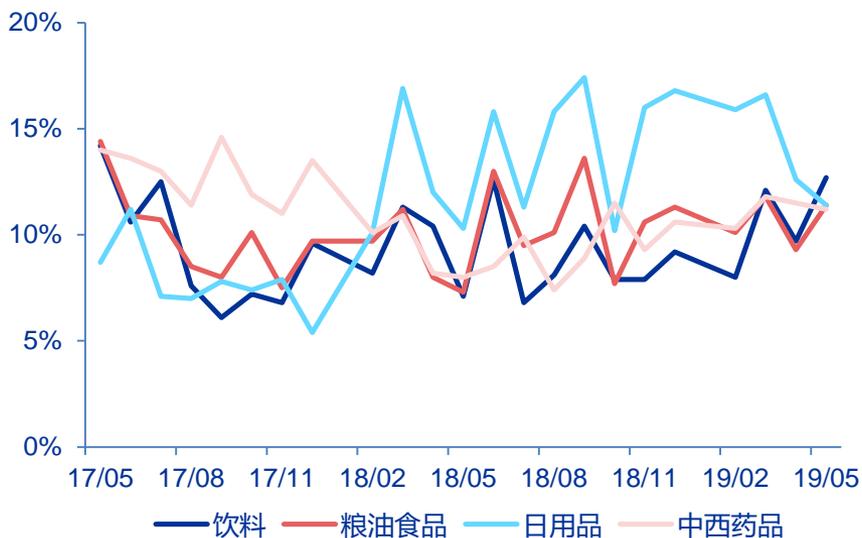


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.4.2 必需消费增速稳定，可选消费环比改善

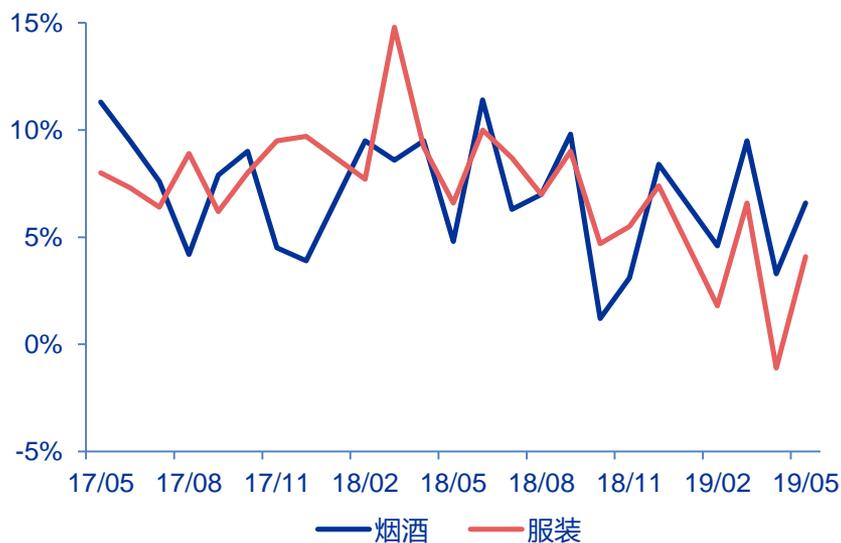
- **多数必需消费品类保持两位数高增长，日用品、中西药品增速环比小幅回落。** 5月，饮料、粮油食品、日用品、中西药品同比增速分别**12.7%**、**11.4%**、**11.4%**、**11.2%**，增速环比分别提升3.0pct、2.1pct、-1.2pct、-0.3pct。
- **烟酒、服装增速环比提升，服装增速由负转正。** 5月，烟酒、服装同比增速分别为**6.6%**、**4.1%**，增速环比分别提升3.3pct、5.2pct。

图11：5月多数必需消费品类保持两位数高增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图12：5月烟酒、服装增速环比提升

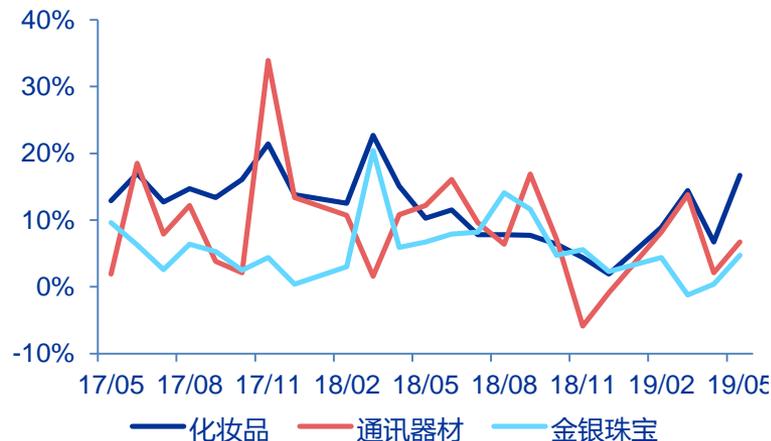


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.4.2 必需消费增速稳定，可选消费环比改善

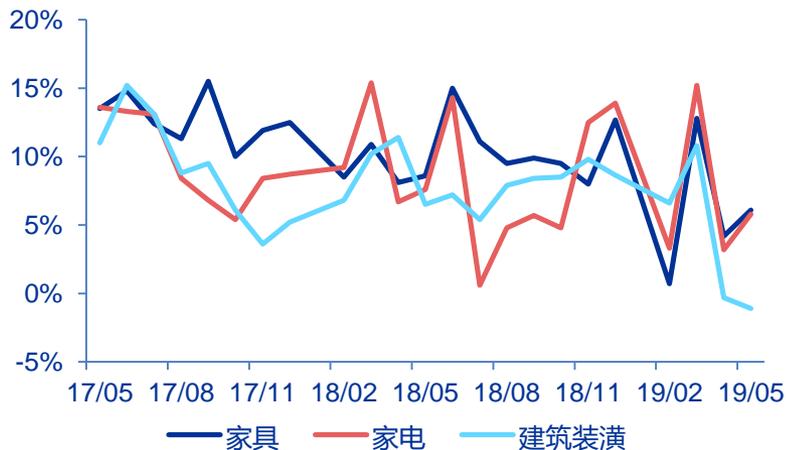
- **化妆品、通讯器材、金银珠宝**同比增速分别为**16.7%**、**6.7%**、**4.7%**，增速分别环比提升**10.0pct**、**4.6pct**、**4.3pct**。
- **家具、家电、建筑装潢**同比增速分别**6.1%**、**5.8%**、**-1.1%**，增速环比分别提升**1.9pct**、**2.6pct**、**-0.8pct**。
- **石油、汽车**同比增速**3.1%**、**2.1%**，增速环比提升**3.0pct**、**4.2pct**、**同比提升-10.9pct**、**3.1pct**。

图13：5月百货相关品类增速回升



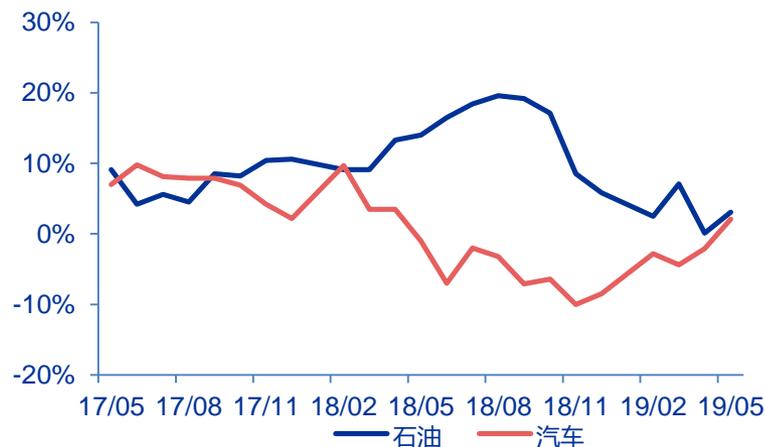
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图14：5月家具/家电增速提升，建筑装潢跌幅扩大



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图15：5月汽车增速由负转正，石油增速环比提升



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

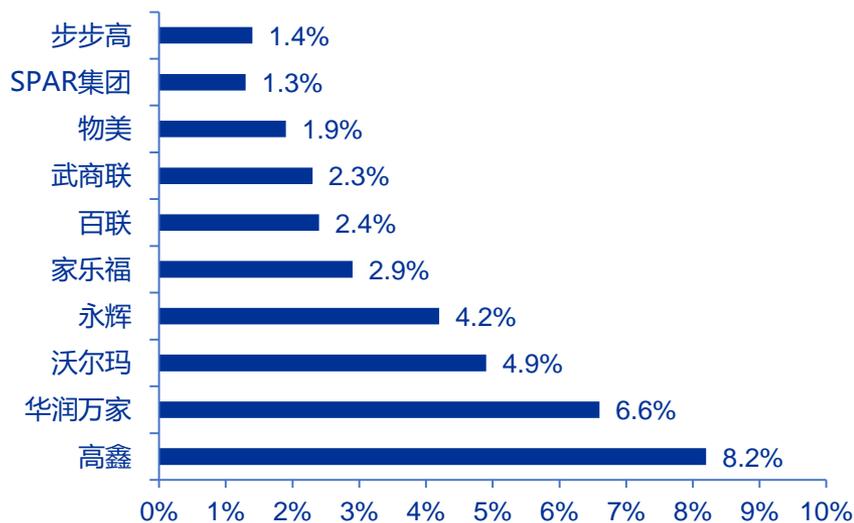
主要内容

1. 内外部环境边际改善，消费数据符合预期
2. 超市：通胀或将维持高位，行业预期受益
3. 百货：安全边际充足，自有物业价值较高
4. 专业连锁：加速渠道下沉，抢占低线市场
5. 板块回顾和投资建议

2.1 行业集中度有待提升，超市业态增长潜力较大

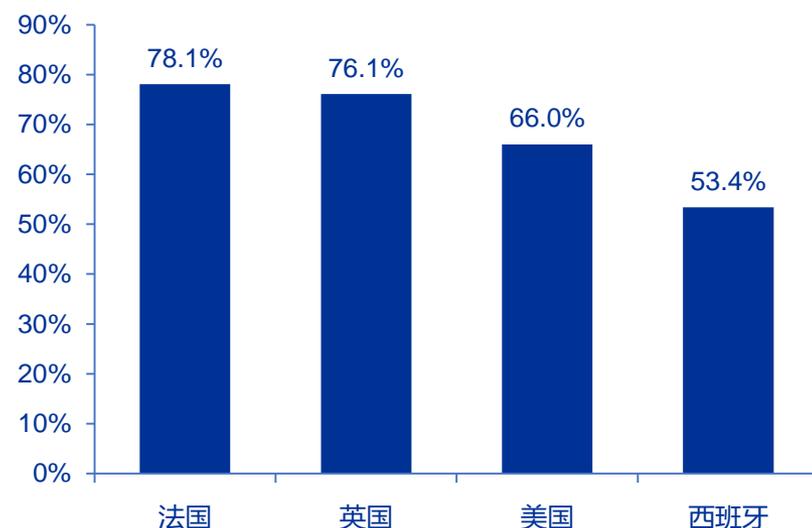
- 相比发达国家，国内超市行业市场集中度较低，存在较大的提升空间。
- 我国超市企业中排名第一的高鑫市场份额为**8.2%**，前五企业市场份额为**26.8%**。
- 法国（Leclerc）、英国（Tesco）、美国（WalMart）、西班牙（Mercadona）排名第一的超市企业市场份额分别达**21.3%**、**27.3%**、**33.4%**、**24.3%**，前五企业市场份额分别达**78.1%**、**76.1%**、**66.0%**、**53.4%**。

图16：中国超市TOP5企业市场份额仅26.8%



资料来源：凯度数据（截至2019年4月19日的12周），申万宏源研究

图17：发达国家超市TOP5企业市场份额超过50%



资料来源：凯度数据（截至2019年4月19日的12周），申万宏源研究

2.2 生鲜需求旺盛，超市或成生鲜消费主要渠道

- **2020年国内生鲜市场规模或将达2.16万亿**，市场潜力巨大。生鲜市场交易规模自2013年以来保持6%以上增速。
- **超市、便利店、电商有望成为生鲜消费的主流渠道**。农贸市场供应链问题逐渐凸显：一方面上游供货商为传统农户，产品价格与质量难以标准化。另一方面缺乏良好的运输渠道。长期来看，传统生鲜消费渠道模式很难满足消费者对品质生鲜的需求。

图18：生鲜市场进入快速发展期

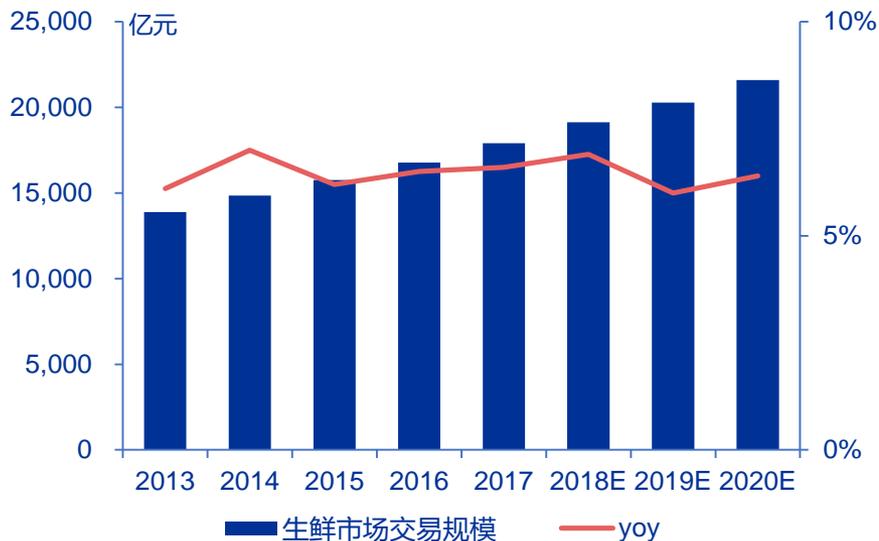
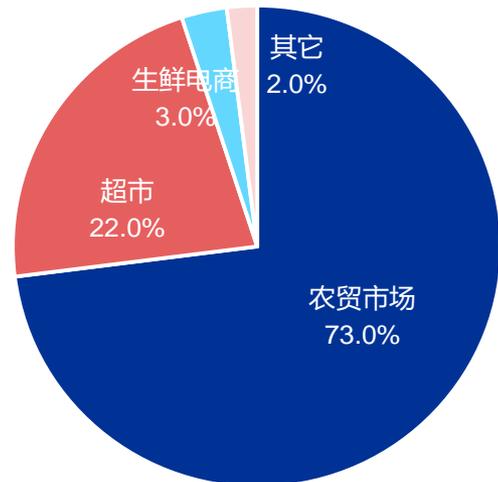


图19：超市渠道生鲜销售占比仅为22%



资料来源：易观，申万宏源研究

资料来源：智研咨询，申万宏源研究

2.2.1 扁平化供应链助力生鲜业务优化升级

- 以永辉超市、家家悦为代表的生鲜超市搭建扁平化供应链直接砍掉传统生鲜供应链的中间环节，一方面能够减少10-15%的价差，提高毛利率；另一方面，能够减少流通环节，降低商品损耗率。
- 家家悦采用统采统配模式，永辉超市采用总部统采+区域直采+门店直采相结合的模式。

图20：扁平化供应链与传统经销模式

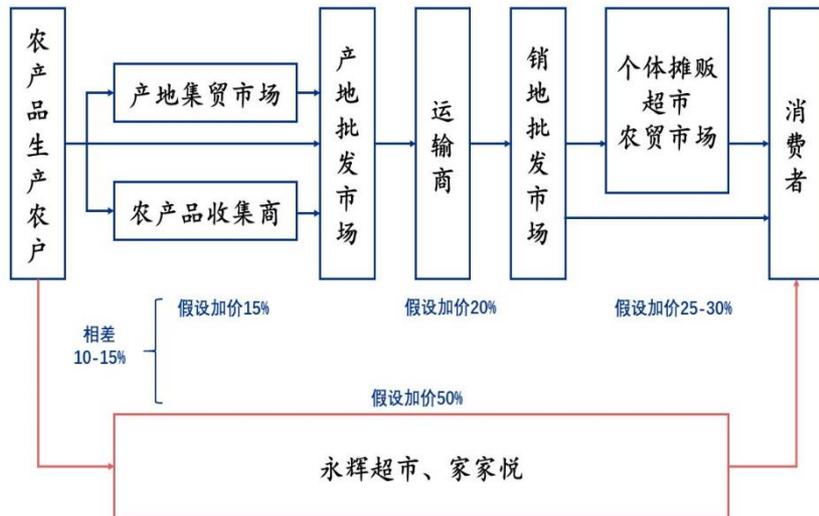
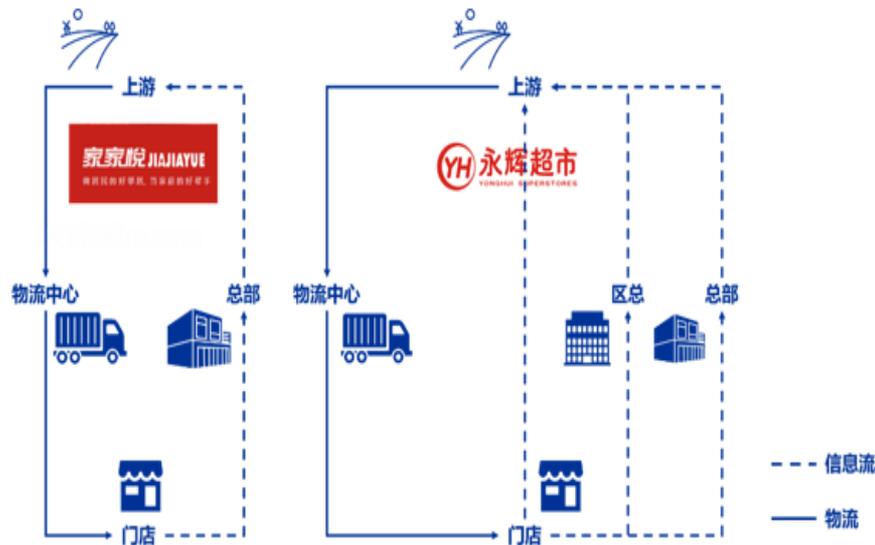


图21：家家悦与永辉超市采购模式



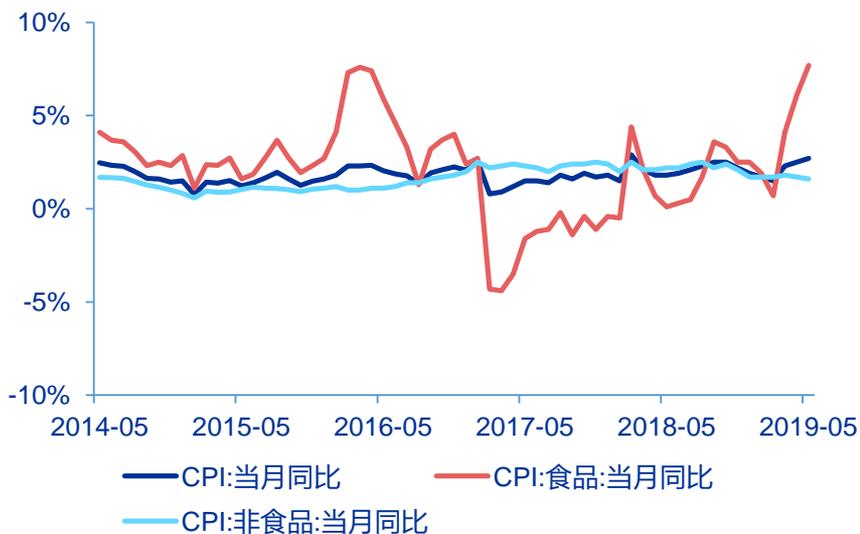
资料来源：任青青《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》，申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

2.3 食品（水果、猪肉等）价格推动CPI上涨

- **2019年5月CPI同比达2.5%**，增速比4月上升0.2pct，CPI食品同比增长7.7%，CPI非食品价格同比增长1.6%。
- 在食品CPI中，**水果价格上涨26.7%**，影响CPI上涨约0.48pct。**畜肉类价格上涨12.5%**，影响CPI上涨约0.51pct。

图22：CPI上涨主要由食品价格上涨所致



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图23：水果、猪肉价格上涨迅猛

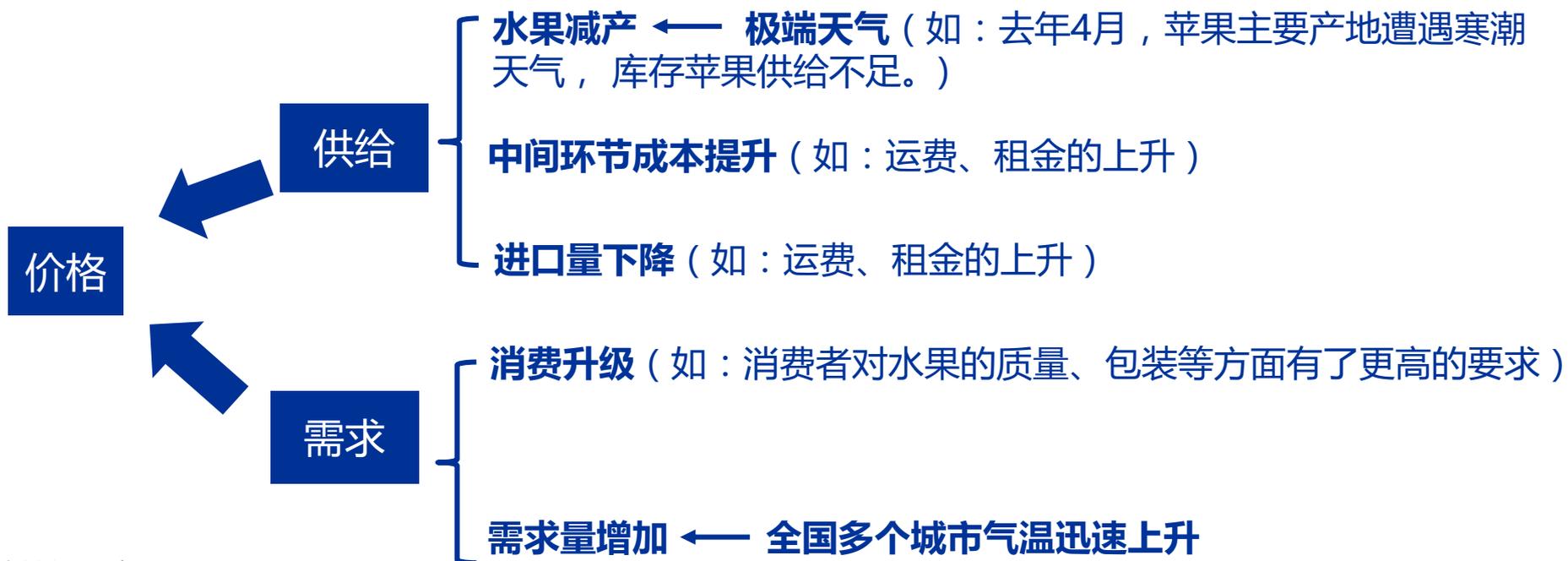


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.3.1 供给不足导致水果价格猛涨

- 前期水果价格猛涨主要受极端天气、中间环节成本提升影响以及年初以来水果进口量大幅下滑。此外，近年来消费者消费水平的不断提升，倒逼水果在种植、包装等环节成本上升，进而导致终端零售价格的上涨。
- **我们认为，本轮水果涨价主要系极端天气影响致使库存不足所致，不具备持续性。**随着夏季时令水果大量上市，水果价格开始出现回落势头，后期有望逐步进入季节性下行走势。

图24：水果价格上涨原因



资料来源：申万宏源研究

2.3.2 生猪存栏同比大幅下滑，推动猪肉价格上涨

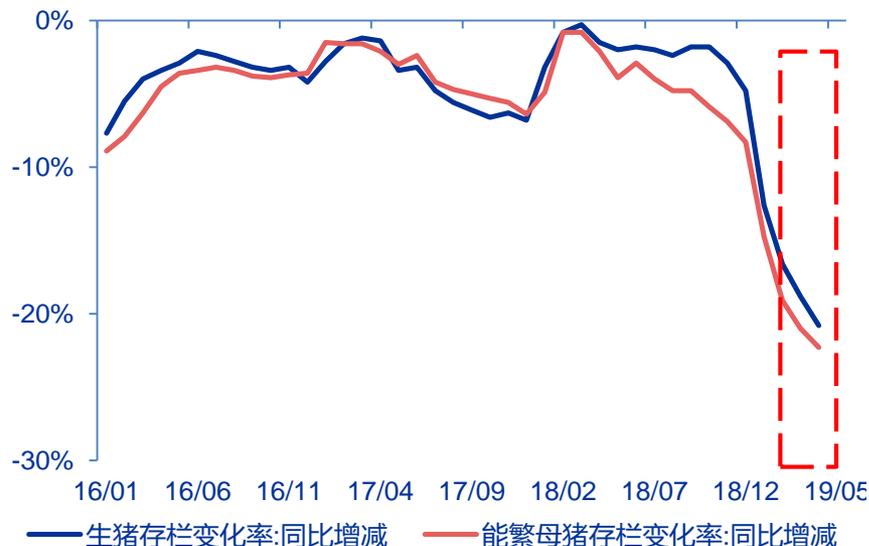
- 年初以来生猪存栏同比大幅下滑，推动猪肉价格上涨，进而支撑畜肉类CPI上行。3月以来，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格开始大幅上涨。猪易通数据显示，6月份猪肉价格16.81元/千克，较年初大幅增长29.2%。
- 我们判断，猪肉产能下降叠加季节性旺季来临，猪肉价格对CPI的推升作用可能保持强势，通胀或将保持温和上涨趋势。

图25：2017年6月以来猪价走势图



资料来源：猪易通，申万宏源研究

图26：2019年1月以来生猪存栏大幅下降

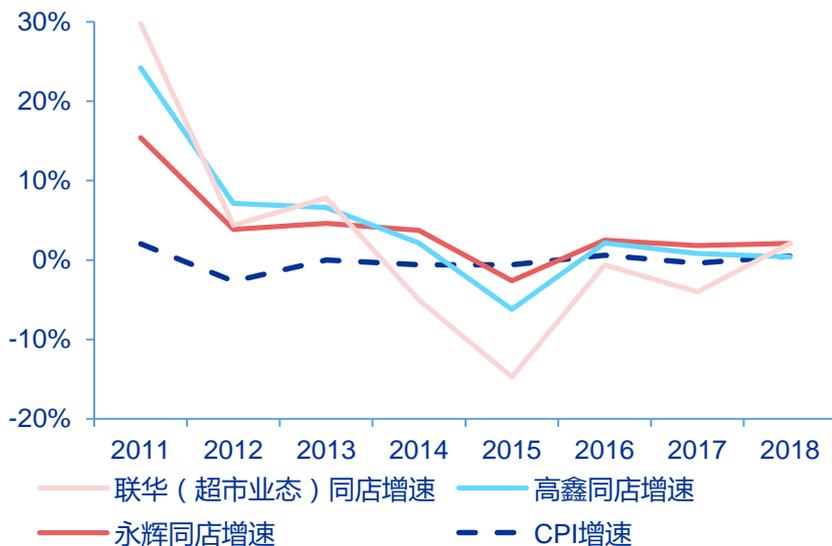


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.3.3 CPI 是驱动超市行业同店增速的重要变量

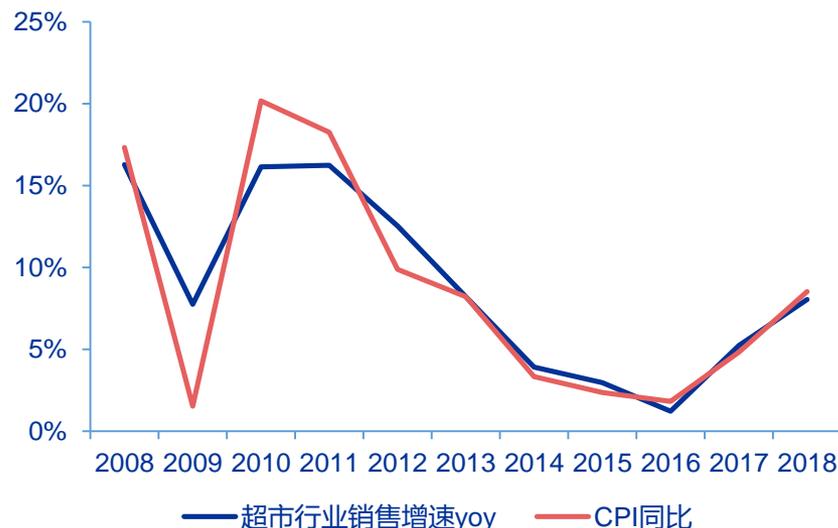
- **CPI 通过“价”影响超市行业营收。**超市行业以必需品销售为主，具有一定消费刚性。CPI的上涨或下降对客单价有明显增长或降低作用，进而影响超市的营业收入。
- 以永辉超市、高鑫零售、联华超市为例，其同店增速与CPI同比增速呈同向变动关系。

图27：超市企业同店增速与CPI同比走势趋同



资料来源：公司公告，国家统计局，申万宏源研究

图28：超市行业营收增速与CPI同比走势趋同

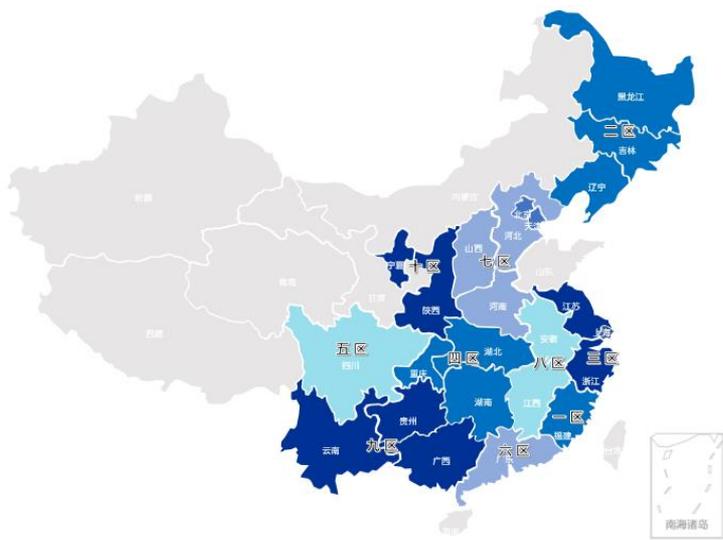


资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

2.4.1 永辉超市：善做加法，勇做减法，供应链驱动成长

- **核心竞争力：生鲜供应链。** 打造全球买手团队，股权绑定上游供应链，覆盖全国的物流体系，探索创立自有品牌，超强复制能力。
- **战略转型：聚力云超。** 剥离云创科技，调整业务集群，提升业务协同，卡位生鲜优势，依托优质物业，入股或合作绑定地方优质企业，加固全国渠道优势，提升市场占有率。
- **创新业态：mini店。** 与老店以“子母店”模式拓展消费场景，实现采销协同、选品互补、商品互通，建立流量围栏，培养消费粘性，保护客群资源。

图29：截至2019Q1云超业态门店约729家



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图30：mini店瞄准社区、聚焦生鲜，培养社区消费生态



资料来源：草根调研，申万宏源研究

主要内容

1. 内外部环境边际改善，消费数据符合预期
2. 超市：通胀或将维持高位，行业预期受益
3. 百货：安全边际充足，自有物业价值较高
4. 专业连锁：加速渠道下沉，抢占低线市场
5. 板块回顾和投资建议

3.1 大型零售企业数据回暖，消费者信心指数回升

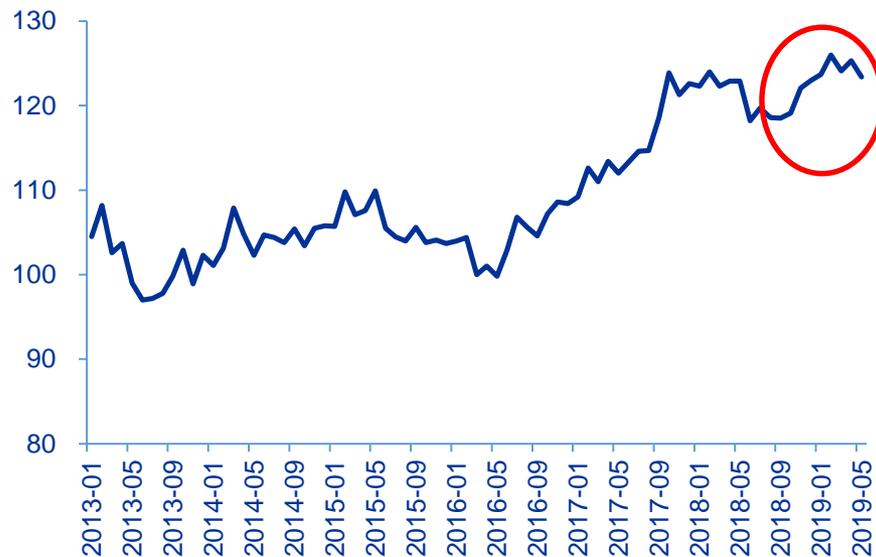
- 5月全国50家重点大型零售企业零售额同比增长**3.6%**，增速较3月提升**1.1pct**，较去年同期提升**7.0pct**。
- 2018年10月起消费者信心指数回升，2019年5月达**123.4**，较2018年9月提升**4.1%**。

图33：5月全国“50家”零售额同比增长3.6%



资料来源：中华全国商业信息中心，申万宏源研究

图34：2018Q4以来消费者信心指数回升



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.1.1 2008年以来社零消费向可选品类倾斜

- 我国制成品消费需求正在稳步升级进程之中，高端可选消费占比稳步提升。
- 2018年食品饮料烟酒、日用品、中西药品、服装鞋帽等必需消费品类占比自2008年的35.3%下降至32.6%，百货相关、地产相关、汽车相关等三大可选消费占比从2008年的65.2%提升至63.9%。

图35：2008年限额以上社零总额分品类占比

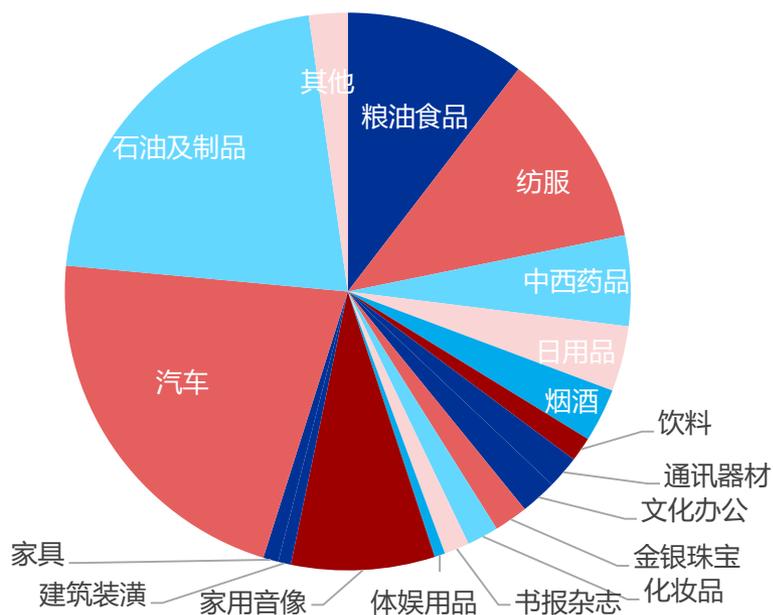
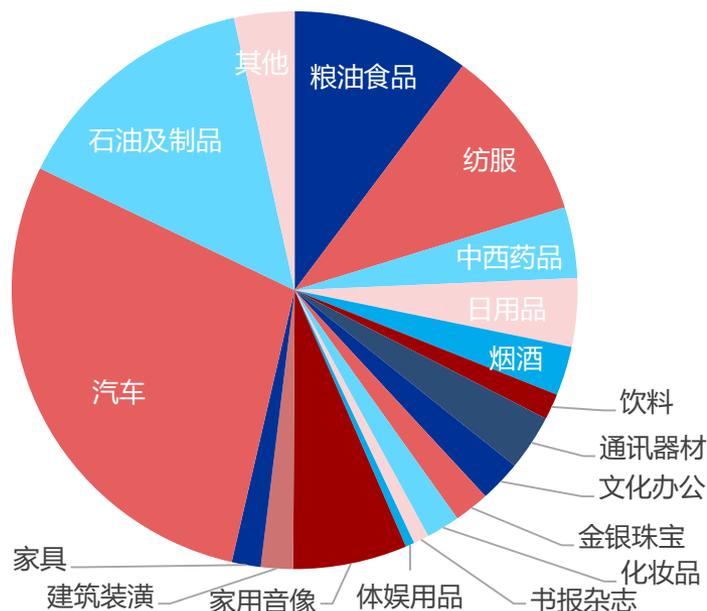


图36：2018年限额以上社零总额分品类占比



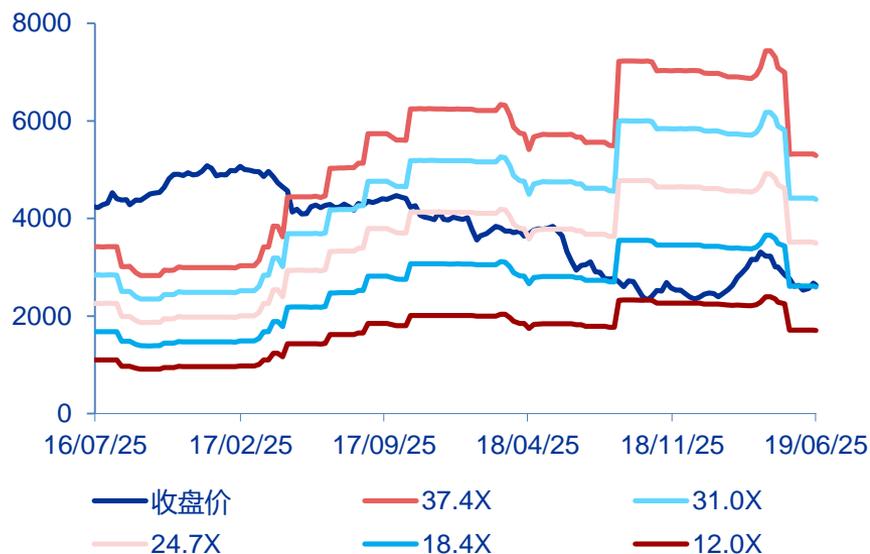
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.2 百货板块估值处于历史低位，具有较高安全边际

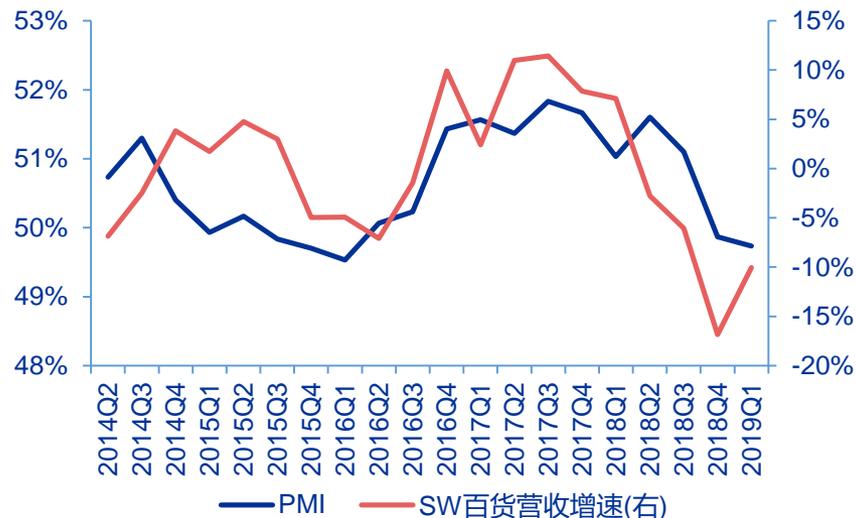
- 2019年第二季度百货板块估值下行至低位区间。
- 百货行业营收或将改善。百货行业营收增速变化趋势与PMI基本一致，2019年第一季度PMI企稳，结束自2018年下半年以来的大幅放缓。

图37：百货（申万）板块估值处于低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

图38：百货行业增速变化与PMI基本一致

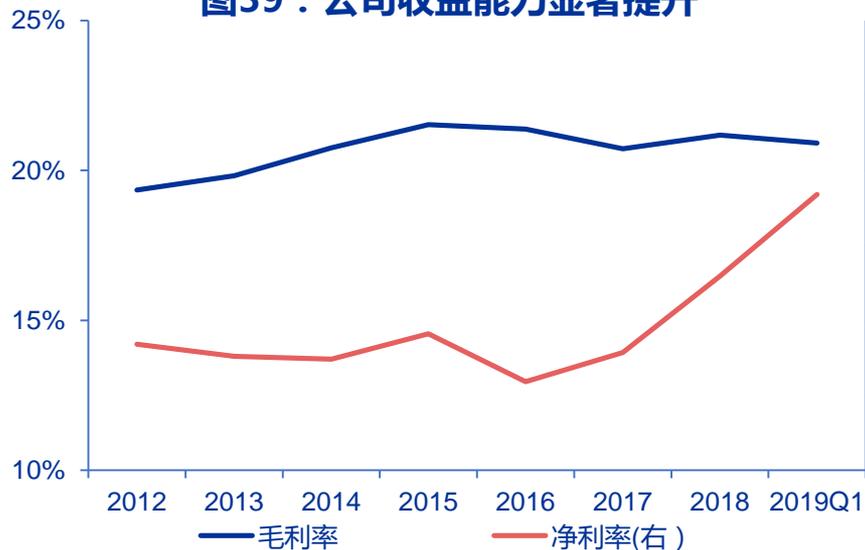


资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

3.2.1 王府井：转型展店助增业绩，估值底部亟待布局

- **1) 兼具规模和品牌优势，购物中心和奥莱占比逐步提高，门店数量及收入增速稳定，实行国企改革和管理机制创新提升效率，估值处于历史低位，自有物业价值提供安全边际。**
- **2) 持续推进业态转型，加速发展新兴业态。百货业态进一步延展经营范围，增加购物中心功能，引进奥莱元素；奥特莱斯业绩亮眼，品类结构优化，持续提供增长动力；加快推进超市资本运作模式发展，首个王府井首航超市开业；依托百货店的基础，发展类购物中心。**
- **3) 门店转型成效显著。19Q1营收71.7亿 (+2.10%)，毛利率20.9% (+0.02pct)，净利率5.68%(-0.79pct)，净利率下降系非经营情况（利息费用和会计政策变化）所致。**

图39：公司收益能力显著提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图40：公司估值处于历史底部



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2.2 天虹股份：业态升级转型，体验式消费成效显著

- **1) 业态升级转型，经营显著改善。**首创“百货+超市+X”业态组合模式：**传统门店**采用主题编辑化方式改造升级，增强购物体验；**新开门店**发展特色主题型购物中心，打造特色主题街。打造中高端体验式**生活超市**；结合自有品牌“微喔”布局**便利店**。
- **2) 与腾讯合作，推动数字化和智能化转型**，进一步提升消费者尤其是会员消费者的购物体验，数字化会员人数达1,644万，其中天虹APP会员人数达840万，线上GMV达17.96亿。
- **3) 门店改造对业绩改善贡献显著，购物中心利润增速最快。**2019Q1实现营收51.8亿元（-0.82%），归母净利润3.14亿元（+5.25%），购物中心利润总额同比增长78.1%。

图41：截至2019Q1公司门店总数319家

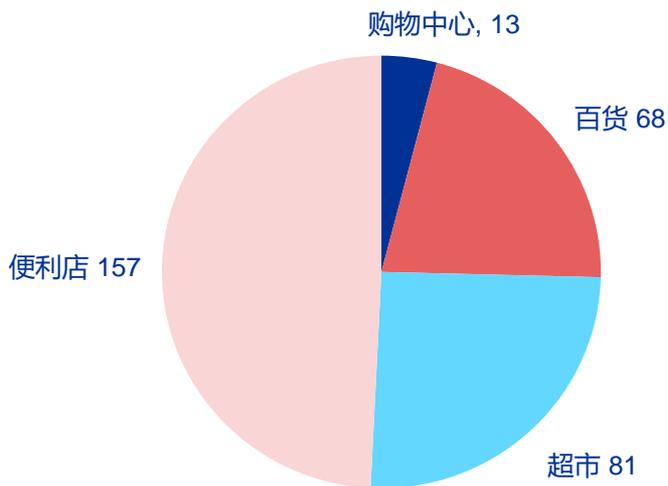
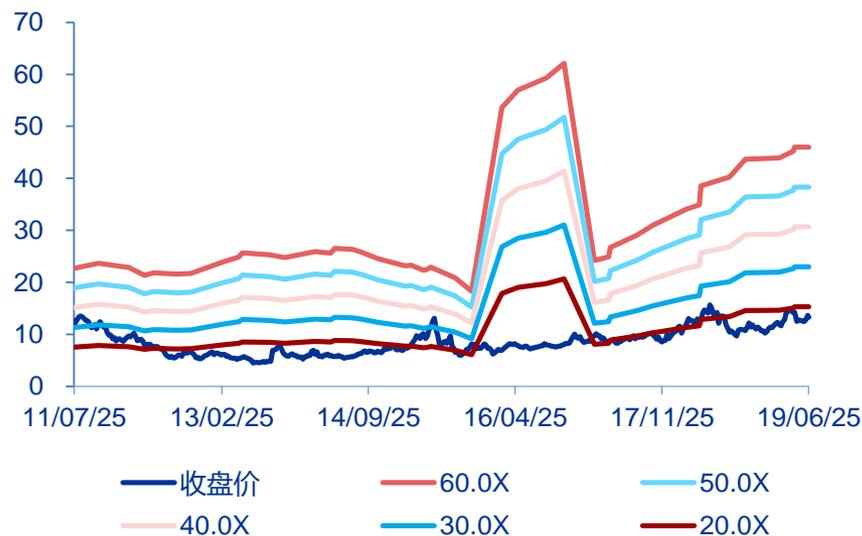


图42：公司估值处于低位



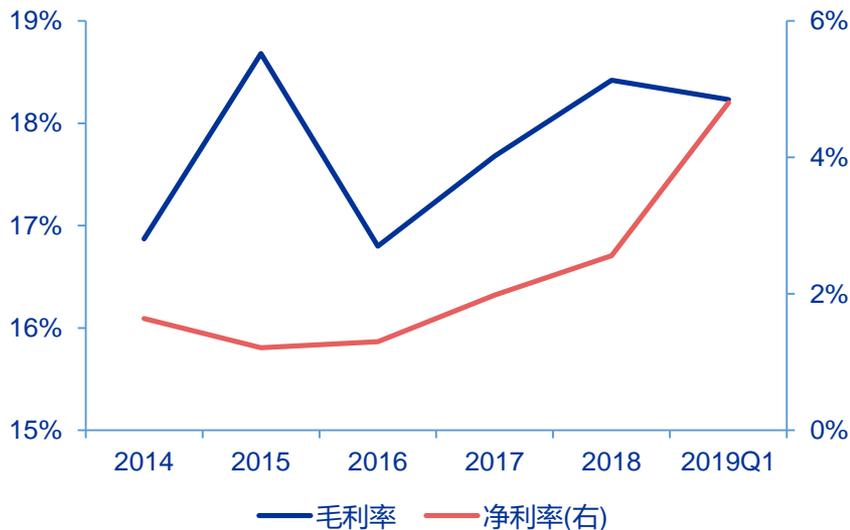
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2.3 重庆百货：巴渝百货龙头，国改预期释放新动能

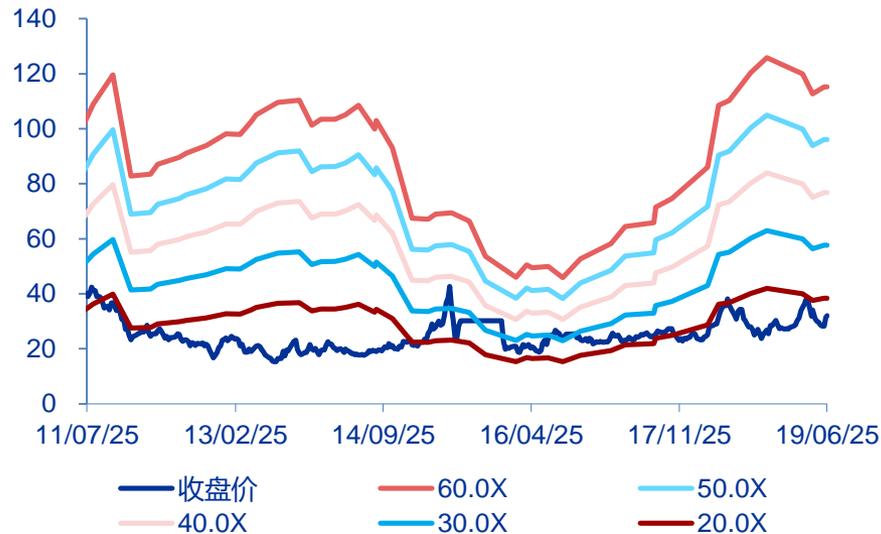
- **控股股东混改有望增强公司活力和创新力，改善经营效率**，商社集团（持股公司45.05%）增资后股权结构将由国有独资转变为重庆国资委持股45%，物美集团、步步高集团分别持股45%、10%，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制。
- **三方在业务整合、供应链及物流建设、经营管理、数字化转型等方面或有更多协同空间**。物美拥有强大的物流体系、采购体系，以及十分丰富的生鲜产品线，以多点Dmall为抓手全面开启了数字化时代。步步高在区域内拥有完善的供应链和仓储物流体系，战略绑定腾讯、京东，坚定推动全方位的数字化转型。
- **马上金融（持股31.06%）规模和盈利能力持续提升**，马上金融已完成第三轮增资，注册资本增加至40亿，注册用户超6000万，2018年实现营收82.4亿，贡献投资收益2.47亿。

图43：公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图44：公司估值处于历史底部



资料来源：Wind，申万宏源研究

主要内容

1. 内外部环境边际改善，消费数据符合预期
2. 超市：通胀或将维持高位，行业预期受益
3. 百货：安全边际充足，自有物业价值较高
4. 专业连锁：加速渠道下沉，抢占低线市场
5. 板块回顾和投资建议

4.1 家电连锁渠道优势凸显，渠道下沉空间广阔

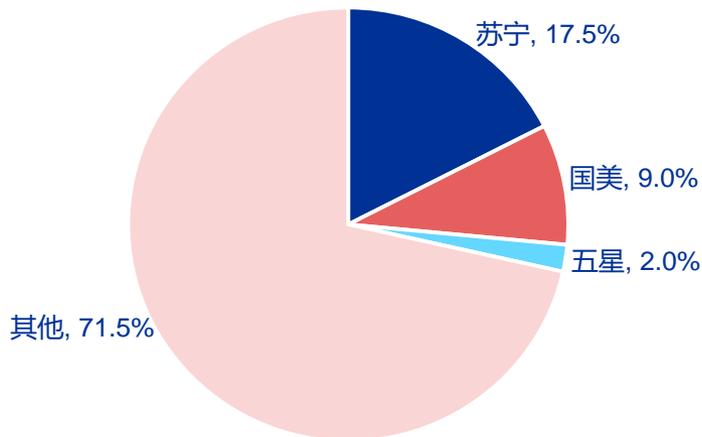
- 家电消费刺激政策密集出台，家电产品消费升级趋势显著。家电市场仍以线下销售为主，2018年线下销售占比为**63.66%**。
- 在一二线城市，连锁大卖场模式仍然是家电与3C产品线下终端销售的主力，在线上流量红利见顶背景下，门店引流优势开始凸显。
- 相比于家电品牌商的传统经销体系，专业连锁模式具备**品类全、规模大、层级少**等供应链管理优势，在低线市场大众消费能力提升的背景下，大卖场模式渠道替代前景广阔。

图45：2018年家电市场线下销售占比高达63.7%



资料来源：全国家用电器工业信息中心，申万宏源研究

图46：18年家电线下市场专业连锁CR3达28.5%

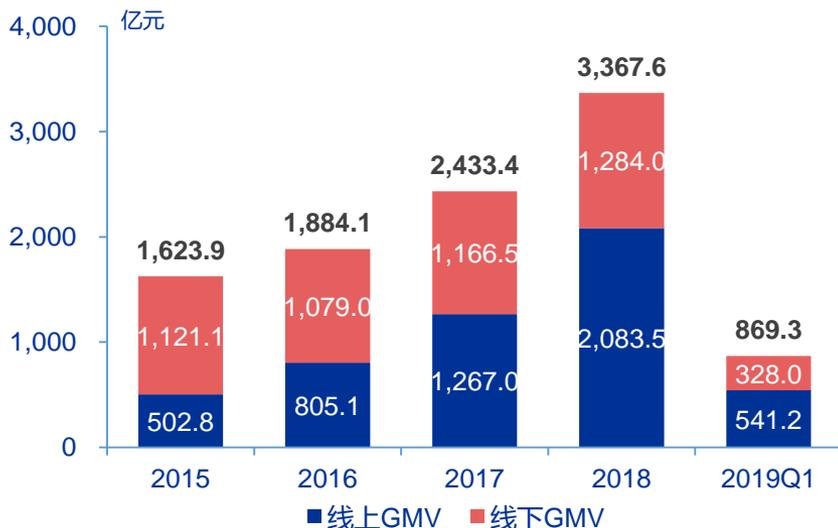


资料来源：中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心联合发布的《2018年中国家电行业年度报告》，申万宏源研究

4.2 苏宁易购：深化产业协同，打造全品类流通型平台

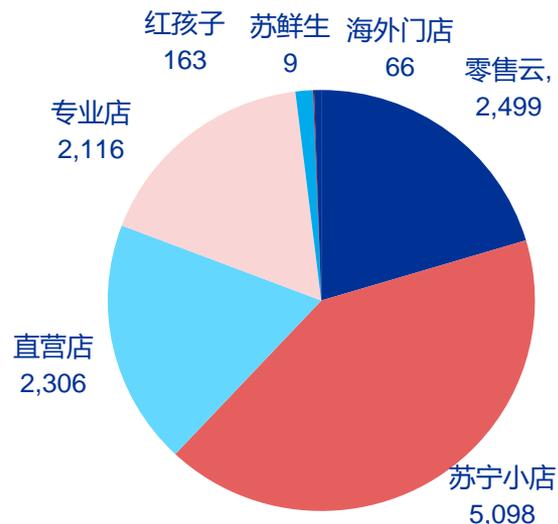
- **公司是国内最大的线上+线下的家电渠道商。** 19Q1线上GMV达541.2亿(+36.1%)，自营GMV379.1亿(+40.9%)，平台GMV162.15亿(+26.1%)，线下GMV达328.02亿(+10.97%)。
- **完善全场景零售业态，加速大快消品类发展。** 近来并购整合家乐福中国、万达百货、迪亚天天等，丰富商品供应链体系。加快大快消类目的跨越式发展，获取优质物业资源。
- **全方位搭建智慧零售生态闭环：** 布局低线市场，零售云稳步扩张；加大物流基建投入，扩大仓储面积与网点规模；金融牌照齐全，实力不断增强；加大IT研发投入，强化科技实力。

图47：2019Q1公司GMV同比增长25.38%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图48：截至19Q1公司门店合计12,257家（零售云+自营）



资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 黄金珠宝行业分散，龙头企业规模快速增长

- **2018年珠宝行业前十大品牌市场占有率仅18.8%。**2016年以来行业CR10触底回升，整体集中度仍旧较低。
- 伴随消费升级，消费者的品牌与品质消费意识逐步提升，具有强大品牌、渠道和产品设计能力的企业优势突出。**以豫园股份、周大生、周大福等上市公司为代表的企业持续进行产业链整合和多品牌运作，紧密布局门店，市占率不断提升。**

图49：2016年以来行业CR10触底回升

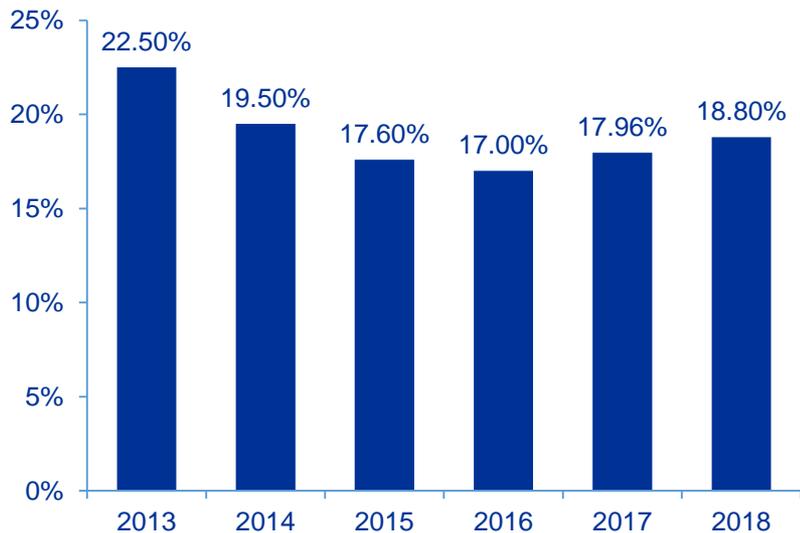
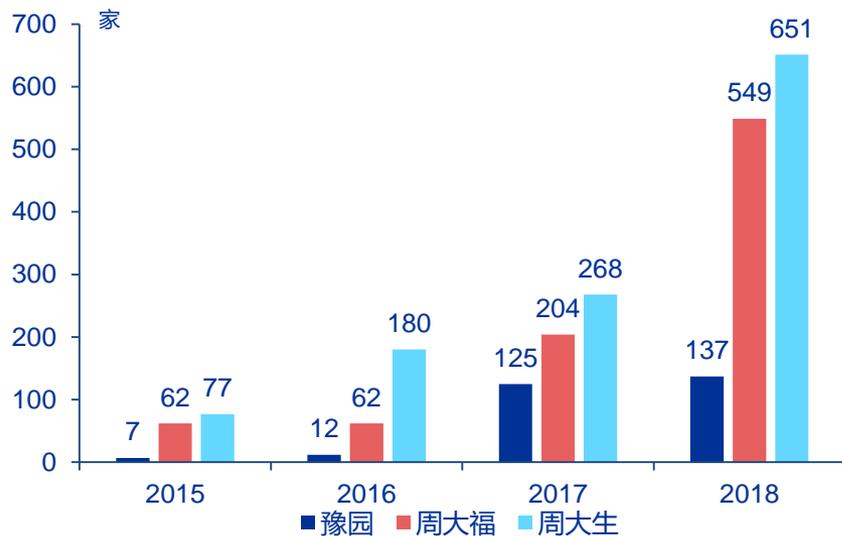


图50：15-18年龙头企业净增门店数快速增长



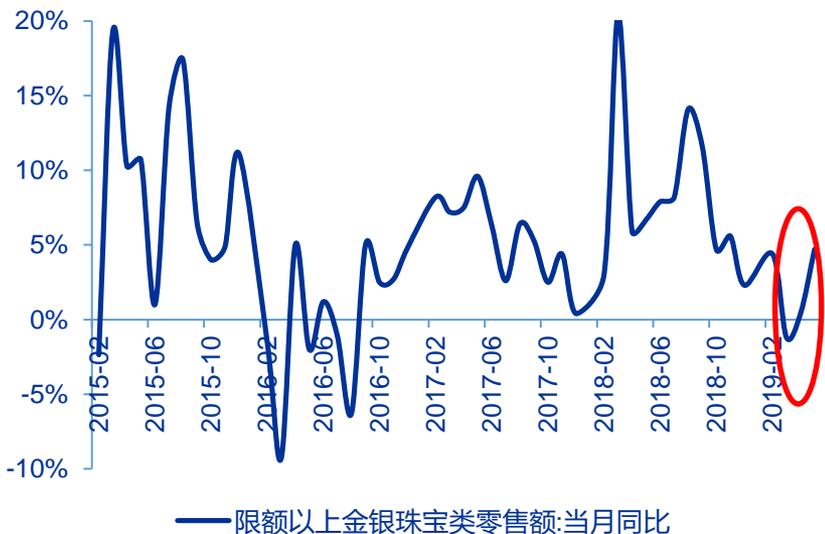
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 黄金珠宝消费出现反弹，金价持续上涨

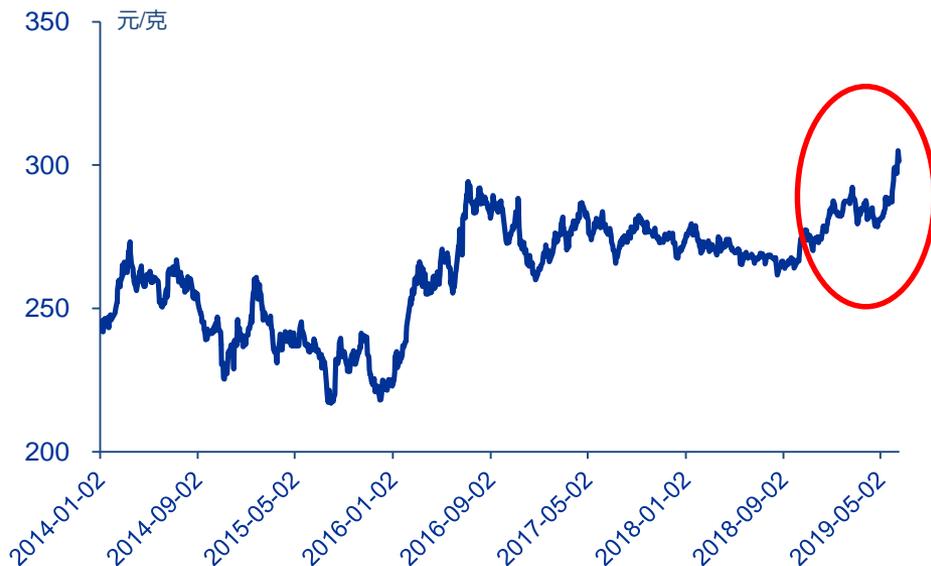
- 2019年5月，限额以上企业黄金珠宝零售额同比增长4.7%，这是自2018年下半年以来，经过3个季度的调整首次出现的明显反弹。
- 市场对美联储降息预期持续走高，全球避险情绪叠加美国经济走弱预期有望持续推升金价。金价波动可能对黄金珠宝行业产生短期影响。

图51：19年第二季度黄金珠宝消费回暖



资料来源：中国黄金投资网，申万宏源研究

图52：年初以来金价持续上涨

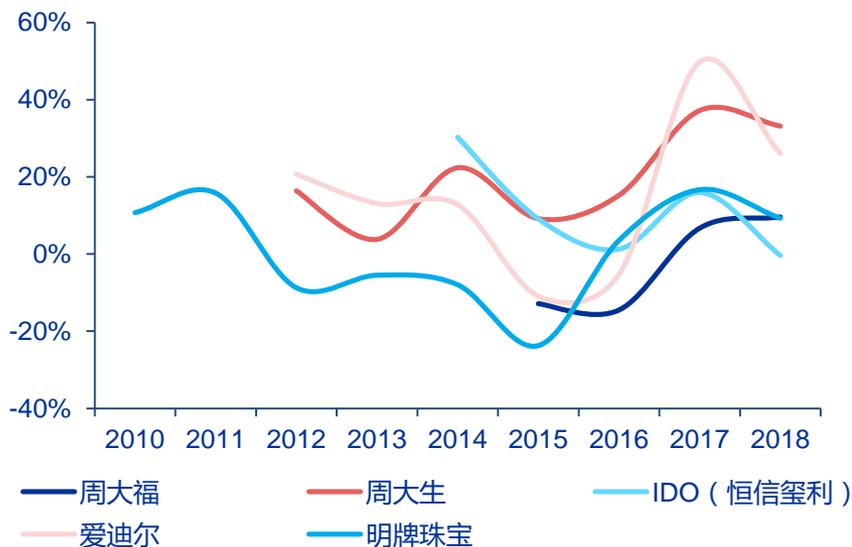


资料来源：上海金交所，申万宏源研究

4.3 钻石镶嵌是行业未来增长的新动力

- 总体上看，行业核心上市公司镶嵌珠宝销售波动性较大，但多数年份仍然保持正向增长。
- 近十年来，钻石进口均价（进口金额/进口重量）不断上涨，推动镶嵌珠宝终端价格上升。
- 在钻石价格不断上升的情况下，镶嵌珠宝消费仍然保持良好态势，说明消费者对钻石镶嵌饰品的认可度在逐步提升，随着大众消费能力进一步加强，钻石镶嵌行业将持续受益，仍有较大发展空间。

图53：10-18年核心公司镶嵌珠宝多数年份实现正增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

图54：19年5月钻石进口均价为09年初的4.1倍

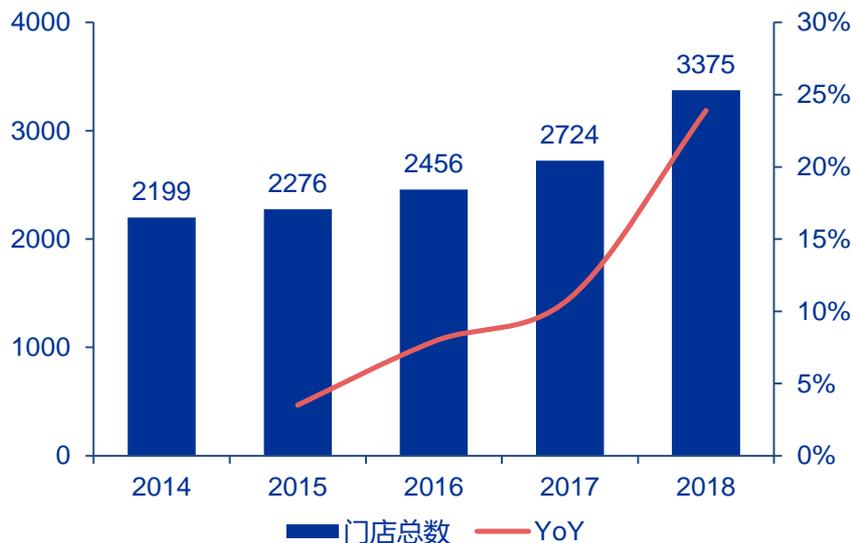


资料来源：中国海关，申万宏源研究

4.4.1 周大生：展店与营收保持高增，持续深耕低线市场

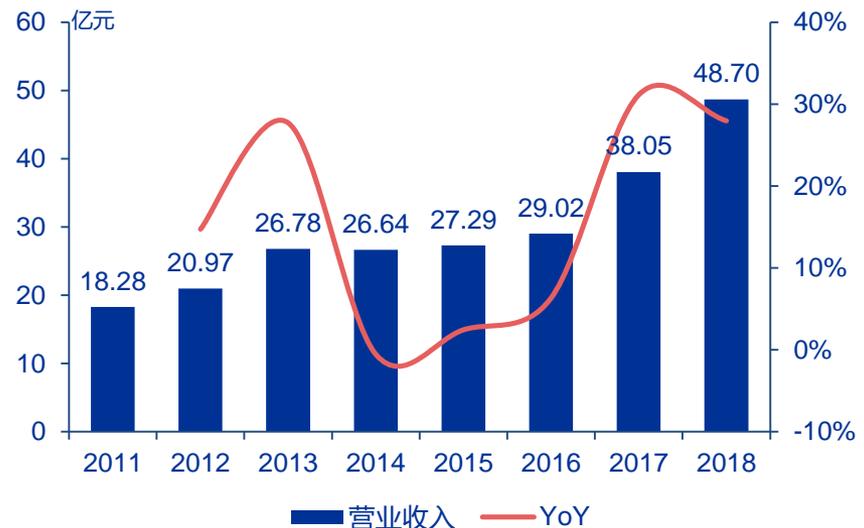
- 定位于镶嵌首饰市场，在消费升级背景下，将更加符合消费者偏好，市场增长空间广阔，2018年公司镶嵌品类营收占比已增至63.30%。
- 短期内公司的增长将继续依赖深耕三四线市场，通过充分的渠道下沉完成市场的全面渗透及品牌认知度的提升。

图55：公司展店加速，18年同比增长23.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图56：公司营收增长快速，18年同比增长28.0%

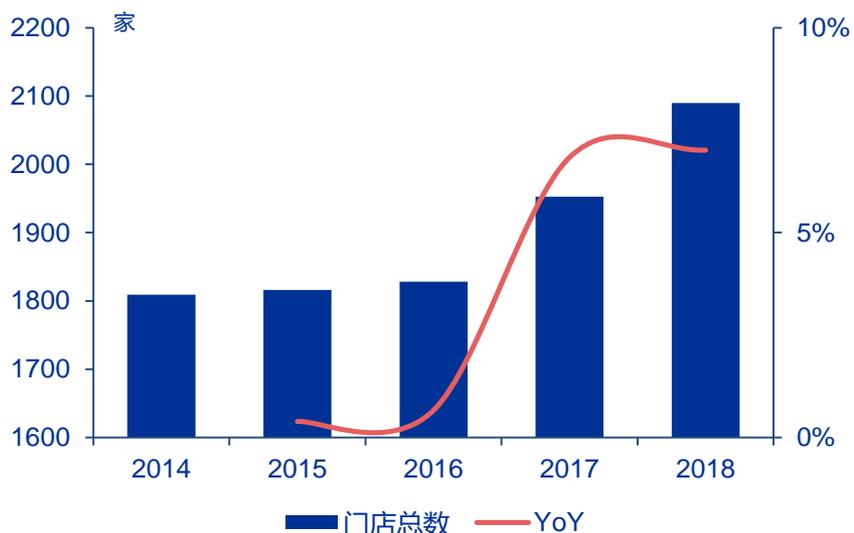


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.4.2 豫园股份：多业态驱动业绩增长

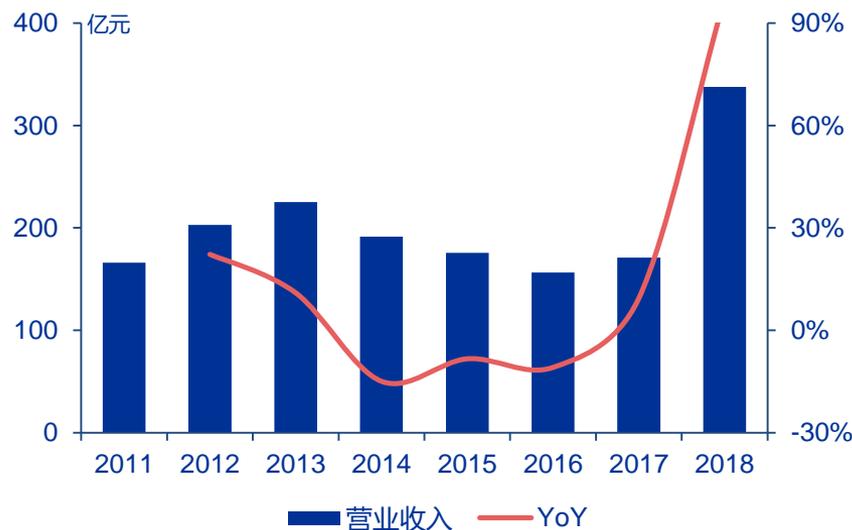
- 18年公司在珠宝、旅游、餐饮业务板块进行了多项并购重组，有望发挥多业态协同效应，驱动业绩更快增长。一季度业绩表现亮眼。实现营收81.1亿元，同比增长39.22%；归母净利润4.0亿元，同比增长141.67%。毛利率18.06%（+1.75pct），净利率4.96%（+2.10pct）。
- 经过内部梳理后，时尚珠宝主业整装重新出发。19年一季度起展店加速：新增门店183家，其中新增直营店4家，新增加盟店179家。19年起公司将通过“亚一”及“老庙”两大品牌有针对性占领3-6线市场，重塑豫园珠宝品牌的商业地位。

图57：14-18年公司黄金珠宝主业展店步伐稳健



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图58：11-18年豫园营收增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

主要内容

1. 内外部环境边际改善，消费数据符合预期
2. 超市：通胀或将维持高位，行业预期受益
3. 百货：安全边际充足，自有物业价值较高
4. 专业连锁：加速渠道下沉，抢占低线市场
5. 板块回顾和投资建议

5.1 年初至今商业贸易板块跑赢沪深300指数13.7pct

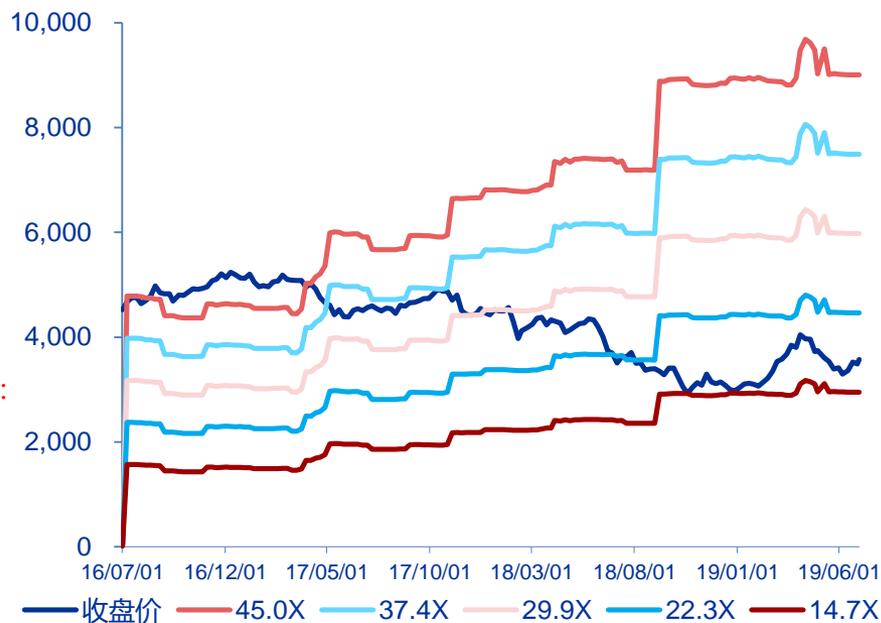
- 2019年初至7月1日，商业贸易板块上涨19.91%，涨跌幅在全部28个板块中位列第17，跑赢沪深300指数13.70pct。
- 2019Q2至今，商业贸易板块估值走低，处于较低估值水平。

图59：2019年初至7月1日申万28个板块涨跌幅



资料来源：Wind，申万宏源研究

图60：商业贸易板块估值处较低水平

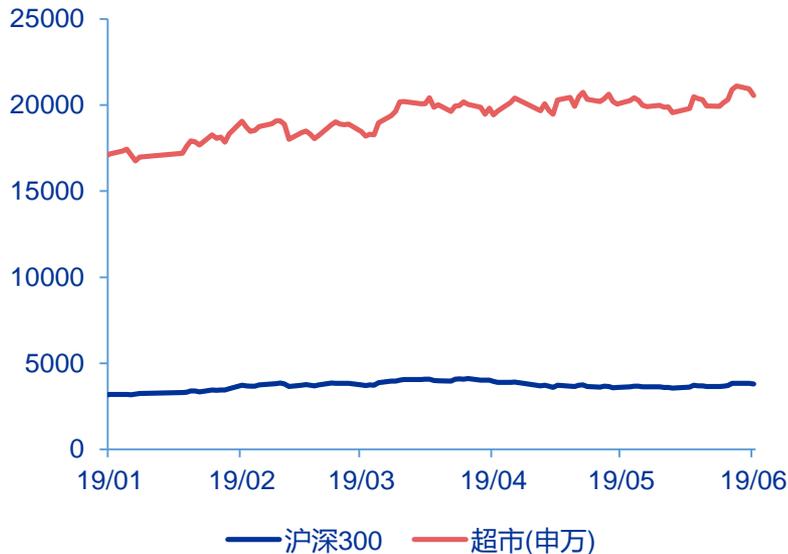


资料来源：Wind，申万宏源研究

5.1 商业贸易各子板块年初至今涨幅高于沪深300

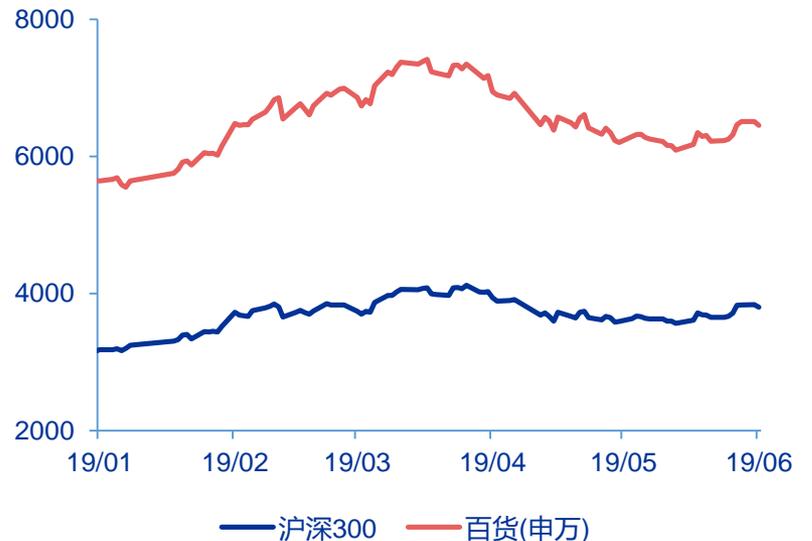
- 超市（申万）板块涨幅30.74%，跑赢沪深300指数24.53pct。
- 百货（申万）板块涨幅14.71%，跑赢沪深300指数8.50pct。
- 专业连锁（申万）板块涨幅21.32%，跑赢沪深300指数15.11pct。
- 黄金珠宝（申万）板块涨幅15.15%，跑赢沪深300指数8.94pct。

图61：超市（申万）指数跑赢沪深300指数



资料来源:Wind，申万宏源研究

图62：百货（申万）指数跑赢沪深300指数



资料来源:Wind，申万宏源研究

5.2 推荐标的



投资主线一

- 通胀或将保持温和上涨趋势，超市同店增速与CPI呈正相关，超市行业预期收益。
- 凭借生鲜供应链壁垒引流+扩张，生鲜龙头市场占有率有望进一步提升。推荐标的：**永辉超市、家家悦**。



投资主线二

- 百货板块估值处于历史底部，物业重估价值高。
- 积极进行业态调整和展店扩张，未来几年将享受行业向好+公司门店释放周期的双重利好。推荐标的：**王府井、天虹股份**。
- 国改预期释放新动能，经营效率有望大幅提升。推荐标的：**重庆百货**。



投资主线三

- 家电消费刺激政策密集出台，家电产品消费升级趋势显著。
- 深化产业协同，提升资源整合效率，销售规模增速明显快于行业平均水平。推荐标的：**苏宁易购**。



投资主线四

- 金价预期上涨或将对黄金珠宝行业产生短期积极影响。
- 长期看好展店能力、渠道拓展能力、品牌影响力不断提升，深耕低线市场的黄金珠宝品牌。推荐标的：**周大生、豫园股份**。

5.3 风险提示

- **内外部环境不确定性加剧**：不确定因素增加，外部冲击加大，宏观经济增速放缓的风险。
- **居民消费不及预期**：收入增速放缓，消费意愿下降的风险。
- **公司经营管理风险**：公司经营管理不善，收入利润不达预期的风险。

5.4 行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019-07-04		PB	申万预测EPS					PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601933	永辉超市	买入	10.05	962	5.0	0.15	0.25	0.34	0.45	40	30	22	
603708	家家悦	买入	22.85	139	3.9	0.92	0.84	1.04	1.29	27	22	18	
002024	苏宁易购	买入	11.40	1,061	1.3	1.43	2.00	0.32	0.37	6	36	31	
600859	王府井	买入	15.49	120	1.1	1.55	1.64	1.96	2.26	9	8	7	
002419	天虹股份	买入	13.95	167	2.6	0.75	0.89	1.03	1.14	16	14	12	
600729	重庆百货	买入	29.57	120	2.2	2.04	2.51	3.07	3.74	12	10	8	
002867	周大生	买入	34.23	250	4.2	1.66	2.05	2.56	3.07	17	13	11	
600655	豫园股份	买入	8.27	321	1.1	0.78	0.92	1.09	1.29	9	8	6	

资料来源:Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	赵馨睿	0755-28332823	13530336936	zhaoxr@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

赵令伊 zhaoly2@swsresearch.com