

商贸零售

报告原因：定期报告

2019年7月17日

商贸零售行业月报

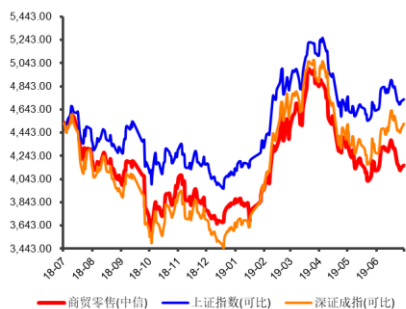
可选回暖提振社零增速 维持防御性布局思路

评级

中性

行业研究/定期报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

商贸零售行业月度投资策略：假日消费
提振社零增速 布局稳健持续关注超市
板块

分析师&联系人：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国
际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点

市场回顾

➤ 2019年6月，CS 商贸零售行业上涨 2.76%，与 2018 年同期相比回升 18.05pct，跑输大盘 2.63pct。行业 6 月市场表现强于去年同期，在中信 29 个行业排名第 16 位，处于中游水平，较上月大幅回升。6 月消费市场整体上涨，受降息预期带来的避险情绪影响，金价上涨带动连锁板块的提升，是当月涨幅最大的子板块。板块估值水平整体维持震荡上行趋势，平均估值水平为 21.4X，月中经历两拨回调后冲高，月末小幅回落。截止 6 月 30 日，CS 零售估值水平 23.9X，为年内较高位置，但整体估值水平仍处历史低位。

行业月度数据跟踪

➤ 6 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅与上月持平。其中，食品价格上涨 8.3%，非食品价格上涨 1.4%。食品中的鲜果价格仍处于历史高位，为 8 年以来的较高位置，受气候因素及低基数效应影响同比上涨 42.7%，涨幅比上月扩大 16pct，影响 CPI 上涨约 0.71pct。鲜果、鲜菜和猪肉等食品类的价格在一个季度内持续高企，对超市板块的 Q2 业绩和同店增速将具有超预期的提振效应。环比来看，CPI 由上月的持平转为下降 0.1%，其中食品价格下降 0.3%，非食品价格下降 0.1%。供应偏紧导致鲜果、猪肉价格环比分别上涨 5.1%、3.6%，而鲜菜、鸡蛋供应增加导致价格分别下降 9.7%、2.6%。

➤ 6 月社会消费品零售总额同比增长 9.8%，增速比上月加快 1.2pct，在汽车零售好于预期和网络购物节促销活动的叠加影响下，6 月份社零总额增长提速。但这两项影响因素都不具备持续性，预计 7、8 月销售淡季社零增速将会呈现回落态势。总体来看，1-6 月社零总额累计同比增长 8.4%，较 1-5 月加快 0.3pct，比 Q1 加快 0.1pct。从限上商品零售增速来看，消费品市场总体呈现稳中有升态势，必选品类维持稳健增长，可选品类增速显著回暖。可选消费品类中的汽车在限上单位批零额中占比较大，对社零增速的提振效果较为显著，其次还有电商购物节促销活动刺激下，化妆品类、家电类和金银珠宝类的增速比较快。2019 上半年全国网上零售额累计同比增长 17.8%，增速较 1-5 月持平，较 Q1 提升 2.5pct，随着移动支付更加普及，智慧物流、社交电商迅速发展，网络消费继续保持快速增长。6 月实物商品网上零售额累计同比增长 21.6%，占社零总额的比重为 19.6%，较 1-5 月提升 0.7pct，较 Q1 提升 1.4pct。





行业动态新闻

- 小红书“生态官”机制曝光 和用户共治内容
- 便利店走上“一店多能”模式 新零售盯上服务消费“蛋糕”
- 京东快递开通门店代寄服务 已接入超 5000 家店

投资策略

➤ 上半年减税降费效果持续扩大，减税政策在制造业等行业体现明显，政策的落地实施增强了消费市场的整体活力，进一步减轻了企业负担，增加了居民收入，对增强企业信心、稳定市场预期、有效应对经济下行压力、促进经济平稳运行，都发挥了重要的作用。随着网络基础设施建设和电信普遍服务的持续推进，5G 网络布局加快，新一代信息技术加速突破应用，数字化、信息化、智能化的新产品新业态不断涌现，对于零售行业的盘活存量资产和运营效率提升都具有利好效应。但由于宏观经济运行面临着外部的不确定性因素和自身的经济下行压力，我们建议投资思路转向防御性板块，稳健布局，重点关注具有一定抗周期性的行业，关注以下几条主线：**1) 在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健增长、猪肉鲜果价格超季节影响食品 CPI 居高，超市板块仍具有一定的防御性布局价值：永辉超市、家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前仍处转型探索期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升客流及坪效，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会：天虹股份、王府井；3) 在消费升级背景下，三四线及以下城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度：苏宁易购、南极电商、豫园股份。**

风险提示：宏观经济增速放缓；政策落地效果不及预期；市场竞争加剧。

目录

1. 行业市场表现回顾	5
1.1 一级行业概况	5
1.2 细分行业市场表现	5
1.3 个股表现	6
1.4 行业资金流向	6
1.5 行业估值情况	8
2. 行业数据跟踪	8
2.1 居民消费价格指数（CPI）	8
2.2 社会消费品零售数据	9
2.3 全国大中型零售企业销售额数据	11
3. 行业动态新闻	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：2019 年 5 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 5 月涨跌幅	6
图 3：CS 零售子版块 2018 年 5 月涨跌幅	6
表 1：2019 年 5 月个股涨跌幅情况（%）	6
表 2：2019 年 5 月个股资金流向情况	7
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	8
图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE（TTM）	8
图 7：CPI 当月同比、环比（%）	8
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	8



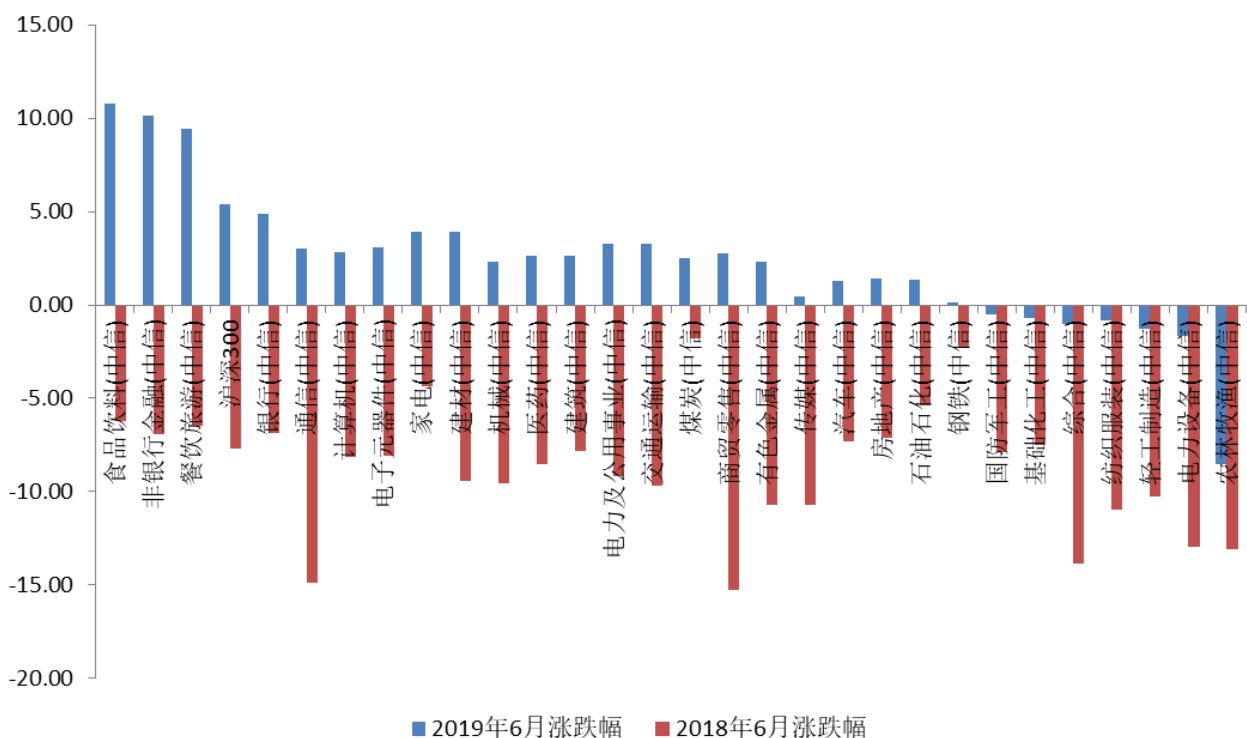
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	10
图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	10
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	11
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	11

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年6月，沪深300指数上涨5.39%，与2018年同期相比提振13.06pct。CS 商贸零售行业上涨2.76%，与2018年同期相比回升18.05pct，跑输大盘2.63pct。6月份中信一级29个行业多为上涨状态，市场表现较为乐观。CS 商贸零售行业6月市场表现强于去年同期，在中信29个行业排名第16位，处于中游水平，较上月大幅回升。

图1：2019年6月中信一级行业涨跌幅（%）

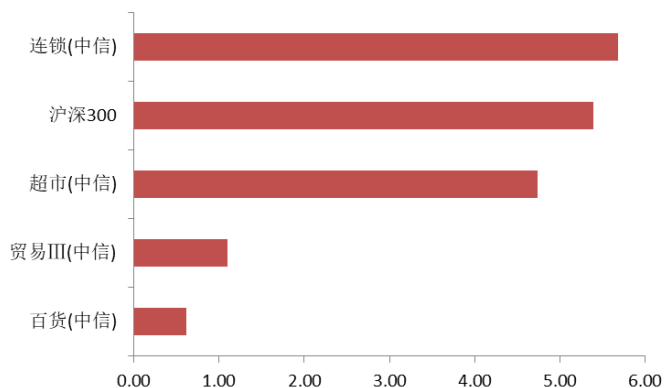


数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

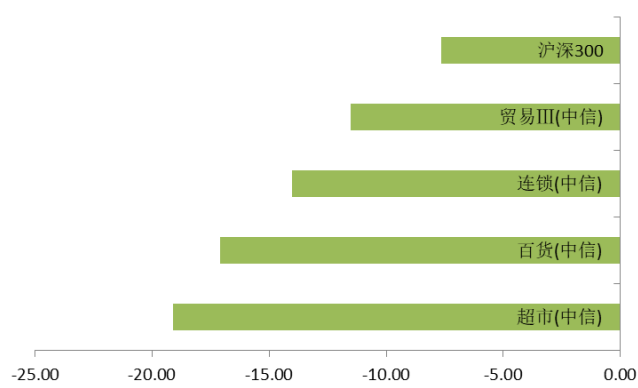
从子板块来看，在6月CS零售的三级子行业中，连锁、超市、贸易III、百货的涨跌幅分别为5.69%、4.73%、1.10%、0.61%。6月消费市场整体上涨，受降息预期带来的避险情绪影响，金价上涨带动连锁板块的提升，是6月涨幅最大的子板块；鲜果价格超出季节性的上涨对超市行业具有积极影响，超市业绩超预期的确定性较高，超市板块涨幅次之。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 6 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 零售子版块 2018 年 6 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，6 月有 59 家上市公司收涨，涨幅最大的为金洲慈航，月收涨 21.13%，涨幅居前的还有三江购物、金一文化、北京城乡等 7 家，涨幅均超过 10%；共有 36 家上市公司收跌，跌幅最高的为汇嘉时代，收跌 18.50%，其次有兰州民百月跌幅超过 10%。

表 1：2019 年 6 月个股涨跌幅情况 (%)

6 月涨幅前十的个股			6 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
000587.SZ	金洲慈航	21.13	603101.SH	汇嘉时代	-18.50
601116.SH	三江购物	13.99	600738.SH	兰州民百	-10.37
002721.SZ	金一文化	11.47	600278.SH	东方创业	-9.82
600861.SH	北京城乡	11.40	000759.SZ	中百集团	-9.42
002731.SZ	萃华珠宝	10.56	000560.SZ	我爱我家	-5.98
000632.SZ	三木集团	10.16	600122.SH	宏图高科	-5.87
000861.SZ	海印股份	10.11	600250.SH	南纺股份	-4.18
002574.SZ	明牌珠宝	10.04	600280.SH	中央商场	-3.75
600086.SH	东方金钰	8.37	002336.SZ	人人乐	-3.63
000785.SZ	武汉中商	8.32	601010.SH	文峰股份	-3.37

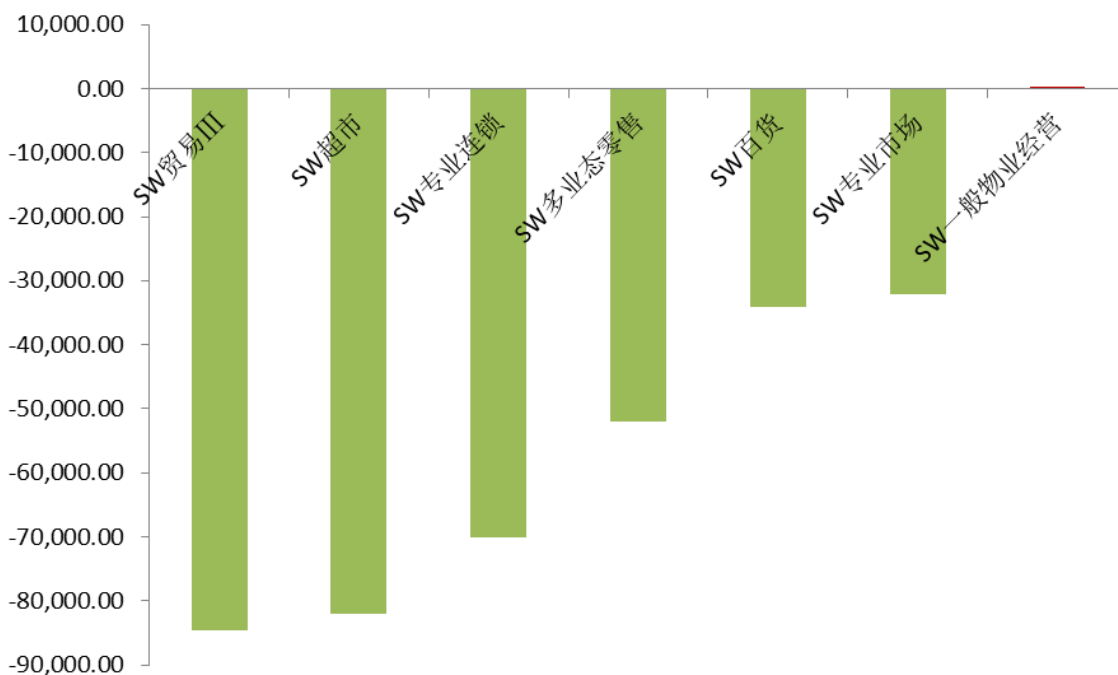
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业资金流向

从行业资金流向来看，6 月 SW 商业贸易主力净流入额为-35.47 亿元。6 月 SW 商贸三级行业主力资金除 SW 一般物业经营（218.44 万元）以外均为流出状态，其中 SW 专业市场资金净流出额为 3.22 亿元，是主力净流出资金最少的子行业，其次是 SW 百货净流出额为 3.42 亿元；SW 贸易III板块主力净流出额最多，

为 8.47 亿元，其次是 SW 超市，净流出额为 8.20 亿元。

图 4：SW 商业贸易子行业 2019 年 6 月主力净流入额（万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

从个股资金流向来看，6 月主力资金净流入额超过 5000 万元的个股仅有爱施德一家，其主力资金净流入额为 7042.22 万元，还有豫园股份、红旗连锁、王府井等 6 家公司净流入额超过 2000 万元；主力资金净流出额超 5 亿元的个股仅有永辉超市，其净流出额为 7.49 亿元，还有苏宁易购、苏美达、南极电商等 8 家公司净流出额超过 1 亿元。

表 2：2019 年 6 月个股资金流向情况

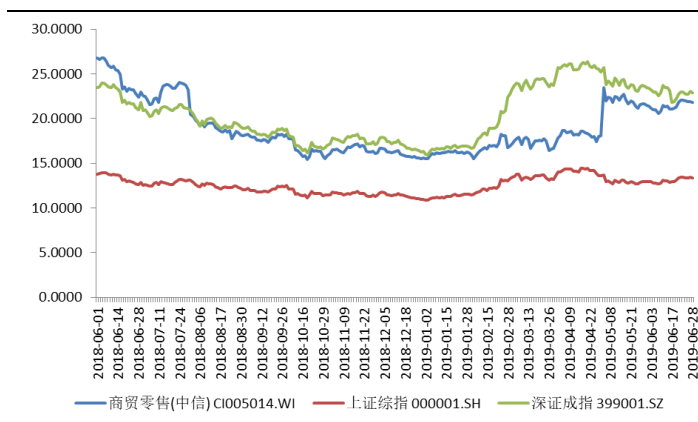
6 月资金流入前十的个股			6 月资金流出前十的个股		
代码	简称	主力净流入额(万元)	代码	简称	主力净流入额(万元)
002416.SZ	爱施德	7,042.22	601933.SH	永辉超市	-74,930.02
600655.SH	豫园股份	4,893.34	002024.SZ	苏宁易购	-43,818.56
002697.SZ	红旗连锁	4,783.29	600710.SH	苏美达	-28,816.69
600859.SH	王府井	2,951.22	002127.SZ	南极电商	-22,109.62
600723.SH	首商股份	2,890.35	002640.SZ	跨境通	-17,795.83
000861.SZ	海印股份	2,411.66	000785.SZ	武汉中商	-16,979.63
600694.SH	大商股份	2,047.80	002505.SZ	大康农业	-12,597.36
600605.SH	汇通能源	915.22	600058.SH	五矿发展	-11,370.03
000829.SZ	天音控股	883.64	002419.SZ	天虹股份	-10,382.96
600822.SH	上海物贸	836.42	300022.SZ	吉峰科技	-9,968.20

数据来源：wind，山西证券研究所

1.5 行业估值情况

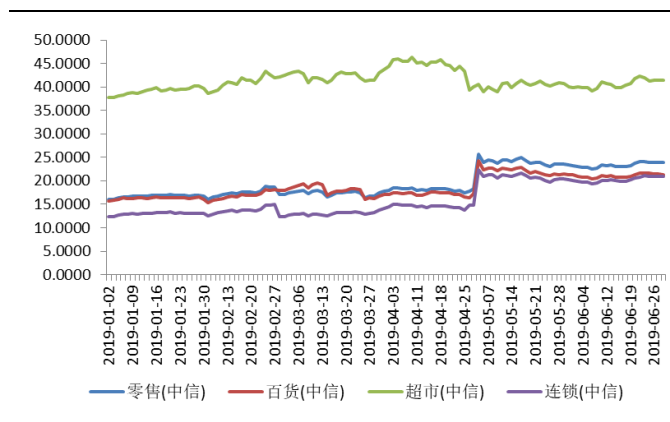
2019年6月CS商贸零售估值水平整体维持震荡上行趋势，平均估值水平为21.4X，月中经历两拨回调后冲高，月末小幅回落。截止6月30日，CS零售估值水平23.9X，为年内较高位置，但整体估值水平仍处历史低位。子版块方面，截止6月30日，百货板块PE走势与CS零售基本吻合但平均估值水平低于CS零售，月末估值21X左右，较上月有所下降；超市板块PE起伏较大，月度整体呈现震荡上扬趋势，月末估值水平41左右，较上月小幅提振；连锁板块PE相对较低，但月中回升趋势明显，下旬起势暂缓，月末估值水平在21X左右，较上月小幅增长。

图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

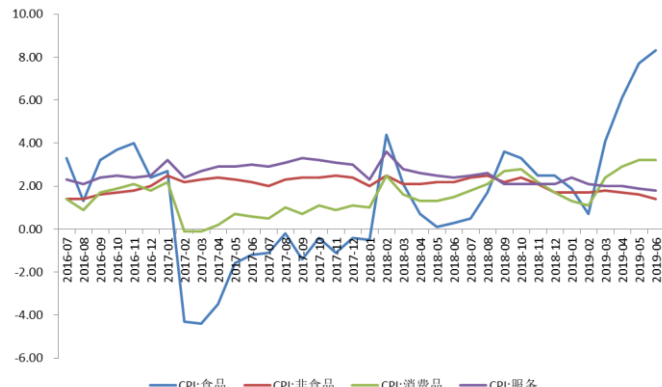
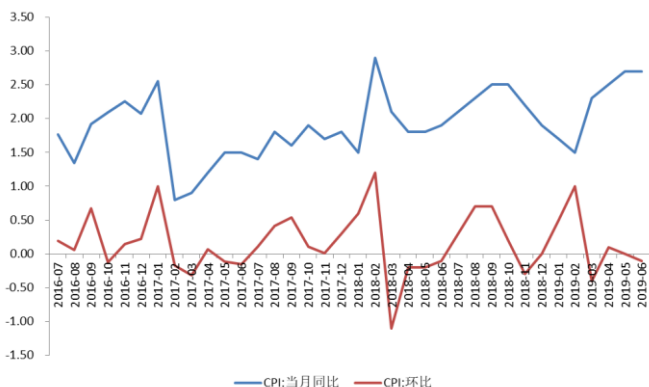
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数 (CPI)

2019年6月，CPI同比上涨2.7%，涨幅与上月持平。其中，食品价格上涨8.3%，非食品价格上涨1.4%。食品价格涨幅较上月提升0.6pct，影响CPI上涨约1.58pct。食品中的鲜果价格仍处于历史高位，为8年以来的较高位置，同比上涨42.7%，涨幅比上月扩大16pct，影响CPI上涨约0.71pct。除了气候等因素的影响以外，去年较低的基数也导致今年同比涨幅扩大；鲜菜价格上涨4.2%，涨幅比上月回落9.1pct，影响CPI上涨约0.1pct，供给量持续增加导致鲜菜价格增长继续放缓。猪肉价格上涨21.1%，涨幅分别较上月扩大2.9pct，影响CPI上涨约0.45pct。非食品价格涨幅较上月小幅回落0.2pct，影响CPI上涨约1.1pct。其中医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨2.5%、2.4%和1.6%，三项合计影响CPI上涨约0.84pct。据测算，6月份2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.5pct，新涨价影响约为1.2pct。鲜果、鲜菜和猪肉等食品类的价格在一个季度内持续高企，对超市板块的Q2业绩和同店增速将具有超预期的提振效应。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)

图 8：CPI 当月同比：分类别 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

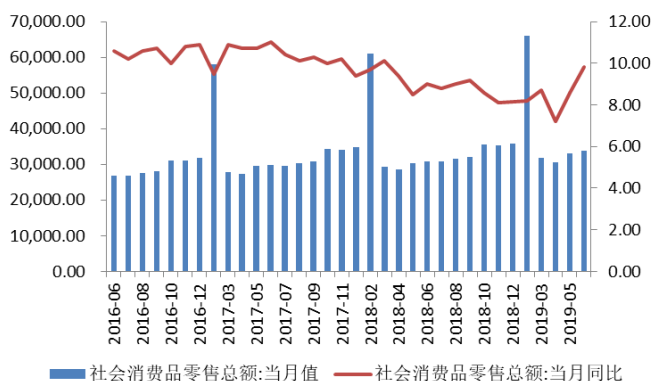
环比来看，CPI 由上月的持平转为下降 0.1%，其中食品价格下降 0.3%，非食品价格下降 0.1%。食品价格涨幅较上月回落 0.5pct，影响 CPI 下降约 0.06pct。鲜果价格环比上涨 5.1%，影响 CPI 上涨 0.11pct，西瓜和桃子等应季水果虽然集中上市导致价格下降，但苹果和梨价格继续上涨且涨幅较高，加之南方部分地区多次强降水影响采摘和运输，火龙果和菠萝等应季水果价格仍有上涨，整体来看目前全国鲜果价格水平处于历史高位；猪肉供应偏紧，价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨约 0.09pct；鲜菜大量上市供给充足导致价格下降 9.7%，影响 CPI 下降约 0.25pct；前期补栏雏鸡开始生产，鸡蛋作为猪肉替代品之一供应增加较多，导致价格下降 2.6%，虾蟹供应增加，水产品价格下降 0.9%，两项合计影响 CPI 下降 0.03pct。非食品价格振幅较上月降低 0.1pct。5 月以来 OPEC 原油价格持续减低，油价水平明显低于往年，受成品油调价影响，汽油和柴油价格分别下降 3.5% 和 3.7%，合计影响 CPI 下降约 0.07pct。天气转暖带来的需求变动影响了部分品类的价格走势。

2.2 社会消费品零售数据

2019 年 6 月，社会消费品零售总额 33878 亿元，同比增长 9.8%，增速比上月加快 1.2pct，在汽车零售好于预期和网络购物节促销活动的叠加影响下，6 月份社零总额增长提速。但这两项影响因素都不具备持续性，预计 7、8 月销售淡季社零增速将会呈现回落态势。总体来看，1-6 月社零总额累计同比增长 8.4%，较 1-5 月加快 0.3pct，比 Q1 加快 0.1pct。按经营单位所在地分，上半年城镇消费品零售额 166924 亿元，同比增长 8.3%；乡村消费品零售额 28286 亿元，增长 9.1%，乡村零售增速持续高于城镇但差距逐渐缩小。

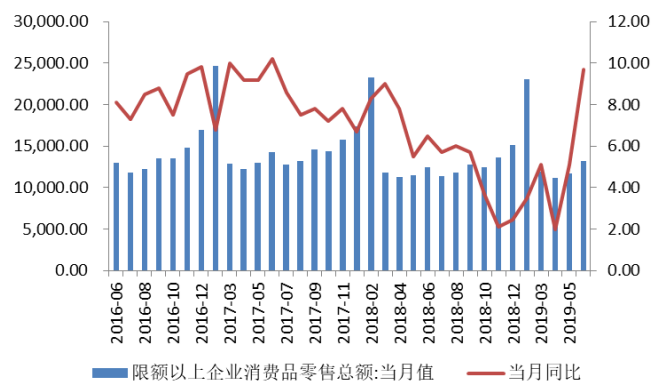
从限上商品零售增速来看，消费品市场总体呈现稳中有升态势，必选品类维持稳健增长，可选品类增速显著回暖。6 月粮油食品类同比增长 9.8%，增速较上月回落 1.6pct，鲜菜和蛋类明显弱于季节性的品类减少了食品 CPI 的涨幅，随着气温的持续升高，鲜菜鲜果对于食品 CPI 提升的影响将进一步减弱；服装鞋帽、针纺织品类同比上涨 5.2%，增速较上月提升 1.1pct 持续回暖；日用品类同比增长 12.3%，增速较快且继续保持双位数增长，增速较上月提升 0.9pct。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

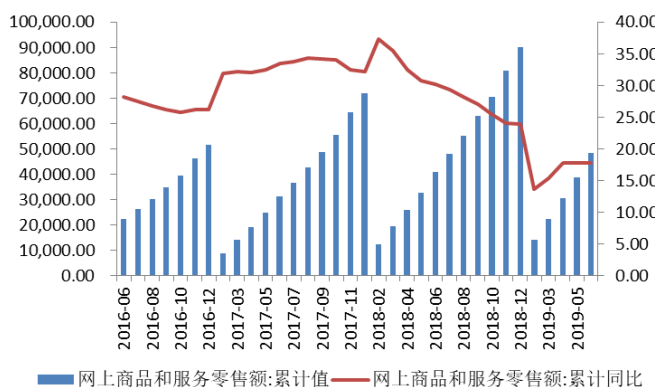
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

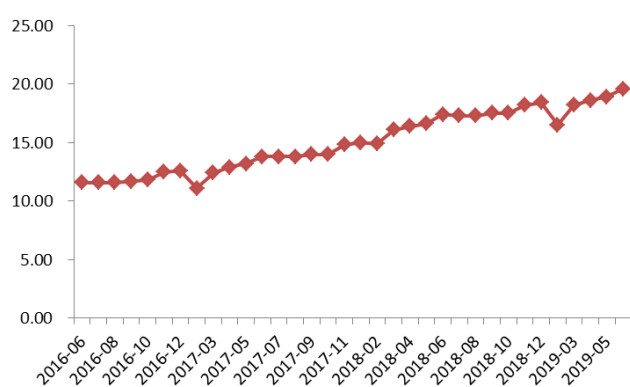
可选消费品类中的汽车在限上单位批零额中占比较大，对社零增速的提振效果较为显著，其次还有电商购物节促销活动刺激下，化妆品类、家电类和金银珠宝类的增速比较快。6月汽车销售情况明显好于预期，主要受到多地实施国六新政的政策刺激，由于国标由国5向国6的切换，汽车销售商在6月份加大了促销的力度来清理国五库存车，同时为期三个月的新能源补贴政策在6月已经结束，地方和中央的补贴大幅缩水促使经销商进一步加大销售力度抢占先机，6月限上单位汽车类销售增长17.2%，拉动了社零总额增长约1.6pct；受到电商购物节大促带来的消费刺激及囤货效应，6月化妆品类同比增长22.5%，较上月提升5.8pct；金银珠宝类受益天气转暖带来的婚庆市场回暖，以及对降息预期的避险情绪带来的金价上涨影响，6月同比增长7.8%，较上月大幅提升3.1pct；家具、家电音像这两大品类同比分别增长8.3%、7.7%，较上月增速分别提升2.2pct、1.9pct。

图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2019年1-6月，全国网上零售额48161亿元，累计同比增长17.8%，增速较1-5月持平，较Q1提升2.5pct，随着移动支付更加普及，智慧物流、社交电商迅速发展，网络消费继续保持快速增长。6月网上零售表现较好，其中实物商品网上零售额38165亿元，累计同比增长21.6%，比同期社零增速高出13.2pct，占社零总

额的比重为 19.6%，较 1-5 月提升 0.7pct，较 Q1 提升 1.4pct。新兴业态继续保持快速增长态势，线上销售占比持续稳步提升。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 29.3%、21.4% 和 20.9%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

中华全国商业信息中心的监测数据显示，1-6 月实体店消费品零售额同比增长 5.6%，增速较 1-5 月提升 0.2pct，其中 6 月同比增长 6.8%，增速比上月加快 0.6pct。1-6 月全国百家重点大型零售企业零售额同比提升 0.3%，增速较 1-5 月提升 0.3pct。其中，粮油食品商品零售额增长 3.3%，日用品类累计增长 0.9%，化妆品同比增长 9.6%，增速均实现正向增长。

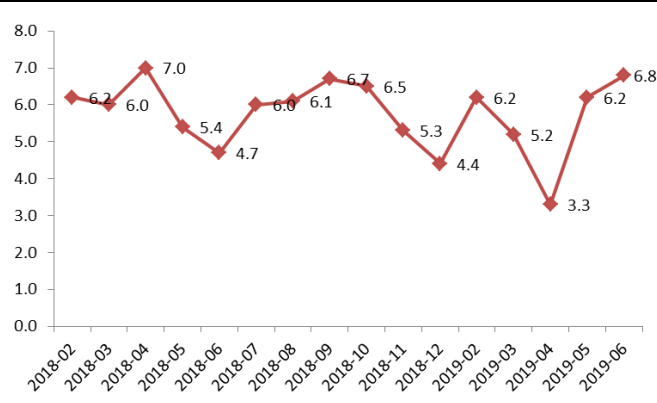
大众消费品市场增速放缓。1-6 月限额以下单位和个体户商品零售额实现 107303 亿元，同比增长 10.7%，增速与 1-5 月相比放缓 0.2pct。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额的贡献率为 77.6%，占商品零售总额的比重为 61.7%。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过 60% 的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

3. 行业动态新闻

➤ 小红书“生态官”机制曝光 和用户共治内容

7月5日消息，生活方式社区小红书正在 App 最新版本中内测一个新项目——“小红书生态官”。据观察，“生态官”们可以对被用户多次举报反馈且无法明确判定的笔记进行投票，从而影响相关笔记的展示结果。目前，已有部分用户获得“生态官”资格。经过考核的正式生态官，可以享受包括限定周边、内测产品、维护秩序等方面的权益。其中，维护秩序主要指小红书社区内容生态维护方面。

定位于“生活方式社区”，小红书也在略显克制的进行商业化探索，不断构建、维护它越来越多元的内容生态，以确保平台对用户产生的价值，包括今年初推出品牌号梳理内容到交易流程，升级“福利社”部

门，整合商品采销、仓储物流和客户服务的全流程职能去提高用户体验等。截至 2019 年 5 月，小红书用户量已经超过 2.5 亿，每日社区笔记曝光次数超过 30 亿次，其中 70% 的曝光是 UGC 内容，可见 UGC 内容对小红书产生价值的重要性。（亿邦动力网）

➤ 便利店走上“一店多能”模式 新零售盯上服务消费“蛋糕”

在线下单预约时间，骑手小哥上门取送——24 小时便利店品牌便利蜂近期推出洗衣服务，覆盖京津等地 200 余家门店周边的社区及商圈。无独有偶，阿里巴巴旗下的盒马鲜生也在部分门店悄然上线生活服务站，提供洗衣、理发、维修、配钥匙等便民服务。新零售时代，便利店、连锁超市走向本地化，搭载更多接地气的社区服务成为一种新趋势。不过，在转型“一店多能”的同时，也应避免盲目扩张导致多而不精的情况，吸取国安社区折戟的教训。

据业内介绍，目前日本便利店为消费者提供的服务多达 1000 多种，包括零售、公共、金融、健康等服务。将便利店打造成服务项目更丰富的综合基础设施，也是中国城市发展的一大趋势。依托门店区位优势，挖掘并抓住周边社区居民需求，越来越多连锁便利店、商超从过去功能单一化转型为“一店多能”。然而，多业态的拓展也让企业自身经受重重考验。一度被称为社区商业扩展“急先锋”的国安社区，在今年 5 月已全面收缩，前后只有短短 3 年时间。（北京日报）

➤ 京东快递开通门店代寄服务 已接入超 5000 家店

7 月 16 日消息，京东快递近期宣布推出门店代寄服务，消费者有寄件需求时，除了可以等快递员上门取件，也可送至就近的代寄点。据悉，目前这一服务已在国内近百个城市推开。据了解，用户在京东快递小程序下单时，寄件方式选择“自送服务点”，可以看到就近的代寄门店，包括京东物流营业部、便利店、超市、便民点等，消费者将寄送的包裹送至门店，由京东快递员统一取件、核验，送至站点发货。

目前，京东快递已在超过 5000 家门店推出了代寄服务，正在招募更多门店合作以实现广泛覆盖，并在官方客服电话开放业务咨询。京东方面表示，对于申请成为代寄点的门店，京东快递会进行资质的审核，并开展线上线下的培训及考试，通过后方能开通这一业务。（联商网）

4. 投资建议

上半年减税降费效果持续扩大，减税政策在制造业等行业体现明显，政策的落地实施增强了消费市场的整体活力，进一步减轻了企业负担，增加了居民收入，对增强企业信心、稳定市场预期、有效应对经济下行压力、促进经济平稳运行，都发挥了重要的作用。随着网络基础设施建设和电信普遍服务的持续推进，5G 网络布局加快，新一代信息技术加速突破应用，数字化、信息化、智能化的新产品新业态不断涌现，对于零售行业的盘活存量资产和运营效率提升都具有利好效应。但由于宏观经济运行面临着外部的不确定性

因素和自身的经济下行压力，我们建议投资思路转向防御性板块，稳健布局，重点关注具有一定抗周期性的行业，关注以下几条主线，

1) 在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健增长、猪肉鲜果价格超季节影响食品 CPI 居高，超市板块仍具有一定的防御性布局价值。建议以现代物流为支持，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础，公司整合原云超一二集群后聚焦超市主营业务，回归本源节能增效的能力较强，同时探索新业态 Mini 店进一步加深公司的门店网络密度的**永辉超市**；以及在山东地区坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略进一步促进连锁网络建设，同时加强高效的生鲜食品供应链体系建设，省内扩张和省外拓展同步推进，外延扩张和内涵提升双轮驱动的家悦悦；

2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前仍处转型探索期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升客流及坪效，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会，建议关注基于数字化智能化的业态创新和全国供应链整合能力初现成效，对内夯实运营管理能力，加强门店体验式升级，对外继续铺设门店网络扩张，打造新的利润增长点的天虹股份；以及持续铺设全渠道建设，通过建立完善的品牌体系，积累规模庞大的会员资产，形成稳固的业绩平台和多种业态主力，同时持续推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的低估值国企王府井。

3) 在消费升级背景下，三四线及以下城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度，包括把握低线市场消费崛起和社交电商风口的市场机会，打造了覆盖各市场级别以及线上线下的全渠道网络，坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力的提升，头部规模优势十分显著的苏宁易购；以及结合品牌特点和电商渠道的累积优势，定位平价、优质的大众消费品，坚持新快消品战略，做好高频次、高性价比的标准品，拥有品牌综合服务的规模优势，并且移动互联网营销业务持续稳健发展，具有较高 GMV 增速和马太效应的南极电商；还有以家庭智造快乐时尚生活为使命，践行产业运营+投资双轮驱动，构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”战略，通过发展多元化的优势产业，满足新兴中产消费者的丰富需求，2019 年持续深耕产业做好产品，升级品牌价值，同时受益金价提升的豫园股份。

5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 促消费政策落地效果不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

