

信义山证汇通天下

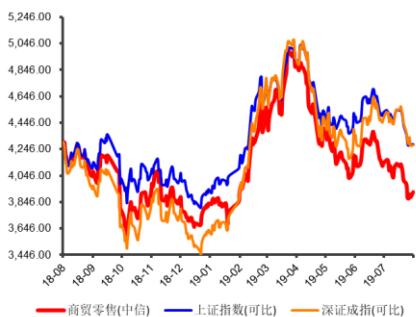
证券研究报告

商贸零售

报告原因：定期报告

2019年9月16日

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：汽车消费前移透支社零增速，挖掘下沉市场消费潜力

零售行业2019年中报综述：可选复苏百货业绩强劲，温和通胀超市抗周期性较强

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>

商贸零售行业月报

除汽车外社零增速加快，关注中报业绩超预期个股

评级

中性

行业研究/定期报告

投资要点

市场回顾

➤ 2019年8月CS商贸零售行业回落1.57%，与上年同期相比提振5.31pct，跑输大盘0.64pct。8月份中信一级29个行业有1/3呈上涨状态，市场表现较为平淡。CS商贸零售行业8月市场表现强于去年同期，在中信29个行业排名第15位，处于中游水平，较上月有所提升。8月板块表现虽然并非全部转正，但均强于去年同期，可选消费持续复苏影响百货行业跌幅同比收窄，超市行业受CPI上涨影响涨幅最高。8月估值水平整体保持震荡上行，平均估值水平为27.3X。分旬来看，上旬呈现小幅下行，月中快速反弹且弹性较足，下旬涨势趋缓，至月末有所回落。截止8月31日，CS零售估值水平29.92X，为年内较高位置，月均估值水平较上月有所回落。

行业月度数据跟踪

➤ 8月CPI同比上涨2.8%，涨幅较上月持平。其中，食品价格上涨10%，非食品价格上涨1.1%。目前CPI上涨主要受食品CPI上涨影响，8月食品价格同比涨幅占CPI整体涨幅的比重接近70%，其中粮食生产总体保持稳定，但猪肉价格涨幅对当月价格涨幅影响近40%，而随着应季果蔬上市带来的供应增加，前期涨幅较高的鲜菜鲜果等价格已出现不同程度的回落。食品CPI的持续走高对超市板块的Q3同店增速和业绩成长带来一定的正向影响。8月CPI环比上涨0.7%，较上月提升0.3pct。其中食品价格上涨3.2%，非食品价格上涨0.1%。台风、高温和暑期持续带来的供需变动持续影响部分品类的价格走势。

➤ 8月社会消费品零售总额同比增长7.5%，增速较上月回落0.1pct，消费品市场受汽车类商品销售降幅扩大等因素影响较大，8月汽车类零售额同比下降8.1%，降幅环比扩大5.5pct。若扣除汽车类商品零售额的影响，8月份社零增速同比提升9.3%，相同口径下较上月加快0.5pct。从限上商品零售增速来看，除汽车以外的消费品零售额增速有所加快，其中满足居民基本生活类商品增长较快，可选品类中的部分消费升级类商品增长加快。1-8月全国网上零售额累计同比增长16.8%，增速较1-7月持平，其中实物商品网上零售额累计同比增长20.8%，比同期社零增速高出12.6pct，占社零总额的比重为19.4%，较上半年降低提升2.1pct。

行业动态新闻

➤ 阿里20亿美元收购网易考拉，领投网易云音乐



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



- 37家万达百货完成苏宁系统切换，全面融入苏宁体系
- 全国8月新开21个购物中心，多以中小体量为主

投资策略

- 截止8月31日，74家零售企业公布半年度财务报告。2019Q2CS零售营收规模小幅提升，但增速回落明显，归母净利润增速水平下降明显，回落幅度较大。18-19Q2期间费用增速持续高于营收增速，19Q2费用同比上涨压制归母净利润增长；19Q2毛利率环比回落，净利率环比提升，ROE环比明显提振。
- 从需求来看，当前内需已经成为经济增长的主要动力，上半年内需对经济增长贡献接近80%，内需持续扩大，结构不断优化。但今年以来国际经济环境较为复杂，全球经贸增长放缓，我国正处在结构调整的攻坚阶段，经济还存在一定的下行压力。我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性的细分行业，同时关注中报期业绩符合预期或超预期的零售企业，主要关注以下几条主线：**1) 当前价格涨势总体保持稳定，但食品类价格对CPI的影响不断扩大，因供给偏紧带来的猪肉价格增长将影响食品CPI继续走高，必选消费品持续稳健增长，超市板块仍具有一定抗周期性布局价值：**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，在同质化竞争激烈和电商分流的消费环境里，行业积极探索新业态新模式，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升坪效客流，我们认为低估值龙头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，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，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。

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	7
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	14

图表目录

图 1：2019 年 8 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 8 月涨跌幅	5
图 3：CS 零售子版块 2018 年 8 月涨跌幅	5
表 1：2019 年 8 月个股涨跌幅情况（%）	6
表 2：2019 年 8 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（%）	9
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	9



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

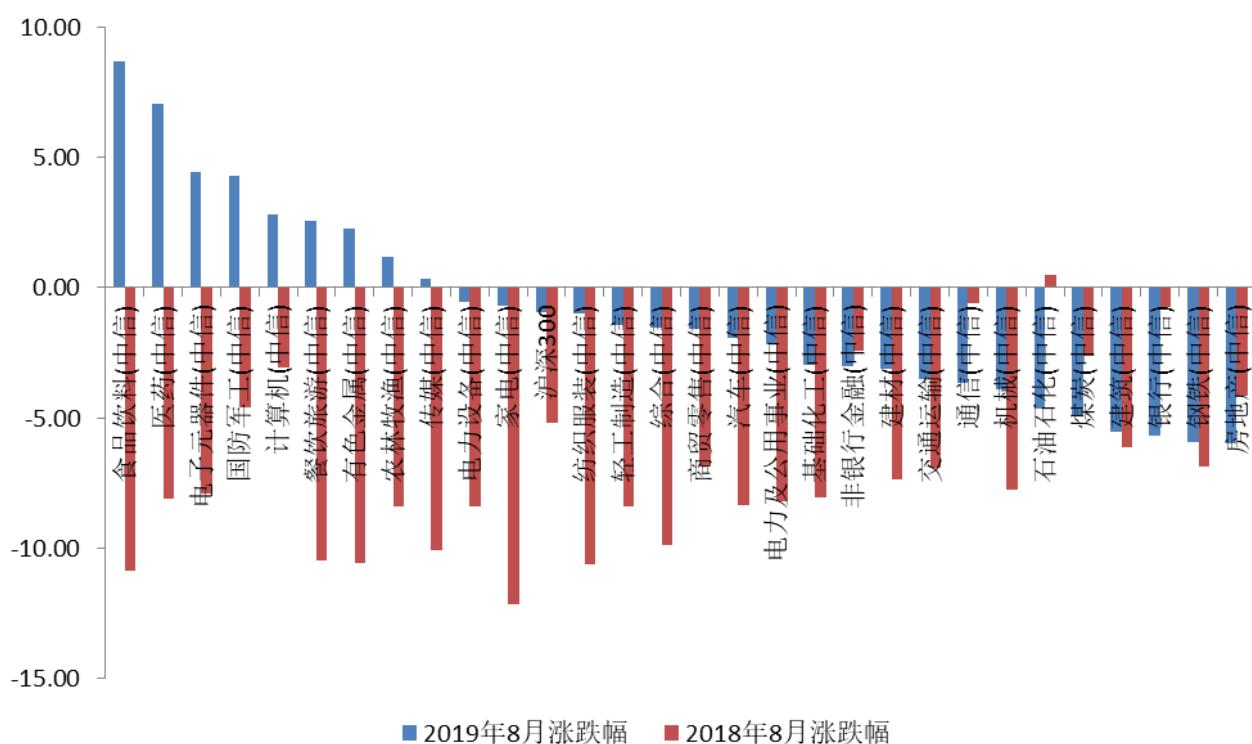


1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年8月，沪深300指数下降0.93%，与2018年同期相比提升了4.27pct。CS 商贸零售行业回落1.57%，与上年同期相比提振5.31pct，跑输大盘0.64pct。8月份中信一级29个行业有1/3呈上涨状态，市场表现较为平淡。CS 商贸零售行业8月市场表现强于去年同期，在中信29个行业排名第15位，处于中游水平，较上月有所提升。

图1：2019年8月中信一级行业涨跌幅（%）



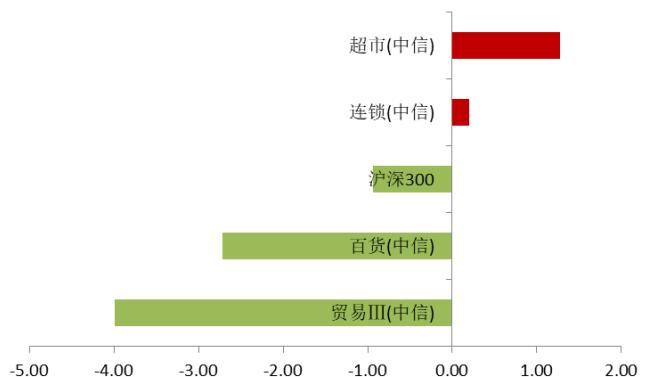
数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

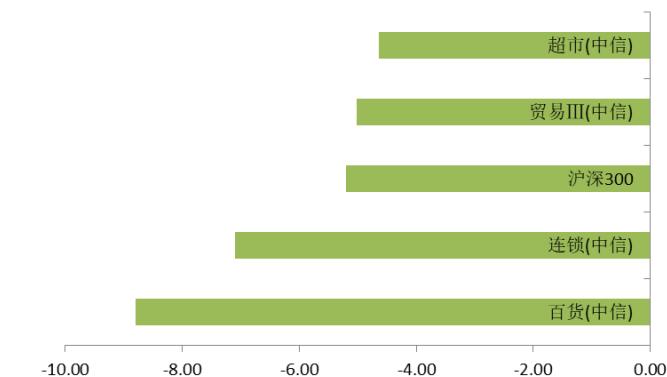
从子版块来看，在8月CS零售的三级子行业中，超市、连锁、百货、贸易III的涨跌幅分别为1.28%、0.21%、-2.72%、-4.0%。8月板块表现虽然并非全部转正，但均强于去年同期，可选消费持续复苏影响百货行业跌幅同比收窄，超市行业受CPI上涨影响涨幅最高。

图2：CS零售子版块2019年8月涨跌幅

图3：CS零售子版块2018年8月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，8月有24家上市公司收涨，涨幅居前的有老凤祥、三木集团、爱婴室、安德利和中兴商业，涨幅均超过10%，其中老凤祥涨幅最高，达到20%；共有78家上市公司收跌，跌幅较高的有上海物贸、*ST赫美和东方创业，收跌均超过-10%，其中上海物贸涨跌幅有-15.11%。

表1：2019年8月个股涨跌幅情况（%）

8月涨幅前十的个股			8月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
600612.SH	老凤祥	20.95	600822.SH	上海物贸	-15.11
000632.SZ	三木集团	18.02	002356.SZ	*ST赫美	-10.61
603214.SH	爱婴室	16.56	600278.SH	东方创业	-10.26
603031.SH	安德利	12.98	600712.SH	南宁百货	-9.87
000715.SZ	中兴商业	10.04	600605.SH	汇通能源	-9.71
000026.SZ	飞亚达A	9.64	002264.SZ	新华都	-9.59
603708.SH	家家悦	8.14	601010.SH	文峰股份	-8.82
000785.SZ	武汉中商	8.06	000417.SZ	合肥百货	-8.74
000587.SZ	金洲慈航	6.79	002419.SZ	天虹股份	-8.38
600861.SH	北京城乡	5.94	600306.SH	商业城	-8.08

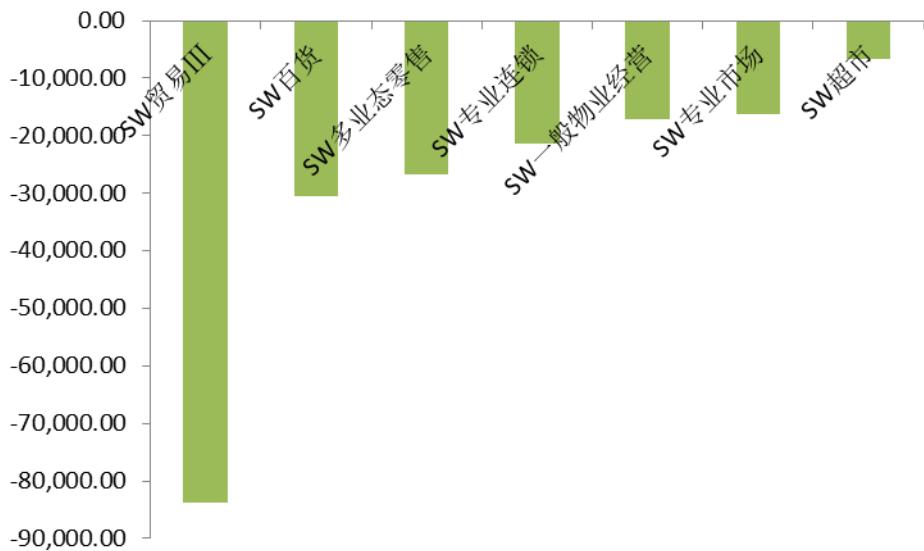
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业资金流向

从行业资金流向来看，8月SW商业贸易主力净入额为-20.25亿元，在申万28个行业中位列第7。8月SW商贸三级子行业主力资金均为流出状态，其中SW超市资金净流出额为6768.41万元，是主力净流出资金最少的子行业，其次是SW专业市场净流出额为1.63亿元；SW贸易III板块主力净流出额最多，为8.38亿元，其次是SW百货，净流出额为3.05亿元。



图 4：SW 商业贸易子行业 2019 年 8 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，8月主力资金净流入额超过2000万元的个股有永辉超市、苏宁易购和爱婴室，其中永辉超市的净流入额最高，为1.56亿元，还有跨境通、北京城乡、津劝业3家公司净流入额超过1000万元；主力资金净流出额超1亿元的个股有大康农业、华鼎股份、全新好等6家，其中净流出额最多的是大康农业，为2.35亿元。

表 2：2019 年 8 月个股资金流向情况

8月资金流入前十的个股			8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)
601933.SH	永辉超市	15,561.24	002505.SZ	大康农业	-23,451.09
002024.SZ	苏宁易购	8,842.82	601113.SH	华鼎股份	-18,966.56
603214.SH	爱婴室	2,484.96	000007.SZ	全新好	-15,600.93
002640.SZ	跨境通	1,546.95	600822.SH	上海物贸	-13,832.84
600861.SH	北京城乡	1,442.65	600755.SH	厦门国贸	-13,293.37
600821.SH	津劝业	1,178.78	002419.SZ	天虹股份	-10,069.87
600738.SH	兰州民百	833.31	600710.SH	苏美达	-9,235.39
600828.SH	茂业商业	829.42	600682.SH	南京新百	-8,638.59
000417.SZ	合肥百货	761.33	002416.SZ	爱施德	-5,460.83
600628.SH	新世界	558.92	002251.SZ	步步高	-5,181.16

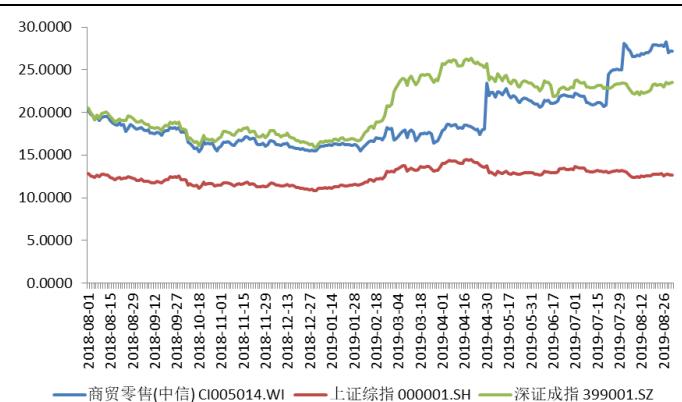
数据来源：wind，山西证券研究所

1.5 行业估值情况

2019年8月CS商贸零售估值水平整体保持震荡上行，平均估值水平为27.3X。分旬来看，上旬呈现小

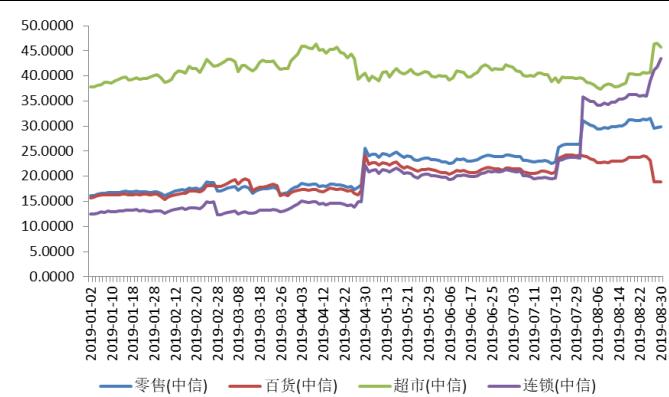
幅下行，月中快速反弹且弹性较足，下旬涨势趋缓，至月末有所回落。截止 8 月 31 日，CS 零售估值水平 29.92X，为年内较高位置，月均估值水平较上月有所回落。子版块方面，截止 8 月 31 日，百货板块估值走势与 CS 零售基本吻合，但平均估值水平低于 CS 零售且回落趋势更为明显，月末 PE 在 19X 左右，较上月大幅回落；超市板块估值水平相对较高，月度整体呈现震荡上扬趋势，下半月开始估值水平持续走高，月末估值水平 46X 左右，较上月大幅提升；连锁板块估值水平与超市板块落于同一估值区间内，上半月触底反弹后小幅回调，下半月开始估值显著回升，月末估值水平跃升至在 43X 左右，较上月大幅增长。

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

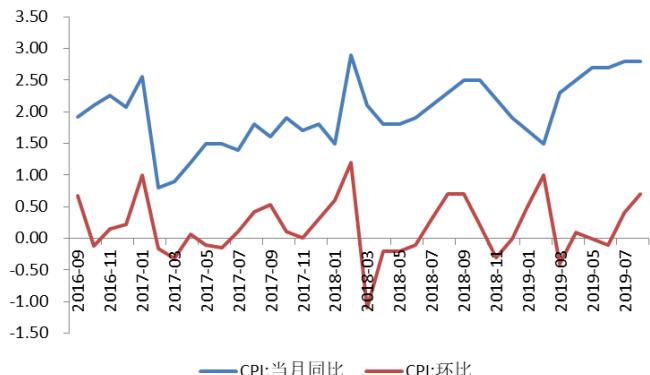
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2019 年 8 月，CPI 同比上涨 2.8%，涨幅较上月持平。其中，食品价格上涨 10%，非食品价格上涨 1.1%。食品价格涨幅较上月提升 0.9pct，影响 CPI 上涨约 1.93pct。食品中的鲜果价格持续回落，同比上涨 24.0%，涨幅比上月收窄 15.1pct；猪肉价格上涨 46.7%，涨幅较上月扩大 19.7pct，为 8 年以来的最高位置；相关替代品牛羊鸡肉价格涨幅在 11.6%—12.5% 之间，这五项合计影响 CPI 上涨约 1.66pct。鲜菜价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.02pct，为同比连续上涨 18 个月后首次转降。非食品价格涨幅较上月小幅回落 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.91pct。其中医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨 2.3%、2.1% 和 1.0%，三项合计影响 CPI 上涨约 0.68pct。据测算，在 8 月 2.8% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.6pct，新涨价影响约为 2.2pct。目前 CPI 上涨主要受食品 CPI 上涨影响，8 月食品价格同比涨幅占 CPI 整体涨幅的比重接近 70%，其中粮食生产总体保持稳定，但猪肉价格涨幅对当月价格涨幅影响近 40%，而随着应季果蔬上市带来的供应增加，前期涨幅较高的鲜菜鲜果等价格已出现不同程度的回落。食品 CPI 的持续走高对超市板块的 Q3 同店增速和业绩成长带来一定的正向影响。

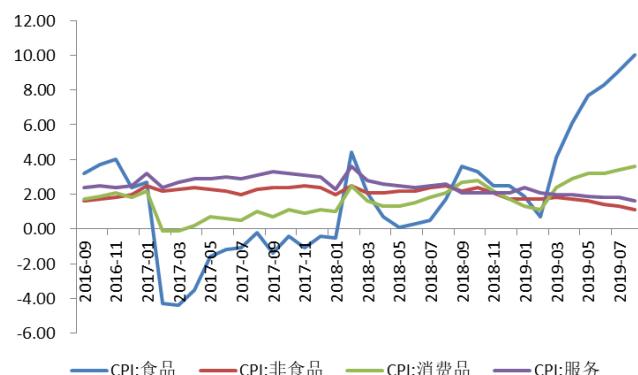


图 7：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

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

环比来看，CPI 上涨 0.7%，较上月提升 0.3pct。其中食品价格上涨 3.2%，非食品价格上涨 0.1%。食品价格涨幅较上月提升 2.3pct，影响 CPI 上涨与 0.64pct。受非洲猪瘟疫情的持续影响，猪肉供应偏紧，价格上涨 23.1%，涨幅较上月扩大 15.3pct，影响 CPI 上涨约 0.62pct；受中秋节临近和消费替代影响，鸡蛋、牛羊鸡鸭肉价格上涨 2.0%—5.9%，合计影响 CPI 上涨约 0.10pct；受台风及高温天气因素影响，鲜菜因不利于生产和运输而供给减少，价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.07pct；时令水果继续大量上市导致鲜果价格下降 10.1%，降幅环比扩大 3.9pct，影响 CPI 下降 0.22pct。非食品价格涨幅较上月回落 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.07pct。受暑期出行旺季持续带来的出行增加影响，旅馆住宿、飞机票和旅行社收费价格分别上涨 1.6%、0.8% 和 0.3%；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 1.1% 和 1.2%。台风、高温和暑期持续带来的供需变动持续影响部分品类的价格走势。

2.2 社会消费品零售数据

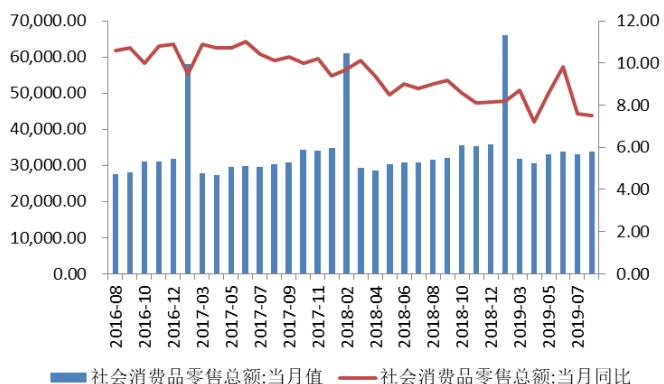
2019 年 8 月，社会消费品零售总额 33896 亿元，同比增长 7.5%，增速较上月回落 0.1pct，消费品市场受汽车类商品销售降幅扩大等因素影响较大，8 月汽车类零售额同比下降 8.1%，降幅环比扩大 5.5pct。若扣除汽车类商品零售额的影响，8 月份社零增速同比提升 9.3%，相同口径下较上月加快 0.5pct。整体来看市场销售总体平稳，1-8 月社零总额累计同比增长 8.2%，较上月收窄 0.1pct，除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.1%。按经营单位所在地分，1-8 月城镇消费品零售额 224412 亿元，同比增长 8.1%；乡村消费品零售额 37768 亿元，增长 9.0%，乡村零售增速继续高于城镇。

从限上商品零售增速来看，除汽车以外的消费品零售额增速有所加快，其中满足居民基本生活类商品增长较快。8 月粮油食品类同比增长 12.5%，增速较上月提升 2.6pct，虽然鲜菜鲜果价格涨势暂缓，但猪肉供给偏紧带来自身及替代品类价格环上扬，一定程度上影响了食品类零售额的增长；日用品类同比增长 13.0%，增速较快且继续保持两位数增长，增速与上月持平。服装鞋帽、针纺织品类同比上涨 5.2%，增速较上月



加快 2.3pct。

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（%）



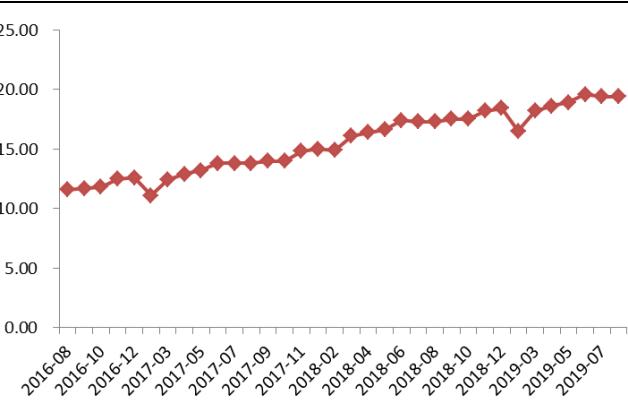
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

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

可选品类中的部分消费升级类商品增长加快。经历过 7 月的消费透支效应后，8 月可选消费品零售额回归常态，化妆品、文化办公用品、家电音像、通讯器材类同比分别增长 12.8%、19.8%、4.2% 和 3.5%，增速较上月分别提升 3.4pct、5.3pct、1.2pct 和 2.5pct，其中文化办公用品类增速达到年内高点，应是受到开学季即将来临的影响。继 7 月化妆品增速跌落个位数区间后，8 月小幅回暖重新回到双位数时代，但金银珠宝类的降幅则持续扩大，8 月为-7%，较上月扩大 5.4pct。

2019 年 1-8 月，全国网上零售额 64393 亿元，累计同比增长 16.8%，增速较 1-7 月持平，网上零售保持快速增长。在移动互联网普及率不断提升，网民规模持续扩大，以及城乡物流配送体系日益完善等因素的支撑下，网上零售增势良好。1-8 月实物商品网上零售额 50745 亿元，累计同比增长 20.8%，比同期社零增速高出 12.6pct，占社零总额的比重为 19.4%，较去年同期提升 2.1pct。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 30.6%、19.7% 和 20.2%。

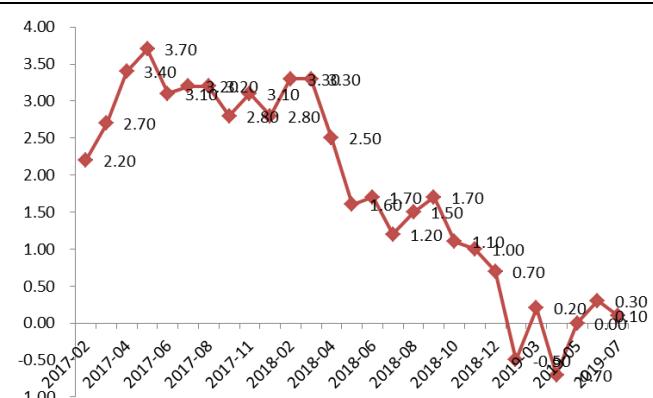


2.3 全国大中型零售企业销售额数据

根据中华全国商业信息中心统计，1-7月份全国百家重点大型零售企业零售额同比增长0.1%，增速较1-6月份放缓0.2pct。其中粮油食品类/化妆品类/日用品类分别累计增长3%/8.8%/0.6%，增速虽然较1-6月份分别放缓0.3pct/0.7pct/0.3pct，但均实现同比正增长。上半年在市场整体增速放缓的趋势下，化妆品行业仍能保持较高速增长，有望开拓实体零售企业细分行业增量市场。

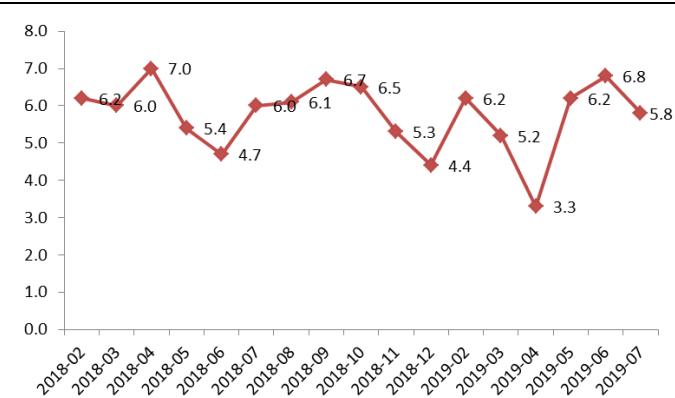
限下商品零售增速快于市场整体增速，下半年大众消费品市场增速有所提升。1-7月份实体店消费品零售额增长5.7%，增速较1-6月份提升0.1pct。其中，7月份同比增长5.8%，增速较上月放缓1pct。1-7月份限额以下单位和个体户商品零售额实现126137亿元，累计增长10.7%，增速与1-6月持平。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额增长的贡献率为78.9%，占商品零售总额的比重为62%。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

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

➤ 阿里20亿美元收购网易考拉 领投网易云音乐

北京时间9月6日，网易与阿里巴巴共同宣布达成战略合作，阿里巴巴集团以20亿美元全资收购网易旗下跨境电商平台考拉。同时，阿里巴巴作为领投方参与了网易云音乐此轮7亿美元的融资。作为同在杭州成长起来的互联网企业，未来双方将更紧密地合作，共同探索数字经济时代的未来。网易公司首席执行官丁磊表示，与阿里巴巴达成合作符合网易在新时期下的战略选择，有利于各方的长远发展。网易期望考拉能够在阿里巴巴生态体系内，持续为用户提供优质的跨境电商服务。阿里巴巴集团首席执行官张勇表示，对中国进口的消费市场充满信心。天猫进出口事业群总经理刘鹏将兼任考拉CEO。考拉品牌将继续保持独

立运营。(联商网)

➤ **37 家万达百货完成苏宁系统切换 全面融入苏宁体系**

9月9日消息，苏宁易购线下百货宣布完成了苏宁智慧零售系统的全面切换，此前已经更名为苏宁易购 PLAZA 的万达百货，至此正式融入到苏宁大体系中，全面进入苏宁时代。自今年2月宣布收购万达百货后，苏宁开始对万达百货快速改造 4月参战苏宁 418 大促，5月宣布更名苏宁易购 PLAZA，7月份启动门头更换，8月底完成苏宁智慧零售系统的切换。线下百货相关负责人表示，系统切换自从4月下旬项目组成立以来，仅仅用时4个月，就顺利完成了方案设计、系统开发、人员培训及上线等工作，实现了近5000家联营店铺，300家租赁代收代付店铺，2200个SKU、12000件自营商品的顺利切换。这也显示出苏宁补强百货市场的决心。(联商网)

➤ **全国 8 月新开 21 个购物中心 多以中小体量为主**

在“金九银十”热潮即将席卷而来时，8月份商业地产市场中新购物中心供应迎来暴风雨前的宁静。据统计，8月全国新开业各类商业项目21个（不含专业市场、游乐园、酒店及写字楼裙房，且商业面积 ≥ 2 万m²），且多以中小体量为主，新增商业体量228.74万方，平均商业体量10.89万方。此外，诸如广州宜家新天河商场、麦德龙重庆沙坪坝商场、郑州宜家商场、商业建筑面积1万方的深圳港铁颂荟 TIA Mall 等项目也已开业。

8月份新开21个商业项目的数量，基本在近五年的基础水平线上，尤其是2016年至2019年8月份的开业量都在20-25的区间内。从体量角度看，8月新开的商业项目中，多以中小体量为主，2至5万方（含2万方，不含5万方）最多，占比约38%；规模在10至15万方（含10万方，不含15万方）占比约24%；5至10万方（含5万方，不含10万方）占比同约19%；15万方以上的商业项目同样占比约19%。(联商网)

4. 投资建议

截止8月31日，74家零售企业公布半年度财务报告。2019Q2CS 零售营收规模小幅提升，但增速回落明显，归母净利润增速水平下降明显，回落幅度较大。18-19Q2期间费用增速持续高于营收增速，19Q2 费用同比上涨压制归母净利润增长；19Q2 毛利率环比回落，净利率环比提升，ROE 环比明显提振。今年 Q2 社零增速回升明显，且可选品类的增速较 Q1 相比显著复苏，对百货板块产生提振作用，导致百货板块 Q2 营收增速较 Q1 有所回升，归母净利润增速大幅回暖，在三个子版块中表现最佳，百货企业发展购物中心的转型策略的成效初显，并反应到利润端；超市板块表现较为稳健，是子行业中营收增速最高的板块，同时较 Q1 小幅提升 0.71pct，利润端则呈现两极分化，受益 CPI 持续上涨及行业自身加速扩张、升级店效、供应链整合等因素的影响，龙头企业业绩增速表现靓丽，但亏损企业业绩降幅较大拖累板块整体业绩增速；

连锁行业主营业务较为复杂，业绩持续分化，营收端增速较 Q1 放缓 0.5pct，归母净利端降速则扩大 8.58pct，头部业绩占比较大企业增速转负，个别企业亏损持续扩大，板块整体增速表现承压明显。

从需求来看，当前内需已经成为经济增长的主要动力，消费的扩大对经济增长的拉动作用在提高。上半年，内需对经济增长贡献接近 80%，其中最终消费支出对经济增长贡献达到 60.1%，内需持续扩大，结构不断优化。但今年以来国际经济环境较为复杂，全球经贸增长放缓，我国正处在结构调整的攻坚阶段，经济还存在一定的下行压力。我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性的细分行业，同时关注中报期业绩符合预期或超预期的零售企业，主要关注以下几条主线，

1) **当前价格涨势总体保持稳定，但食品类价格对 CPI 的影响不断扩大，因供给偏紧带来的猪肉价格增长将影响食品 CPI 继续走高，必选消费品持续稳健增长，超市板块仍具有一定抗周期性布局价值，建议关注集中聚焦超市主业放权十大战区，核心地区创新业态有所突破，各战区有均衡发展之势，并坚持以智能中台为基础打造食品供应链，要约收购中百股份，提升湖北市场份额的永辉超市；以及持续完善在区域密集布局、多业态互补、一体化物流、供应链建设、生鲜经营等方面的优势，在巩固成熟区域的同时加快新区拓展速度，推动业态精细分级，同店收入行业居前，持续提升供应链效率，支撑连锁业务拓展的家家悦；**

2) **百货行业受宏观经济波动影响较为明显，在同质化竞争激烈和电商分流的消费环境里，行业积极探索新业态新模式，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升坪效客流，我们认为低估值龙头具备估值修复的机会，建议关注深入推进数字化、体验式、供应链三大发展战略，通过推进各业态数字化增强顾客洞察和中后台改造，公司对内夯实差异化经营特色，增厚门店服务价值，对外持续铺设门店网络扩张，推进各业态供应链整合，下沉三四线优势显著的天虹股份；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，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，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，建议关注持续推进全场景零售发展，加快社区、农村市场布局，强化社交、社群运营，进一步提升非电器品类的专业化经营能力，加快物流基础设施建设和用户体验的提升，通过丰富商品品类、优化供应链来提升内生运作效率，推进全渠道布局尤其是对低线市场和社区市场布局的苏宁易购；以及以电商渠道为主，用品牌授权和产业链服务打造领先的消费品创新企业，基于品牌庞大的用户基数、极具竞争力的产品性价比、丰富的供应链，下半年 GMV 仍将保持较高速成长，拥有品牌综合服务的规模优势和移动互联网营销业务持续稳健发展的能力，叠加公司基于整条价值链的赋能服务优势的南极电商。**



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。本报告清晰准确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

