

商贸零售

行业研究/投资策略报告

聚焦渠道下沉与业态升级，关注细分领域领跑者

——商贸零售行业 2019 年度投资策略

投资策略报告/商贸零售

2018 年 12 月 28 日

报告摘要：

● 短期消费承压，明年有望回暖

年初至 2018 年 12 月 27 日收盘，上证综合指数、深证成份指数、沪深 300 指数分别下跌 24.92%、34.65%、25.81%，商贸零售指数跌幅达 32.48%，跑输上证综合指数、沪深 300 指数 7.56、6.67 个百分点，跑赢深证成份指数 2.17 个百分点，行业涨跌幅在中信一级行业中排名第 19 位。目前行业整体市盈率约为 15 倍，处于历史相对低位。

另一方面，社零同比增速自今年 9 月起持续回落，11 月社零总额同比增长 8.1%，增速较去年同期下降 2.1 个百分点。

我们认为，虽然消费市场短期承压，但个人所得税起征点提高、2019 年实施抵扣政策，或有助于激发居民的消费潜力，有望促进新一年零售市场回暖。

● 渠道下沉、业态升级，关注细分领域领跑者

超市：我们认为，与美国、日本等国家相比，我国超市行业集中度具有较大提升空间，未来全国性和区域性领跑企业有望凭借生鲜、供应链等方面的竞争优势，逐步提高市场份额。部分业内优质企业与阿里、腾讯等线上巨头开展合作，有望依托电商平台的技术支持，提升运营效率。建议关注：家家悦、永辉超市。

百货：线下零售逐步复苏，传统百货企业积极谋求转型，推进与线上渠道的融合，丰富、创新业态，优化消费者的购物体验。建议关注：天虹股份。

电商：凭借方便快捷的购物优势，线上渠道保持较快发展。近年来电商领先企业积极拓展线下，发展新零售模式，布局全渠道强化竞争力。另一方面，自 2019 年起，跨境电商零售进口税收政策将调整，享受税收优惠政策的商品限额上限提高、清单范围扩大，有助于激发国内居民的消费潜力、促进消费升级，利好跨境电商行业发展。建议关注：苏宁易购、跨境通。

黄金珠宝：三四线城市黄金珠宝消费需求有望进一步扩大和升级，利好渠道布局占据优势的国内领先企业。同时，经济下行压力以及汇率波动的背景下，市场避险情绪升温，黄金投资价值强化，购买需求有望提升。建议关注：老凤祥、周大生。

化妆品：伴随消费观念的升级和女性消费力的持续提升，化妆品行业迎来广阔成长空间。我们认为，国产化妆品品牌在渠道、产品、营销、定价等多方面具备竞争优势，能够凭借差异化的定位迎合大众市场需求，未来品牌力或将不断强化，市场份额有望进一步提高。建议关注：珀莱雅。

● 投资建议

我们认为，经过前期较为充分的调整，目前商贸零售行业估值处于历史相对低位，板块优质标的具备配置价值。建议重点关注细分领域领跑者：家家悦、永辉超市、天虹股份、苏宁易购、跨境通、老凤祥、周大生、珀莱雅。

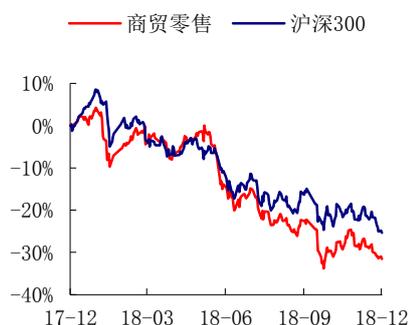
● 风险提示

消费低迷、终端需求低于预期，全渠道整合效果不达预期。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李奇琦

执业证号：S0100518060001

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

相关研究

1. 民生商贸零售周报 20181224：关注渠道融合，重视黄金珠宝投资机会
2. 民生商贸零售周报 20181217：社零增速回落，关注渠道下沉公司

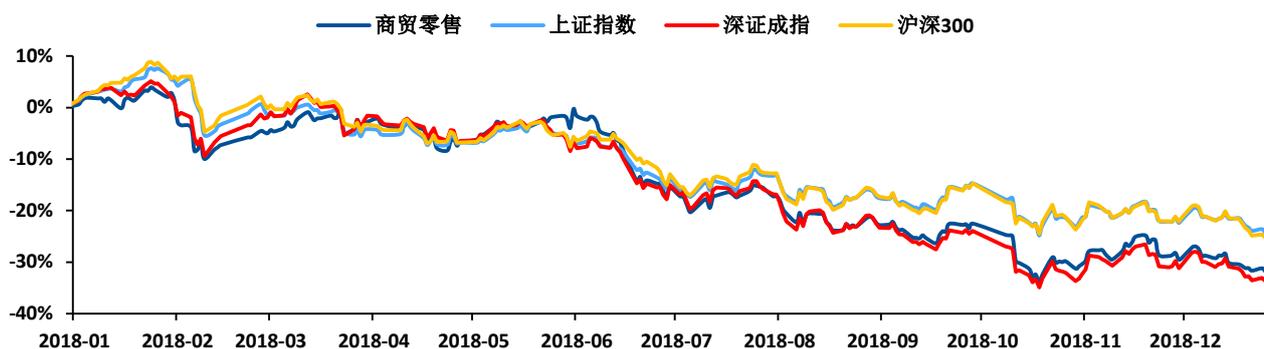
目录

一、行业估值处于相对低位，具备配置价值.....	3
二、短期消费承压，明年有望回暖.....	5
三、渠道下沉、业态升级，关注细分领域领跑者.....	8
（一）超市：优化生鲜、供应链，线上线下开展合作.....	8
（二）百货：优质百货谋求转型，积极推进业态升级.....	11
（三）电商：行业维持高景气度，跨境电商或迎政策利好.....	13
（四）黄金珠宝：市场避险情绪升温，黄金珠宝迎投资机会.....	15
（五）化妆品：行业成长空间广阔，国产品牌发力大众市场.....	16
四、投资建议.....	18
五、风险提示.....	19
插图目录.....	20
表格目录.....	21

一、行业估值处于相对低位，具备配置价值

年初至 2018 年 12 月 27 日收盘，上证综合指数、深证成份指数、沪深 300 指数分别下跌 24.92%、34.65%、25.81%，商贸零售指数跌幅达 32.48%，跑输上证综合指数、沪深 300 指数 7.56、6.67 个百分点，跑赢深证成份指数 2.17 个百分点。目前行业整体市盈率约为 15 倍，处于历史相对低位。

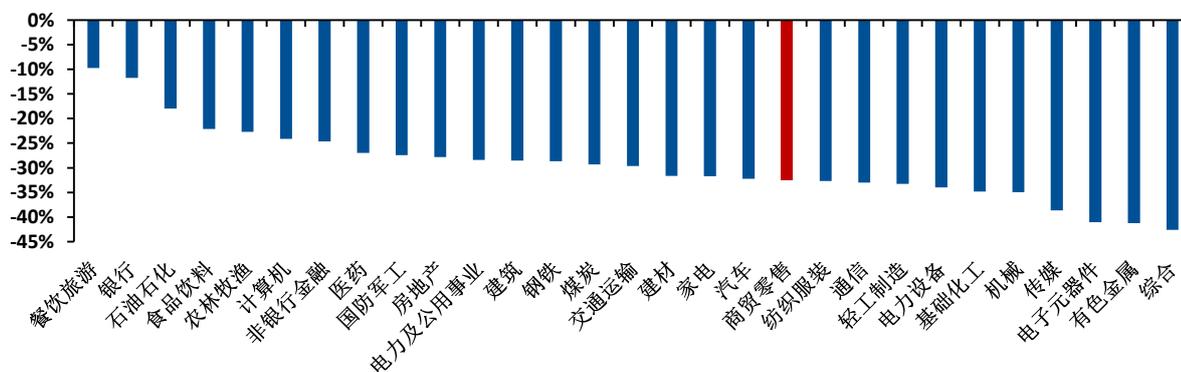
图 1：年初至 12 月 27 日商贸零售板块走势情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

从板块涨跌幅排名来看，商贸零售位列中信一级 29 个行业的第 19 位。

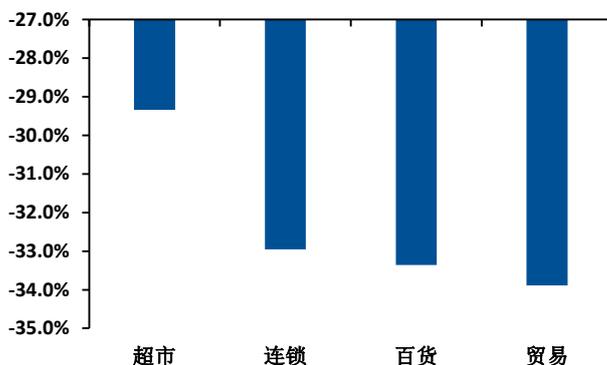
图 2：年初至 12 月 27 日商贸零售行业涨跌幅位列中信一级行业第 19 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

年初至 12 月 27 日，商贸零售行业各子板块均呈下跌态势：贸易板块下跌 33.89%；零售板块下跌 32.09%，其中，百货板块下跌 33.36%，连锁板块下跌 32.95%，超市板块下跌 29.34%，是年初至今下跌最少的细分行业。

图 3：年初至 12 月 27 日商贸零售行业各细分板块均呈下跌态势



资料来源：Wind，民生证券研究院

2017 年至今，商贸零售板块估值持续下行，目前已接近近三年来最低水平。截至 2018 年 12 月 27 日收盘，行业市盈率约为 15 倍。超市、百货、贸易、连锁各细分板块市盈率分别为 37 倍、16 倍、14 倍、12 倍。我们认为，经过前期较为充分的调整，当前商贸零售板块具有一定投资安全边际。

图 4：商贸零售行业估值处于近三年来相对低位



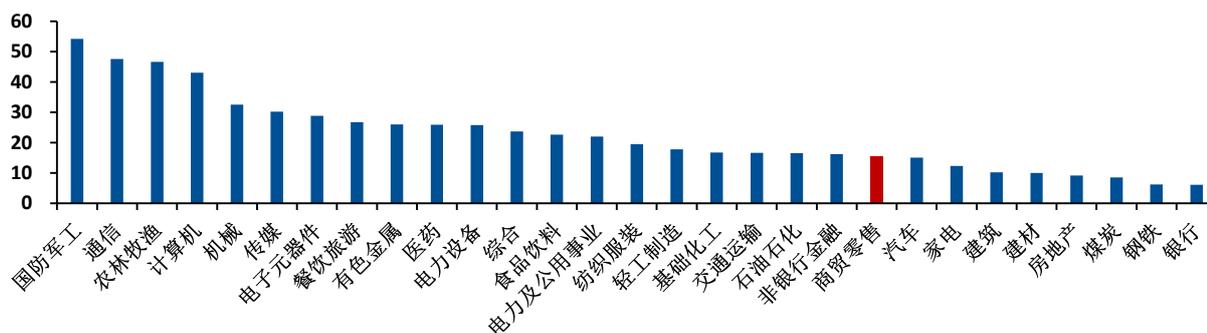
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：各细分板块近三年市盈率对比



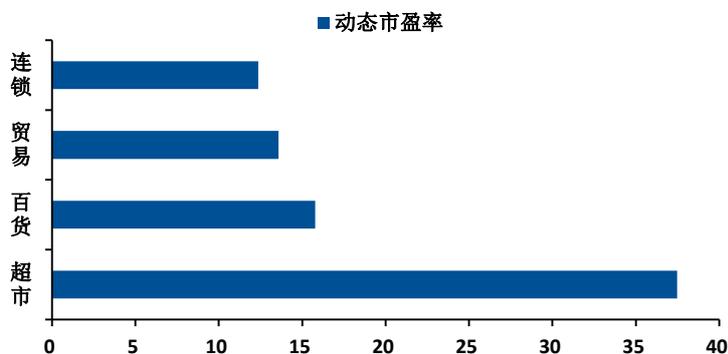
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：中信一级行业当前市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：商贸零售行业各细分板块当前市盈率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

个股涨跌方面，截至 12 月 27 日，商贸零售板块涨幅排名前五的个股包括：珀莱雅（+50.66%）、爱婴室（+29.18%）、汇嘉时代（+23.38%）、重庆百货（+11.62%）、老凤祥（+9.89%）；涨跌幅排名后五位的个股分别是：南京新百（-76.82%）、金洲慈航（-66.71%）、宏图高科（-62.91%）、金一文化（-60.35%）、中央商场（-58.91%）。

表 1：年初至 12 月 27 日涨跌幅排名前五名的个股

证券代码	证券名称	年涨跌幅	当前股价（元）
603605.SH	珀莱雅	+50.66%	42.90
603214.SH	爱婴室	+29.18%	37.00
603101.SH	汇嘉时代	+23.38%	16.64
600729.SH	重庆百货	+11.62%	27.55
600612.SH	老凤祥	+9.89%	43.88

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2：年初至 12 月 27 日涨跌幅排名后五名的个股

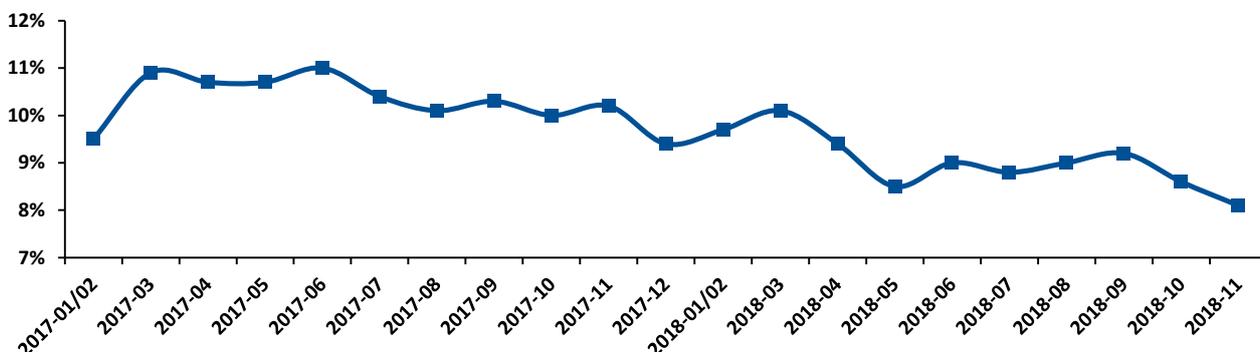
证券代码	证券名称	年涨跌幅	当前股价（元）
600682.SH	南京新百	-76.82%	8.70
000587.SZ	金洲慈航	-66.71%	2.33
600122.SH	宏图高科	-62.91%	3.57
002721.SZ	金一文化	-60.35%	6.32
600280.SH	中央商场	-58.91%	3.23

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、短期消费承压，明年有望回暖

受宏观经济形势变化影响，近期消费市场承压。自 9 月起，社会消费品零售总额同比增速持续下滑，11 月社零总额为 35,260 亿元，同比增长 8.1%，增速较去年同期下降 2.1 个百分点，较 10 月回落 0.5 个百分点。1-11 月份社零总额为 34.51 万亿元，同比增长 9.1%。

图 8：今年 9 月以来社零增速略有回落

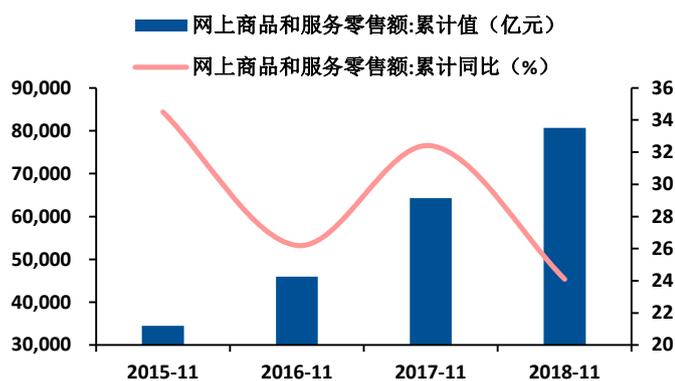


资料来源：国家统计局，民生证券研究

11月限额以上商品零售额达1.29万亿元，同比增长2.0%。分品类看，11月必需消费品增速有所回升，其中粮油、食品，服装鞋帽、针纺织品，以及日用品零售额分别同比增长10.6%、5.5%、16.0%，增速较10月分别提升3.3、0.8、5.8个百分点。金银珠宝零售额同比增长5.6%，增速较10月提升0.9个百分点。化妆品零售额同比增长4.4%，增速较10月下降2.0个百分点。

国内网络零售额增速有所放缓，但仍然保持较快速增长。2018年1-11月国内网上商品和服务零售额达到8.1万亿元，累计同比增长24.1%，较去年同期下降8.3个百分点。实物商品网上零售额占社零总额的比重达到18.2%，较去年同期增加3.4个百分点，占比持续提升。

图 9：网络零售额增速下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

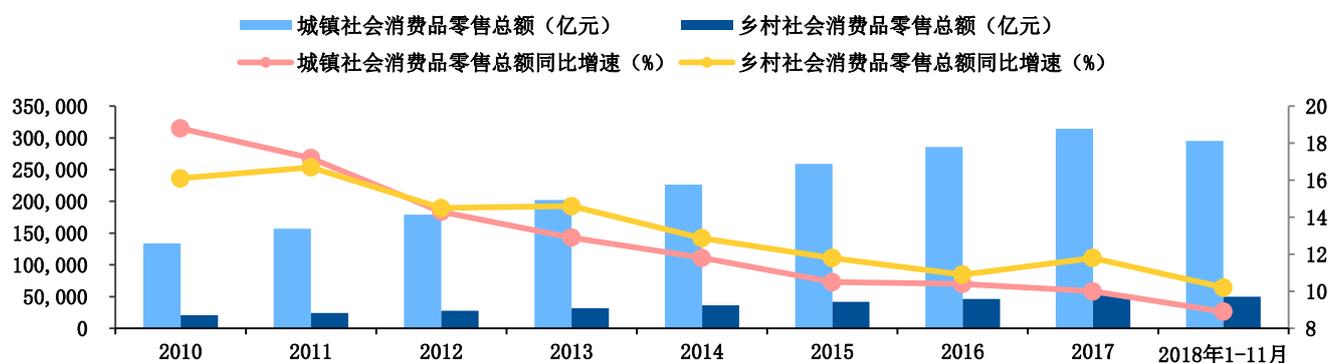
图 10：实物商品占社零总额比重持续上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

2012年以来，乡村社会消费品零售总额同比增速始终高于城镇同期水平。2018年1-11月，乡村社会消费品零售总额达到4.98万亿元，同比增速10.20%，高于城镇同比增速1.3个百分点。我们认为农村消费市场具有较大的发展潜力，渠道下沉或将为零售企业带来更大发展空间。

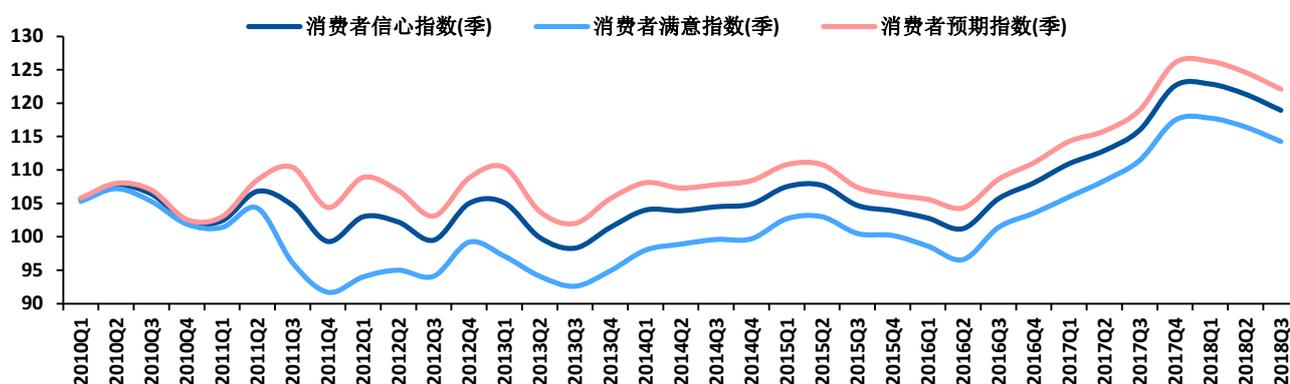
图 11: 乡村社会消费品零售总额增速高于城镇增速



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

国家统计局中国经济景气监测中心与国家发改委资料显示, 自 2016 年以来, 我国消费者信心指数逐步攀升, 2018 年 2 月指数达到 124, 为 1993 年 10 月以来的最高水平, 此后虽略有下降, 但一直维持在 118 以上。

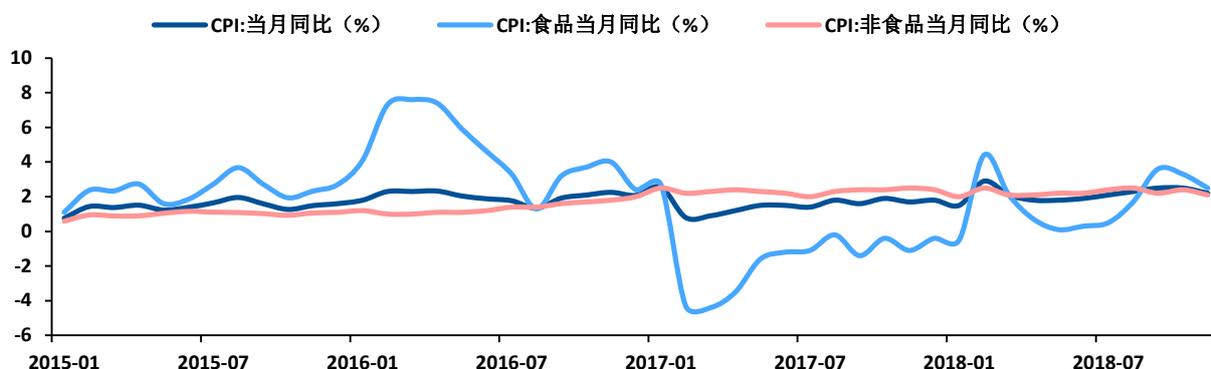
图 12: 年初以来消费者信心指数有所回落



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

11 月 CPI 同比上涨 2.2%, 较 10 月回落 0.3 个百分点, 食品项同比增长 2.5%, 较 10 月下降 0.8 个百分点; 非食品项同比增长 2.1%, 较 10 月下降 0.3 个百分点。总体来看, CPI 保持温和上涨, 利好超市板块。

图 13: CPI 保持温和上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

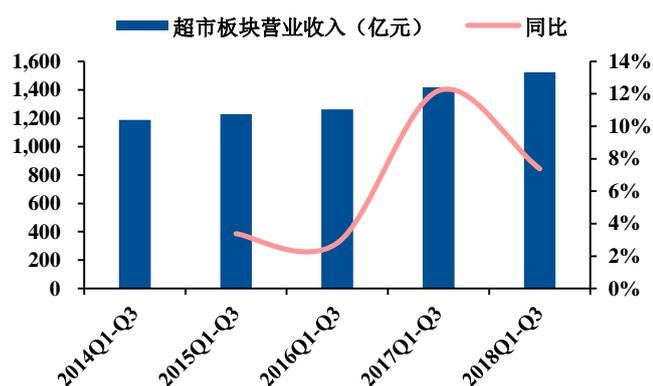
我们认为, 虽然消费市场短期承压, 但个人所得税起征点提高、2019 年实施抵扣政策, 或有助于激发居民的消费潜力, 有望促进新一年零售市场回暖。

三、渠道下沉、业态升级, 关注细分领域领跑者

(一) 超市: 优化生鲜、供应链, 线上线下开展合作

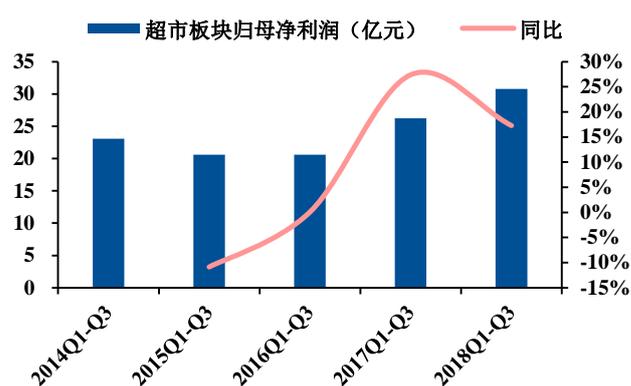
2018 年前三季度超市板块营业收入同比增长 7.38%, 归母净利润同比增长 17.29%, 业绩稳步提升。

图 14: 前三季度超市板块营业收入稳步增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 前三季度超市板块归母净利润稳步增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

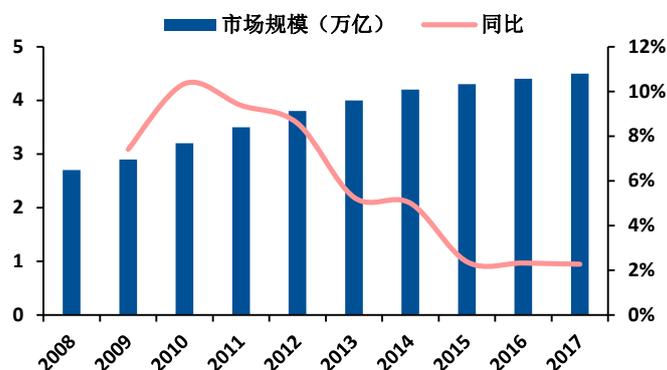
近年来全国连锁零售企业超市类门店总数基本稳定, 2017 年门店总数接近 3 万家, 较 2016 年有所下滑。2017 年行业市场规模达到 4.5 万亿元, 同比增速与 2016 年基本持平。

图 16: 全国连锁零售企业超市类门店总数略有下滑



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

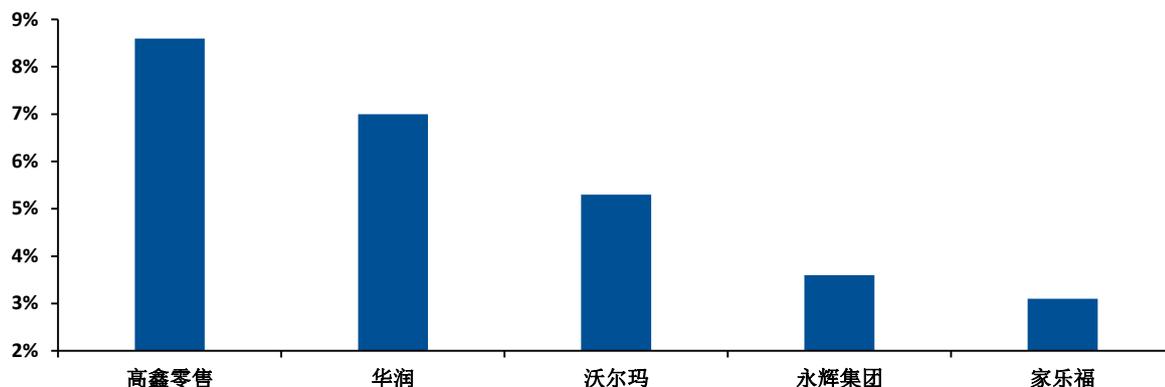
图 17: 我国超市行业市场规模稳步增长



资料来源：中国报告网，民生证券研究院

2017 年我国排名前五大的超市企业分别为高鑫零售、华润、沃尔玛、永辉集团、家乐福，市占率分别为 8.6%、7.0%、5.3%、3.6%、3.1%，市占率总和为 27.6%。另一方面，美国超市行业 CR3 为 79%，日本便利店行业 CR3 为 76%，相较而言我国超市行业集中度仍然具有较大提升空间。

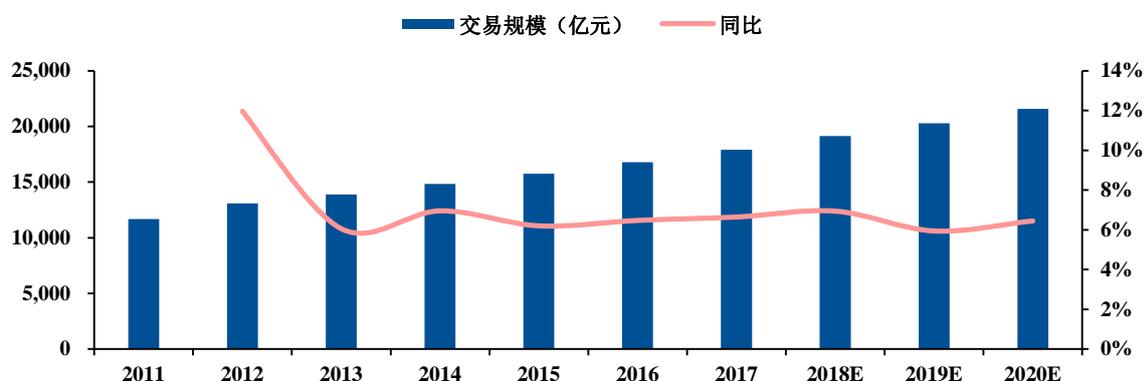
图 18: 2017 年我国前五大超市市占率



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

对于国内超市行业来说，生鲜实力是经营中最为重要的一环。生鲜可以起到聚客作用，能够增强客户黏性，有效抵御电商冲击。国内生鲜市场交易规模近年来保持稳步增长，2017 年交易规模达到 17,897 亿元，预计 2019 年将超过 2 万亿。

图 19: 国内生鲜市场交易规模稳步上升



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

不断优化供应链也是超市企业发展的重要环节。部分业内优质公司与阿里、腾讯等线上巨头开展合作, 拓展新零售业态, 优化顾客的购物体验, 同时有望依托电商平台的技术和资源支持, 提升运营效率。

图 20: 零售业线上线下融合形式

基于消费体验重构的融合	基于消费场景延伸的融合	基于供应链效率提升与渠道下沉
<ul style="list-style-type: none"> • 新型门店样板-业态重构融合 • 品牌合作线下门店 • 快闪店与主题门店 • 无人零售业态 	<ul style="list-style-type: none"> • 最后一公里配送 • 线上预约、到店自提 	<ul style="list-style-type: none"> • 传统线下门店流量入口的零售赋能 • 与品牌商合作的零售赋能

资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

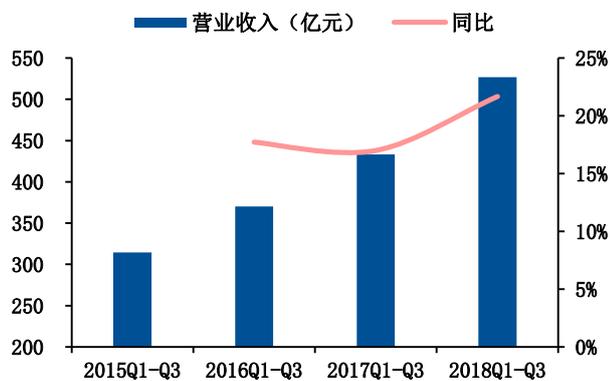
图 21: 部分新型超市业态



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

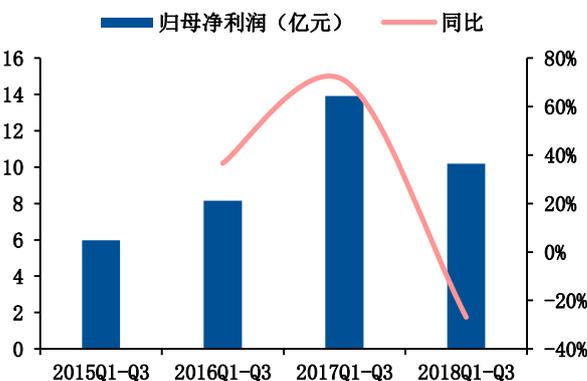
我们认为, 未来全国性和区域性头部企业有望凭借生鲜、供应链等方面的竞争优势, 逐步提高市场份额。建议重点关注全国性超市行业领跑者永辉超市。

图 22: 前三季度永辉超市营业收入稳步上升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

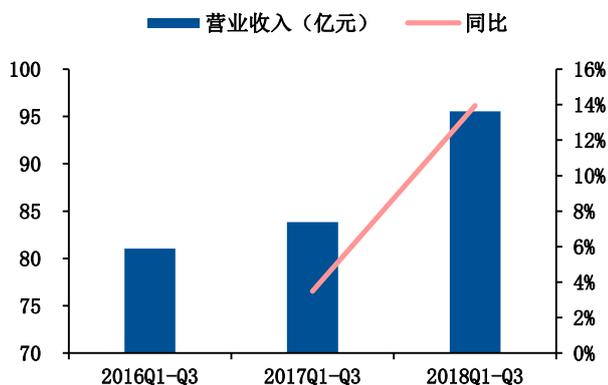
图 23: 前三季度永辉超市归母净利润有所下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

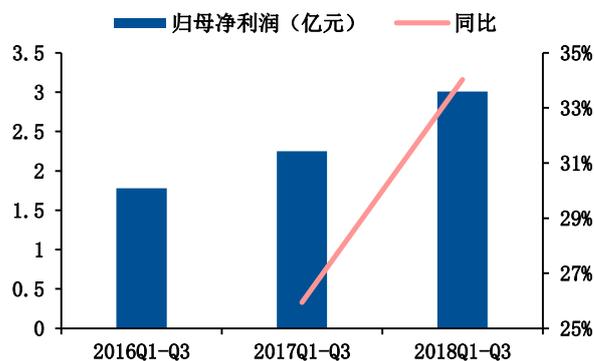
此外，我们还建议重点关注胶东区域超市行业领跑者家家悦。公司前三季度营业收入同比增长 13.95%，归母净利润同比增长 34.03%。2018 年公司在强化现有区域网络密度的同时，加快新区域布局，向青岛、济南及西部区域拓店。拟通过受让股权及增资的方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权，福悦祥目前在张家口拥有 11 处门店，在当地有一定的市场基础，张家口与北京同为 2022 年冬奥会的举办城市，地理位置和区位优势较为优越。我们认为，本次投资是公司迈出全国性战略布局的第一步，将为公司打开更大的市场空间，未来业务规模有望持续扩大。

图 24：前三季度家家悦营业收入稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25：前三季度家家悦归母净利润快速增长

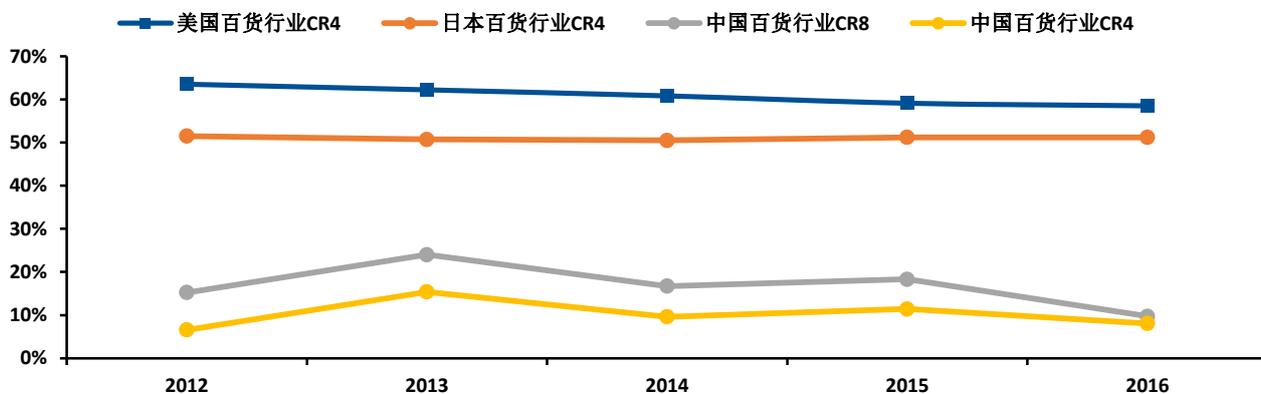


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）百货：优质百货谋求转型，积极推进业态升级

国内百货公司多为区域性企业，行业竞争较为激烈，集中度低，2016 年中国百货行业 CR4 为 8.1%，远低于日本的 51.2% 和美国的 58.5%。

图 26：中国百货行业集中度远低于美国、日本



资料来源：中国报告网，民生证券研究院

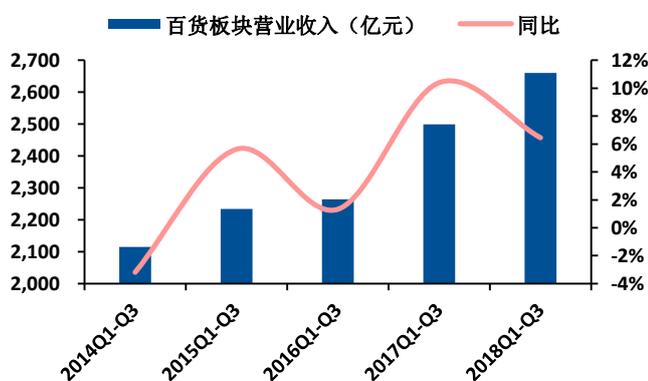
为迎合国内消费者持续升级的消费需求，传统百货公司积极谋求转型，丰富、升级、创新业态，优化消费者的购物体验。例如，部分百货企业拓展奥莱业态，成为新收入增长点；再比

如，部分百货商场注重打造生活方式体验场所，加强社交属性，通过一站式购物理念吸引更大客流。

随着线上增速放缓，电商网购对传统百货零售的冲击减弱，线下渠道逐渐复苏。在新零售理念下，部分百货行业领先企业与阿里、腾讯等线上巨头开展深度合作，推进线上线下全渠道整合与业态革新。同时，许多传统百货店也在加快自身电商平台建设，推进门店互联网化，提升管理运营效率。

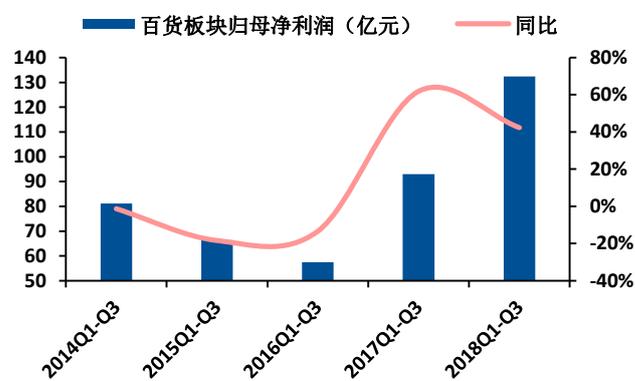
伴随渠道优化和业态升级，百货行业经营情况向好。2018 年前三季度百货板块营业收入同比增长 6.45%，归母净利润同比增长 42.35%。

图 27：前三季度百货板块营业收入稳步增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

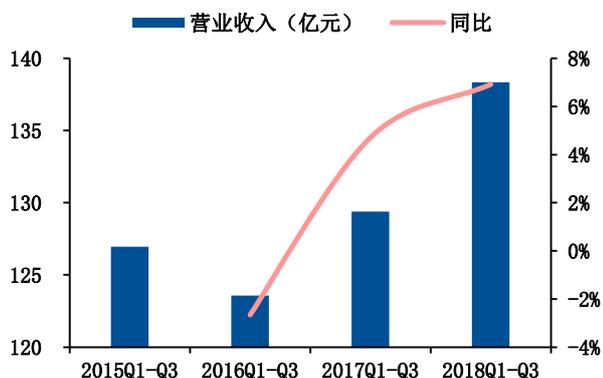
图 28：前三季度百货板块归母净利润快速增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

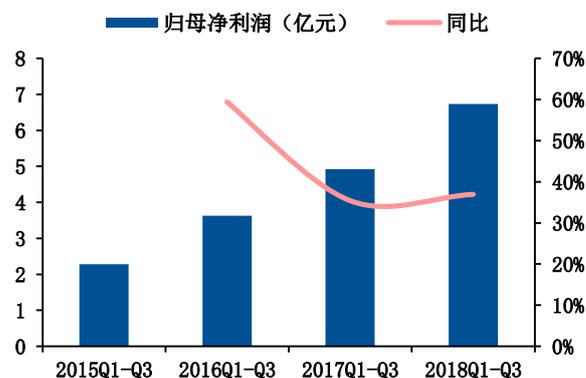
百货板块我们建议关注新零售模式的先行者天虹股份。公司积极复制和开发特色主题街区；百货数字化专柜数量不断增加，提升顾客购物效率和服务体验；与腾讯签订战略合作协议，联合成立智能零售实验室，在智能识别、AI、大数据等领域逐步开展合作，开发了手机快速买单小程序、智慧停车小程序，与腾讯在全国合作推广。我们看好公司数字化零售与服务的发展前景。

图 29：前三季度天虹股份营业收入稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30：前三季度天虹股份归母净利润快速增长

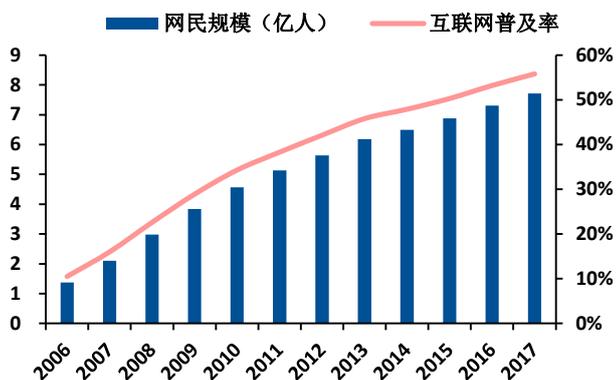


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 电商：行业维持高景气度，跨境电商或迎政策利好

截至 2017 年底，我国网民规模达到 7.7 亿人，互联网普及率达到 55.8%；网络购物用户规模持续扩大，2017 年底达到 5.5 亿人，同比增长 14.3%。

图 31：网民规模与互联网普及率持续提升



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

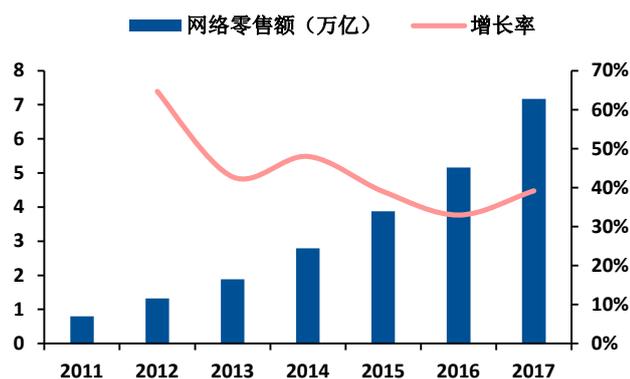
图 32：网络购物用户规模持续扩大



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

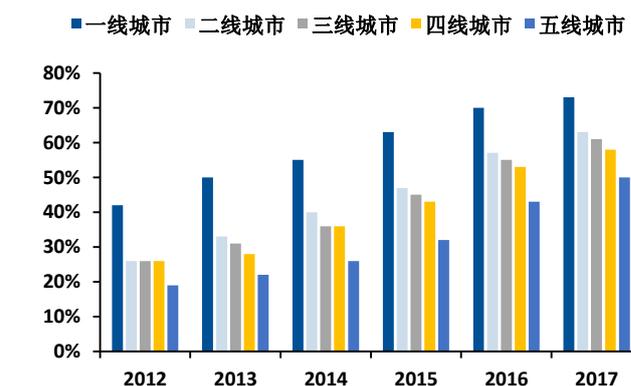
国内网络零售额持续增加，2017 年达到 71,751 万亿元，同比增长 39%，电商行业维持高景气度。“双十一”、“6.18”等网络购物节影响力不断扩大。2018 年“双十一”全天阿里巴巴总交易额达到 2,135 亿元，同比增长 27%，销售额纪录再次刷新。艾瑞咨询统计数据 displays，各线城市电商渗透率不断提升。

图 33：全国网络零售额持续快速增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 34：各线城市电商渗透率情况

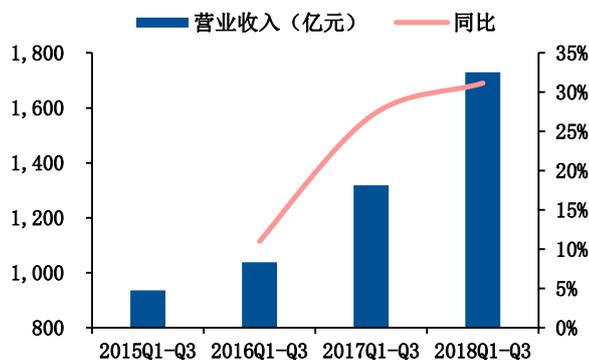


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

尽管电商仍处于快速发展的阶段，但增速已开始有所放缓，电商平台积极寻求线上线下融合发展，探索新的零售方式，应对流量红利收缩。阿里巴巴通过收购、合作等当时大力布局线下，旗下“盒马生鲜”兼具超市购物与餐饮，生鲜可现场加工，充分迎合消费者的体验式消费需求。京东亦积极布局无人超市、京东便利店等业态，并与曲美家居、美赞臣等线下零售商进行深度合作，将线上销售与线下购物体验相结合，实现优势互补。

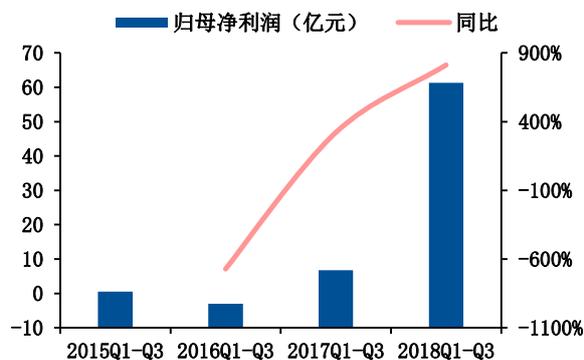
具体到 A 股零售电商公司来看，我们建议重点关注苏宁易购。作为国内电商领跑者之一，苏宁易购线上线下全渠道发展，积极推进智慧零售，同时物流、金融板块成长快速。多板块发挥协同效应，竞争优势显著，前三季度营收、归母净利润快速增长。

图 35：前三季度苏宁易购营业收入快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 36：前三季度苏宁易购净利润大幅提升

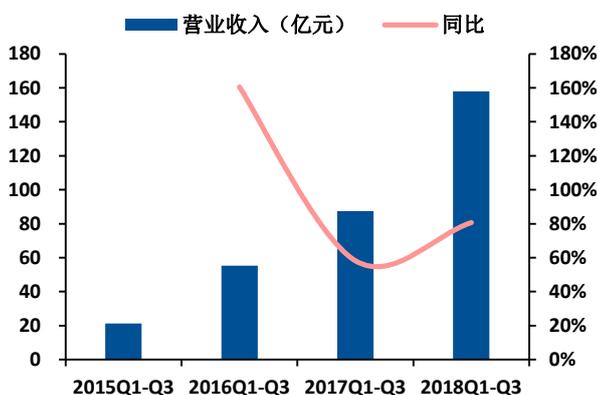


资料来源：公司公告，民生证券研究院

另一方面，2019 年起跨境电商零售进口税收政策将调整，享受税收优惠的商品限额上限提高、清单范围扩大。税收政策调整包括：1) 将年度交易限值由每人每年 2 万元提高至 2.6 万元，今后随居民收入提高相机提高。2) 将单次交易限值提高至 5,000 元，同时明确完税价格超过单次交易限值但低于年度交易限值，且订单下仅一件商品时，可以自跨境电商零售渠道进口，按照货物税率全额征收关税和进口环节增值税、消费税，交易额计入年度交易总额。3) 已经购买的跨境电商零售进口商品不得进入国内市场再次销售。商品清单调整包括：1) 将部分近年来消费需求比较旺盛的商品纳入清单商品范围，增加葡萄汽酒等 63 个税目商品。2) 根据税则税目调整情况，对前两批清单进行了技术性调整和更新，调整后的清单共 1,321 个税目。

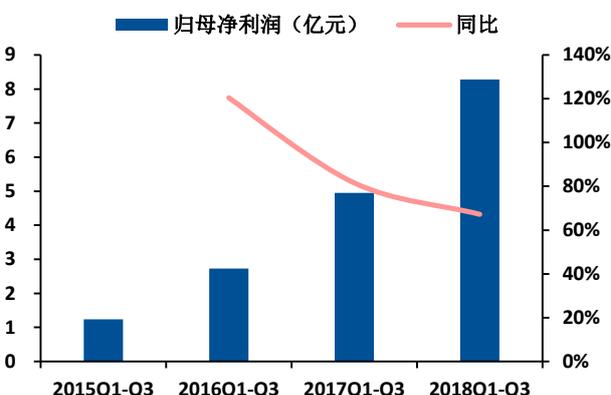
我们认为政策调整有助于激发国内居民的消费潜力、促进消费升级，利好跨境电商行业发展，建议关注业绩持续快速增长的跨境电商行业领跑者跨境通。

图 37：前三季度跨境通营业收入快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 38：前三季度跨境通归母净利润快速增长

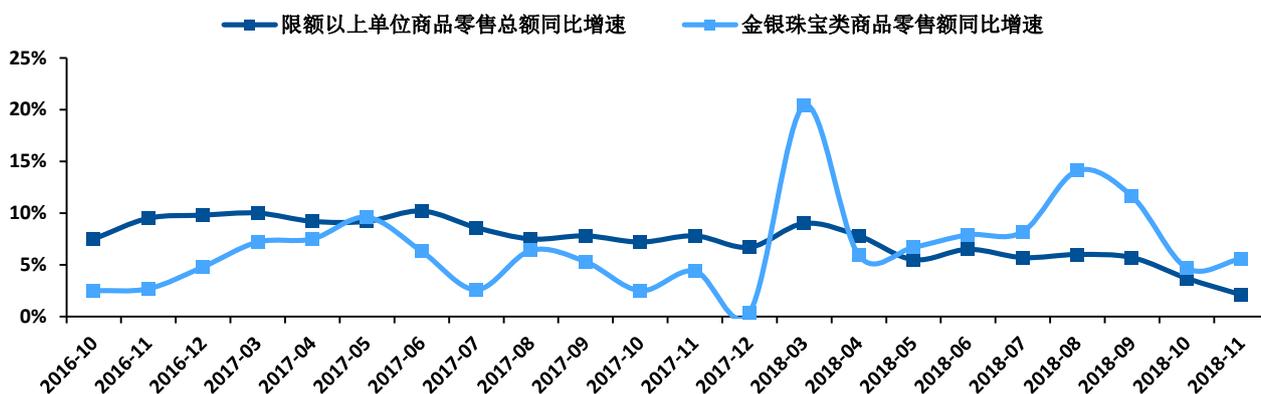


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(四) 黄金珠宝：市场避险情绪升温，黄金珠宝迎投资机会

2018年11月，我国金银珠宝类商品零售额达到230亿元，同比增长5.6%，自5月起每月同比增速一直高于同期限额以上单位商品零售总额增速。

图 39：金银珠宝零售额增速高于限额以上单位商品零售总额增速

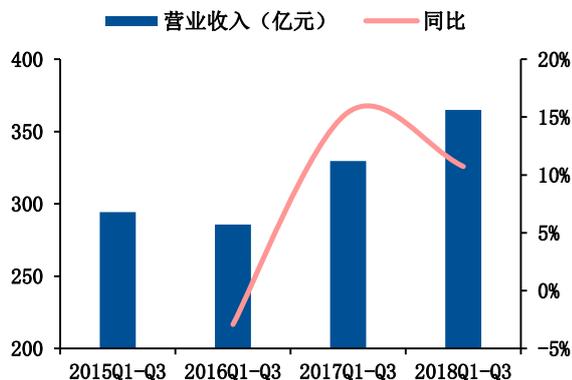


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

我们认为，经济下行压力以及汇率波动的背景下，市场避险情绪升温，黄金投资价值强化，购买需求有望提升，利好黄金珠宝企业。同时，女性消费者消费力的持续提升和三四线城市消费需求的扩大和升级促进黄金珠宝行业销售增长。老凤祥、周大生等深耕三四线城市的国内领先品牌占据渠道优势，未来业务规模有望进一步扩大。

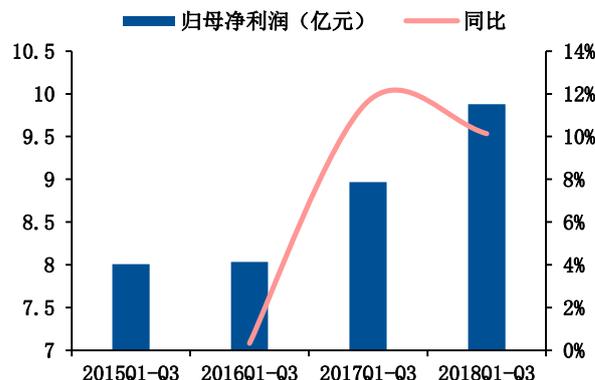
作为国内老牌黄金珠宝企业，老凤祥品牌力强、渠道布局丰富，前三季度营业收入、归母净利润稳步增长。同时，公司积极推进国企改革，未来经营活力有望进一步提升。

图 40：前三季度老凤祥营业收入稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

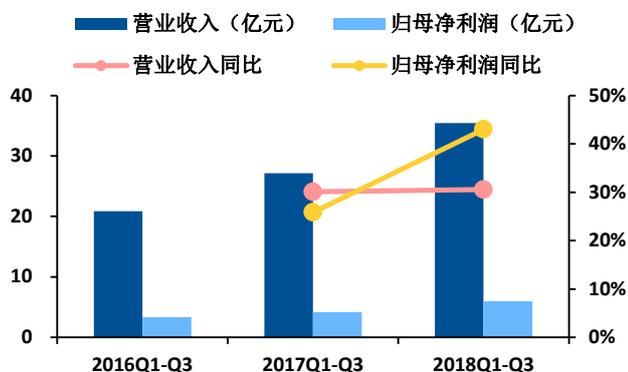
图 41：前三季度老凤祥归母净利润稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

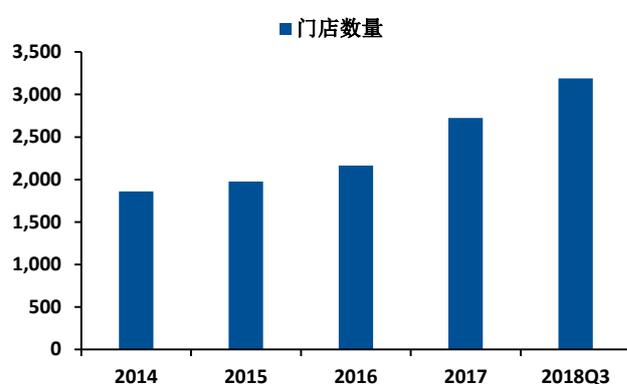
周大生镶嵌产品竞争力强，深耕三四线市场，渠道优势显著，加盟门店扩张较快，截至三季度末门店总数达到 3,190 家。前三季度公司营业收入同比增长 31%、归母净利润同比增长 43%，未来业绩有望保持快速增长。

图 42：前三季度周大生营业收入、归母净利润快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 43：周大生门店持续扩张

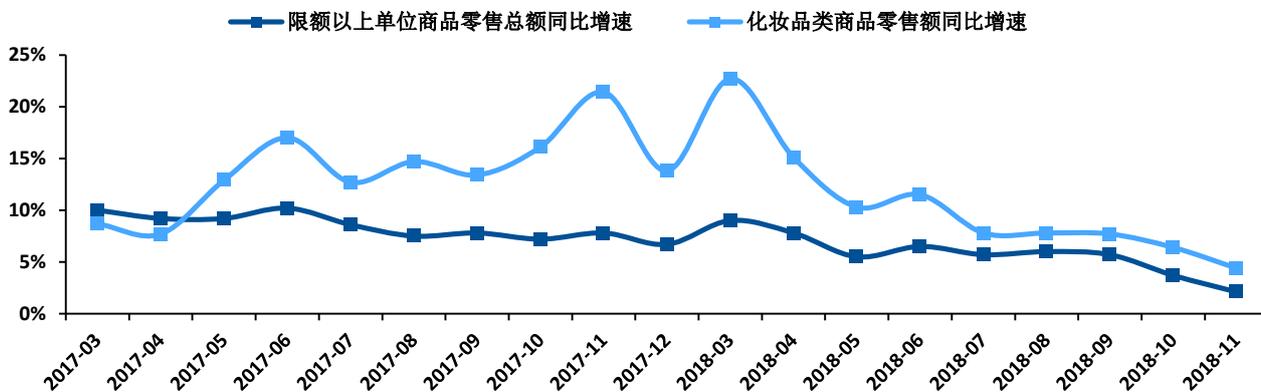


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（五）化妆品：行业成长空间广阔，国产品牌发力大众市场

伴随消费观念的升级和女性消费力的持续提升，化妆品行业迎来广阔成长空间。2018年11月国内化妆品零售总额达280亿元，同比增长4.4%，自2017年5月以来，每月同比增速一直高于同期限额以上单位商品零售总额增速。

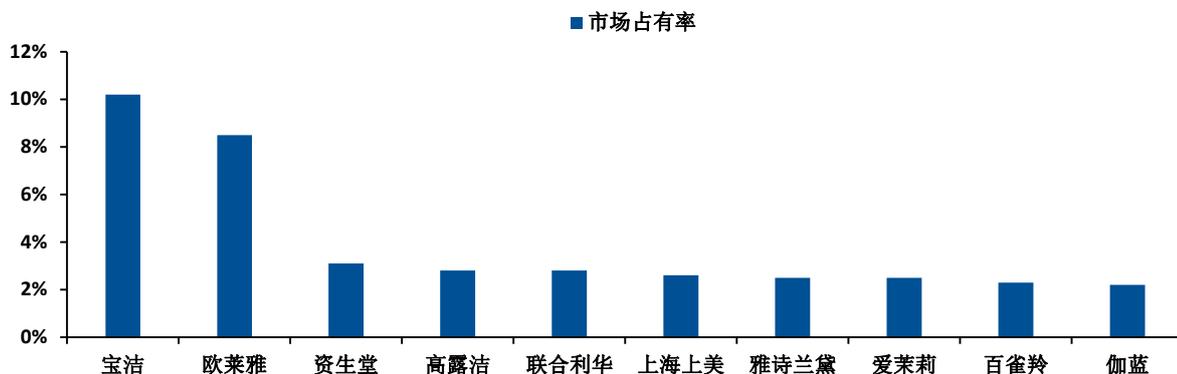
图 44：化妆品零售额增速高于限额以上单位商品零售总额增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

从目前国内化妆品市场竞争格局来看，国际品牌在高端市场占据优势，2017年宝洁、欧莱雅、资生堂位列化妆品行业市占率前三名，合计占有超过20%的市场份额。近年来国产化化妆品品牌迅速崛起，在大众市场具有较强竞争力，2017年市占率排名前十的本土企业包括上海上美、百雀羚和伽蓝集团。

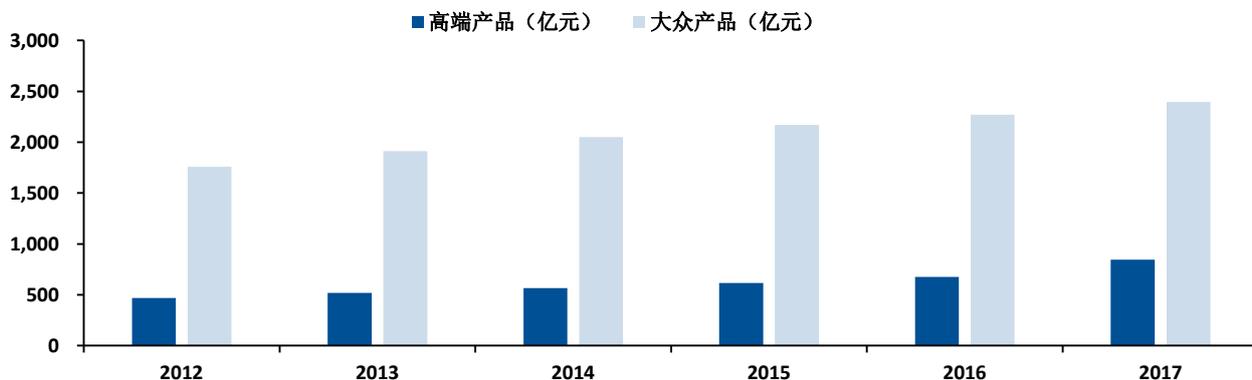
图 45：2017 年化妆品公司国内市场占有率



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

艾瑞咨询数据显示，我国化妆品市场中大众消费类产品占据约 3/4 的市场份额。我们认为，国产化妆品品牌在渠道、产品、营销、定价等多方面具备竞争优势，能够凭借差异化的定位迎合大众市场需求，未来品牌力或将不断强化，市场份额有望进一步提高。

图 46：2013-2017 国内高端品牌和大众品牌化妆品消费情况

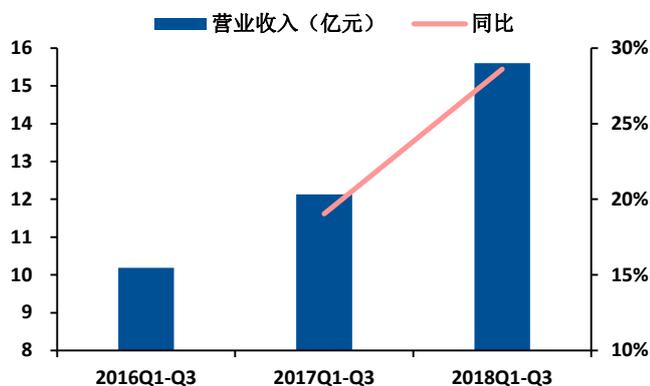


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

传统中医药与中草药理念有助于国产化妆品的研发和创新。例如，上海家化旗下的佰草集、六神，以及御家汇等品牌均以中医草本为基本理念，具备差异化竞争优势。

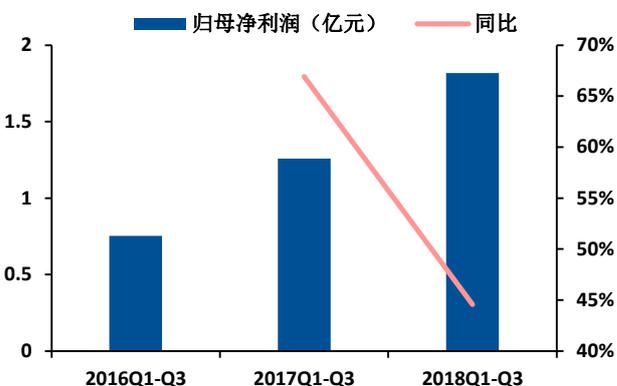
此外，电商网购的快速发展也为化妆品品牌拓宽了销售渠道。以珀莱雅为例，公司持续优化产品结构，积极拓展线上渠道，2018 年上半年日化专营店、商超、单品牌店等线下渠道实现营业收入 6.30 亿元，同比增长 9.60%；线上渠道实现营业收入 4.12 亿元，同比大幅增长 58.46%，线上营收占比已接近 40%。由于公司线上渠道盈利能力高于线下，线上占比的提升促进业绩快速增长。前三季度公司实现营业收入 15.60 亿元，同比增长 28.61%，实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 44.57%。

图 47：前三季度珀莱雅营业收入较快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 48：前三季度珀莱雅归母净利润快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、投资建议

我们认为，经过前期较为充分的调整，目前商贸零售行业估值处于历史相对低位，板块优质标的具备配置价值，建议重点关注细分领域领跑者。

1、超市板块

我们认为，与美国、日本等国家相比，我国超市行业集中度具有较大提升空间，未来全国性和区域性领跑企业有望凭借生鲜、供应链等方面的竞争优势，逐步提高市场份额。部分业内优质企业与阿里、腾讯等线上巨头开展合作，有望依托电商平台的技术支持，提升运营效率。建议关注：家家悦、永辉超市。

2、百货板块

线下零售逐步复苏，传统百货企业积极谋求转型，推进与线上渠道的融合，丰富、创新业态，优化消费者的购物体验。建议关注：天虹股份。

3、电商板块

凭借方便快捷的购物优势，线上渠道保持较快发展。近年来电商领先企业积极拓展线下，发展新零售模式，布局全渠道强化竞争力。另一方面，自2019年起，跨境电商零售进口税收政策将调整，享受税收优惠政策的商品限额上限提高、清单范围扩大，有助于激发国内居民的消费潜力、促进消费升级，利好跨境电商行业发展。建议关注：苏宁易购、跨境通。

4、黄金珠宝板块

三四线城市黄金珠宝消费需求有望进一步扩大和升级，利好渠道布局占据优势的国内领先企业。同时，经济下行压力以及汇率波动的背景下，市场避险情绪升温，黄金投资价值强化，购买需求有望提升。建议关注：老凤祥、周大生。

5、化妆品板块

伴随消费观念的升级和女性消费力的持续提升,化妆品行业迎来广阔成长空间。我们认为,国产化妆品品牌在渠道、产品、营销、定价等多方面具备竞争优势,能够凭借差异化的定位迎合大众市场需求,未来品牌力或将不断强化,市场份额有望进一步提高。建议关注:珀莱雅。

五、风险提示

消费低迷、终端需求低于预期,全渠道整合效果不达预期。

插图目录

图 1: 年初至 12 月 27 日商贸零售板块走势情况	3
图 2: 年初至 12 月 27 日商贸零售行业涨跌幅位列中信一级行业第 19 位	3
图 3: 年初至 12 月 27 日商贸零售行业各细分板块均呈下跌态势	4
图 4: 商贸零售行业估值处于近三年来相对低位	4
图 5: 各细分板块近三年市盈率对比	4
图 6: 中信一级行业当前市盈率 (TTM, 整体法)	4
图 7: 商贸零售行业各细分版块当前市盈率对比	5
图 8: 今年 9 月以来社零增速略有回落	6
图 9: 网络零售额增速下降	6
图 10: 实物商品占社零总额比重持续上升	6
图 11: 乡村社会消费品零售总额增速高于城镇增速	7
图 13: CPI 保持温和上涨	8
图 14: 前三季度超市板块营业收入稳步增长	8
图 15: 前三季度超市板块归母净利润稳步增长	8
图 16: 全国连锁零售企业超市类门店总数略有下滑	9
图 17: 我国超市行业市场规模稳步增长	9
图 18: 2017 年我国前五大超市市占率	9
图 19: 国内生鲜市场交易规模稳步上升	10
图 20: 零售业线上线下融合形式	10
图 21: 部分新型超市业态	10
图 22: 前三季度永辉超市营业收入稳步上升	10
图 23: 前三季度永辉超市归母净利润有所下滑	10
图 24: 前三季度家家悦营业收入稳步增长	11
图 25: 前三季度家家悦归母净利润快速增长	11
图 26: 中国百货行业集中度远低于美国、日本	11
图 27: 前三季度百货板块营业收入稳步增长	12
图 28: 前三季度百货板块归母净利润快速增长	12
图 29: 前三季度天虹股份营业收入稳步增长	12
图 30: 前三季度天虹股份归母净利润快速增长	12
图 31: 网民规模与互联网普及率持续提升	13
图 32: 网络购物用户规模持续扩大	13
图 33: 全国网络零售额持续快速增长	13
图 34: 各线城市电商渗透率情况	13
图 35: 前三季度苏宁易购营业收入快速增长	14
图 36: 前三季度苏宁易购净利润大幅提升	14
图 37: 前三季度跨境通营业收入快速增长	14
图 38: 前三季度跨境通归母净利润快速增长	14
图 40: 前三季度老凤祥营业收入稳步增长	15
图 41: 前三季度老凤祥归母净利润稳步增长	15
图 42: 前三季度周大生营业收入、归母净利润快速增长	16
图 43: 周大生门店持续扩张	16
图 47: 前三季度珀莱雅营业收入较快速增长	18
图 48: 前三季度珀莱雅归母净利润快速增长	18

表格目录

表 1：年初至 12 月 27 日涨跌幅排名前五名的个股	5
表 2：年初至 12 月 27 日涨跌幅排名后五名的个股	5

分析师简介

李奇琦，2016年加入民生证券，现任纺织服装、商贸零售方向负责人。中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。