

零售行业

零售行业 2019 年年度投资策略

评级

报告原因：策略研究

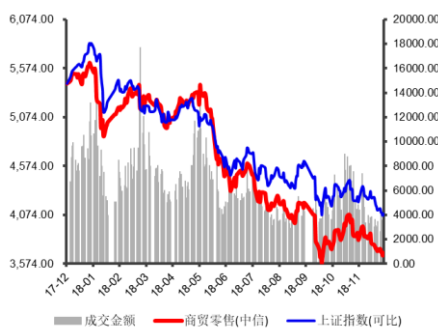
政策驱动刺激消费，实体零售全渠道数字化转型

看好

2018 年 12 月 29 日

行业研究/深度报告

商贸零售行业近一年市场表现



分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

邮箱：guqian@sxzq.com

联系人：谷茜

电话：0351-8686775

地址：

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 7 层

山西证券股份有限公司

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

投资要点：

- **社零增速进一步放缓，政策驱动刺激消费。**2018 年 1-11 月社零总额累计增长 9.1%，增速比前三季度小幅收窄 0.2pct。今年双十一效应的拉动作用不像往年一样明显，节日效应正在逐渐减弱。线上对线下的替代效应也不似往年一般明显，双线融合发展的趋势更加显著。居民的消费能力是由收入水平决定的，当前居民人均收入增长趋势同经济增速一起放缓，全国居民人均消费性支出增速明显下滑。中长期看，对居民消费支出最重要的影响因素是结构性因素。近年来政府连续出台刺激消费及减税降费一系列的政策，消费领域获得了政策面的重点支持和关注，刺激消费将成为未来一段时间里拉动国内经济增长新动力的主要引擎。政府通过刺激消费政策扩大消费影响的做法，有望带动热钱进驻消费板块。
- **新中产理性消费，全渠道融合开启数字化时代。**我国新中产阶级的稳步增长带来了经济结构性变革和消费升级转型，这种改变还在持续。这一群体的消费行为较为理性和精明，对于商品的品质感和精神满足感有一定追求，他们年轻而小有资产，冲动型消费的频率逐渐降低，对于高性价比的商品更加青睐，而对于品牌的追求也更加理性。随着智能终端和移动互联网的高速度发展，线上线下融合成为零售行业发展的大趋势。线下实体零售企业积极拥抱互联网技术，线上零售电商也开始寻求与线下的落地合作，行业整体进入双线融合发展的阶段。数字化技术正在融入零售行业的各个环节，而消费者时代的来临，促使中端的供应链体系变得更加柔性，柔性供应链体系能够为企业降低库存、提高周转，满足消费者更多样化的需求。
- **实体商超承压下沉渠道，社交内容电商方兴未艾。**从周期上看，百货行业目前处在一个较高的基点上，总体承受着较大的压力。实体百货在压力之下谋求转型，纷纷引入购物中心的流量来丰富自己的体验。随着三四线城市消费增速强劲的热潮，超市行业通过下沉渠道布局低线城市，整体业绩有所好转，社区生鲜是近两年超市行业较为热门的业态，新零售在超市领域的革新已经基本完成。下沉市场电商渗透率相对较低，城市级别越低，市场潜力越大。低线城市的熟人社交催生了社交电商的用户增长。随着电商平台获客成本的提高，传统电商逐渐加大了平台内容生态建设，内容电商模式兴起，互联网泛内容 MCN 市场呈爆发式发展。
- **投资策略：关注具备较深护城河的优质龙头。**零售板块目前估值水平处于五年以历史最低水平。在当前时点我们建议关注政府出台的刺激消费的政策及 2019 年减税降费的全面实施对于消费者信心的提振作用，从需求端上进一步刺激消费结构性升级，这种趋势下实体零售行业的整体集中度持续降低，行业分化现象十分显著，但龙头的市占率和盈利能力愈加凸显。我们建议关注实体企业中外延扩张能力较强，有能力布局三四线城市规模扩张的，以及内生通过创新整合业态结构提升坪效，内部拥抱数字化提升前中后台整体效率的企业。个股方面推荐关注王府井、天虹股份、永辉超市、家家悦、苏宁易购和跨境通。
- **风险提示：**宏观经济下行压力；消费升级不达预期；行业竞争加剧风险。

目录

1.社零增速进一步趋缓 政策驱动刺激消费.....	5
1.1 社零增速进一步放缓 必选升级成居民首选.....	5
1.2 居民收支增速均放缓 结构性因素压制消费增长.....	6
1.3 经济新动能加速壮大 网络经济增速趋缓.....	8
1.4 刺激消费政策频出 提振经济稳定增长.....	10
2. 新中产理性消费 全渠道融合开启数字化时代.....	11
2.1 聚焦新中产阶级：品质与性价比齐升级.....	11
2.2 全渠道融合：线上线下优势互补.....	13
2.3 数字化时代：供应链中台是核心环节.....	16
3. 实体商超承压下沉渠道，内容电商方兴未艾.....	18
3.1 实体百货增速承压 购物中心化加强体验.....	18
3.2 社区生鲜成生活流量入口 电商巨头加码超市新零售.....	21
3.3 社交媒体多样化 内容电商方兴未艾.....	24
4. 投资策略：关注具备较深护城河的优质龙头.....	28
4.1 个股推荐.....	30
5.风险提示.....	36

图表目录

图 1：社会消费品零售总额累计值（亿元）及同比（%）.....	5
图 2：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	5
图 3：三大产业对 GDP 增长的累计同比贡献率（季）.....	6
图 4：三大产业对 GDP 增长的累计同比拉动（季）.....	6
图 5：全国城镇居民人均可支配收入及同比（季）.....	7

图 6: 全国农村居民人均可支配收入及同比 (季)	7
图 7: GDP:居民最终消费支出 (亿元)	7
图 8: 全国居民人均消费支出累计实际同比%.....	7
图 9: 城乡居民家庭恩格尔系数% (1982-2017)	8
图 10: 住户存款、贷款、净存款增长情况 (亿元)	8
图 11: 经济发展新动能指数及增速.....	9
图 12: 最终消费支出对 GDP 的贡献和拉动.....	9
表 1: 近年刺激消费政策梳理.....	10
图 13: 2018 年中国新中产与普通民众对比.....	12
图 14: 消费时, 对下列关于商品、服务情况的同意程度	12
图 15: 老年人口 (万人) 及老年抚养比.....	12
图 16: 新中产年龄分布.....	12
图 17: 2018 年新中产每月还贷金额占收入比例.....	13
图 18: 新中产在线购物方式.....	13
图 19: 线上渠道拉动增长, 全渠道趋势凸显	14
图 20: 不同渠道消费者画像对比.....	14
图 21: 消费者购买渠道占比.....	14
图 22: 零售企业为客户提供全渠道零售面临的挑战	15
图 23: 实体零售与网络零售正快速向对方渗透	15
图 24: 供应链中台技术的数字化.....	16
图 25: 全国社会物流总额累计值及同比	17
图 26: 2018 年中国物流绩效指数 LPI.....	17
表 2: 数字化时代和工业化时代的对比.....	18

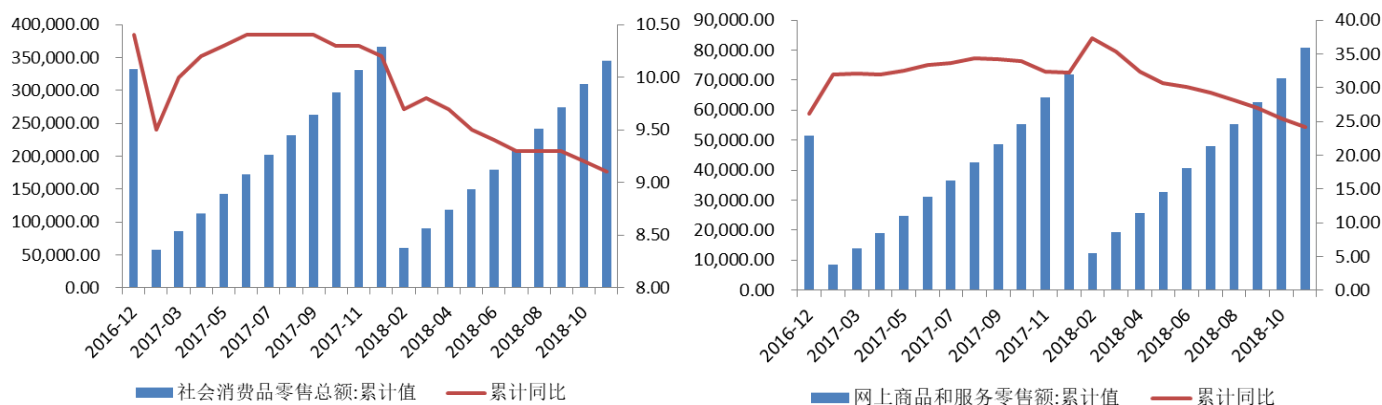
图 27: 全国百家大型零售企业销售额累计同比%.....	19
图 28: 重点流通企业销售额: 百货店当月同比%.....	19
图 29: 城市能级综合指数情况	20
图 30: 购物中心类型指数综合情况.....	20
表 3: 2018Q3, 43 家 CS 百货企业经营情况.....	20
图 31: 社区生鲜发展四个阶段	22
图 32: 社区生鲜门店小型化、生鲜占比高、客单价低.....	23
图 33: 电商巨头发力商超	24
图 34: 各级城市网购普及率.....	25
图 35: 社交媒体用户年龄分布	25
图 36: 兴趣圈在很大程度上影响消费者的购买决策.....	26
图 37: 消费者分享自己购物体验的方式	26
表 4: 社交电商模式对比.....	26
图 38: 小红书运营模式.....	27
图 39: 小红书用户、平台定位	27
图 40 2018 年 CS 商贸零售 PE (TTM) (截至 12 月 21 日)	29

1.社零增速进一步趋缓 政策驱动刺激消费

1.1 社零增速进一步放缓 必选升级成居民首选

社会消费品零售总额 1-11 月累计增长 9.1%，增速比前三季度小幅收窄 0.2pct，其中限额以上单位消费品零售额同比增长 6.1%。今年双十一效应的拉动作用不像往年一样明显，节日效应正在逐渐减弱。线上对线下的替代效应也不似往年一般明显，双线融合发展的趋势更加显著。1-11 月份汽车类零售总额下滑 1.6%，是唯一负增长的品类。今年以来汽车消费的回落十分明显，对消费整体的下拉幅度比较大，11 月单月汽车品类的同比增长为-10%，这也是当前全球包括一些发达国家和很多发展中经济体都面临的问题。整体社零增速的趋势性回落体现了较大的经济下行压力，当前外部环境严峻，变数和不确定性增加，但今年出台的一系列政策，例如提高个税起征点和抵扣政策，将有利于扩大居民消费，进一步挖掘消费的潜力。

图 1：社会消费品零售总额累计值（亿元）及同比（%） 图 2：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



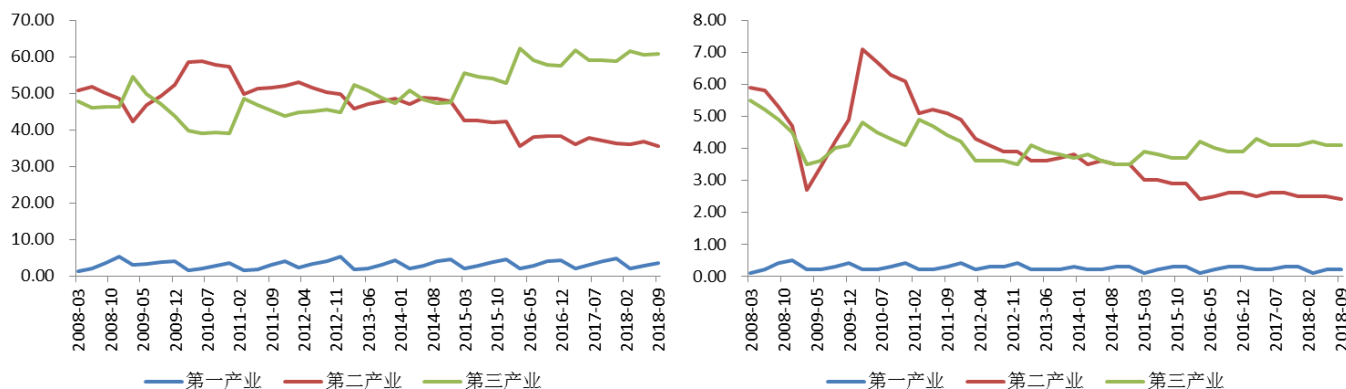
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

基本生活类商品增长较快，1-11 月份限额以上单位粮油食品类、服装类、日用品类商品同比分别增长 10.1%、8.7%和 13.4%，而餐饮收入同比增长 9.5%，增速比商品零售高 0.5pct。今年以来日用品类增速一直维持两位数增长且下半年增速明显提高，而服装类则出现趋势

性回落，餐饮收入则保持较快增长。在经济下行压力下，必选消费的升级成为居民消费首选，可选消费遭遇周期性回落。

图 3：三大产业对 GDP 增长的累计同比贡献率（季） 图 4：三大产业对 GDP 增长的累计同比拉动（季）



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

部分消费升级类商品增速较高但明显回落。1-11 月份，限额以上单位化妆品、金银珠宝和通讯器材类同比增长分别是 10.5%、8.1%、8.0%，尽管限上化妆品类增速仍处两位数区间，但是化妆品的边际增速较前三季度数据来讲明显呈现持续性回落。在消费升级的主导下，伴随着价格战与渠道战对零售行业的负面影响，居民对可选消费商品的支出占比逐渐下滑，转而寻求在服务类领域的支出占比提升。服务业类消费保持平稳较快增长，2018Q3 第三产业服务业对 GDP 增长的累计同比贡献率为 60.8%，对 GDP 累计同比拉动 4.1pct，表现均优于第一、第二产业。

1-11 月份，全国网上零售额 80689 亿元，同比增长 24.1%，其中，实物商品网上零售额占社零总额的比重为 18.2%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 36.3%、21.2%和 25.8%。线上线下融合的新业态发展提速，网上销售相对社零整体而言保持较快增长，占整个社会消费品零售总额的比重持续提高，渗透率不断攀升。

1.2 居民收支增速均放缓 结构性因素压制消费增长

居民的消费能力是由其收入水平决定的，当前居民人均收入增长

趋势同经济增速一起放缓。国家统计局数据显示，城镇居民人均可支配收入累计同比增速自 2015 年以来就一直徘徊在 6% 附近，而农村居民则在 7% 左右，并保持稳步下行的态势。虽然在 2017 年全国居民人均可支配收入累计增速有所反弹但力度有限，2017 年 9 月，城镇和农村累计同比增速一度回到 6.59%、7.52%，但随后又处于下降通道中。在这期间，农村居民人均可支配收入多数时间比城镇居民高约 1%，增速始终领先。

图 5：全国城镇居民人均可支配收入及同比（季）

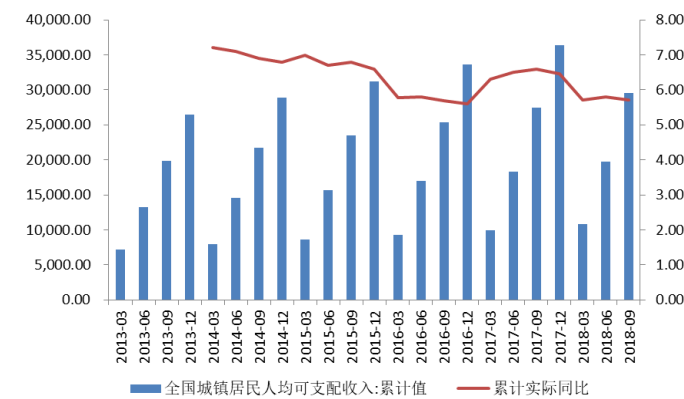
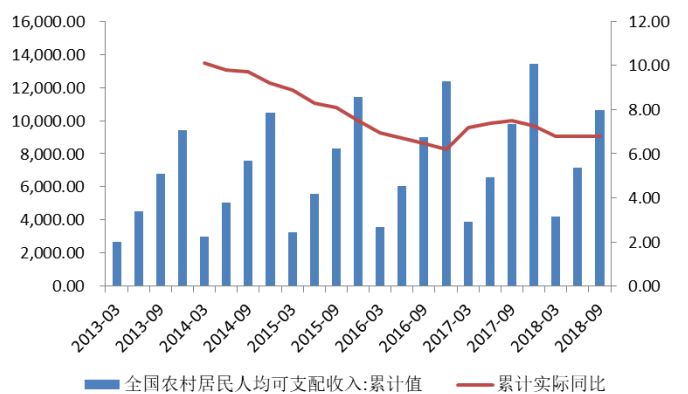


图 6：全国农村居民人均可支配收入及同比（季）



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

图 7：GDP:居民最终消费支出（亿元）

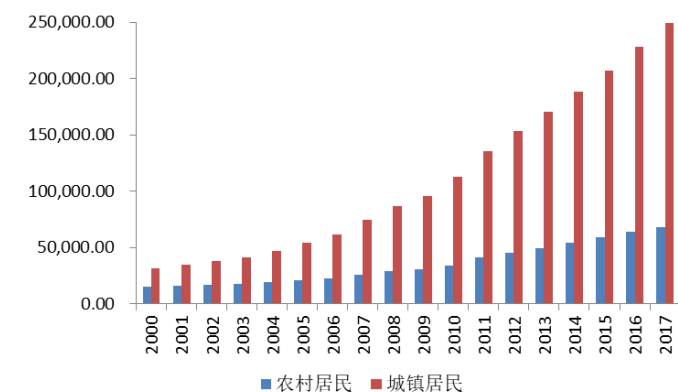
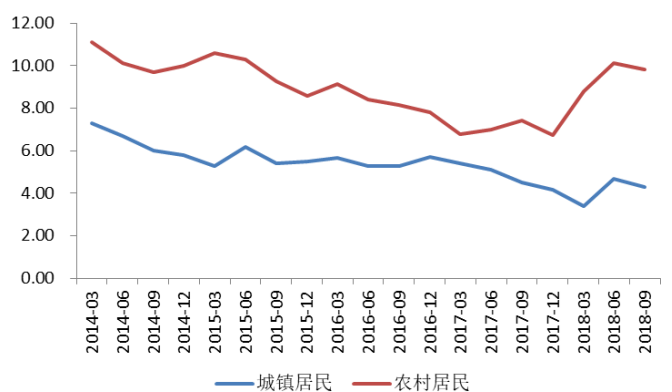


图 8：全国居民人均消费支出累计实际同比%



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

可以看到，农村居民的人均消费性支出增速整体呈现稳中有降的趋势，但城镇居民的消费性支出增速则是明显的下滑，这是导致全国居民人均消费性支出增速下行的主因。2017 年城乡居民的消费性支出增速均出现较大幅度的下滑，反馈在最终结果上就是社会消费品零售

总额的随之走低。虽然在 2018 年上半年居民人均消费性支出增速有所回升，但下半年又开始走低。中长期看，对居民消费支出最重要的影响因素是结构性因素。收入增速放缓，房贷增速迅猛，再加上棚改货币化政策的消退刺激了消费增长的退潮，使得消费增速呈现周期性回落，而购房贷款的支出占据了消费支出的较大比重且呈现持续扩大态势，使得居民储蓄越来越低，而背负的贷款却逐渐增高，持续压制着居民消费支出的增速。

图 9：城乡居民家庭恩格尔系数%（1982-2017）

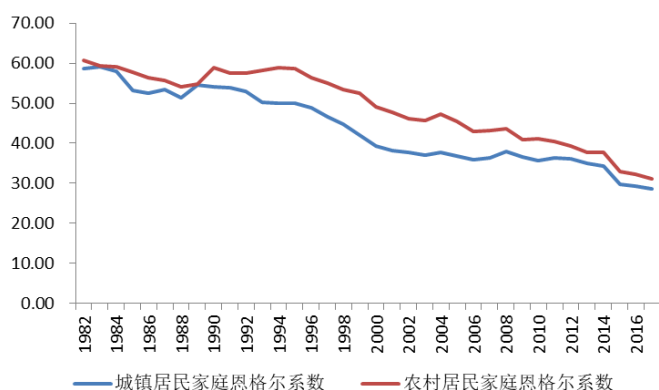
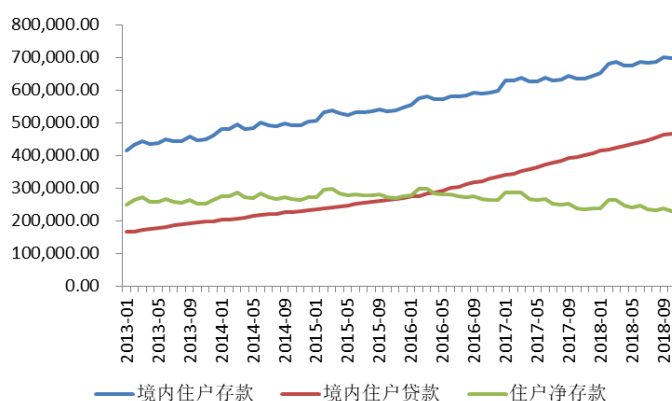


图 10：住户存款、贷款、净存款增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：中国人民银行，山西证券研究所

根据恩格尔定律，一个家庭或个人收入越少，用于购买生存性的食物的支出在家庭或个人收入中所占的比重就越大，这个比例越小，说明家庭越富裕。恩格尔系数 30-40% 之间为富裕水平，当前我国农村居民家庭处于这一阶段；而 30% 以下为最富裕，对应城镇居民家庭的生活水平。我国城镇家庭与农村家庭之间恩格尔系数的差异将越来越小，可见消费升级带来的渠道下沉的影响越来越明显。

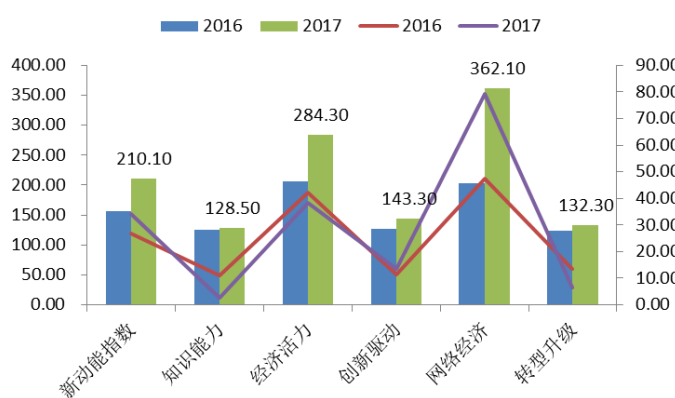
1.3 经济新动能加速壮大 网络经济增速趋缓

2018Q3 最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 78%，比 2017 年同期提高 0.5pct，拉动社会消费品零售总额增长 5.23pct，与 2017 年同期相比有所放缓。由技术和创新带动的、能够从量变到质变升级经济发展模式的新产业、新业态和新商业模式正在蓬勃兴起，极大的激发了

经济发展的新活力。国家统计局测算结果显示，2015 到 2017 年我国经济发展新动能指数分别为 123.5、156.7、210.1，分别较上年增长 23.5%、26.9% 和 34.1%，经济发展新动能指数逐年攀升，反应我国经济发展的新动能加速壮大，已经成为缓解经济下行压力，推动高质量发展的重要驱动力。其中网络经济的发展贡献最大、增速最高。

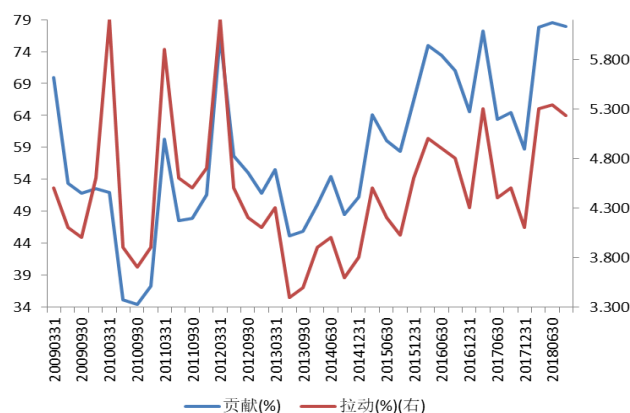
随着智能手机和移动互联网普及的不断提速，网络经济对社会零售总额的贡献和推动作用依然显著。2017 年，网络经济指数高达 362.1，对经济发展新动能指数的贡献为 34.5%，发展最快，贡献也最大。从构成指标来看，2018 年 10 月移动互联网用户数达到 13.84 亿户，比上年同期增长 11.34%，互联网宽带接入用户数达到 4 亿，比去年同期增长 17.19%；到 2018 年 8 月移动互联网接入流量达 395.33 亿 GB，累计同比增长 203.4%。同时也应该看到，新用户的增长空间已触及天花板，网络流量的红利正在逐渐消退，接下来是对存量用户的深入挖掘。

图 11：经济发展新动能指数及增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：最终消费支出对 GDP 的贡献和拉动



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

互联网平台百花齐放，线上消费的增长势头却有所减缓，在这种环境下跨境零售、智慧零售等新兴消费模式异军突起。2018 年上半年，全国电子商务交易额为 14.91 万亿元，同比增长 12.3%，据测算 2018 年全国电子商务交易额将达 37.05 万亿元；上半年跨境电子商务交易额实现 4.5 万亿元，同比增长 25%，预计 2018 年全年跨境电商交易额将达 6.75 万亿元。网络消费保持着较快增长的速度，2018Q3 全国网

上零售额增长 27%，比社会消费品零售总额增速高 17.7pct；实物商品网上零售额增长 27.7%，占社会消费品零售总额的比重从 2017 年的 14.96% 提高到 17.48%。随着移动智能设备的普及以及零售企业数字化运营的推进，人们的消费习惯逐渐重塑，线上线下融合的全渠道经营模式被寄予厚望。

1.4 刺激消费政策频出 提振经济稳定增长

消费是最终需求，既是生产的最终目的和动力，也是人民对美好生活需要的直接体现。近年来政府连续出台刺激消费及减税降费一类的政策，消费领域获得了政策面的重点支持和关注，刺激消费将成为未来一段时间拉动国内经济增长新动力的主要引擎。9 月 20 日，国务院下发关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见；9 月 30 日，国务院关税税则委员会发布公告，自 2018 年 11 月 1 日起，降低 1585 个税目的进口关税；还有 10 月 1 日起修改个税起征点使得绝大部分中产阶级工资见涨，2019 年 1 月 1 日新个税专项附加扣除政策的全面实施，共同提振了消费信心。

今年的经济环境在贸易战和去杠杆的内外夹击下，原先依靠出口和投资拉动 GDP 持续增长的作用已被弱化，为了维持经济增速的稳定增长，刺激消费政策的推出成为推动经济转型、稳定经济可持续性发展的必然诉求。短期内增加居民收入的减税政策难以反映到消费端，而从改善消费环境这一宏观层面也可以达到类似的增收效果。政府通过刺激消费政策扩大消费影响的做法，有望带动热钱进驻消费板块。

表 1：近年刺激消费政策梳理

时间	政策	主要内容
2015.11	国务院办公厅《关于加快发展生活性服务业，促进消费结构升级的指导意见》	是我国推动生活性服务业发展的第一个全面、系统的政策性文件。明确未来重点发展领域，提出 消费升级六大方向 ：服务消费、信息消费、绿色消费、时尚消费、农村消费和品质提升型消费
2016.4	发改委等 24 个部门《关于促进消费带动转型升级行动方案》	为促进居民消费扩大和升级，带动产业结构调整升级，加快培育发展新动力，增强经济韧性，按照国务院有关部署，主要围绕十个主攻方向，出台实施“ 十大扩消费行动 ”。总体

		要求为，尊重消费发展规律，创造环境引导居民扩大消费；发挥市场机制作用，激发企业主体的活力和动力；依靠改革创新引领，破除制度障碍推动转型升级；加强政府引导扶持，提高政策的针对性和有效性。
2016.5	国务院办公厅《关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》	《意见》部署开展消费品工业增品种、提品质、创品牌“三品”专项行动。《意见》的出台将推动“中国制造”进行一场“品质革命”，以品质倒逼产业转型，更好满足和创造消费需求，推进“中国制造”加快走向“精品制造”。
2016.10	国务院常务会议《关于进一步扩大国内消费的政策措施，促进服务业发展和经济转型升级》	会议指出要以改革创新增加消费领域特别是服务领域有效供给、补上短板，有利于改善民生、培育经济发展新动能，并提出下一步举措，一要消除制约养老、教育、体育等消费的体制机制障碍，二要加大旅游、文化等领域有效供给，三要出台加快发展健身休闲产业指导意见，四要促进传统消费升级，五要优化消费环境。
2017.8	国务院《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	《意见》指出，信息消费对拉动内需、促进就业和引领产业升级发挥着重要作用。《意见》聚焦重点领域，提出要丰富数字创意内容和服务，进一步扩大电子商务服务领域；支持企业加快线上线下体验中心的建设，积极运用VR、AR、交互娱乐等技术丰富消费体验。
2018.9	国务院《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》	《意见》指出，消费是最终需求，既是生产的最终目的和动力，也是人民对美好生活需要的直接体现。为完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力，《意见》提出要构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点；健全质量标准 and 信用体系，营造安全放心消费环境；强化政策配套和宣传引导，改善居民消费能力和预期。

资料来源：网络资料整理，山西证券研究所

2. 新中产理性消费 全渠道融合开启数字化时代

2.1 聚焦新中产阶级：品质与性价比齐升级

我国中等收入群体规模是世界上最大的，拥有接近 14 亿人口的市场规模，而且成长比较快。我国新中产阶级的稳步增长带来了经济结构性变革和消费升级转型，这种改变还在持续。据测算，到 2022 年将有超过 75% 的中国城市家庭收入在 6~23 万人民币中间，这相当于在购买力相同的情况下，收入介于意大利和巴西的平均之间。我国 80~90 后是新中产阶级的生力军，占比超过 70%。这一群体的消费行为和消

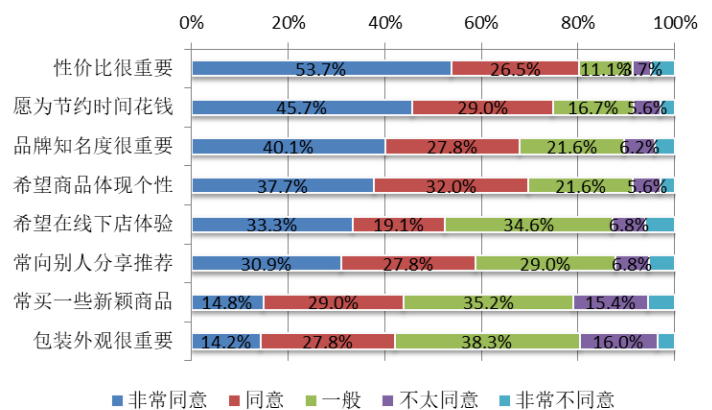
费习惯有别于其他阶层，他们的消费行为较为理性和精明，对于商品的品质感和精神满足感有一定追求，他们年轻而小有资产，冲动型消费的频率逐渐降低，对于高性价比的商品更加青睐，而对于品牌的追求也更加理性。

图 13：2018 年中国新中产与普通民众对比



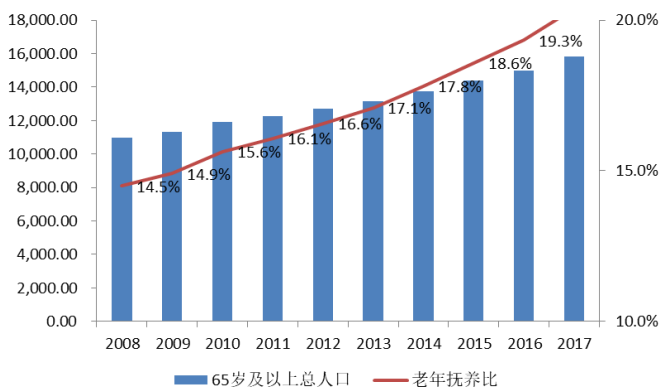
数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 14：消费时，对下列关于商品、服务情况的同意程度



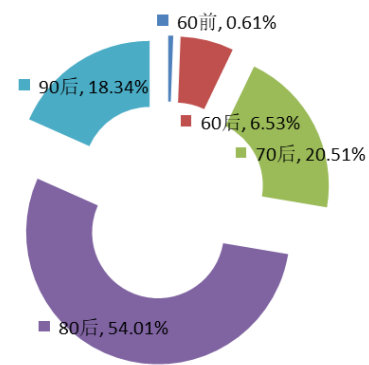
数据来源：吴晓波频道，山西证券研究所

图 15：老年人口（万人）及老年抚养比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 16：新中产年龄分布

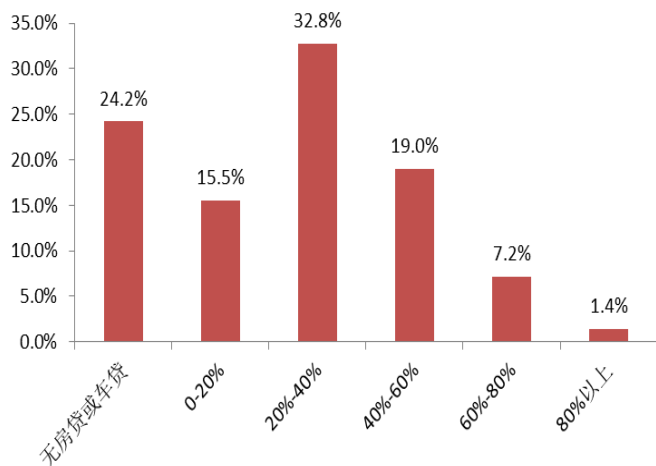


数据来源：吴晓波频道，山西证券研究所

为了维持有品质的生活状态需要一定的开支，房车相关、教育支出、父母养老等方面的支出并不容小觑，这令收入水平较低的消费者止步于客观条件，渴望通过追求高性价比来实现品质提升的需求。国家统计局数据显示，我国人口老龄化的进程正加速行进，老年抚养比是将 16 周岁以上的劳动人口与 65 岁以上老年人口相比，可以大致

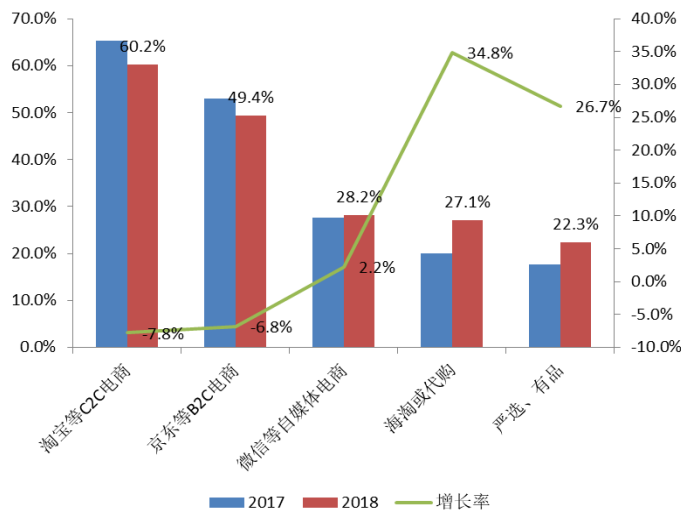
反应每 100 名劳动人口要负担的老年人数量。可以看到，十年间这一占比逐年加速提高。在人口迭代压力显著的背景下，房租、房贷、车贷等等都是影响消费能力实质性提升的现实因素。

图 17：2018 年新中产每月还贷金额占收入比例



数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 18：新中产在线购物方式



数据来源：吴晓波频道，山西证券研究所

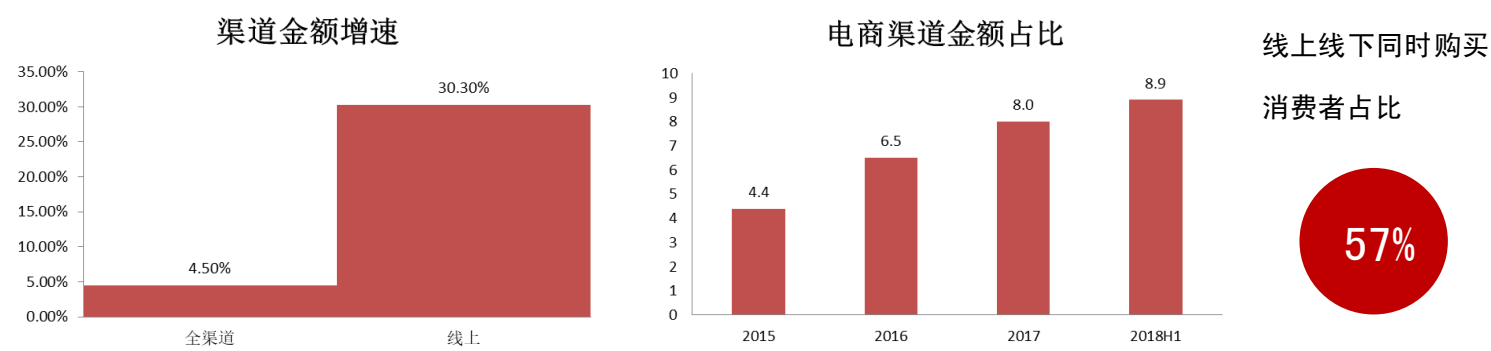
在追求高性价比的购物需求下，各类减少中间环节，绕开品牌，直接对接生产工厂的精品电商逐渐发力，成为电商中唯一保持较快增长的细分领域。新中产在做消费决策时，首先关注产品品质，在此基础上性价比才会成为重要考量依据。精品电商正是基于此种选择，在保证品质的同时，通过整合供应链与去 logo 化减少品牌溢价，从而降低终端零售价格，例如网易严选、小米有品、苏宁极物等。标准化商品生产过剩，使得供求平衡逐渐向买方市场倾斜，随着我国新中产消费者的大规模累计，庞大的消费能力和对消费升级不断攀升的诉求，对供给侧提出了品质需求的提升。数据显示，七成以上的新中产每月都需要偿还一部分贷款，其中超过 30% 的人月均还贷金额占收入的 20%-40%，还有 28% 的人月均还贷金额超过收入的 40%，可见通过高负债来提供高消费能力已经成为一种较为普遍的现象。

2.2 全渠道融合：线上线下优势互补

随着智能终端和移动互联网的高速度发展，新时代消费者的消费

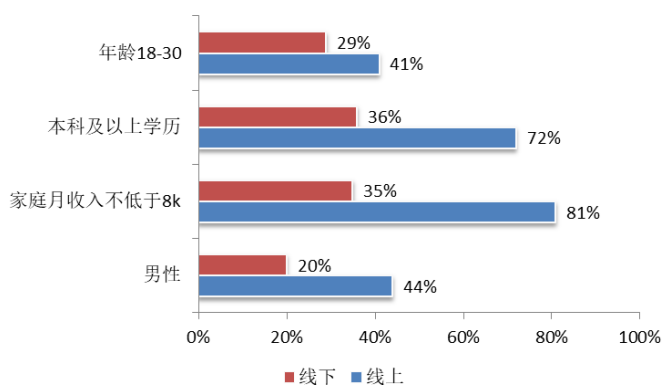
习惯和消费需求不同于以往，线上线下融合成为零售行业发展的趋势。线下实体零售企业积极拥抱互联网技术，线上零售电商也开始寻求与线下的落地合作，行业整体进入双线融合发展的阶段。当代新中产阶级与前代群体相比消费习惯有较大不同，这类群体对于品质、体验与新鲜感的追求越来越明显，单一的线上或者线下零售已经不能满足这类消费者，线上线下融合模式正在崛起成为满足他们购物需求的新商业模式。

图 19： 线上渠道拉动增长，全渠道趋势凸显



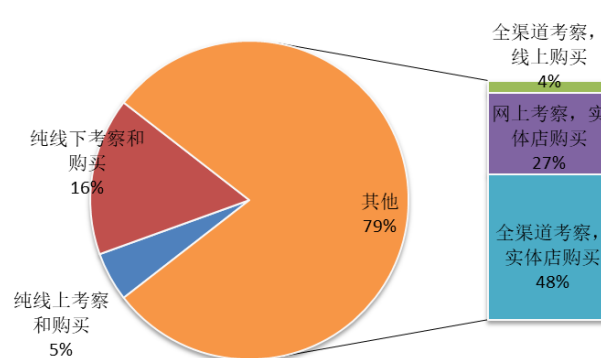
数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 20： 不同渠道消费者画像对比



数据来源：尼尔森，山西证券研究所

图 21： 消费者购买渠道占比



数据来源：麦肯锡，山西证券研究所

随着近年居民消费升级趋势的持续影响，消费者已经从关注量的满足向追求质的提升转化，高质量的商品越来越容易受到追捧，即使是线上购物时，消费者也会看重商品的正品保障、售后服务和物流时效性等因素。消费者除了进行线上购物以外，还会通过线上渠道了解

商品信息，有 36% 的消费者通过纯线上了解信息，有 48% 的消费者通过线上+线下的双重渠道了解商品信息，而只有 16% 的消费者只通过线下渠道了解信息。

线上与线下的消费者之间的边界正在逐渐模糊，消费者的购物渠道也从割裂逐渐走向融合。尼尔森的调研数据显示，在 18-30 岁的消费者中，有 41% 的人选择线上购物多于线下，其中男性更愿意选择线上购物的方式，家庭月收入不低于 8000 元、本科及以上学历的消费者也更倾向于线上购物的方式。但随着全渠道趋势的发展，更多的消费者选择通过线上+线下的方式去购物。根据麦肯锡的调研数据，共有 79% 的消费者选择线上线下结合的方式进行购物，其中 48% 为全渠道考察后在实体店购买商品，27% 为网上考察后在实体店购买，还有 4% 为全渠道考察后在网上购买。

图 22：零售企业为客户提供全渠道零售面临的挑战

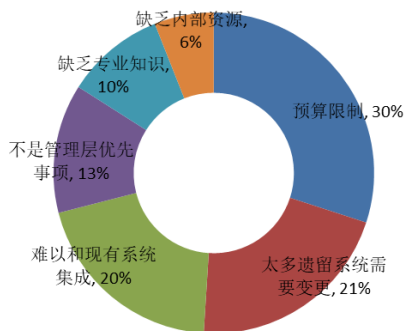
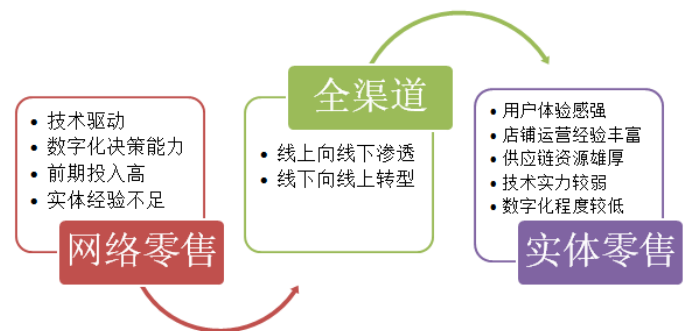


图 23：实体零售与网络零售正快速向对方渗透



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

数据来源：易观，山西证券研究所

全渠道模式的发展意味着纯靠线上或者纯靠线下的发展模式已经进入了瓶颈。实体零售经历过 2015 年的大规模关店潮后，伴随着 2017 年新零售元年来临，各种零售新业态层出不穷，传统零售对于开店与关店的考量重归理性。在经济下行压力和电商冲击的背景下，实体零售行业自身也存在一些缺陷。零售企业目前为客户提供全渠道零售时，还面临着一些挑战，其中占比居前的三项问题是预算限制，遗留系统需要变更以及难以和现有系统集成。

随着网络零售市场的增速逐年放缓，移动购物月活用户持续维持在 6 亿左右，尽管单个活跃用户的毛利额有所提高，但是电商获客成本也越来越高。2018 年 11 月，实物商品网上零售额占社零总额的比重仅为 18.2%，可见线下消费市场的空间依然庞大。如今线上红利消退，线下获客边际成本未变，实体新业态的坪效显著高于传统零售店坪效，线下渠道价值重获关注，二者的融合成为必然。在数字化与智能化的改造下，全渠道融合成为实体零售商超行业的发展趋势。

2.3 数字化时代：供应链中台是核心环节

从供给端看，一系列利好政策正在推动制造业转型升级；从技术端看，物联网、大数据、云计算等智能手段已经从应用层面逐渐渗透至工业企业和消费体验的各个角落；从需求角度看，通过对数据资产的分析，可以建立起由消费行为驱动的供应链管理新模式，从而进行个性化的定制，以销定量，提高商业效率。数字化技术正在融入零售行业的各个环节，而消费者时代的来临，促使中端的供应链体系变得更加柔性，柔性供应链体系能够为企业降低库存、提高周转，满足消费者需求。供应链中台是数字化供应链最核心的部分，供应链由于涉及到产业上下游，所以需要信息化、系统化、智能化的解决方案，供应链管理平台已经成为新零售的基础设施。

图 24： 供应链中台技术的数字化



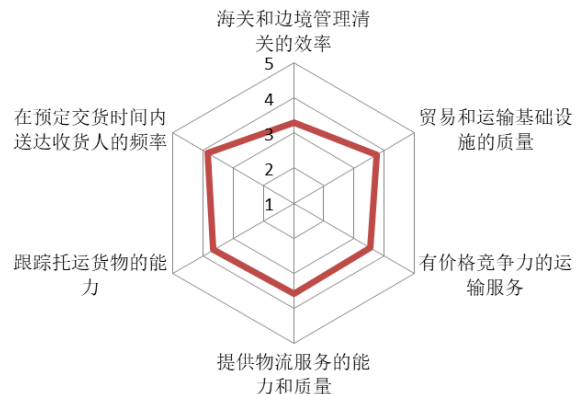
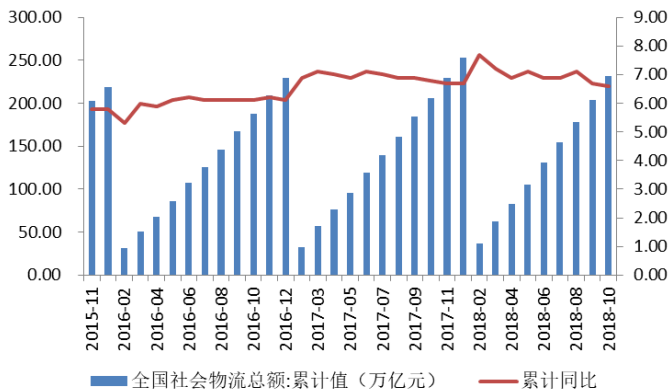
资料来源：易观，山西证券研究所

我国社会物流总额和物流绩效指数总体呈现稳中有升的发展趋势，

但由于受到自动化数据采集、自动化物流设备、智能调度、定位技术等数字化技术的持续引进，我国物流行业从资源调配、线路优化和信息同步等方面获得了有效提升，更好的链接了生产与消费环节。截至2018年10月，全国社会物流总额累计达到231.5万亿元，同比增长6.6%。根据世界银行公布的物流绩效指数（LPI），2018年我国LPI综合得分3.61，全球排名第26，位居韩国和中国台湾之间，与地区周边以及同等收入水平国家和地区相比，我国已经占据了相对明显的优势。分项情况来看，单项得分较高的两项是预定交货时间内送达收货人的频率、贸易和运输基础设施的质量，分别是3.84和3.75，可见物流服务的时效性和物流基础设施质量是我国物流绩效提升的核心优势；单项得分最低的两项是海关和边境管理清关的效率，为3.29。

图 25： 全国社会物流总额累计值及同比

图 26： 2018 年中国物流绩效指数 LPI



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：世界银行，山西证券研究所

数字化时代具有跟工业化时代截然不同的发展特征。当前的数字化环境是我国独有的，行业的变化是非连续性、不可预测的，同时市场正在无限分化，每一个或者几个单独的消费者都能形成一个独特的市场。为了更好地满足消费者需求，行业间的边界正在逐渐模糊，市场参与者开始更多的寻求跨界协同，发展逻辑也从过去的线性思维转为非线性思维。科技的快速发展加速了数字化时代的行业变革，在过去的十年里，科技应用的连续迭代对实体商业产生了多元化的影响。具体来看，科技应用持续推动者数字化、信息技术、云计算等方面的演变。到2020年左右，多项技术有望迎来集中性爆发，其中物联网、5G

技术、人机交互等细分领域科技对商业的影响值得关注。科技的发展和与实体商业的结合，必将带来前端交互层面，中端供应链层面以及后端决策层面的一系列变化并形成新的体系。

表 2：数字化时代和工业化时代的对比

	工业化时代	数字化时代
变化规律	连续	非连续
环境认知	可预测	不可预测
产品	交易价值	使用价值
市场	大众市场	人人市场
客户	个体价值	群体价值
行业	边界约束	跨界协同
对应的思维	线性思维	非线性思维

资料来源：数字化时代的战略逻辑《哈佛商学院（中文版）》2017.11，山西证券研究所

数字化技术改变了人与人之间连接、交互的方式，突破了连接的数量、时间和空间的限制。在传统商业模式下，受到连接数量的物理限制，单个连接贡献的收入必须要达到足够大的数额，才能保证利润。但在数字化时代，连接数量突破了限制，让单一连接贡献的收入不是那么重要，转而开始注重连接的数量，谁能争抢到更多的连接数谁就是赢家。数字化时代改变了商业的内在逻辑，仅仅是产品和服务质量是不够的，新零售时代的商业追求体验为王、创新至上和个性定制。在数字化时代，信息和数据是企业最重要的资产，是企业管理层做出商业决策的重要依据，组织形式的扁平化以及生态圈的建立都更加适应这个时代的要求。

3. 实体商超承压下沉渠道，内容电商方兴未艾

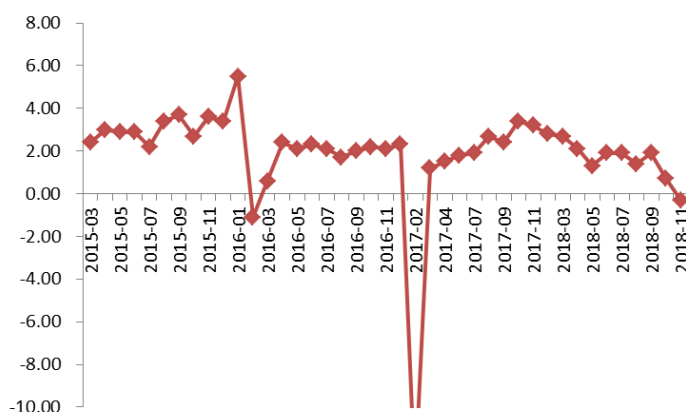
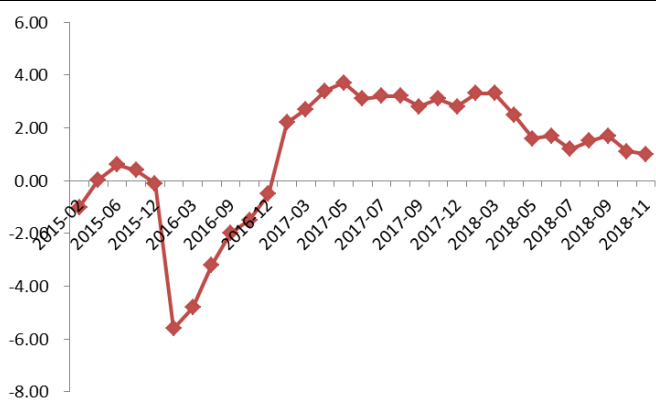
3.1 实体百货增速承压 购物中心化加强体验

根据中华全国商业信息中心统计，1-11 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 1.0%，增速较去年同期放缓 2.1pct。从周期上

看，百货行业目前处在一个较高的基点上，从今年4月份开始，百货的增速骤然转低，中间虽然有个别月份阶段性回暖，但总体还是承受着较大的压力。实体百货在压力之下谋求转型，纷纷引入购物中心的流量来丰富自己的运营。购物中心拥有轻资产运营，体量大、体验强、业态多的特点，从客群定位、功能布局 and 空间改造方面丰富用户的消费体验，更好体现了消费者的中心地位，百货购物中心化顺应了消费重心由功能型、实物型转向服务型、体验型、社交化、泛娱乐化的消费升级趋势。另一方面，购物中心化的百货企业累计了优质的会员资产，通过技术、数据等手段实现了营销管理方面的升级，未来会员体系的进一步建设将会受到实体百货企业的重视。

图 27： 全国百家大型零售企业销售额累计同比%

图 28： 重点流通企业销售额：百货店当月同比%



数据来源：中华商业信息网，山西证券研究所

数据来源：商务部，山西证券研究所

整体来看，购物中心的周期性波动主要受到宏观市场和运营表现的影响，消费力较弱的二三线城市整体出现出租率下滑的现象，而部分集中在一线城市的地区型物业，以及部分人口和消费市场体量相对较小的二三线城市中的面积较大的购物中心，这两块项目的客流量也出现了小幅的下跌。分城市能级看，都市型的一线城市购物中心的平均出租率进一步提升，都市型物业辐射全市的优势仍然能够吸引品牌的入驻，而二线城市的购物中心业主则面临着新项目大量入市的挑战，13个中国主要二线城市在过去一年的时间里迎来将近660万平方米的新增供应量，这对租赁招商产生了极大的压力，更有部分项目因为招

商率较低而推迟了开业，但成都、南京、杭州、西安等强二线城市的购物中心市场依然表现不俗。

图 29：城市能级综合指数情况

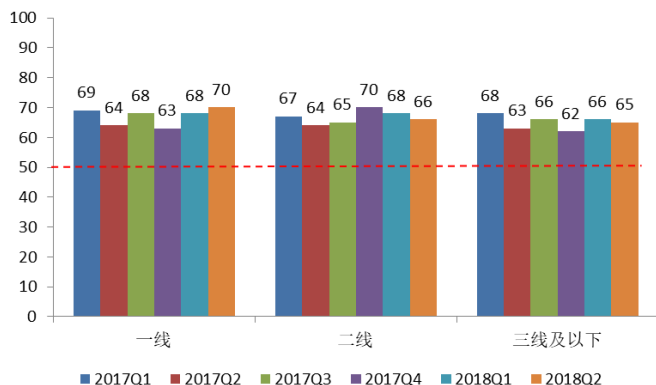
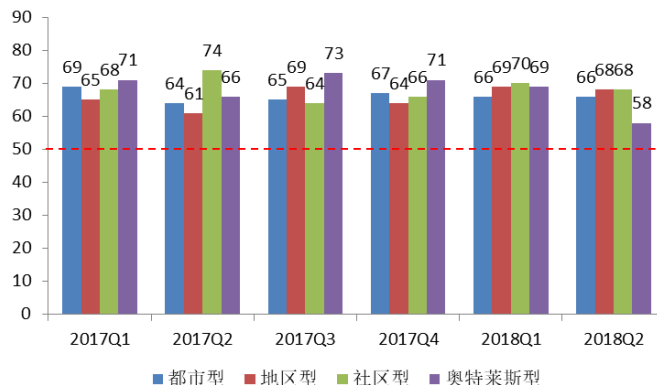


图 30：购物中心类型指数综合情况



数据来源：商务部，山西证券研究所

数据来源：商务部，山西证券研究所

从不同类型的购物中心来看，市场对于都市型的物业租赁需求较大，尤其在一线和强二线城市需求旺盛。但是在非省会型的三线城市，购物中心的客流量出现下滑，租户品牌较难提升。位于二三线城市新兴开发区有待更多居住人口的迁入，这附近的社区型物业在客流和销售额上面临着较大的调整。从中长期来看，奥特莱斯型物业成长潜力不容小觑，品牌入驻的意愿较强，短期下滑是受到与旅游消费高度关联的目的性消费的因素。

表 3：2018Q3，43 家 CS 百货企业经营情况

CS 百货销售规模	企业数量	分组占比	销售规模累计占比	CS 百货归母净利润规模	企业数量	分组占比	归母净利润规模累计占比
100 亿元以上	9	20.9%	45.16%	10 亿元以上	3	7.0%	34.93%
100-50 亿元	11	25.6%	72.18%	10-5 亿元	9	20.9%	86.45%
50-20 亿元	7	16.3%	80.26%	5-2 亿元	4	9.3%	94.32%
20-10 亿元	9	20.9%	90.90%	2-1 亿元	10	23.3%	106.01%
10-5 亿元	5	11.6%	95.70%	1-0 亿元	12	27.9%	112.14%
5 亿元以下	2	4.7%	100.00%	0 以下	5	11.6%	100.00%
合计	43				43		

数据来源：Wind，山西证券研究所

2018Q3，CS 百货 43 家上市公司营业总收入合计 2662.63 亿元，比上年同期增长 3.68%，归母净利润 132.39 亿元，同比增长 33.22%。

经过统计，2018 年三季度销售规模在 10 亿元以上的企业占 43 家上市公司数量的比重为 83.72%，50 亿元以上的企业占 45.6%，超过 100 亿的占 20.9%；从销售额占比来看，36 家超过 10 亿销售额的企业占整体 43 家上市公司销售额的 90.9%，20 家超过 50 亿销售额的企业占整体规模的 72.18%，9 家超过 100 亿销售额的企业占整体规模的 45.16%。

从归母净利润的角度来看，2018 年三季度归母净利润超过 5 亿的企业占 43 家上市公司数量的比重为 27.9%，归母净利润超过 10 亿的企业占比 7.0%，亏损企业占比 11.6%；从归母净利润的规模看，12 家盈利 5 亿元以上的企业盈利规模占 43 家上市公司整体盈利规模的 86.45%，3 家盈利 10 亿元以上的企业盈利规模占整体的 34.93%。整体来看，百货行业的集中度持续降低，行业分化情况加剧，龙头公司的盈利能力愈加凸显。在外部环境复杂严峻，内部经济面临下行压力的现状下，龙头企业通过创新业态，将百货购物中心化、奥莱化来提升客流量和坪效，内部通过智能化、数字化改革来提升自身的运转效率。

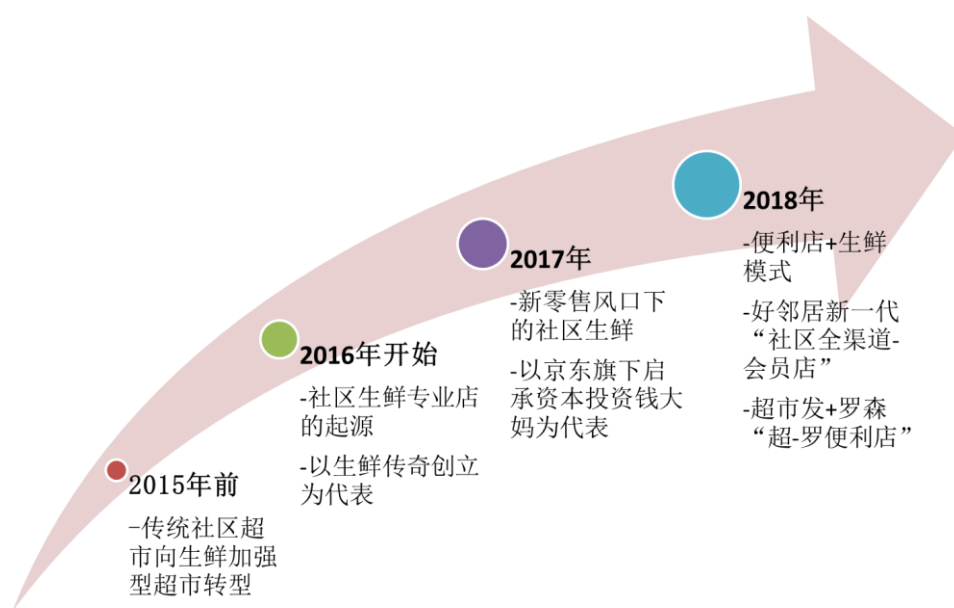
3.2 社区生鲜成生活流量入口 电商巨头加码超市新零售

随着 2018 年下半年以来必选消费升级和三四线城市消费增速强劲的热潮，超市行业通过下沉渠道布局低线城市，整体业绩有所好转，Q3 业绩较 Q2 小幅同比提升 2.45pct，但行业分化依然明显，区域割据现象十分显著，整体呈现“大行业，小公司”的形势。目前我国超市业态主要以网络零售和大卖场+标准超市为主。据 Euromonitor 数据，2017 年网络零售占零售总额比重为 23.8%，大卖场+标准超市占比 22.3%，两者占据零售商超市场半壁江山。

2018 年，零售场景以超市业态为主持续创新转型，以盒马鲜生为代表的生鲜超市在新零售模式的催化下愈演愈烈，数字化技术正在融入传统超市的各个环节，生产消费者、产品和场景三者之间的关系正在发生深刻的变化。超市业主打消费升级类商品，高端水果、净菜、海鲜等精品生鲜成为热门推广品类，生鲜产品是用户刚需，以其高毛

利、高复购率、高用户黏性，且多为即时性需求的特征，成为新零售模式下吸引消费者的抓手和建立自身壁垒的战略品类之一；门店改造方面围绕家庭文化、健康烹饪等主题对门店进行装修改造，打造有内容、有温度的消费者场景吸引客流；超市功能方面，从传统卖场升级为中央厨房+餐厅堂食+外卖多业态组合的模式，同时门店还是电商平台的前置仓，可在周围 3 公里范围内实现 30 分钟配送上门，进一步提高门店的销量。

图 31：社区生鲜发展四个阶段



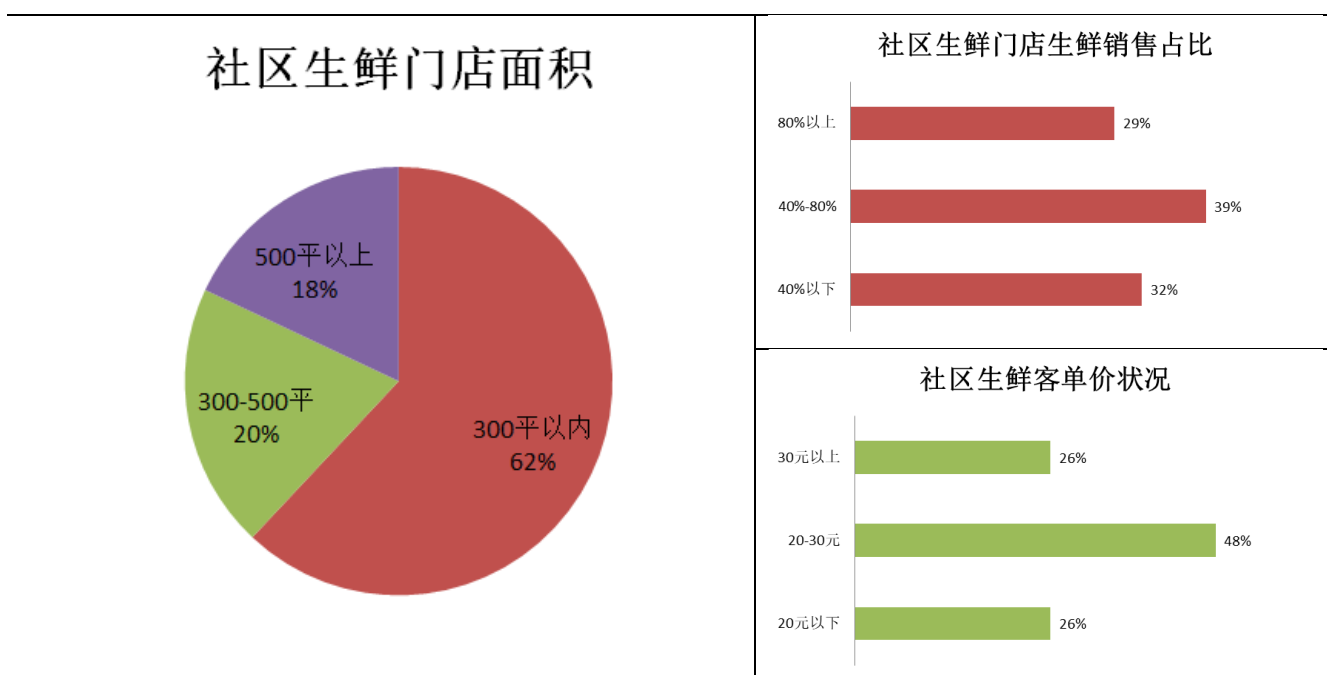
资料来源：CCFA，山西证券研究所

社区生鲜是近两年超市行业较为热门的业态，大部分社区生鲜企业是 2015 年以后建立起来的，在 2017 年新生的社区生鲜品牌数量打到了高峰，在 2018 年有所回落，超过一半的社区生鲜品牌门店在 10-100 家之间，还有 37% 的社区生鲜品牌门店仅个位数。在经历过激烈的市场和竞争和资本寒冬后，社区生鲜的盲目扩张得到了一定程度的遏制。

目前，社区生鲜超市呈现门店小型化、生鲜占比逐步趋提升和客单价低的特点，并且随着全渠道零售的深入人心，57% 的社区生鲜门店开通了线上业务。62% 的社区生鲜门店面积在 300 平米以内，300 平

米的门店被业内人士认为是经营社区生鲜性价比最高的门店，面积太小则无法容纳足够品类的商品，面积过大则会导致利用率不足。多数社区生鲜超市的生鲜品类销售占比超过了40%，其中29%的社区生鲜超市生鲜销售占比在80%以上，经营全品类生鲜和以生鲜为主的专业店越来越多。社区生鲜超市主要以解决消费者一日三餐为主要目的，经营面积较小使得它的客单价也相对较低，社区生鲜门店平均客单价为23元。

图 32：社区生鲜门店小型化、生鲜占比高、客单价低



数据来源：第三只看零售&CCFA，山西证券研究所

从目前战线来看，由于超市的消费频次高，所以优先布局，新零售在超市领域的革新已经基本完成。我国超市行业中前五大市占率较高的超市分别是高鑫零售、华润集团、沃尔玛、永辉集团和家乐福，市占率分别达到8.6%、7%、5.3%、3.6%和3.1%，其中只有永辉超市是内地上市公司。

从新零售商业模式来看，阿里一直依靠第三方供应商，采用轻资产的平台模式运营。阿里像合作伙伴提供数据和营销支持，将具体运营交给实体本身。阿里采用的是中心化的布局，以阿里自身为中心将各业态紧密环绕在周围，同时阿里对各业态的股权控制较强。阿里持

有苏宁 19.9% 的股份,持有高鑫零售 36.16% 股份和三江购物 32% 股份。而以苏宁为首的实体零售巨头经过 9 年的互联网转型,率先完成了智慧零售布局,通过对门店进行数字化改造,确立了多渠道、多业态、全场景的零售模式,线上占比已经达到其营收的一半以上。

图 33: 电商巨头发力商超



资料来源: 易观, 山西证券研究所

腾讯系则更偏向一个扁平化的组织, 腾讯采用的是去中心化的布局, 腾讯、京东和永辉形成一个三角。腾讯持有京东 18.22% 的股份, 又同京东一起投资了永辉 (其中腾讯持股 5%, 京东持股 10%), 然后永辉与腾讯一起入股家乐福, 他们之间的股权占比相对较小。京东则采用的是重资产的自营模式, 自建物流体系, 打通线上线下物流和供应链, 通过在全国开设 1 万家专卖店和 100 万家便利店来拓展自己的新零售布局。

3.3 社交媒体多样化 内容电商方兴未艾

三线及以下城市的网购普及率尚不及总体覆盖率 73%, 城市级别越低, 市场潜力越大, 三线及以下城市是值得探索的新增量市场。社

交媒体用户年龄方面，34 岁以下人群是市场主力，一二线城市这部分人群已经趋于饱和，但三四线城市的这部分群体还有一定的拓展潜力。低线城市的熟人社交催生了社交媒体产品的用户增长，社交媒体能够有效影响消费者的购物行为，与电视相比，社交媒体硬广的效率最高可达 4 倍。拼多多的爆发式增长主要就是借助了三线及以下城市用户的活跃，2018 年拼多多三线城市的用户月活覆盖率达到 37%，高于一线的 28% 和二线的 27%。2018 年抖音在网民中的整体覆盖率也呈现爆发式增长，三四线城市是短视频 APP 爆发的前线，抖音在三线城市用户月活覆盖率 39%，小幅胜于一线的 35% 和二线的 38%。

图 34：各级城市网购普及率

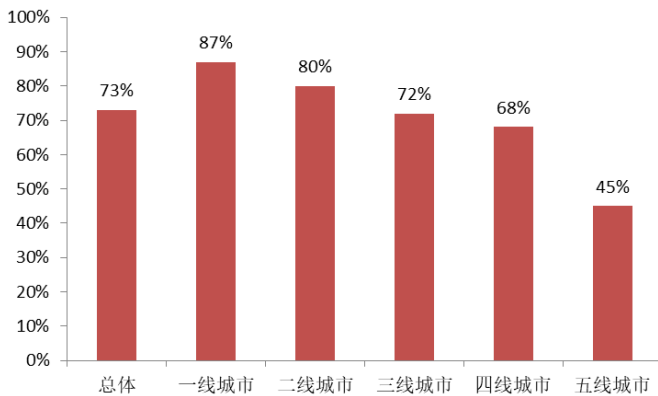
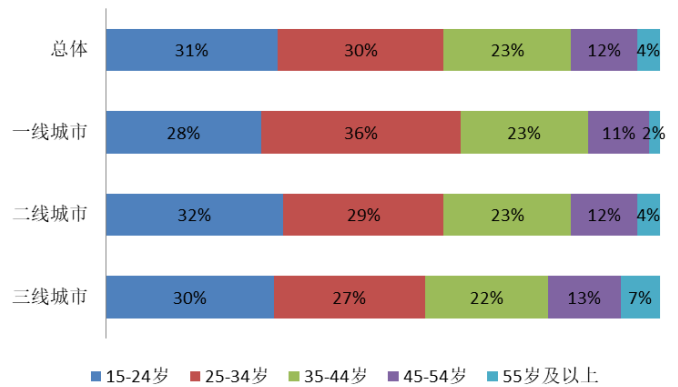


图 35：社交媒体用户年龄分布



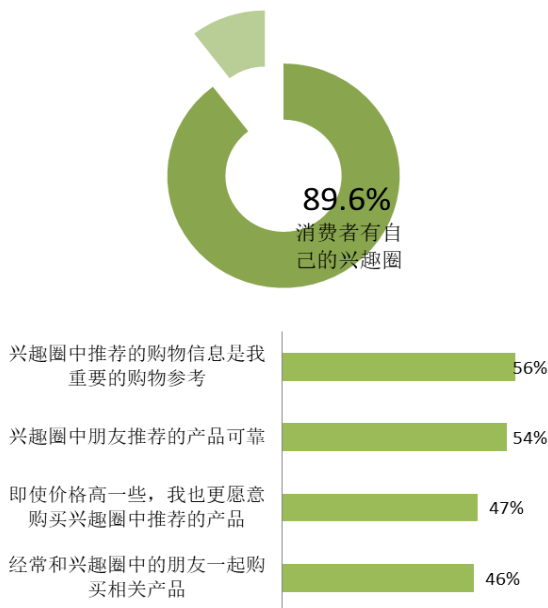
数据来源：Kantar，山西证券研究所

数据来源：凯度手机行为大数据，山西证券研究所

随着微信的普及，我国消费者逐渐开始相信口碑胜于一切，消费社交化的趋势在近年越来越明显，购物已然成为社交生活的副产品。各类社交应用的层出不穷，极大方便了各类兴趣圈的聚集和细分。根据埃哲森的调查显示，89.6%的消费者拥有自己的兴趣圈子，包括美食、旅游、运动健身、影视音乐等，多数消费者更愿意相信和购买兴趣圈中推荐的产品，并且认为兴趣圈中朋友推荐的产品是可靠的。在数字时代社交圈里的链接分享十分普遍，这使得消费呈现出购买、分享、再购买的循环式连锁反应。据统计，87%的消费者愿意和别人分享购物体验或者发表评论，其中 55%的消费者会选择在社交应用中分享自己的购物体验，这部分消费者的购买决策行为极易受到社交分享的影响。

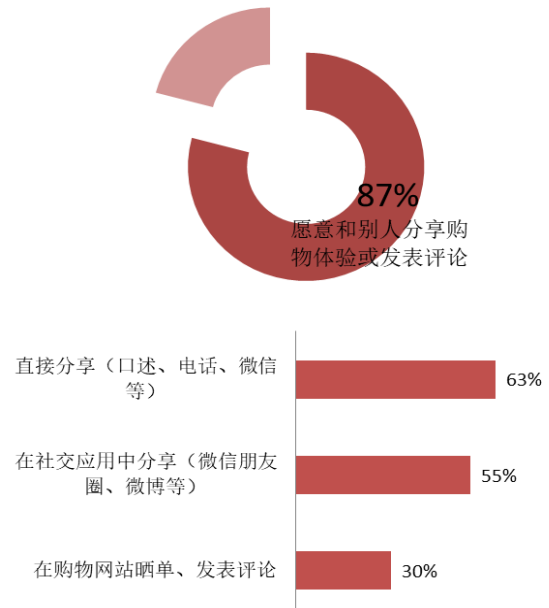
响。

图 36: 兴趣圈在很大程度上影响消费者的购买决策



数据来源: 埃森哲, 山西证券研究所

图 37: 消费者分享自己购物体验的方式



数据来源: 埃森哲, 山西证券研究所

社交媒体的多元化促进了社交电商的快速发展, 不同模式的社交电商拥有迥异的属性, 拼团模式助力用户下沉, 内容模式提高用户粘性, KOL 分销提高用户忠诚度, 原生小程序自带社交属性。随着电商流量红利的快速消逝, 电商平台获客成本高昂, 为了适应整体社会的娱乐化、内容化、时间碎片化及新中产购物需求的变化, 传统电商纷纷加大了平台内容生态建设, 内容电商模式逐渐兴起。随着互联网信息量的急速爆发, 用户注意点在多个碎片化的入口分散, 对用户注意力的抢夺成为重点。优质的内容可以提升用户关注度, 提高用户粘性, 形成高效获取精准用户的流量入口。

表 4: 社交电商模式对比

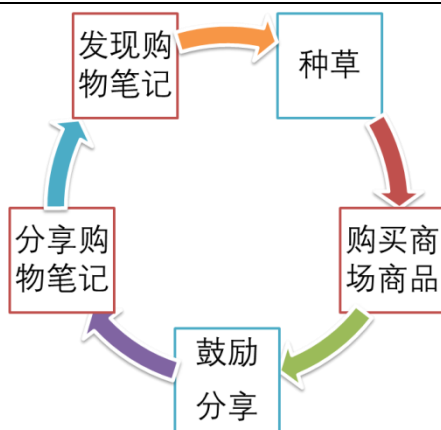
模式	优势	劣势
拼团模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 低价吸引消费者 ● 以单个用户为传播节点, 通过用户主动分享实现低成本获取流量 	<ul style="list-style-type: none"> ● 非自营产品, 品控难度较高 ● 新增用户容易, 留存用户难
内容模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 依靠 UGC/PGC 生产内容, 提供用户粘性 ● 场景化购物引导、口碑影响, 提高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 前期内容累积、营造口碑事件较长

	转化率	
KOL 分销	<ul style="list-style-type: none"> 社群销售模式，轻资产开店，碎片化分销，促进店主价值回归 用户群体定位清晰，客户忠诚度高 	<ul style="list-style-type: none"> 分销链条最大不能超出 2 级
原生小程序	<ul style="list-style-type: none"> 自带社交属性 通过微信公众号引流，直接完成交易 	<ul style="list-style-type: none"> 流量入口完全依赖于微信

资料来源：QuestMobile

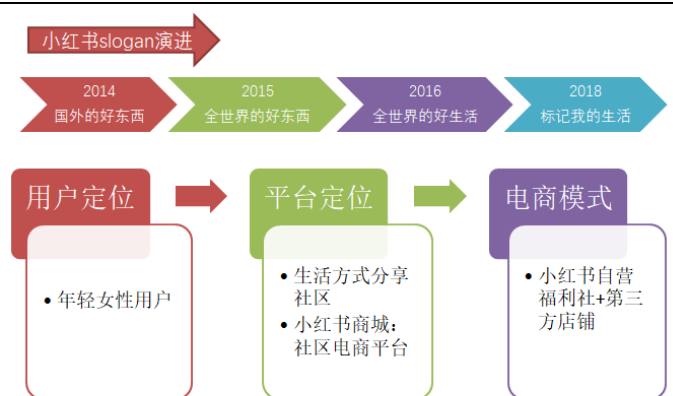
近年来，我国互联网泛内容 MCN 市场爆发式发展，MCN 模式是指能够联合若干垂直领域具有影响力的互联网专业内容生产者，利用自身资源为其提供内容生产管理、内容运营、粉丝管理、商业发现等与业化服务和管理的机构。对于内容创作者来讲，MCN 可以帮助他们规划生命周期管理，为创作者的价值变现打通更多渠道，同时 MCN 机构可以提供多层级的运营管理，有助于内容创作者更高效的匹配市场资源；而对于平台方来说，与 MCN 机构合作可以实现以较低成本大幅提升平台的产品和内容运营效率，使平台更加专注于平台主营业务。截至 2017 年底，MCN 机构数量达到 2300 家，到 2018 年已经发展到 4500 家左右，预计 2019 年有望突破 6800 家。泛内容 MCN 市场的发展，为各类平台的内容建设带来了专业化的运营机构，有助于提升平台内容的质量，降低平台内容运营的成本和难度。

图 38： 小红书运营模式



数据来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 39： 小红书用户、平台定位



数据来源：易观，山西证券研究所

典型的内容型电商是小红书，她深耕 UGC 内容，将用户沉淀在社

区中，同时借助大量明星和 KOL 的粉丝效应，以结构化、标签化的内容高效链接用户、商品和内容，突出社群分享氛围。小红书通过内容生产指导笔记引导用户生产内容，标准化的笔记模板降低了普通用户内容创作的门槛。小红书还抓住热点影视剧播出时段进行营销，在《禧攻略》剧组入驻后，小红书周人均使用时长峰值超过 100 分钟，相较于平时增加了 20 分钟。小红书主要将交流购物心得放在首位，不刻意强调商品，让用户对平台产生了信任，显著提高了用户粘性。借助这些内容运营优势，小红书通过平台自建内容制作团队+链接外部网红及 MCN 内容机构，在垂直领域打造了有特色的商品供应链+内容供应链双轮驱动的电商平台。

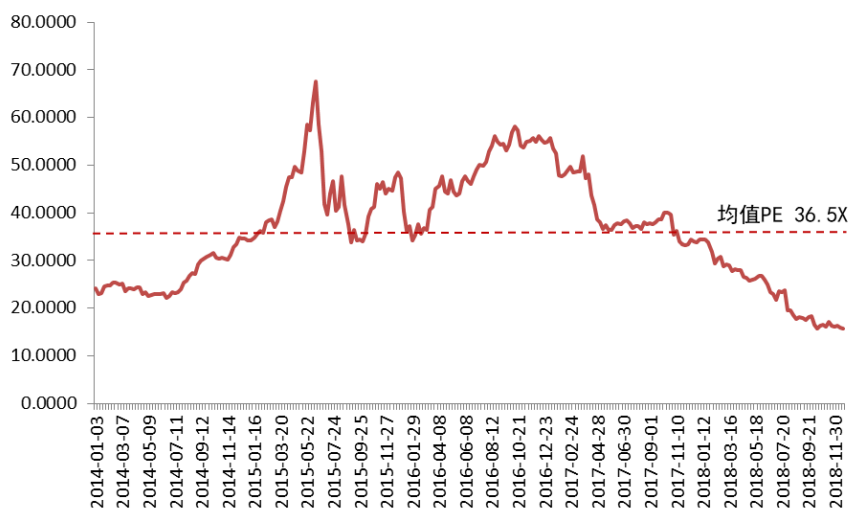
4. 投资策略：关注具备较深护城河的优质龙头

由于受到外部环境不确定性增强和内部宏观经济、社零增速持续放缓，以及行业内新零售转型、竞争加剧的影响，2018 年零售行业承受着较大的压力，子板块表现不尽如人意，但细分领域却蕴含着新的增长点。实体百货基点较高，在压力之下谋求转型，百货购物中心化成为顺应消费升级趋势的良好选择，其中都市型一线城市购物中心对消费者具有较强的引流效应，一些强二线城市的购物中心也表现不俗，但在必选消费表现平淡的下半年，部分人口和市场体量较小的二三线城市，购物中心客流量出现了小幅下滑；超市行业则是新零售重点布局的对象，在内有区域割据现象严重，外有外资品牌寻求瓜分市场份额的环境下，超市行业通过下沉渠道布局低线城市，整体业绩有所好转，在数字化的驱动下，超市行业从场景功能到全渠道效率方面都得到了进一步的提升；三线及以下城市电商的渗透率相比一二线城市还处于较低水平，市场仍有一定待发掘的空间，而低线城市的熟人社交则推动了传统社交媒体的衍生发展，消费社交化的趋势也越来越明显，双重驱动下社交电商蓬勃发展。流量红利的消逝导致电商获客成本攀升，电商转而重视平台内容的生态建设，内容电商模式逐渐兴起并快速发

展。

2018 年以来，CS 商贸零售估值水平一路震荡下沉，从年初的 30 倍左右跌至年末的 15 倍左右，中间虽有几波小幅反弹，但整体承压下行。上半年估值水平相对平稳，下半年开始受到中美贸易战的不确定性因素对市场整体的冲击，以及居民收入支出增速放缓、社零增速持续走低、棚改货币化监管增强、P2P 频繁暴雷等等因素对相关消费板块带来不利影响，行业整体承受着较大的压力。截至 12 月 21 日，CS 零售 PE(TTM)回落至 15.65X，处于五年来历史最低水平。

图 40 2018 年 CS 商贸零售 PE (TTM) (截至 12 月 21 日)



数据来源：Wind，山西证券研究所

在这样一个外部环境严峻，内部结构性调整的历史时期，我们建议关注政府出台的刺激消费的政策及 2019 年减税降费的全面实施对于消费者信心的提振作用，只有居民消费信心充足才能从需求端上刺激消费增长和消费进一步升级。伴随着增速趋缓的收入水平和居高不下的房价，债务的累积极大的压制了消费能力，对消费产生挤出效应，使得大众消费回归理性。在这样的压力下，实体零售行业的整体集中度持续降低，行业分化现象十分明显，但龙头的市占率和盈利能力愈加凸显。我们建议关注实体企业中外延扩张能力较强，有能力布局三四线城市规模扩张，有效提升自身行业集中度的企业；内生通过创新整合业态结构提升坪效，内部拥抱数字化提升中后台供应链端整体效

率的企业。基于此，我们推荐确定性强的、具备较深护城河的龙头型优质公司，逢低布局，看好行业中长期价值投资机会。

4.1 个股推荐

1. 王府井（600859.SH）

传统百货转型调整，多业态协同成效显著。2018 年公司进一步深化传统百货业态的转型调整，部分门店探索城市奥莱业态，成效显著；购物中心主力店发挥百货店商品经营的优势，经营呈现良好态势；奥莱业态大力推进自营项目的落地，同时优化品类结构；通过成立合资公司，加快超市业态的区域连锁化发展，进一步扩大重点品类联合经营比重和联合采购经营规模，并提升经营质量。公司聚焦于生活方式服务业定位，拥有庞大的会员规模体系，会员消费贡献率占比近 55%，有效弥补了非会员销售下降对公司总销售额的冲击。到 2018Q3 公司门店总数达到 53 家，门店遍布我国六大经济区域。

深化集团总部职能，战略重组资源整合。2018 年公司深化调整总部职能，进行组织架构改革，致力于打造“产权清晰、管控到位、运转高效、充满活力”的新型集团总部。上半年公司控股股东王府井东安与首旅集团实施战略重组，公司借助首旅集团资源优势，提高了资源配置的效率。公司在深化体制机制改革的同时充分发挥自身品牌影响力，积极利用首旅集团“6+2”产业平台，实现资源共享、优势互补，发挥多业态优质资源融合发展的巨大潜力。

公司主业经营稳健，多年发展累积了极高的品牌影响力，在巩固会员粘性的同时，不断深化业态转型，并持续推进多业态融合发展的全渠道经营方式，以提升经营质量和效率。未来有望受益国企改革的预期红利，是优质的低估值华北百货龙头。预计 2018-2020 年公司的一致预期 EPS 分别为 1.50、1.69 和 1.94 元，对应一致预期 PE 分别是 8.99X、7.96X、6.95X，给予“增持”评级。

2.天虹股份（002419.SZ）

优化业态组合,完善供应链升级。2018年公司持续拓展门店网络,截至2018Q3,公司共有百货业态68家,超市业态73家,购物中心10家,便利店167家,已覆盖25个城市。公司通过生活方式主题编辑来引领百货业态的创新;公司的购物中心业态在市场上独具特色,定位于家庭欢乐式购物中心,满足消费者吃喝玩乐购的一站式需求,还导入了“彩虹共和国”系列主题街区,在丰富体验项目的同时,为当地居民提供了高品质的商品和服务,实现了可比店利润的快速增长;Sp@ce超市业态聚焦现代都市生活,在提升品质的同时强化了顾客服务,充分利用数字化运营为顾客带来更便捷的体验。公司在大力推进供应链全国整合与分级管理、物流规划设计与外部整合的同时,超市业态继续深耕国内外直采、自有品牌、服务性商品等战略核心商品,便利店业态完善独有供应链,通过与知名餐饮合作、打造网红商品等方式大力拓展速食商品。公司还开发启用数字化采购平台,提高新品引进速度,加强供应商服务。

加强数字化服务的客户触达和中后台对接。公司是全国实体零售企业数字化的领先者,通过实现会员、商品、营销、服务的全面数字化,进一步推进经营管理数字化,将智能化技术运用到零售价值链中,提升了中后台的运营效率。公司还加强了消费者洞察数字化,通过优化超市“天虹到家”、打造百货“超级导购”等数字化服务提高顾客购物效率和顾客服务体验,累计实现数字化会员1393万。公司与腾讯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。目前公司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,将腾讯丰富的数据资产有效融合进公司体系内,实现了数据流量的变现。

公司是华南地区优质百货龙头企业,不断创新优化业态组合,增强门店数字化体验,积极探索智能化技术,深耕“数字化”、“体验式”、“供应链”三大业务战略。公司实体业务深度数字化,在行业中具有较强的竞争力。预计2018-2020年公司的一致预期EPS分别为0.76、0.89

和 1.04 元，对应一致预期 PE 分别是 14.22X、12.18X、10.34X，给予“买入”评级。

3. 永辉超市（601933.SH）

门店经营业绩良好，业态升级提效显著。目前公司已经布局 22 个省市，2018 年新进宁夏省。2018Q3，公司新开绿标店 25 家、永辉生活店 137 家、超级物种 10 家，同时持续关闭、调整亏损门店。超级物种业态作为试验超市+餐饮的创新型业态，承接了一线城市年轻化和 O2O 的消费需求，借助互联网优势拓展线上销售渠道。公司 Q3 综合毛利率 17.03%，同比增长 0.7pct，其中福建大区毛利率增幅最高，毛利率的提升主要归因于门店管控生鲜库存、梳理生鲜定价、推行行销卖手的举措，食用品方面聚焦核心竞争力，对标市场，内部不断孵化迭代小物种。2018 年公司持续对部分门店进行业态升级、动线优化、引入智能管理系统及新型柜式自助收银机，通过调整各省区内的网络构架，实现重大营销活动期间每小时推送实时数据，并推动手机端小程序的开发和运用，如手机盘点、手机价签、手机报障、补货助手等，有效提升了业务效率。

携手万达商管，战略拓展优质物业。为了拓展优质物业，公司拟受让大连商管 1.5% 的股份，标的资产价格 35.31 亿元，此次投资将对公司财务状况造成影响，主要是银行贷款增加及相应财务费用的提高。如果按年利率 6% 测算，预计该部分银行利息每年约 2.1 亿元，对公司当期利润的影响估计在 10% 左右。万达商管是中国商业地产领军企业，截止 2017 年，已在全国开业北京 CBD、上海五角场、成都金牛、昆明西山等 235 座万达广场，持有物业面积 3151 万平方米，年客流 31.9 亿人次，预计到 2019 年万达广场数量将超过 300 座。初步估算 2019 年全国范围内还将开设 45 座万达广场，其中三四线城市开业数量占比达 7 成，这与公司下沉三四线城市布局新店扩张的战略规划不谋而合。一直以来万达广场都是公司开店的主要阵地，公司入股万达商管后，双方均能实现在高速拓展期的深度绑定，实现优势互补。

公司提出 2020 年之前成为中国线下零售前三强，双线双轨发展以满足大众消费和部分差异化消费群日常需求的战略构想，公司以股权激励+合伙人机制+智慧供应链平台维持自身良好的造血能力，逐年递增的现金流能够支撑公司外延扩张的脚步。预计公司 2018-2020 年一致预期 EPS 分别为 0.16、0.24、0.31 元，对应一致预期 PE 分别是 47.79X、32.97X、24.98X，给予“增持”评级。

4. 家家悦（603708.SH）

加强区域网络布局，打造十分钟商圈。2018 年公司持续强化线下网络密集度，继续推进西部战区扩张战略。在区域一体化物流的支撑之下，公司进一步提升了区域门店密度，实现“走进社区、深入乡村、贴近生活、打造十分钟商圈”的目标，让消费者从距离和服务享受到便利。公司 2018Q3 毛利率 21.59%，比去年同期提升 0.67pct。公司在拓展西部战区的同时，也强化了现有区域的网络密度，在上合峰会期间，公司青岛区域门店充分发挥区域一体化的物流、供应链和生鲜的特色优势，高效保障了商品供应，树立起良好的品牌形象。

优化源头采购，供应链优势明显。公司坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的采购模式，以自营占比 91% 的商品销售模式，在全省形成覆盖式的物流网络体系。通过物流标准化的建设，提高物流中心服务门店的能力和效率，具备商品 2.5 小时配送到店的能力，支撑起连锁网点的快速拓展。公司的生鲜加工中心、工业园对生产线进行自动化和标准化改造，提高了农产品的后标准化加工能力，增加了品类，提升了品质和产能，供应链平台的优势十分显著。公司在烟台和莱芜的生鲜加工中心预计在 19 年下半年完工投入使用，将进一步提升供应链系统的效率。

公司是山东地区超市龙头，2018 年持续巩固区域布局密度、多业态互补、生鲜特色及供应链方面的优势，进一步推进供应链建设和公司机制的完善，2018 年下半年加速推进西部战区门店铺展计划，预计全年新增一百家门店。我们看好公司的区域物流一体化+供应链平台的

优势，稳定存量资产的同时做大增量业绩，预计 2018-2020 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.85、1.03 和 1.23 元，对应一致预期 PE 分别是 23.64X、19.51X、16.32X，给予“买入”评级。

5. 苏宁易购（002024.SZ）

完善门店业态布局，加快推进农村及城市社区网络覆盖。公司加速落地“一大、两小、多专”的店面业态产品族群，持续完善门店业态布局，加快推进农村市场以及城市社区的网络覆盖，建立起公司差异化的竞争优势。围绕县域乡镇市场的发展，以苏宁易购直营店以及零售云加盟店为载体，实现该类市场的广域覆盖。苏宁易购直营店强化质量管控，加快店面升级，加大力度调整，经营质量稳步提升，截至 2018Q3 苏宁易购直营店可比店面销售收入同比增长 21.22%；零售云加盟店网络建设方面，在快速拓展店面的同时，也加快了商品供应链、物流、IT、金融服务能力输出，并注重加盟网点经营能力的培育，取得较好的成效。截至 2018Q3，苏宁易购零售云加盟店数量已达到 1453 家。作为公司社区服务的入口，苏宁小店加快落地、提速发展，不断强化人才团队的建设、优化组织流程、探索迭代标准模型。8 月份完成了对迪亚天天店面的收购。截至 2018Q3，苏宁小店及迪亚天天自营店数量为 1744 家，迪亚天天加盟店 104 家。

抓住市场机遇，推进线上线下融合发展。公司线下加快县域乡镇市场的拓展，优化店面结构、提升经营质量；线上持续丰富商品、创新营销工具、升级服务体验，充分发挥线上线下联动优势，实施积极的市场竞争策略，实现了销售的较快增长。截至 2018Q3 公司聚焦流量、会员，加强社交电商运营，加大资源推进苏宁拼购、苏宁推客等互联网营销产品，苏宁拼购打造“正品拼购上苏宁”的品牌认知。截至 9 月 30 日公司零售体系注册会员数量 3.82 亿。2018 年 818 大促期间苏宁易购 APP 月活跃用户数同比增长 62.29%，移动端订单数量占线上整体比例达到 93.5%。1-9 月公司线上平台继续保持了快速增长，商品交易总规模为 1379.54 亿元，同比增长 70.89%，其中自营商品交易

规模 997.07 亿元，开放平台商品交易规模为 382.47 亿元。同时公司物流业务持续强化仓储能力建设，提升物流服务、售后服务品质，增强用户体验；金融业务聚焦核心产品打造、科技能力提升等方面。

公司是中国领先的互联网零售服务商，公司把握低线城市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。公司坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力提升，整体来看公司营收增速远超行业，头部规模优势十分显著。预计 2018-2020 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.76、0.31 和 0.47 元，对应一致预期 PE 分别是 12.98X、31.31X、20.97X，给予“买入”评级。

6. 跨境通 (002640.SZ)

环球易购助力出口业务，优壹电商驱动进口业务。跨境电商行业发展空间巨大，跨境平台不断涌现，从全球市场来看，跨境电商平台的进入门槛极高，市场竞争激烈，且集中度高，作为新兴跨境电商平台的 GearBest 发展势头良好。在公司自营跨境出口业务中，2018Q3 子公司环球易购实现营业收入 92.20 亿元，同比增长 28.80%，其中跨境出口业务同比增长 39.69%；实现归属于母公司股东净利润 5.51 亿元，同比增长 26.13%；子公司帕拓逊实现营业收入 23.28 亿元，同比增长 58.92%；实现归属于母公司股东净利润 1.86 亿元，同比增长 40.77%。公司跨境服装类 B2C 平台逐渐呈现品牌化的趋势，自营服装网站推行差异化策略，以服装品类为切入点深耕垂直细分领域，其中 ZAFUL 以泳装为突破口，带动时尚运动周边品类的销售，成为一个以时尚运动场景化运营的购物网站；而 Rosegal 以大码服装为突破口，服务于体型偏胖客户群体。公司跨境进口业务超过 90% 来自优壹电商（主营销售母婴用品），2018Q3 优壹电商实现营业收入 41.35 亿元，实现归属于母公司股东净利润 2.10 亿元。

推动品牌化建设，提升综合运营效率。公司旗下拥有不少优秀的自有产品品牌，帕拓逊的 MPOW、环球易购的 ZAFUL 等，在品牌建

设方面，公司 2018 年将重点打造 GearBest、ZAFUL、Rosegal、Mpow 等优秀品牌，力争将 GearBest、ZAFUL、Rosegal 等品牌打造成为多个国家和地区排名靠前的电商渠道品牌和产品品牌。公司通过加大品牌供应商合作，建立“全球买全球卖”的供应链管理体系，提升品牌采购集中度，借助供应商品牌提升自有渠道品牌的定位和渠道影响力，从而提升消费者购物体验，对外实现提升消费者的粘性和公司综合盈利能力，对内实现提升公司内部资源匹配效率。供应链管理方面，公司一方面与供应商深度协同，有效管理供应商产能产量等情况，另一方面通过全球仓储物流服务体系支撑公司售后服务体系建设，服务于全球各区域市场的终端消费者。

公司是跨境电商行业龙头，2018 年公司全面推动跨境电商业务核心竞争力的升级，包括跨境物流服务体系的升级和精准营销、智能选品等方面的升级应用，提升了公司各环节的效率，同时以自主品牌为重心，推进深度供应链整合。预计 2018-2020 年公司的一致预期 EPS 分别为 0.790、1.09 和 1.45 元，对应一致预期 PE 分别是 13.71X、9.92X、7.47X，给予“增持”评级。

5.风险提示

国际经济环境波动风险；国内宏观经济下行风险；消费升级不达预期风险；行业竞争加剧的风险；创新业态具有不确定性；新区拓展存在前期成本投入过大风险。

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。