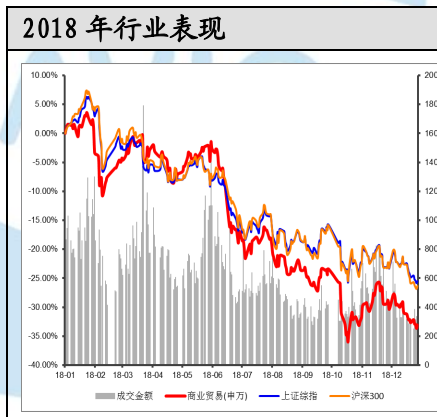


投资要点:

商业贸易行业评级	增持
----------	----

子行业评级	
超市	增持
连锁	增持
贸易	中性
商业物业经营	中性
百货	中性

基础数据 (2019.1.18)	
上证指数	2596.01
申万行业指数	3121.81
总市值 (亿元)	8,051.10
流通 A 股市值 (亿元)	5,914.65
PE	14.69
PB	1.42
ROE (2017)	6.43%
资产负债率 (2017)	56.61%



- 截止到 2018 年 12 月 31 日, 申万商贸指数收于 2978.84, 2018 年下跌 32.70%, 板块跑输上证 7.97 个百分点, 跑输沪深 300 指数 7.39 个百分点。子板块中, 受必选消费表现较好的影响, 超市板块表现最好, 个股中, 布局渠道下沉的企业、国企改革受益股及生鲜超市表现相对较好。
- **持续关注消费分级下的新机遇。**消费分级带来的生鲜业态与渠道下沉。我国目前正处于消费升级与消费降级现象并存的状态, 生鲜业态与渠道下沉分别是消费升级与逆消费升级这两大概念的重要体现。在生鲜消费占比逐渐加大以及三四线及以下城市消费能力以及消费需求的不断崛起的背景下, 行业内相关企业积极通过渠道融合、物流供应链体系完善优化以及线下门店业态升级改造等多方面进行战略布局, 公司自身实现经营业绩与市场份额稳步提升的同时也为行业发展提供了新的动力与支撑。
- **投资策略上, 我们主要把握三条主线:** 一是关注区域生鲜超市龙头, 如家家悦、红旗连锁等, 这类企业在消费分级背景下, 以新技术、新业态作为其生鲜业务不断发展的内生动力; 二是关注消费分级下布局低线城市的龙头企业, 如苏宁易购、天虹股份等, 这类企业依托自身物流仓储、线下门店网络优势与多品类的营销策略, 实现在低线城市的快速扩张; 三是继续关注国企改革受益标的, 如重庆百货、老凤祥等, 随着国企改革的持续推进, 这类企业在经营模式上得到更大程度的提升与改善, 公司经营业绩将进一步得到释放
- **风险提示:** 行业复苏不及预期、渠道下沉进展低于预期。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83689524
 传真: 0755-83688539



目录

一、行情回顾.....	4
1、行业与大盘走势.....	4
2、子行业表现.....	5
3、个股行情.....	5
二、行业龙头缓慢复苏.....	7
1、行业数据.....	7
社会消费品零售总额.....	7
百家&50 家大型零售企业零售额数据	8
2、子板块经营数据.....	9
百货：行业持续复苏.....	10
超市：龙头优势凸显.....	11
连锁：家电连锁盈利改善，黄金珠宝景气度高	11
商业物业经营：企业经营承压.....	12
三、关注消费分级时代与国企改革深化下的投资机会	13
1、消费分级下的生鲜升级势头迅猛.....	13
2、消费分级下的渠道下沉.....	16
3、国企改革持续深化，带动行业转型升级.....	19
四、投资策略.....	20

图表目录

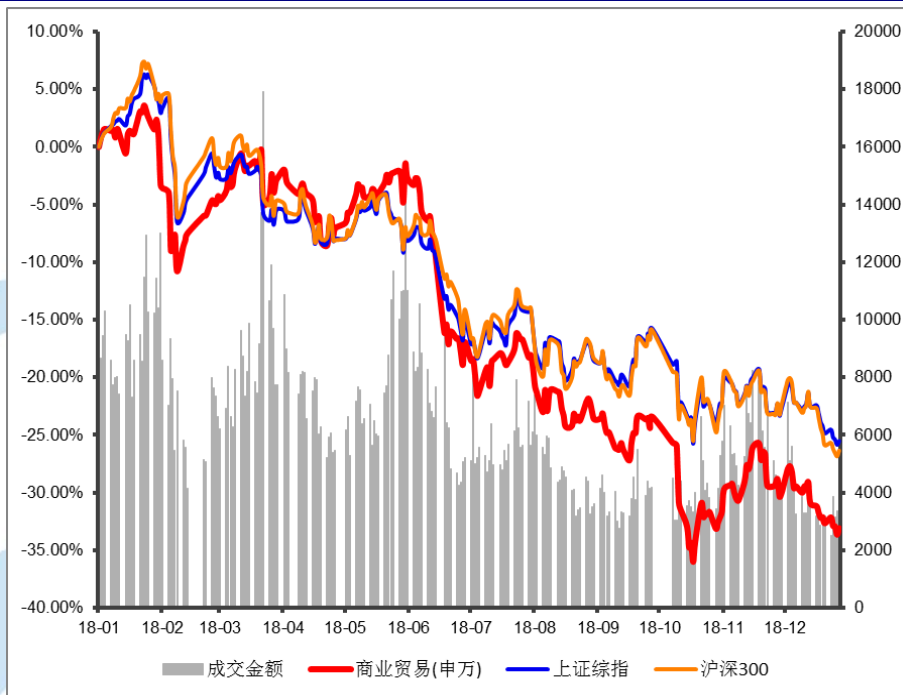
图表 1: 2018 年行业指数和上证指数、沪深 300 涨幅对比	4
图表 2: 2018 年各行业涨幅对比	4
图表 3: 2018 年各子行业涨跌 (总市值加权平均)	5
图表 4: 2018 年以来重点公司涨跌幅	6
图表 5: 社会消费品零售总额当月值及同比增速	7
图表 6: 限额以上单位消费品零售总额当月值及同比增速	7
图表 7: 限额以上单位商品零售额结构数据	7
图表 8: 全国百家大型零售企业零售额同比增速	8
图表 9: 双十一销售数据	8
图表 10: 网上商品和服务零售额累计同比	9
图表 11: 实物商品网上零售额累计同比	9
图表 12: 商业贸易板块单季度营收及同比增速	9
图表 13: 商业贸易板块单季度营业利润及同比增速	9
图表 14: 百货单季度营收及同比增速	10
图表 15: 百货单季度营业利润及同比增速	10
图表 16: 超市单季度营收及同比增速	11
图表 17: 超市单季度营业利润及同比增速	11
图表 18: 连锁单季度营收及同比增速	12
图表 19: 连锁单季度营业利润及同比增速	12
图表 20: 商业物业经营单季度营收及同比增速	13
图表 21: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速	13
图表 22: 社会消费品零售总额总体情况	13
图表 23: 中国个人奢侈品市场销售额	13
图表 24: 中国生鲜电商市场交易规模情况	14
图表 25: 生鲜商家运营模式对比	14
图表 26: 传统供应链体系和生鲜超市供应链对比	15
图表 27: 永辉超市对上游供应商持股比例	16
图表 28: 各大平台渠道下沉策略	16
图表 29: 拼多多拼团模式	17
图表 30: 拼多多运营模式	18
图表 31: 拼多多用户分布区域情况	18
图表 32: 各大电商平台单个活跃用户年支出情况	18
图表 33: 行业内上市公司国改进程 (单位: 亿元)	19
图表 34: 家家悦营业收入及同比增速	20
图表 35: 家家悦营业利润及同比增速	20
图表 36: 苏宁易购营业收入及同比增速	21
图表 37: 苏宁易购营业利润及同比增速	21
图表 38: 重庆百货营业收入及同比增速	23
图表 39: 重庆百货营业利润及同比增速	23

一、行情回顾

1、行业与大盘走势

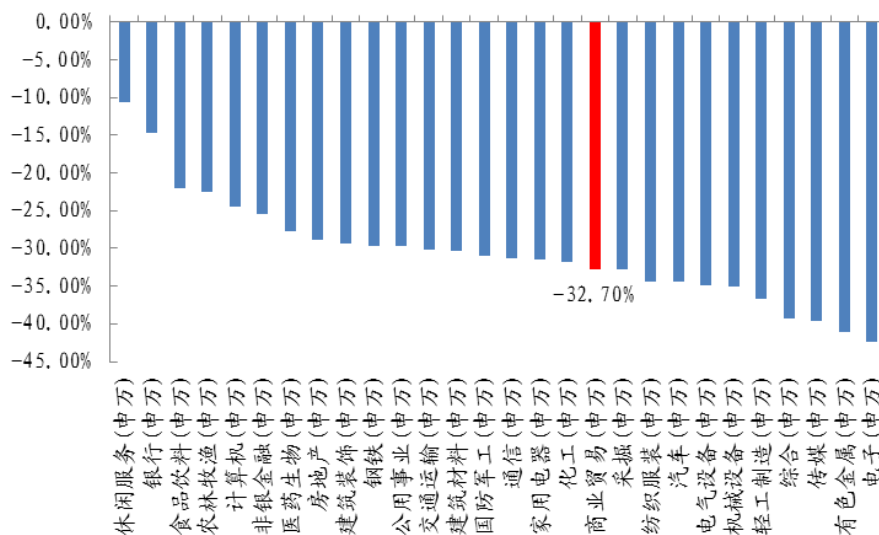
截止到 2018 年 12 月 31 日，上证综指收于 2493.90，2018 年下跌 24.59%，沪深 300 收于 3010.65，下跌 25.31%，申万商贸指数收于 2978.84，下跌 32.70%，板块跑输上证 8.10 个百分点，跑输沪深 300 指数 7.39 个百分点。

图表 1：2018 年行业指数和上证指数、沪深 300 涨幅对比



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 2：2018 年各行业涨幅对比



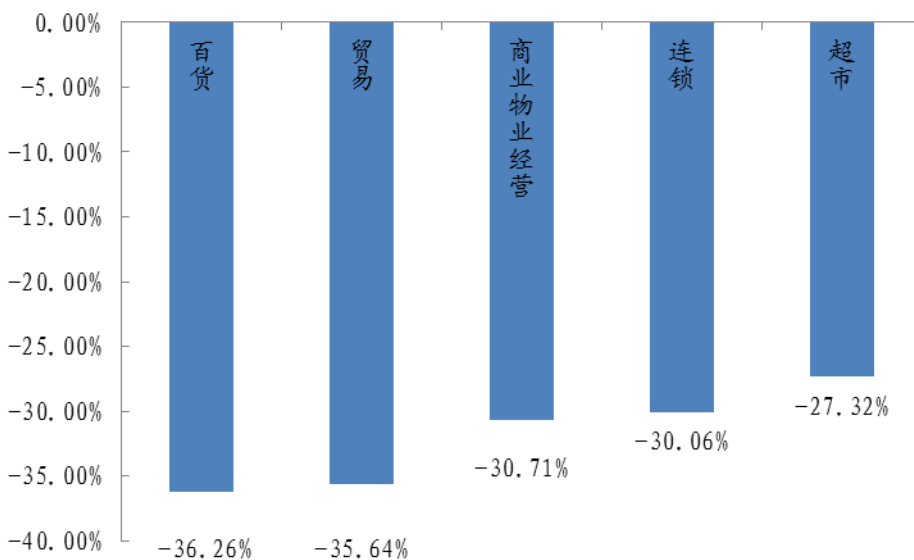
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

商贸板块 2018 年涨跌幅在全部行业中排名第 18, 行业表现并不算优秀, 在宏观经济整体下行, 社会贫富差距进一步拉大的大背景下, 长期来看市场上以医疗、教育等发展、享受型的消费升级现象仍将持续, 但短期随着经济下行以及居民收入增速放缓, 追求高性价比以及由“品牌”转为“实用”趋势下的消费降级现象也在同步出现。虽然目前我国消费市场短期承压, 但未来随着新个税法实施(个人所得税起征点提高、实施抵扣政策等), 进一步促进消费者消费需求, 行业长期来看仍存在较大增长空间。

2、子行业表现

从子行业的表现来看, 截止 2018 年 12 月 31 日, 超市、连锁、商业物业经营、贸易、百货板块跌幅分别为 27.32%、30.06%、30.71%、35.64%和 36.26%。超市跌幅较小主要是因为经济下行与消费分级逐步明朗的大背景下, 超市作为必选消费与生鲜业态的主要消费渠道, 整体表现较好; 而百货作为高端消费的主要渠道, 业绩持续承压, 整体表现一般。

图表 3: 2018 年各子行业涨跌(总市值加权平均)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

3、个股行情

从行业内个股的表现来看, 2018 年度行业内重点公司涨幅居前的个股分别为: 重庆百货(14.66%)、老凤祥(12.69%)、天虹股份(10.38%)、家家悦(2.07%)。跌幅前五的个股分别为: 金洲慈航(-66.43%)、金一文化(-59.97%)、中央商场(-58.66%)、步步高(-58.50%)和莱绅通灵(-58.43%)。

由于 2018 年宏观经济下行, 行业内公司表现不如预期, 其中涨幅居前的企业, 如重庆百货、老凤祥、天虹股份和家家悦, 主要受益于: 聚焦自身业态升级与线下门店扩张, 带动企业经营效率以及盈利空间持续上升。跌幅居前的公司, 一类是受宏观经济影响, 以黄金珠宝等可选消费为主营业态的企业, 如金洲慈航、莱绅通灵等, 二是经营效率较低, 转型受阻的公司, 如步步高、金一文化等。



图表 4: 2018 年以来重点公司涨跌幅

代码	公司名称	2018 年涨跌幅 (截止到 12 月 31 日)
600612.SH	老凤祥	12.69%
002419.SZ	天虹股份	10.38%
603708.SH	家家悦	2.07%
600790.SH	轻纺城	-12.64%
002187.SZ	广百股份	-17.36%
002024.SZ	苏宁易购	-19.22%
002697.SZ	红旗连锁	-19.32%
601933.SH	永辉超市	-20.80%
600738.SH	兰州民百	-21.93%
600785.SH	新华百货	-22.11%
601828.SH	美凯龙	-23.46%
002416.SZ	爱施德	-23.62%
600694.SH	大商股份	-26.30%
000882.SZ	华联股份	-26.89%
600697.SH	欧亚集团	-27.17%
002561.SZ	徐家汇	-32.12%
600858.SH	银座股份	-32.16%
600859.SH	王府井	-32.53%
002574.SZ	明牌珠宝	-33.42%
000061.SZ	农产品	-36.11%
600827.SH	百联股份	-36.21%
600361.SH	华联综超	-36.90%
600415.SH	小商品城	-38.49%
000501.SZ	鄂武商 A	-40.20%
002264.SZ	新华都	-41.11%
002344.SZ	海宁皮城	-41.34%
002336.SZ	人人乐	-42.45%
000759.SZ	中百集团	-44.93%
000417.SZ	合肥百货	-44.95%
002277.SZ	友阿股份	-45.63%
601116.SH	三江购物	-47.66%
600712.SH	南宁百货	-53.32%
002345.SZ	潮宏基	-57.96%
603900.SH	莱绅通灵	-58.43%
002251.SZ	步步高	-58.50%
600280.SH	中央商场	-58.66%
002721.SZ	金一文化	-59.97%
000587.SZ	金洲慈航	-66.43%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

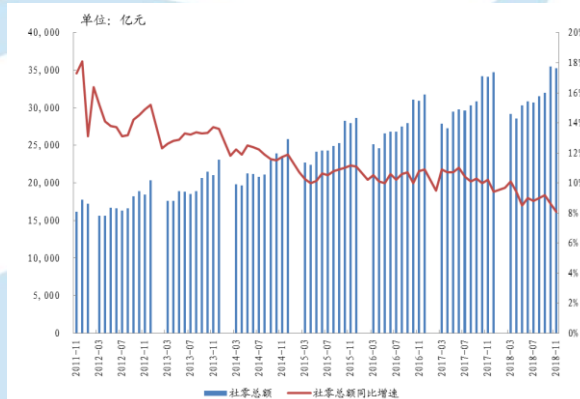
二、行业龙头缓慢复苏

1、行业数据

社会消费品零售总额

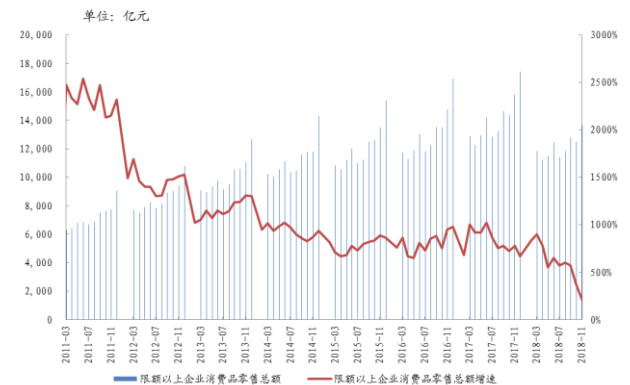
2018 年 1-11 月份社会消费品零售总额实现 345093 亿元，累计增长 9.1%，增速较 1-10 月份放缓 0.1 个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额 130830 亿元，同比增长 6.1%，增速比去年同期下降 2.2 个百分点。其中，11 月份社会消费品零售总额实现 35260 亿元，同比增长 8.1%，增速较上月放缓 0.5 个百分点，其中，限额以上单位消费品零售额 13679 亿元，增长 2.1%，增速比去年同期下降 5.7 个百分点。11 月份消费数据整体环比及同比下滑较多，虽然以日用品、家电影像、粮油食品等必需品消费品类增速表现相对优异，但由于汽车、石油制品类等消费品类增速回落较大对社零数据表现形成了主要拖累。

图表 5：社会消费品零售总额当月值及同比增速



数据来源：wind，中航证券金融研究所

图表 6：限额以上单位消费品零售总额当月值及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

从限额以上单位商品零售额结构数据来看，2018 年 11 月，与百货、超市关联性较高的品类中，增速较 10 月都出现了一定程度的回落：粮油食品类同比增速下降 5.9 个百分点，饮料类同比增速下降 2.5 个百分点，烟酒类同比增速下降 8.6 个百分点，服装纺织同比增速下降 4.3 个百分点，化妆品同比增速下降 1.3 个百分点，金银珠宝同比增速下降 6.9 个百分点，日用品同比增速下降 4.9 个百分点。

图表 7：限额以上单位商品零售额结构数据

指标名称	2017.11	2017.12	2018.2	2018.3	2018.4	2018.5	2018.6	2018.7	2018.8	2018.9	2018.10	2018.11
粮油、食品类	10.10%	7.50%	9.70%	9.70%	11.20%	8.00%	7.30%	13.00%	9.50%	10.10%	13.60%	7.70%
饮料类	7.20%	6.80%	9.60%	8.20%	11.30%	10.40%	7.10%	12.60%	6.80%	8.10%	10.40%	7.90%
烟酒类	9.00%	4.50%	3.90%	9.50%	8.60%	9.50%	4.80%	11.40%	6.30%	7.00%	9.80%	1.20%
服装纺织类	8.00%	9.50%	9.70%	7.70%	14.80%	9.20%	6.60%	10.00%	8.70%	7.00%	9.00%	4.70%

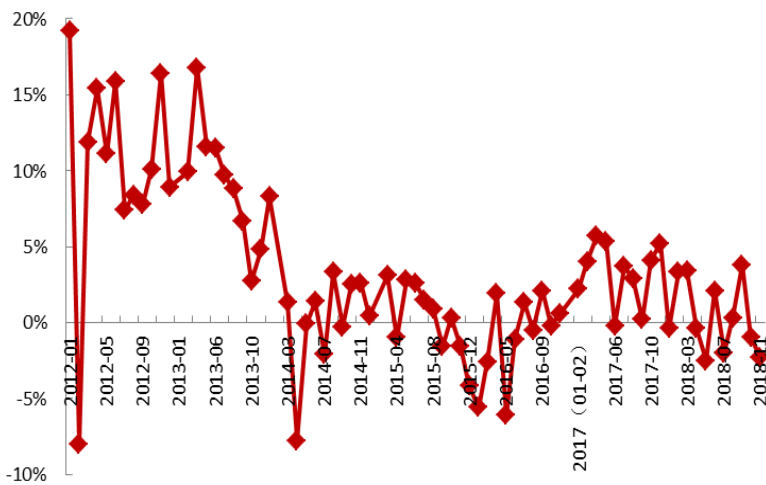
化妆品类	16.10%	21.40%	13.80%	12.50%	22.70%	15.10%	10.30%	11.50%	7.80%	7.80%	7.70%	6.40%
金银珠宝类	2.50%	4.40%	0.40%	3.00%	20.40%	5.90%	6.70%	7.90%	8.20%	14.10%	11.60%	4.70%
日用品类	8.00%	8.70%	11.20%	7.10%	7.00%	7.80%	7.40%	7.90%	5.40%	10.10%	16.90%	12.00%

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

百家&50 家大型零售企业零售额数据

根据中华全国商业信息中心的数据, 2018 年 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 1-10 月份放缓 0.1 个百分点。11 月份, 全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 2.3%, 降幅较上月下降 1.3 个百分点。

图表 8: 全国百家大型零售企业零售额同比增速

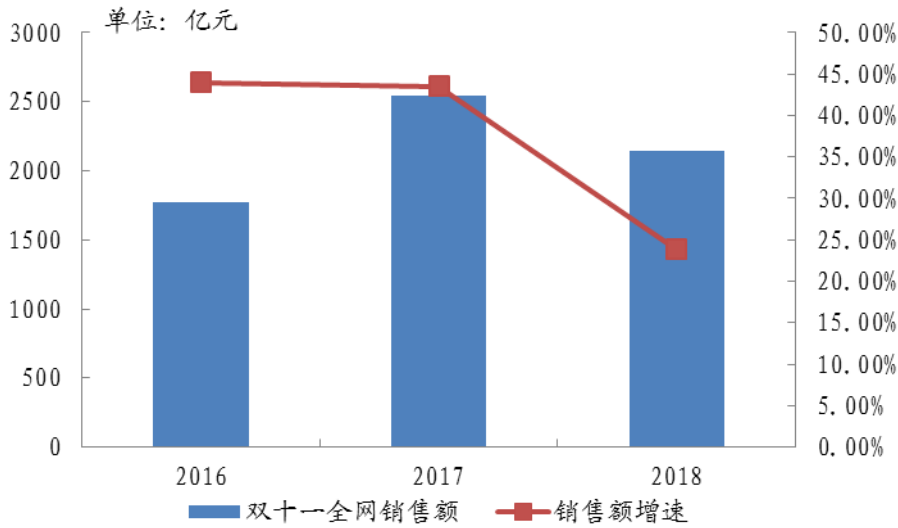


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

传统线上销售红利已过 转型线上线下全渠道。随着电商网上获客成本的不断上升以及结合 2016-2018 年双十一单日全网成交额 (1770.4 亿元、2539.7 亿元、2143.2 亿元) 以及增速 (44.0%、43.5%、23.8%) 数据来看, 电商红利期在渐渐消失, 单纯依靠线上销售的市场空间逐渐缩小, 未来整合线上线下的全渠道多业态融合的新零售业态模式将成为零售行业未来发展方向。

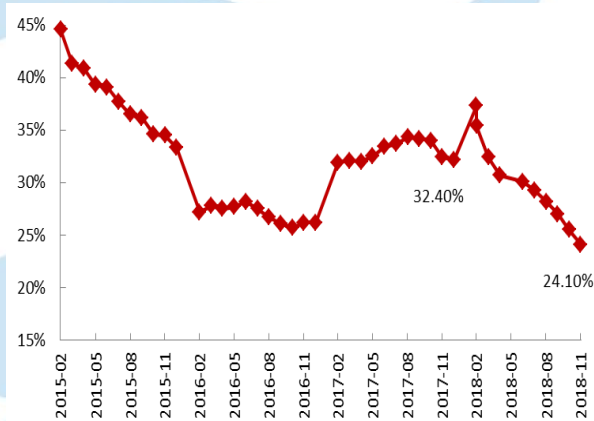
2018 年 1-11 月份, 全国网上零售额 80689 亿元, 同比增长 24.1%。其中, 实物商品网上零售额 62710 亿元, 增长 25.4%, 占社会消费品零售总额的比重为 18.2%; 在实物商品网上零售额中, 吃、穿和用类商品分别增长 36.3%、21.2%和 25.8%。

图表 9: 双十一销售数据



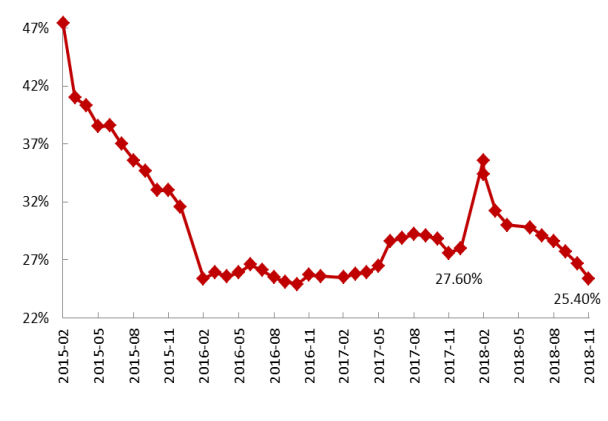
数据来源：星图数据，中航证券金融研究所

图表 10：网上商品和服务零售额累计同比



数据来源：wind，中航证券金融研究所

图表 11：实物商品网上零售额累计同比



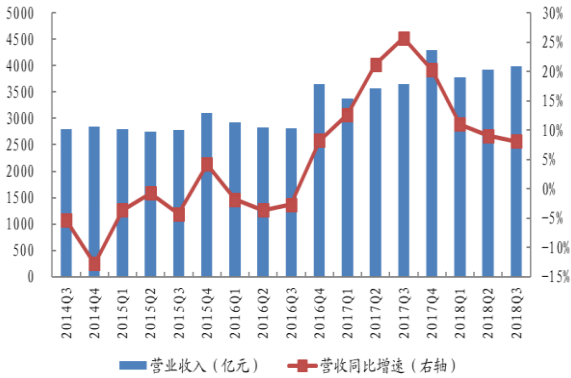
数据来源：wind，中航证券金融研究所

2、子板块经营数据

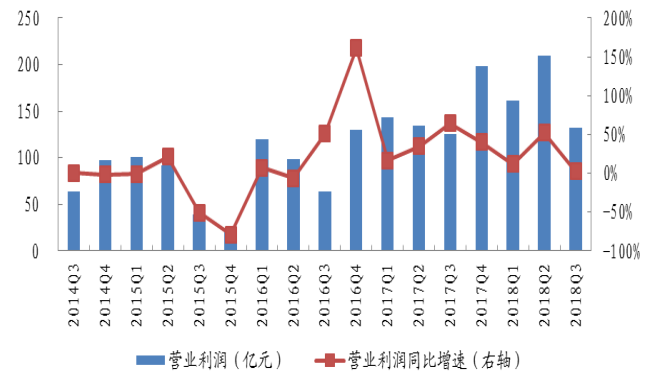
2018 年 Q1-3 商业贸易板块分别实现营收 3,785.06 亿元、3,927.45 亿元、3,983.65 亿元，同比分别增长 10.98%、9.07%、8.08%，实现营业利润 161.70 亿元、209.40 亿元、131.87 亿元，同比分别增长 11.68%、52.35%、2.72%。

图表 12：商业贸易板块单季度营收及同比增速

图表 13：商业贸易板块单季度营业利润及同比增速



数据来源: wind, 中航证券金融研究所



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

百货: 行业持续复苏

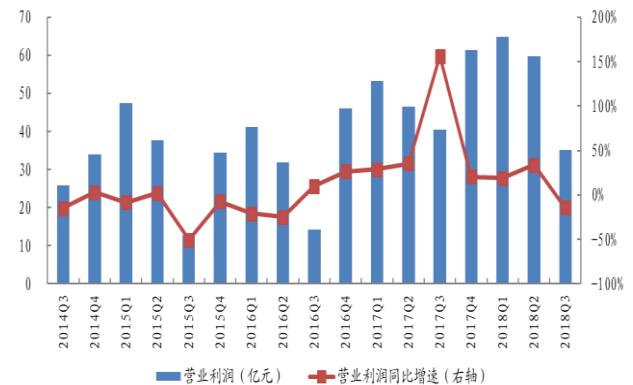
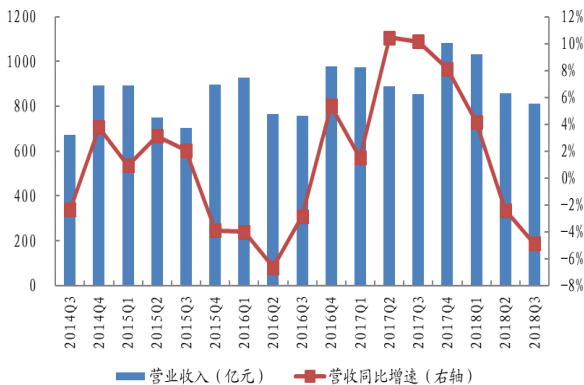
2018年Q1-3百货板块实现营收分别为1,033.56亿元、857.22亿元、812.91亿元,同比分别增长4.16%、-2.39%、-4.87%,增速比上年同期分别提升2.64、-12.82和-15.03个百分点。2018年Q1-3百货板块实现营业利润分别为64.92亿元、59.60亿元、35.04亿元,同比分别增长18.90%、34.01%、-14.29%,增速比上年同期分别下降10.19、1.21和170.55个百分点。

2018三季度百货板块毛利率、净利率、摊薄ROE分别为22.3%、4.03%、5.65%,比去年同期分别提升0.66、0.36、-0.14个百分点,期间费用率为25.35%,比去年同期提升0.23个百分点。

2018年前三季度板块收入端整体出现下滑,一方面是在宏观经济下行,居民收入增速放缓导致的消费趋缓,根据2018年11月限额以上商品零售额数据显示,以化妆品、黄金珠宝为首的可选消费品类需求大幅下滑,与可选消费相关性较高的百货行业整体也受到了较大冲击。另一方面,由于新零售业态、消费分级、消费者对于产品、购物场景等要求的不断提升等多种原因导致企业分化明显,中低档百货生存较为艰难。反观行业内龙头企业包括王府井、天虹股份等则是在供应链、数字化技术、公司业态等多方面持续进行优化升级,在一系列的转型举措中实现多业态、全渠道的战略布局,进一步扩大自身竞争优势。

图表 14: 百货单季度营收及同比增速

图表 15: 百货单季度营业利润及同比增速



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

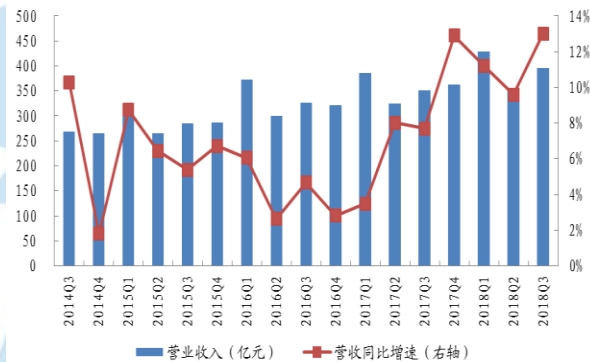
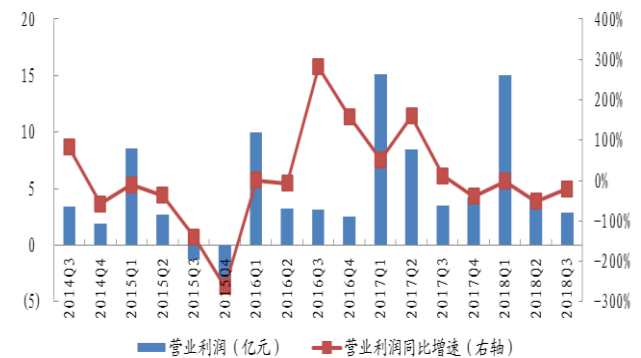
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

超市: 龙头优势凸显

2018 年 Q1-3 超市板块实现营收分别为 429.04 亿元、355.5 亿元、396.54 亿元, 同比分别增长 11.21%、9.59%、13.01%, 增速比上年同期分别提升 7.74、1.57 和 5.32 个百分点。2018 年 Q3 超市板块实现营业利润分别为 15.02 亿元、4.24 亿元、2.85 亿元, 同比分别减少 1.19%、51.07%、20.95%, 增速比上年同期分别下降 53.28、210.28 和 33.44 个百分点。

2018 年三季度超市板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 22.47%、1.79%、5.44%, 毛利率与摊薄 ROE 比去年同期分别提升 1.14、0.74 个百分点, 净利率持平。期间费用率为 37.37%, 比去年同期提升 2.24 个百分点。

CPI 增速虽然整体有所放缓 (2018 年 1-11 月 CPI 同比上升 2.1%, 2018 年 11 月 CPI 同比上升 2.2%, 环比下降 0.3%), 但与超市相关度较高的食品类整体价格走势较好, 包括鲜果、鸡蛋、鲜菜在内, 价格分别上涨 13.3%、5.2% 和 1.5%, 牛肉和羊肉价格分别上涨 5.5% 和 10.9%, 推动超市整体经营状况进一步优化, 同时受益于供应链体系的升级、多业态融合与新零售对以生鲜超市的赋能改造, 超市行业整体仍有较大的提升空间, 同时由于永辉超市云创业务亏损, 拖累了板块整体业绩, 使得超市行业整体营业利润增速有所放缓。

图表 16: 超市单季度营收及同比增速

图表 17: 超市单季度营业利润及同比增速


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

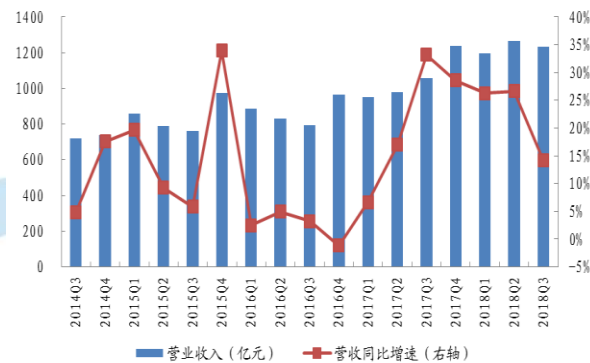
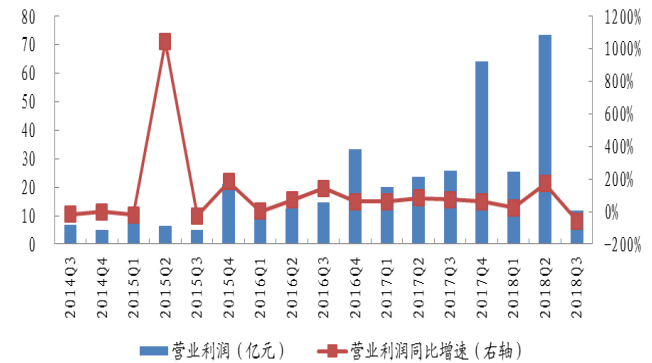
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

连锁: 家电连锁盈利改善, 黄金珠宝景气度高

我们将连锁分为家电连锁和黄金珠宝两个子板块, 2018 年 Q1-3 连锁板块共实现营收分别为 1,197.78 亿元、1,267.19 亿元、1,231.17 亿元, 同比分别增长 26.28%、26.67%、14.26%。增速比去年同期分别提升 19.64、9.67 和 -18.89 个百分点。其中, 受益于渠道下沉、三四线城市带来的庞大市场空间以及行业内龙头企业苏宁易购盈利改善提速, 家电连锁 2018 年前三季度实现营收和营业利润分别为 2,510.41 亿元、59.54 亿元, 同比分别增长 24.31%、448.37%。黄金珠宝则主要由于经济压力和汇率波动双重因素作用下,

消费者整体避险情绪不断上升，黄金珠宝投资价值更加突出，板块内企业整体利好，2018 年前三季度实现营收和营业利润分别为 962.49 亿元、35.15 亿元，同比分别增长 11.32%、-33.70%。

2018 年三季度连锁板块毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 13.52%、2.83%、6.03%，比去年同期提升 0.75、0.89、2.39 个百分点，期间费用率为 17.89%，比去年同期提升 0.61 个百分点。其中，家电连锁毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 11.37%、2.29%、6.80%，比去年同期提升 0.78、1.77、5.64 个百分点，期间费用率为 17.79%，比去年同期上升 0.31 个百分点；黄金珠宝毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 12.50%、2.67%、3.29%，比去年同期下滑 0.74、1.96、3.99 个百分点，期间费用率为 9.20%，比去年同期下降 0.05 个百分点。

图表 18：连锁单季度营收及同比增速

图表 19：连锁单季度营业利润及同比增速


数据来源：wind，中航证券金融研究所

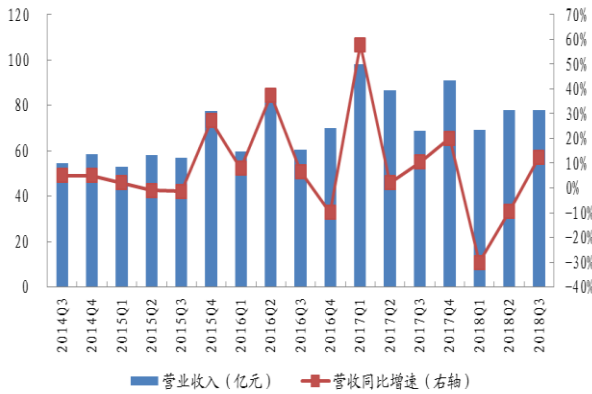
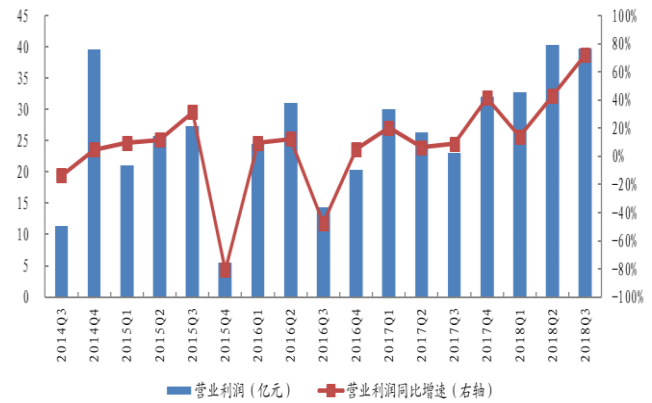
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

商业物业经营：企业经营承压

2018 年 Q1-3 商业物业经营板块实现营收分别为 69.36 亿元、78.13 亿元、77.95 亿元，同比分别增长 -30.08%、-9.30%、12.52%，增速比上年同期分别提升 -87.98、-11.47 和 2.02 个百分点。2018 年 Q1-3 商业物业经营板块实现营业利润分别为 32.69 亿元、40.22 亿元、39.76 亿元，同比分别增长 13.83%、43.18%、72.35%，增速比上年同期分别提升 -6.39、36.77 和 63.50 个百分点。

2018 年三季度商业物业经营毛利率、净利率、摊薄 ROE 分别为 55.54%、39.53%、9.35%，比去年同期提升 8.98、17.00、2.95 个百分点，期间费用率为 25.47%，比去年同期提升 4.87 个百分点。

2018 年前三季度商业物业经营板块营业收入整体下滑，营业利润较去年同期有所提升，利润增长主要是由于兰州民百出售全资子公司杭州环北，实现整体营业利润实现较大幅度增长（2018 前三季度公司实现营业利润 37.67 亿元，增速为 929.99%），板块龙头企业美凯龙自营部分由于租金提升、销售扣点带来的收入增长以及委管部分的加速扩张使得公司整体营收较去年同期有了较大幅度增长（2018 前三季度公司实现营业利润 52.89 亿元，增速为 24.05%）。但在当前宏观经济未能保持高速发展、人力成本以及各项费用的不断提升以及物业租金水平难以提升，板块经营压力较大。

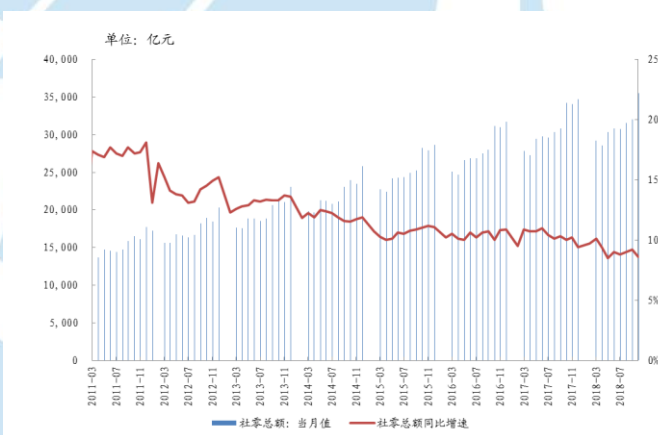
图表 20: 商业物业经营单季度营收及同比增速

图表 21: 商业物业经营单季度营业利润及同比增速


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

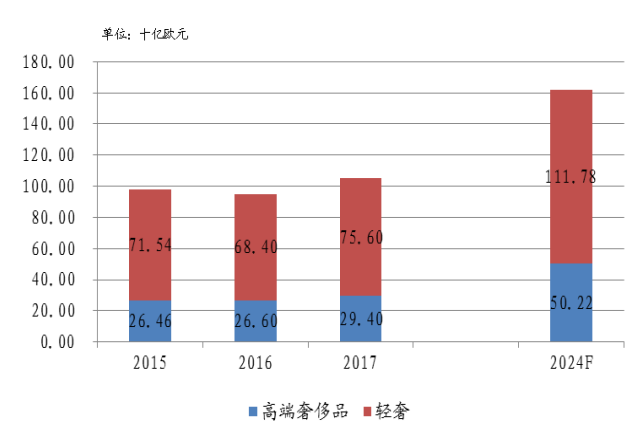
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

三、关注消费分级时代与国企改革深化下的投资机会

我国近些年奢侈品消费市场整体上行,且高端奢侈品消费占比仍旧不间断扩大,与此同时,社零总额增速近些年持续放缓,以拼多多为首的通过拼团模式以及主打低价爆款商业模式在以低线城市为主的区域市场发展迅猛。产生上述现象的原因主要是目前宏观经济整体下行的情况下,居民收入增速随之放缓,社会贫富差距进一步扩大,从而使消费水平和阶层由此分化明显。在这个大背景下,我国目前正处于消费升级与消费降级现象并存的状态。

图表 22: 社会消费品零售总额总体情况


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 23: 中国个人奢侈品市场销售额


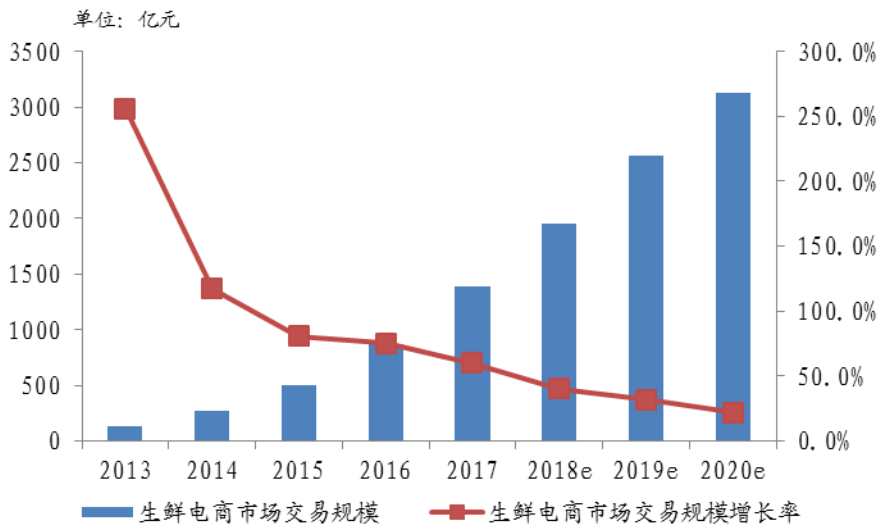
数据来源: BCG, 中航证券金融研究所

1、消费分级下的生鲜升级势头迅猛

消费升级作为消费分级时代的一端，主要是由于消费者在消费过程中除了关注商品本身价值及功能，现在逐步转向对商品相关的品牌溢价、配套服务及情感价值的追求，高品质、高体验性的消费在一二线城市逐步兴起和扩张。随着消费者对于以奢侈品、百货等高端消费需求逐渐加大的过程中，以盒马、超级物种、天虹 spōce 为首的多业态融合的新型消费模式和大众护肤与彩妆行业渐渐成为市场追逐的主流热点。

生鲜作为消费者进行消费升级时意愿较高的品类之一，近些年都保持着 50% 以上的高增长率，与此同时，生鲜零售业态也从最初的农贸市场、流动摊贩走向现在的超市、社区便利店等多种渠道，根据艾瑞咨询的报告显示，预计到 2020 年我国生鲜市场交易规模有望突破 3100 亿。行业内以阿里、腾讯、京东等互联网巨头纷纷入局，对业内各大生鲜商超企业进行供应链的整合赋能以及物流设施方面的改造完善，消费者对于生鲜的消费需求及品质要求也在这个过程中不断提升，超市作为现在生鲜消费的重要渠道之一，其良好的购物体验以及强大的供应链物流资源进一步奠定了其竞争优势与市场地位。

图表 24：中国生鲜电商市场交易规模情况



数据来源：艾瑞咨询，中航证券金融研究所

而在生鲜业态经营模式方面，行业内目前可以分为以盒马为首的线上线下全渠道融合模式和以京东生鲜为首的传统线上网购模式。不同运营模式下的商超企业都在各自业务布局及经营模式上有着独到之处，例如京东生鲜充分利用自身物流配送优势实现“次日达”等高效的物流配送服务，同时充分利用自身平台流量资源，帮助其生鲜业务快速发展壮大；而盒马则是充分将新零售经营模式与生鲜业态相融合，通过生鲜和餐饮的多业态融合、线下门店的前店后仓运营模式以及阿里的线上引流赋能，共同构筑了“生鲜+餐饮”的竞争壁垒。

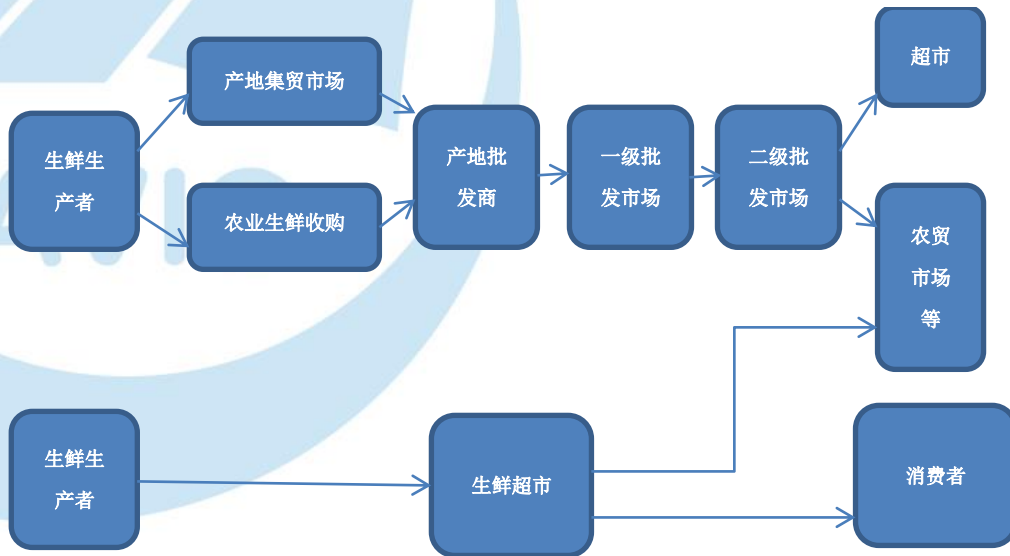
图表 25：生鲜商家运营模式对比

	优势	挑战
综合电商	<ul style="list-style-type: none"> 流量资源丰富 将平台积累流量变现；商家获客成本相对较小 	<ul style="list-style-type: none"> 在流量运营需求下，提高复购率 商家入驻模式下，对于消费者用户体验的把控
垂直生鲜电商	<ul style="list-style-type: none"> 全程高效把控供应链 保证生鲜商品品质以及较高质量的用户体验 	<ul style="list-style-type: none"> 从原产地直采的模式导致的获客成本相对较高
O2O模式	<ul style="list-style-type: none"> 满足消费者即时性购物需求 分布在消费者周边 实现对消费者日常生活的高度覆盖 	<ul style="list-style-type: none"> 冷链仓的调度和把控 O2O模式下对于供应链的配置以及掌控
“生鲜+餐饮”	<ul style="list-style-type: none"> 多个消费场景融合新业态 满足消费者个性化消费需求 同时降低生鲜品损腐 	<ul style="list-style-type: none"> 相较于其他模式下，生鲜+餐饮模式属于重资产、重成本

数据来源：中航证券金融研究所整理

虽然线上消费以及新零售发展日趋成熟，但目前我国消费者购买生鲜渠道仍是以线下的农贸市场和超市为主。超市作为消费者购买生鲜的主要渠道之一，虽然生鲜产品质量安全以及所提供的服务相对于传统的农贸市场有着较大的优势，但产品定价也相对较高。现在随着技术手段的进步，国内超市行业龙头，永辉超市、家家悦等纷纷对自身供应链体系进行改造重构，通过规模化采购、运输冷藏设备的提效等多方面实现超市的全产业链流通的角色。

图表 26：传统供应链体系和生鲜超市供应链对比



数据来源：中航证券金融研究所整理

以永辉超市为例。作为行业内特色生鲜经营企业，永辉超市通过股权绑定供应源+标准化直采的运营

模式以及旗下超级物种的“生鲜+餐饮”的多业态融合商业模式共同赋能其生鲜经营体系。

具体来看，在供应链方面，永辉近些年通过投资持股的方式绑定了国联水产、福建闽威实业股份有限公司等多家生鲜生产加工供应商，采购方面通过区域直采+全国采购的方式，进一步扩大旗下销售的商品品类丰富度，同时通过规模化优势有效控制了采购成本，提升其对上游供应商的议价能力。物流端，公司自建物流中心网络，与其直采端进行配合，进一步提高了供应链运营效率，同时通过线下超市门店的大数据手段反哺采购及物流端，实现自身生鲜运营良性闭环。

图表 27: 永辉超市对上游供应商持股比例

公司名称	持股比例	主营	产地区域
福建省星源农牧科技股份有限公司	20%	生鲜、猪肉	福建福州
湛江国联水产开发股份有限公司	11%	加工销售业务	广东湛江
湘村高科农业股份有限公司	9.93%	生猪养殖、冷鲜肉和腊制品等销售	湖南娄底
福建闽威实业股份有限公司	19.69%	海洋经济鱼类育苗、养殖、加工销售	福建福鼎

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所整理

在生鲜经营业态方面，永辉超市旗下的“超级物种”通过智能技术革新、强大供应链和运营体系的支撑实现了“生鲜零售+餐饮”的新零售业态，在商品品质与购物场景升级的同时，也满足了消费者对零售服务和体验性的个性化需求。

2、消费分级下的渠道下沉

在消费分级的大趋势下，消费降级现象也在频频出现，以低线城市为主的消费者由于生活方式、区域环境等多重因素使得其消费习惯相对于一二线城市消费者有着较大区别，他们普遍对于主打低价爆款、高性价比的产品有着较大的消费需求，同时受益于低线城市的收入及消费水平的不断提升，三四线及以下城市的消费能力与市场规模也随之扩张。

在人口数量方面低线城市远高于一二线城市，同时在国家扶贫政策以及消费能力的不断提升种种优势驱动下，进一步提高了低线城市的消费市场发展空间。在这个大背景下，以阿里、京东为首的零售电商巨头和家电连锁行业的龙头企业苏宁等纷纷践行渠道下沉策略，加码布局低线城市。

图表 28: 各大平台渠道下沉策略



	渠道下沉策略
阿里巴巴	通过农村淘宝业务开拓低线城市市场，同时辅以旗下菜鸟乡村模式、农村普惠金融业务实现对低线城市的布局策略
京东	以“3F战略”（生鲜电商、农村金融以及工业品）为核心，同时通过电商、物流以及金融布局低线市场
苏宁	旗下“零售云”锁定低线市场，主打3C、家电，并整合经营极物和母婴等品类，同时依托苏宁自身仓储、物流、供应链等优势加快拓宽市场规模

数据来源：中航证券金融研究所整理

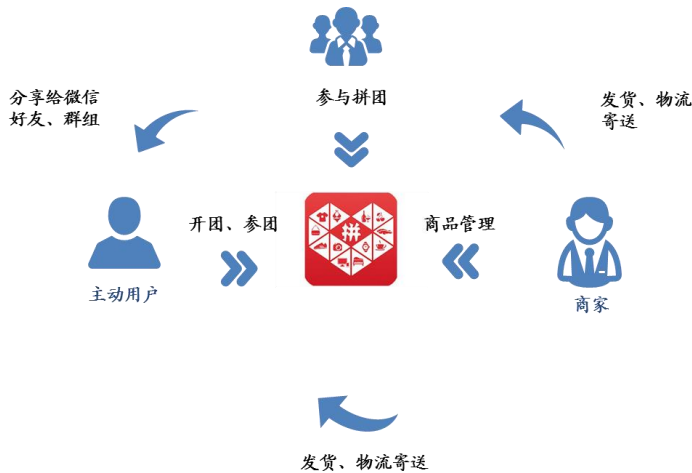
低线城市作为未来主要的新增量市场，由于过去我国零售行业的发展不均衡、层层分销体系导致低线城市零售市场发展整体滞后。现在线上电商平台与实体零售企业纷纷通过物流供应链系统的优化以及线下渠道建设、拓展等方式逐步推进其在低线城市市场的市场份额占比。

随着一二线城市供给日趋饱和，低线城市生活水平的提高，行业内以阿里、京东为首的电商巨头和以苏宁为首的家电连锁龙头企业纷纷将目标市场转向以三四线为首的低线城市，并且在这过程中不断调整自己的经营手段、促销模式以及商品品项等，来进一步适应低线城市居民的消费习惯。

拼多多

在电商行业被阿里巴巴与京东两大巨头占据的时代，拼多多以“去中心化社交拼团”运营模式适时的切入我国“逆消费升级”市场，在近些年迅速崛起。目前拼多多主要依托于 app、微信公众平台以及小程序这三大平台实现引流、销售以及自身流量变现。截止 2018 年 6 月，拼多多已经拥有超过 3 亿的用户资源。

图表 29：拼多多拼团模式



数据来源：中航证券金融研究所整理

图表 30：拼多多运营模式

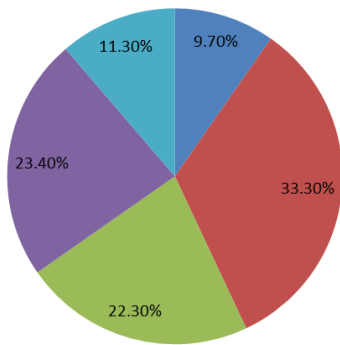


数据来源：中航证券金融研究所整理

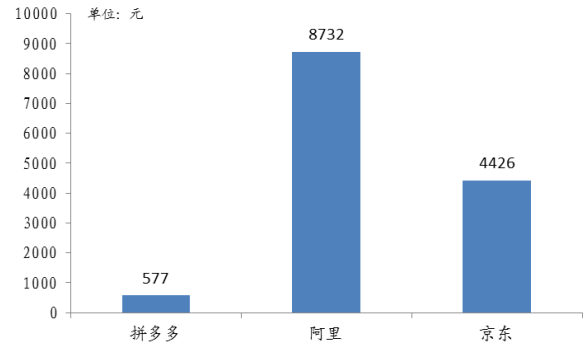
拼多多目前用户集中在三线及以下的低线城市，并且由于其主打“低价爆款”，所以其单个活跃用户年支出（2017 年为 577 元）远低于阿里及京东（阿里：8732 元；京东：4426 元），同时由于拼多多的社交电商这一特点，也更加适应低线城市消费者对个性化产品追求度相对较低这一特点。

图表 31：拼多多用户分布区域情况

图表 32：各大电商平台单个活跃用户年支出情况



■ 一线
■ 二线
■ 三线
■ 四线
■ 五线



数据来源: 中国产业信息网, 中航证券金融研究所 数据来源: 中国产业信息网, 中航证券金融研究所

虽然拼多多目前主攻低线城市, 消费者对于“低价爆款”认可度较高, 但随着该地区消费者消费需求的不断提升, 拼多多未来仍需在进一步提高商品质量的同时, 继续深度挖掘低线消费群体, 进一步增加其用户粘性。

3、国企改革持续深化, 带动行业转型升级

伴随着行业进入整合期, 国企改革的持续推进以及国企改革对于公司经营效率的不断提升, 行业内的收购兼并事件也将日益频繁, 随着国企改革的进一步落实, 建议关注国企改革受益股, 如重庆百货、老凤祥等, 这类企业通过战略资源的导入, 未来有望在大数据、消费者信息的追踪处理等方面进一步提升优化, 同时有望在战略投资者的推动下, 将自身市场布局的外延扩容, 实现更高效的渠道结构, 有效提升经营效率。

零售行业目前国企占比较高, 通过此次国企改革不断推进, 在资产整合、股权多元化等改革方式的带动下, 将进一步推动国有商业背景的企业减少相关机制、体制的制约, 缩短其与民营企业经营模式及效率之间的差距, 提高公司未来发展及转型的动力, 长期来看, 对于行业整体经营活力的提高以及转型创新提供了良好的基础。

图表 33: 行业内上市公司国改进程 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	市值 (截至 2018.12.31)	国改进程
600612.S H	老凤祥	188.57	将子公司老凤祥有限 21.99% 非国有股股权转让, 多名公司经营技术骨干入伙国新张创成立的工艺美术基金
600729.S H	重庆百货	115.05	控股股东商社集团增资, 出让 55% 股份, 引入两名战略投资者, 分别持股 45% 和 10%
600859.S H	王府井	105.26	首旅集团与王府井东安合并重组, 将王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团, 王府井东安保留独立法人地位
600723.S H	首商股份	40.89	公司第一大股东首旅集团将提高直接持股比例 (37.79% 提升至 57.82%), 对公司控制力增强, 进一步推进 “6+2” 产业布局
000417.S Z	合肥百货	33.77	合肥兴泰控股将持有公司的 14.58% 股份无偿转让给合肥建投, 转让后合肥建投持有公司股份的比例达 38%
600858.S H	银座股份	25.69	鲁商集团旗下零售业务资源唯一主体, 鲁商集团承诺, 将公司作为未来整合鲁商集团所控制的商业零售业务资源的唯一主体

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所整理

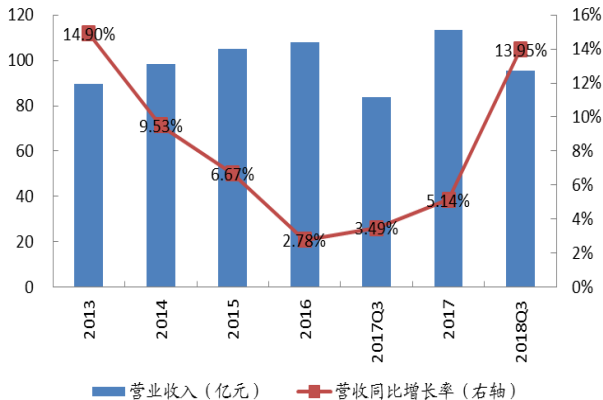
四、投资策略

家家悦 (603708)

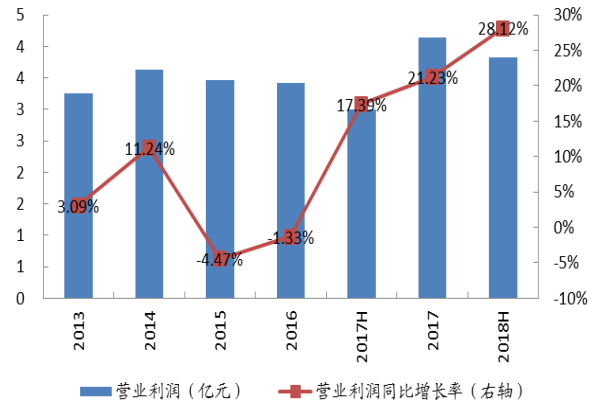
公司以大卖场和综合超市为主体, 以区域一体化物流为支撑, 以生鲜经营为特色的多业态综合性零售商。截止 2018 年 Q3 公司门店总数达 719 家; 公司在加大门店网络密度布局的同时, 在物流、供应链以及生鲜特色方面通过基地与源头采购、新技术的应用等等, 充分发挥区域一体化优势, 进一步提升公司运营效率。并且公司于 2018 年 11 月完成对张家口福悦翔收购, 实现首次省外扩张。2019 年公司将持续建设蔬菜供应基地和生鲜加工中心项目, 未来公司区域直采能力以及生鲜产品加工产能将进一步提升。截止到 2018 年 9 月底, 公司实现营业收入 95.56 亿元, 同比增长 13.95%; 实现归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 34.03%。

图表 34: 家家悦营业收入及同比增速

图表 35: 家家悦营业利润及同比增速



数据来源: wind, 中航证券金融研究所



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

收购张家口福悦祥, 走向全国扩张。根据公司近期发布的关于投资张家口福悦祥连锁超市有限公司的公告显示, 公司以 1.56 亿元投资福悦祥 67% 的股权, 福悦祥目前旗下拥有 11 家超市门店, 其全资子公司福祥物流所拥有的近 200 亩土地, 将作为双方合作建设打造综合物流及中央厨房建设项目的基础, 从供应链、声线加工以及门店布局等多方面实现家家悦迈出省外, 布局全国的第一步

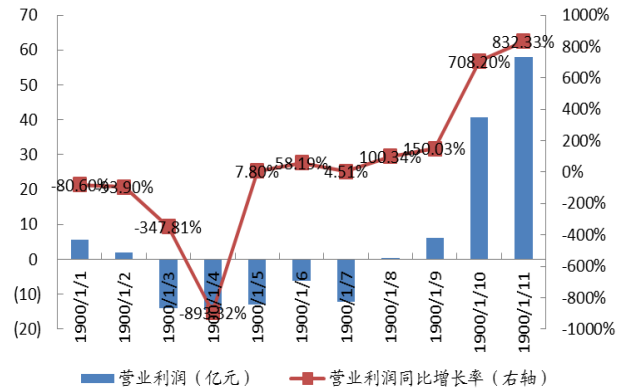
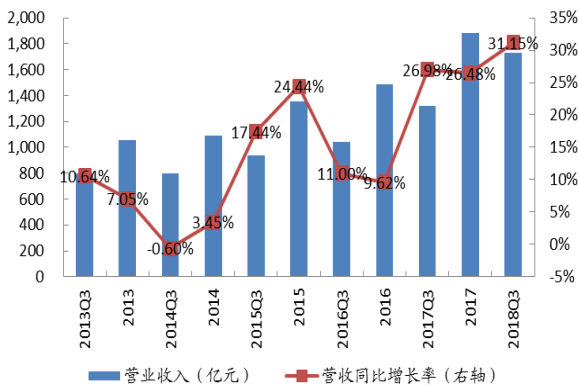
生鲜业态不断完善升级。根据公司 2018 年半年报显示, 公司未来将加大对于供应链建设、物流工业园、生鲜产品加工中心项目的投入, 同时未来将持续优化升级采购模式, 其中物流工业园项目、生鲜加工中心已开始陆续完工及投入使用。(烟台综合物流工业园项目, 预计 2018 年年底前一期完工并投入使用; 二期生鲜加工中心, 预计 2019 年下半年完工投入使用; 莱芜生鲜加工中心, 预计 2018 年年底前部分投入使用)。未来公司在持续整合供应链物流体系、采购模式以及新技术的持续赋能应用, 生鲜业态将持续升级完善, 进一步巩固公司市场规模占比及地位。

苏宁易购 (002024)

公司作为中国领先的智慧零售企业, 公司围绕着智慧零售体系, 通过大数据、物流供应链体系的不断完善, 进一步支撑公司全品类经营、全渠道运营、深化场景融合等战略布局。同时依托于对市场的敏锐判断, 公司积极深入拓展低线市场, 打造了覆盖各市场级别的线上线下全渠道网络, 与此同时在金融及物流服务方面也在不断优化升级。2018 年 1-9 月公司实现营业收入 1729.7 亿元, 同比增长 31.15%; 实现营业利润 61.3 亿元, 同比增长 812.11%。

图表 36: 苏宁易购营业收入及同比增速

图表 37: 苏宁易购营业利润及同比增速



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

持续布局低线城市, 加大门店网络布局。公司持续围绕乡镇市场发展, 以零售云加盟店、苏宁易购直营店为核心, 在低线城市快速展店扩张。根据公司 2018 年三季报显示, 截止到 2018 年 9 月底, 苏宁易购零售云加盟店数量已达到 1,453 家, 直营店销售收入同比增长 21.22%; 公司在布局低线城市的同时也积极落地社区服务业态, 在 2018 年 8 月, 完成了对迪亚天天的收购, 截止到 2018 年 9 月底, 公司及迪亚天天自营店数量已达到 1,744 家, 未来在供应链物流体系的协同赋能下, 将进一步建立公司的差异化竞争优势。

仓储物流助力经营效率提升。根据公司 2018 年三季报显示, 截至 2018 年 9 月底, 公司已在 9 个城市投入运营 9 个自动化拣选中心、36 个城市投入运营 39 个区域配送中心, 同时有 2 个自动化拣选中心以及 22 个区域配送中心在建。公司仓储中心、物流体系配合密集的门店布局, 实现高效的物流配送, 提高消费者购物体验的同时, 进一步降低了配送成本, 助力公司经营效率的不断提升。

多业态组合协同发力。公司根据不同市场级别及消费需求, 以“一大、两小、多专”的线下门店布局和家电 3C 家居生活、母婴、超市等业态产品组合, 实现对各目标市场消费者的覆盖。截止到 2018 年 9 月底, 公司旗下各业态及门店数量分别达到了: 苏宁易购广场 16 家、苏宁小店 (苏宁小店和迪亚天天自营店合计 1,744 家, 迪亚天天加盟店 104 家)、家电 3C 专业店 1957 家、苏宁红孩子 111 家以及苏鲜生超市 8 家。公司通过不断完善门店布局以及业态组合, 带动公司的营收端不断提升, 进一步提升公司的经营活力。

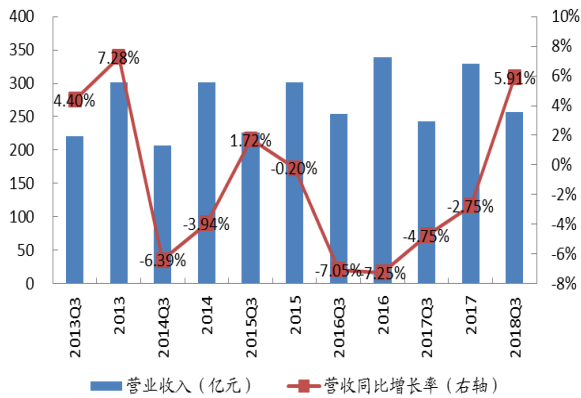
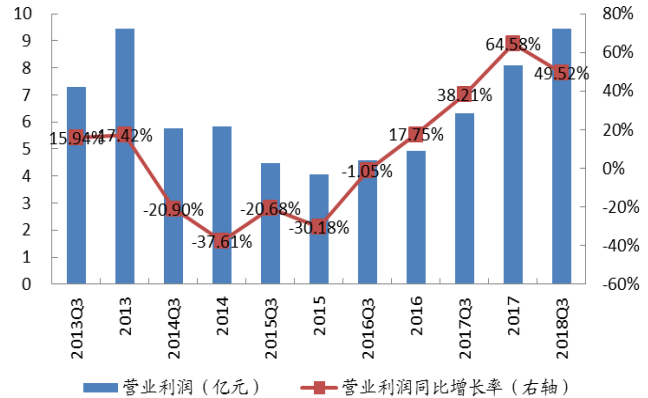
3、关注受益于国企改革的企业

伴随着行业进入整合期, 国企改革的持续推进以及国企改革对于公司经营效率的不断提升, 行业内的收购兼并事件也将日益频繁, 随着国企改革的进一步落实, 建议关注国企改革受益股, 如重庆百货、老凤祥等, 这类企业通过战略资源的导入, 未来有望在大数据、消费者信息的追踪处理等方面进一步提升优化, 同时有望在战略投资者的推动下, 将自身市场布局的外延扩容, 实现更高效的渠道结构, 有效提升经营效率。

重庆百货 (600729)

重庆地区零售龙头, 重庆国资下属企业, 旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸品牌,

业态涵盖百货、超市、电器连锁、汽贸等。2018 年 1-9 月公司实现营业收入 256.85 亿元，同比增长 5.91%；实现营业利润 9.46 亿元，同比增长 49.52%。

图表 38: 重庆百货营业收入及同比增速

图表 39: 重庆百货营业利润及同比增速


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

门店结构优化升级, 消费金融增厚净利。公司旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器等著名商业品牌, 截止到 2018 年 9 月底, 公司百货业态 55 个, 超市业态 181 个, 电器业态 47 个, 汽贸业态 28 个。通过公司持续扩大业态规模及网点布局, 形成了以重庆为核心, 同时覆盖周边地区的规模优势。随着公司市场控制力的不断提升, 规模效应将进一步放大。根据公司相关公告显示, 公司将出资 6.34 亿元参与到马上消费金融增资, 此次增资完成后公司持股比例也将提升至 31.06%。马上消费以“金融+科技”为核心, 运用互联网和大数据模式, 结合消费场景, 为消费者提供“一站式”金融服务, 经过几年培育目前已进入收获期, 2018 年上半年马上消费交易额、贷款余额、净利润等各项指标持续增长, 注册用户数突破 3900 万。预计随着线上线下互动融合以及跨界整合联合向上集成供应链的一系列举措不断落地, 马上消费将进一步打开公司的扩张空间。

混改持续推进, 核心竞争力逐步提升。公司母公司商社集团于 2018 年 10 月 19 日成功挂牌重庆联交所, 未来将引入两名战略投资者, 此次混改的投资方主业必须为百货或者超市, 且必须为连锁经营 50 强企业, 其中, 一名战略投资者持股 45%, 另一名战略投资者持股 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, 公司控制权可能发生变更。随着混改的进一步推进, 以及百货、超市业态龙头企业的入股, 将为企业带来全新的经营活力, 以及组织机制的不断优化升级。有助于公司长期发展。

小结:

投资策略上, 我们主要把握三条主线: 一是关注区域生鲜超市龙头, 如家家悦、红旗连锁等, 这类企业在消费分级背景下, 以新技术、新业态作为其生鲜业务不断发展的内生动力, 通过冷链运输、智能物联网等多种技术持续赋能强化企业竞争优势, 进一步打开成长空间; 二是关注消费分级下布局低线城市的龙

头企业，如苏宁易购、天虹股份等，在消费分级背景下，消费越来越走向细分市场，同时在三四线及以下的低线城市区域经济的不断发展以及人口回流，让渠道下沉成为未来行业发展的趋势与方向，以苏宁为首的这类企业依托自身物流仓储、线下门店网络优势与多品类的营销策略，实现在低线城市的快速扩张；三是继续关注国企改革受益标的，如重庆百货、老凤祥等，随着国企改革的持续推进，这类企业在战略投资者入局的机遇背景下，在经营模式上得到更大程度的提升与改善，未来随着改革激励机制的完善与扩大，公司经营业绩将进一步得到释放。

(全文完)



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所，从事商业贸易、休闲服务行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。