

商贸零售

报告原因：定期报告

2019年4月19日

商贸零售行业月报

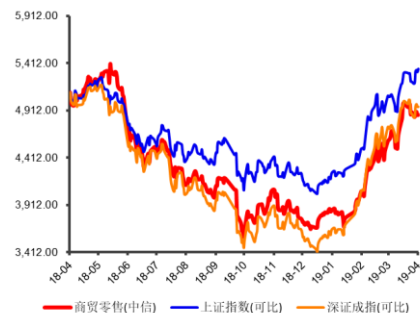
社零数据企稳回暖，低估值百货龙头估值修复可期

评级

看好

行业研究/定期报告

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

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

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

投资要点：

市场回顾

➤ 2019年3月，沪深300指数提升了5.53%，CS商贸零售行业上涨8.26%，与2018年同期相比提高了5.94ct，跑赢大盘2.73pct。CS商贸零售行业3月市场表现强于去年同期，受减税降费政策对于终端零售价格降低，企业成本减少的有利影响，以及消费数据回暖、五一假期延长对于整个消费板块的提振效应，子行业表现均呈上涨。2019年3月CS零售估值水平整体围绕在17X左右震荡起伏，月末相比月初而言有所提振，截止3月29日，CS零售估值水平17.2X，较2月小幅提升，但仍处于历史估值低位。

行业月度数据跟踪

➤ 2019年3月CPI同比上涨2.3%，涨幅比上月扩大0.8pct。其中食品价格上涨4.1%，非食品价格上涨1.8%，受低温阴雨天气的影响，春季鲜菜供应不足，价格同比上涨16.2%；非洲猪瘟疫情发生势头趋缓，猪肉价格在连续25个月的下跌势头中首次回转，同比上涨5.1%。一季度CPI平均上涨1.8%，在温和通胀水平下，食品价格的上涨对于CPI同比的拉动效应十分显著，对于超市板块企业业绩和同店数据的提振贡献良多。但受季节性因素的影响，生鲜食品的价格回落和旅游淡季的出行减少直接影响CPI环比下降0.4%。

➤ 2019Q1社零总额同比名义增长8.3%，增速比上年同期回落1.5pct，与2018Q4持平，增速回落仍然受到其中占比较大的汽车类增速放缓影响，从限上商品零售增速来看，部分消费升级类商品销售增速加快，而生活必需品增速保持稳健，整体看可选与必选的两极分化现象有所减缓，必选消费涨势暂缓，而可选消费企稳复苏。2019Q1全国网上零售额同比增长15.3%，较上月提升1.7pct，占社零总额的比重为18.2%，较去年同期提升2.1pct。

行业动态新闻

- 一季度全国新开业 75 个商业项目 社区型商业逐渐放量；
- 苹果高通和解 英特尔无奈退出；
- 亚马逊宣布退出中国电商市场 7 月 18 日起关闭 Amazon.cn

投资策略

- 3 月份多项宏观指标好于预期，市场对于消费的预期有所改善，影响消费升级的积极因素逐渐增多。在政策效应带动下，企业预期、市场预期和消费者信心均在增强，需求也在结构性改善，我们建议适时布局关注几条主线 1) 在温和通胀的经济环境中，受益必选消费稳健增长和消费的后周期属性，超市板块具有阶段性机会：永辉超市和家家悦；2) 3 月可选消费数据企稳回暖，主流百货同店数据得到改善，同时零售企业国企改革预期向好的确定性提升，前期超跌和低估值龙头具有估值修复的机会：天虹股份和王府井；3) 消费分级背景下，一二线城市品质消费市场和三四线城市的大众消费市场仍然存在一定增量空间，有能力通过消化这部分增量持续提升行业集中度的线上线下龙头企业：苏宁易购和南极电商。

风险提示：宏观经济增速放缓；政策落地效果不及预期；市场竞争加风险。

目录

1.行业市场表现回顾	5
1.1 一级行业概况	5
1.2 细分行业市场表现	5
1.3 个股表现	6
1.4 行业资金流向	6
1.5 行业估值情况	8
2.行业数据跟踪	8
2.1 居民消费价格指数（CPI）	8
2.2 社会消费品零售数据	9
2.3 全国大中型零售企业销售额数据	11
3.行业动态新闻	11
4.投资建议	13
5.风险提示	14

图表目录

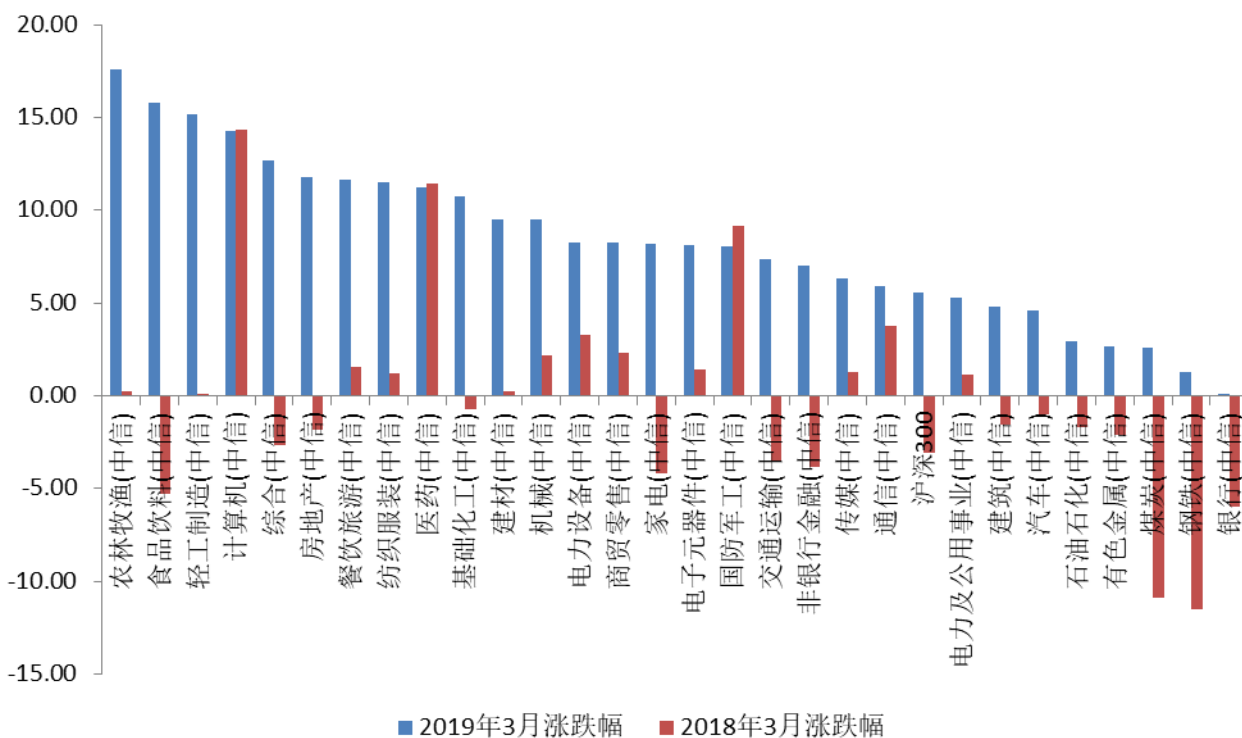
图 1：2019 年 3 月中信一级行业涨跌幅	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 3 月涨跌幅	6
图 3：CS 零售子版块 2018 年 3 月涨跌幅	6
表 1：2019 年 3 月个股涨跌幅情况（%）	6
表 2：2019 年 3 月个股资金流向情况	7
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	8
图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE（TTM）	8
图 7：CPI 当月同比、环比（%）	9
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	9
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
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

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年3月，沪深300指数提升了5.53%，与2018年同期相比大幅提振了8.64pct。CS商贸零售行业上涨8.26%，与2018年同期相比提高了5.94ct，跑赢大盘2.73pct。3月份中信一级29个行业均呈涨势，受增值税税率下调等减税降费政策的落地实施对企业利润增厚的有利影响，以及科创板效应对市场整体的持续催化，市场表现较为靓丽。CS商贸零售行业3月市场表现强于去年同期，在中信29个行业排名第14位，处于中游水平，较上月有所提升。

图1：2019年3月中信一级行业涨跌幅



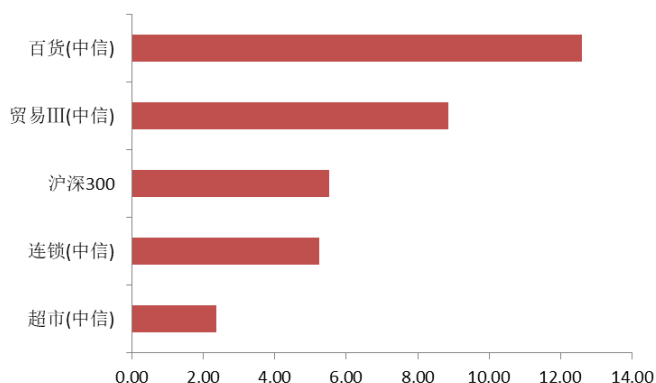
数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

从子版块来看，3月CS零售4个三级子行业中百货、贸易III、连锁、超市的涨跌幅分别为12.6%、8.85%、5.24%和2.35%。受减税降费政策对于终端零售价格降低，企业成本减少的有利影响，以及消费数据回暖、五一假期延长对于整个消费板块的提振效应，子行业表现均呈上涨，3月百货终端同店数据的回暖促使百货

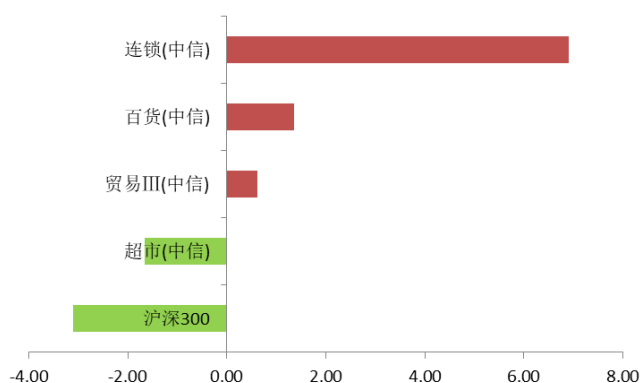
板块涨幅居前，在年内首次达到双位数，百货和贸易板块表现均优于沪深300。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 3 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 零售子版块 2018 年 3 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，3月有89家上市公司收涨，其中有东方创业、南京新百、我爱我家的月涨幅均超过30%，还有中兴商业、萃华珠宝、新华锦、文峰控股、东方金钰、重庆百货的涨幅均超过20%，其中东方创业的月涨幅达79.22%；还有8家上市公司收跌，其中爱婴室(-9.28%)和秋林集团(-7.81%)跌幅超过5%。

表 1：2019 年 3 月个股涨跌幅情况 (%)

3 月涨幅前十的个股			3 月跌幅前十的个股		
代码	简称	周涨跌幅	代码	简称	周涨跌幅
600278.SH	东方创业	79.22	603214.SH	爱婴室	-9.28
600682.SH	南京新百	41.53	600891.SH	秋林集团	-7.81
000560.SZ	我爱我家	30.00	600280.SH	中央商场	-3.67
000715.SZ	中兴商业	27.85	002640.SZ	跨境通	-3.05
002731.SZ	萃华珠宝	26.53	000785.SZ	武汉中商	-2.22
600735.SH	新华锦	23.60	002336.SZ	人人乐	-1.80
601010.SH	文峰股份	21.12	600247.SH	*ST 成城	-0.34
600086.SH	东方金钰	21.09	601933.SH	永辉超市	-0.12
600729.SH	重庆百货	20.32	600785.SH	新华百货	0.23
600859.SH	王府井	19.08	000626.SZ	远大控股	0.23

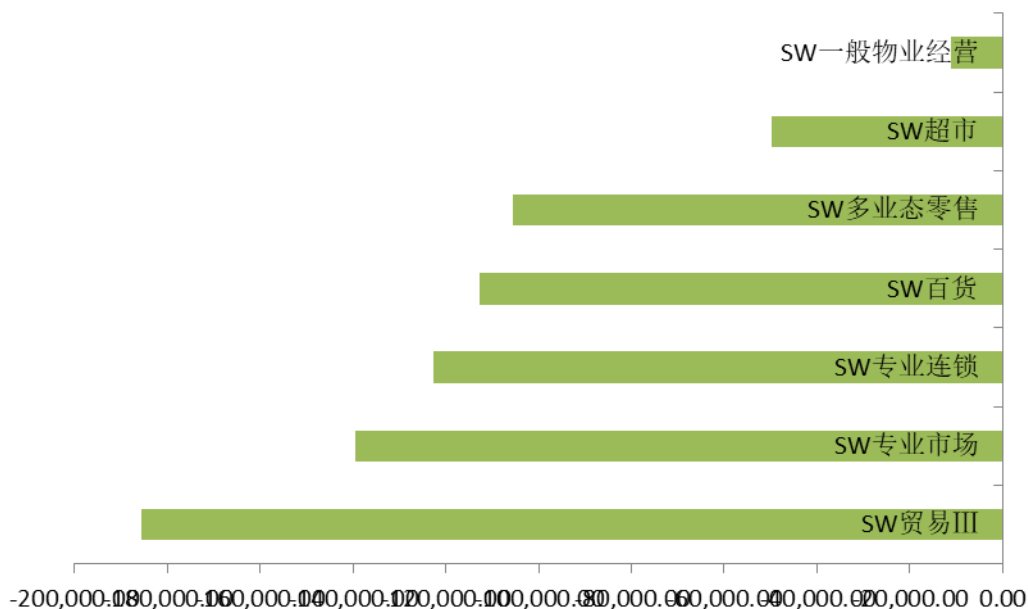
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业资金流向

从行业资金流向来看，3月SW商业贸易主力净流入额为-72.69亿元。3月SW商贸三级行业主力资金均

为流出状态，其中 SW 一般物业经营资金净流出额为 1.13 亿元，是主力净流出资金最少的子行业，SW 贸易 III 板块主力净流出额最多，为 18.56 亿元。

图 4：SW 商业贸易子行业 2019 年 3 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，3 月主力资金净流入额超过 1 亿元的个股仅有上海物贸，主力资金净流入额为 1.07 亿元，其次是利群股份，净流入额为 0.51 亿元；主力资金净流出额超 4 亿元的个股有东方金钰、跨境通和兰州民百，其中东方金钰净流出额为 5.84 亿元，流出额最高。

表 2：2019 年 3 月个股资金流向情况

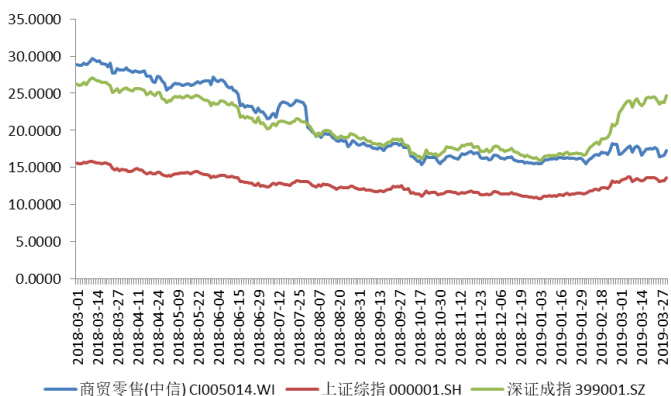
3 月资金流入前十的个股			3 月资金流出前十的个股		
代码	简称	周涨跌幅	代码	简称	周涨跌幅
600822.SH	上海物贸	10,725.96	600086.SH	东方金钰	-58,413.95
601366.SH	利群股份	5,103.02	002640.SZ	跨境通	-49,030.06
002419.SZ	天虹股份	2,491.43	600738.SH	兰州民百	-45,969.83
600827.SH	百联股份	2,313.55	002024.SZ	苏宁易购	-34,401.67
000560.SZ	我爱我家	2,060.33	600755.SH	厦门国贸	-32,351.62
600857.SH	宁波中百	1,799.91	000587.SZ	金洲慈航	-31,346.38
600278.SH	东方创业	1,714.28	600811.SH	东方集团	-28,901.12
600824.SH	益民集团	1,369.06	601933.SH	永辉超市	-27,882.74
002264.SZ	新华都	1,115.18	600120.SH	浙江东方	-24,693.71
603708.SH	家家悦	552.03	600122.SH	宏图高科	-23,047.60

数据来源：wind，山西证券研究所

1.5 行业估值情况

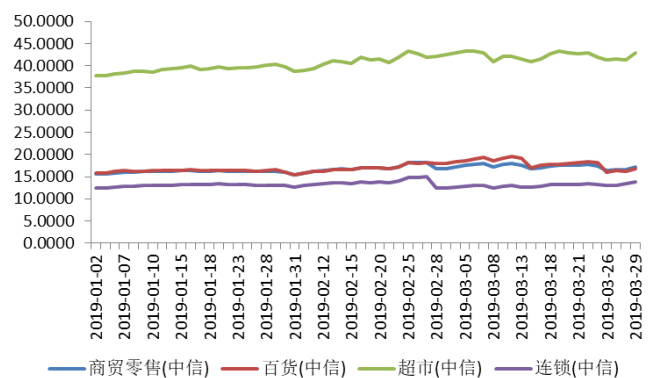
2019年3月CS零售估值水平整体围绕在17X左右震荡起伏，月末相比月初而言有所提振，截止3月29日，CS零售估值水平17.2X，较2月小幅提升，但仍处于历史估值低位。受一系列减税降费政策的实质性利好影响，个税起征点抬高及专项税抵扣政策利于增加居民可支配收入和消费信心，而社保费率降至16%、制造业等行业现行增值税税率由16%降至13%则有利于减轻企业方面的负担，股市回暖和房地产价格上涨则对于市场复苏具有一定的激励效应。2019年政府工作报告提出全年将减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元，若在征缴税收监管加强的环境下实现目标，则有利于企业整体利润增厚，同步拉动基建投资和GDP的良性增长。子板块方面，截止3月29日，百货板块PE走势与CS零售高度贴近，但月末一周有所回落，估值水平在16X左右；超市板块PE波动较大，月中呈现多次冲高回落，月末估值水平回升至42X左右；连锁板块PE相对较低，但整体维持震荡上扬趋势，估值水平在13X左右。

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 零售子板块历史估值水平 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3月，CPI同比上涨2.3%，涨幅比上月扩大0.8pct。其中，食品价格上涨4.1%，非食品价格上涨1.8%。食品价格涨幅较上月提升0.5pct，影响CPI上涨约0.82pct，春季是蔬菜上市的淡季，并且受到多地低温阴雨天气的影响，春季鲜菜上市量略有不足，鲜菜价格同比上涨16.2%，涨幅较大，影响CPI上涨约0.42pct；而猪肉价格则在连续25个月的下跌势头中首次回转，同比上涨5.1%，影响CPI上涨约0.12pct；非食品价格涨幅较上月小幅提升0.1pct，影响CPI上涨约1.46pct，其中医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格合计影响CPI上涨约0.94pct，部分地区医疗服务价格改革已阶段性完成，医疗服务价格由去年同期上

涨 7.1% 回落至 1.5%。据测算，在 3 月份 2.3% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.1pct，新涨价影响约为 1.2pct，一季度 CPI 平均上涨 1.8%，在温和通胀水平下，食品价格的季节性上涨对于 CPI 同比的拉动效应十分显著，对于超市板块企业业绩和同店数据的提振贡献良多。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)

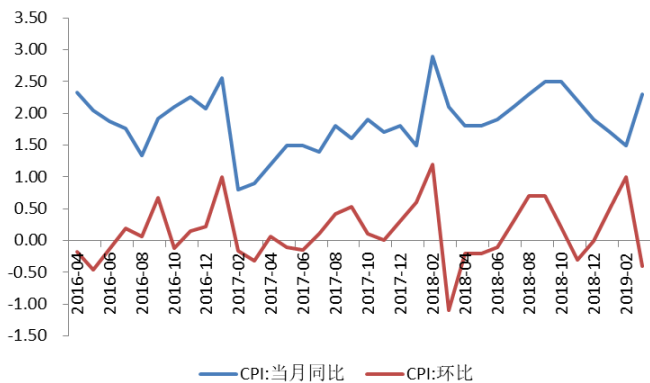
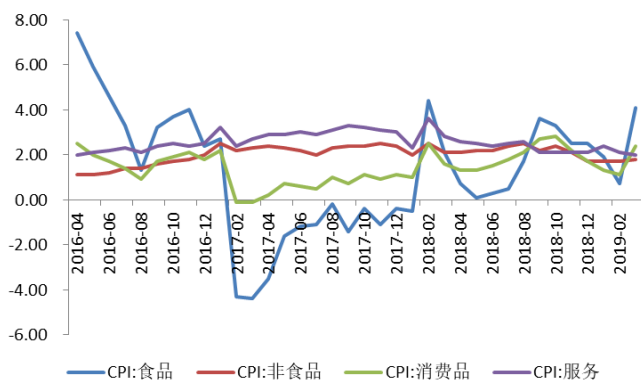


图 8：CPI 当月同比：分类别 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

环比来看，CPI 由上月的上涨 1.0% 变为下降 0.4%，其中食品价格降低 0.9%，非食品价格降低 0.2%，各项环比均由涨转跌。食品价格振幅较上月回落 4.1pct，影响 CPI 下降约 0.19pct，其中部分生鲜食品春节后价格有所回落，鸡蛋、水产、鲜菜、牛羊鸡肉六项合计影响 CPI 下降约 0.21pct，非洲猪瘟疫情发生势头趋缓，各地猪肉价格涨跌互现，全国平均上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.03pct；非食品价格振幅比上月降低 0.6pct，影响 CPI 下降约 0.18pct，由于 3 月是旅游淡季，出行人数减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格三项合计影响 CPI 下降约 0.25pct，务工人员陆续返城促使劳动力增加，服务价格中的车辆修理与保养、家政服务 and 理发价格分别下降 5.3%、4.1% 和 3.9%；受国际原油价格变动影响，成品油两次调价导致汽油和柴油价格分别上涨 3.6% 和 4.0%。3 月 CPI 环比回落主要受到季节性因素的影响，生鲜食品的价格回落和旅游淡季的出行减少直接影响 CPI 环比下降。

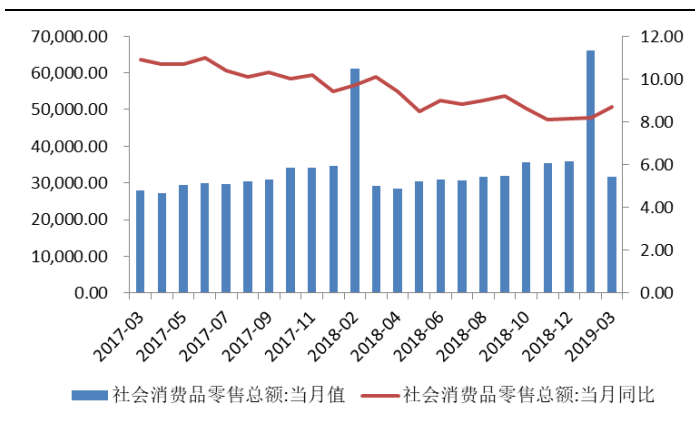
2.2 社会消费品零售数据

2019 年一季度，社会消费品零售总额 97790 亿元，同比名义增长 8.3%，增速比上年同期回落 1.5pct，与 2018Q4 持平。其中 3 月份社零总额 31726 亿元，同比增长 8.7%，增速比 1-2 月加快 0.5pct，为近半年来峰值。社零总额名义增速回落主要受到零售额中占比较大的汽车类商品增速放缓影响，如果扣除汽车类商品，2019Q1 消费品零售总额（相同口径下）同比增长 9.7%，增速仅比上年同期低 0.4pct。

从限上商品零售增速来看，部分消费升级类商品销售增速加快。Q1 通讯器材类商品同比增长 10%，增速比 1-2 月提升 1.8pct，化妆品类增长 10.9%，增速较 1-2 月提升 2pct，自去年 12 月以来首次回到两位数水平；Q1 家用电器和音像器材类商品同比增长 7.8%，增速较 1-2 月提升 4.5pct，受 3 月新房和二手房价环比

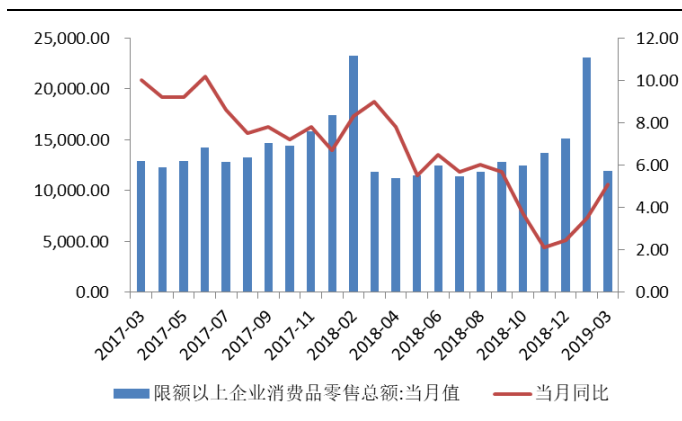
上涨城市增加影响,家电增速回升明显;Q1 服装鞋帽类同比增长 3.3%,受换季因素影响比 1-2 月提升 1.5pct;而 Q1 金银珠宝类小幅增长 2.6%,剔除春节效应后,相较 1-2 月回落 1.8pct,3 月单月增速-1.2%,为 32 个月以来首次转负。据测算,限上家用电器和音像器材、通讯器材、化妆品等升级类商品和餐饮收入对限上消费品零售额增长的贡献率超过三分之一。从生活必需品类看,Q1 粮油食品和日用品类同比增长 10.6%和 16.1%,受到生鲜品类价格上涨因素的影响,较 1-2 月份分别提升 0.5pct 和 0.2pct。整体看可选与必选的两极分化现象有所减缓,必选消费涨势暂缓,而可选消费企稳复苏。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



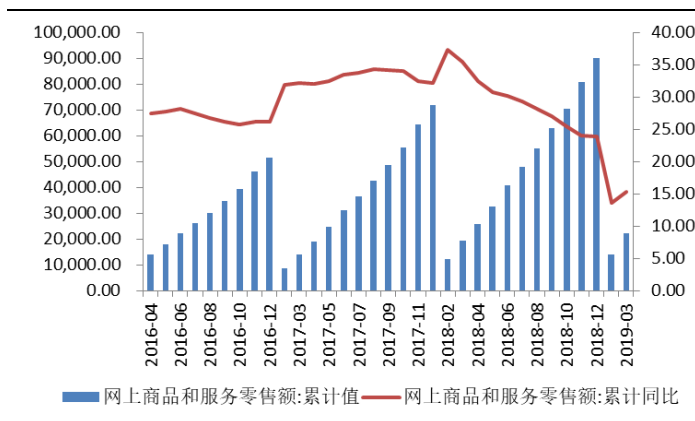
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



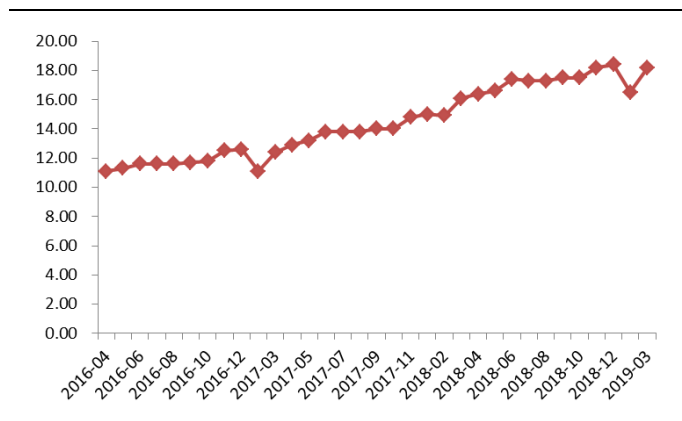
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

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

2019 年一季度,全国网上零售额 22379 亿元,累计同比增长 15.3%,较上月提升 1.7pct,其中实物商品网上零售额 17772 亿元,累计同比增长 21.0%,增速比社零总额高 12.7pct,对社零总额的贡献率超过 40%,占社零总额的比重为 18.2%,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 24.6%、19.1%和 21.3%。相对于新兴业态的快速增长,传统业态在转型的路径上保持平稳的增势。按零售业态分,一季度限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店零售额同比分别增长 7.5%、0.9%、3.9%,

其中超市受益经济温和通胀态势保持着稳健的增速，而便利店的加速扩张使得其零售额增长 10.5%，是唯一突破两位数的业态；百货店增速持续低迷，虽然受可选消费企稳影响有所回暖，但作为受电商冲击最大的业态，百货的转型之路还有待市场验证；而专业店等业态在去年恢复性增长的基础上继续保持增长态势，增速与限上商品零售额增速基本持平。社交媒体的快速发展助力网上零售持续保持高于实体店的增速成长，在大数据、人工智能和移动互联网等新技术推动以及日益完善的物流配送体系支撑下，超市、专业店等传统零售业态与电商平台深度融合，新兴业态和传统业态的融合将成为拉动消费增长的重要途径。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

中华全国商业信息中心的监测数据显示，2019 年 3 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增长 2.5%，增速相比 1-2 月份提高了 3.9pct。其中，3 月份零售额实现同比正增长的企业有 27 家。分品类来看，各品类零售额均实现同比正增长，大部分品类零售额增速较 1-2 月份有所提升。化妆品类零售额实现了 16.5% 的正增长，增速相比 1-2 月份提高了 7.4pct，相比去年同期提高了 4.3pct。服装类、金银珠宝类、家用电器类零售额分别同比增长 0.3%、6.4% 及 2.1%，增速相比 1-2 月份分别提高了 7pct、7.2pct 和 10.4pct。粮油食品类、日用品类零售额分别实现了 1.6%、0.6% 的正增长，增速较 1-2 月份略有放缓。

3 月份可选消费品中，实体零售中的化妆品实现了两位数的快速增长，金银珠宝类也实现了较快的增长，这两个消费升级的典型品类增速较 1-2 月均提升 7pct 以上，可选数据有所回暖；而家用电器在地产后周期的催化下实现了 2% 的小幅增长，但相比 1-2 月提升了两位数的增幅，改善明显；相比之下必选消费品的食品、日用品类的增速有所放缓，服装类受换季影响微幅提振，略略挽回负增长的态势。

3. 行业动态新闻

➤ 一季度全国新开业 75 个商业项目 社区型商业逐渐放量

截止 2019 年 3 月 31 日，今年全国一季度共有 75 个商业项目开业（不含专业市场、酒店及写字楼，商业建筑面积 ≥ 2 万方），新增商业体量 572.93 万方，项目平均体量约为 7.6 万方。从近五年（2015 年至 2019 年）一季度开业的商业项目情况上看，整体维持震动趋势，2015 年同期开业最多达 84 个，紧接着 2016 年创下近五年同期最低，仅为 61 个，此后三年均维持在 80 个左右的水平。

整体上看，虽然 2019 年一季度开业数量不及去年同期，但各个区域均有项目开业，即便是开业量最少的华中，也有河南平顶山东城茂和周口沈丘鑫源国际购物中心 2 个项目入市。经济发达、人口密集、消费力强的华东一直是商业项目供应量最多的地区，2019 年一季度区域榜榜首的格局并未改变，38 个开业量占据了半壁江山。西南近年来商业环境日渐浓厚，成都和重庆两大城市向来是企业必争之地，加上贵阳、昆

明等城市的突起，整个区域商业供应量稳步增长，一季度更是超越了同样经济发达的华南地区，以 15 个开业量紧随华东。目前全国商业项目开发仍以涵盖零售、餐饮、超市、影院、儿童乐园及其他生活服务的一站式中大型购物中心为主。同时，面积相对较小的（5 万方以内）的社区型商业逐渐放量，是当下典型的商业类型。（联商网）

➤ 苹果高通和解 英特尔无奈退出

北京时间 4 月 17 日凌晨，苹果和高通在各自官网同时宣布，双方同意在全球放弃所有诉讼，包括与苹果设备合约制造商的诉讼，并签署至少六年的专利许可协议。这份六年的专利许可协议已在 2019 年 4 月 1 日生效，并有两年的延期选项。和解协议中包含了一笔苹果支付给高通的款项，以及长达多年的芯片组供应协议。这也预示着，今年的 iPhone 手机将可能使用高通的基带芯片。

此前与苹果在基带芯片上紧密合作的英特尔则在此时正式宣布，退出 5G 智能手机调制解调器业务，专注于 5G 网络基础设施及其他数据中心业务。英特尔的退出实际上也并不令人意外。外界一再曝出英特尔 5G 芯片进展不利的消息，英特尔未能满足其大客户苹果的需求，使得苹果在推出 5G 手机进程中落后于同行，如今苹果终于失去了耐心，决定与高通和谈，放弃英特尔。英特尔退出 5G 调制解调器芯片还意味着，如今具备 5G 调制解调器芯片供应能力的大厂只有高通、华为。此消息一出，高通股价飙涨 23%，创下 19 年来最大单日涨幅。苹果公司的股价也小幅上涨。英特尔的股价则直线下跌。（亿欧网、金融界）

➤ 亚马逊宣布退出中国电商市场 7 月 18 日起关闭 Amazon.cn

4 月 18 日亚马逊宣布，将退出中国电商市场，从 7 月 18 日起将关闭 Amazon.cn。此前，亚马逊已通知中国卖家，从 7 月 18 日起将不再运营中国国内市场业务并停止向商户提供服务；有意继续从事海外销售业务的卖家可入驻海外购。亚马逊官方回应称，亚马逊始终对中国市场有着长期承诺。在现有的良好业务基础之上，将继续投入并大力推动包括亚马逊海外购、亚马逊全球开店、Kindle 和亚马逊云计算等各项业务在中国的稳健发展。亚马逊发言人表示，公司正与卖家密切合作，确保平稳过渡，并继续提供尽可能好的客户体验。而有意继续通过亚马逊继续销售的卖家，可以通过亚马逊全球网站来实现这一点。

而在 18 日午间，亚马逊发布声明称，不会退出中国市场。亚马逊官方表示，亚马逊始终对中国市场有着长期承诺。在现有的良好业务基础之上，将继续投入并大力推动包括亚马逊海外购、亚马逊全球开店、Kindle 和亚马逊云计算等各项业务在中国的稳健发展。（联商网）

4.投资建议

3 月份多项宏观指标好于预期，市场对于消费预期有所改善，影响消费升级的积极因素逐渐增多。Q1 消费价格平均上涨 1.8%，高于出厂价格的平均 0.2%，价格的变化显示了市场供求关系的平衡与改善，在供给端数量充足和质量提升的情况下，价格涨幅略有扩大说明整个市场的需求得到了提升。去年四季度以来我国连续出台了一系列促消费和减税降费的政策，政策逐渐落地生根后积极效应也在累积显现，同时中美经贸磋商取得了实质性的积极进展，在提振消费者信心的同时也改善了市场对于消费预期。Q1 居民可支配收入（6.8%）略高于 GDP 增速（6.4%），消费者信心指数比 2018Q4 提升 3.2pct。4 月 1 日开始增值税率下调的政策开始实施，5 月 1 日以后社保费率企业上缴比率下调也将落地，这都将利于企业减轻负担，扩大投资和增加生产。Q1 数据企稳复苏释放出积极讯号，但 Q2 能否持续还有待进一步关注，若 Q2 消费数据能够全面企稳回暖，那么下半年乃至全年温和回升的态势将具有更高的确定性。

在政策效应带动下，企业预期、市场预期和消费者信心均在增强，需求也在结构性改善，我们建议适时布局关注几条主线，

1) 在温和通胀的经济环境中，受益必选消费稳健增长和消费的后周期属性，超市板块具有阶段性机会，建议关注双线双轨发展满足大众消费和部分差异化消费群日常需求，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，要约收购中百集团最多不超过 40% 股份，进一步促进双方业务协同，拓展公司在湖北地区供应链网络布局的**永辉超市**；以及在山东地区坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略进一步促进连锁网络建设，同时加强高效的生鲜食品供应链体系建设，省内扩张和省外拓展同步推进，外延扩张和内涵提升双轮驱动**家家悦**；

2) 3 月可选消费数据企稳回暖，主流百货同店数据得到改善，同时零售企业国企改革预期向好的确定性提升，前期超跌和低估值龙头具有估值修复机会，建议关注基于数字化智能化的业态创新和全国供应链整合能力初现成效，对内夯实运营管理能力，加强门店体验式升级，对外继续铺设门店网络扩张，打造新的利润增长点**的天虹股份**；以及持续铺设全渠道建设，通过建立完善的品牌体系，积累规模庞大的会员资产，形成稳固的业绩平台和多种业态主力，同时持续推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的低估值国企**王府井**。

3) 消费分级背景下，一二线城市的品质消费市场和三四线城市的大众消费市场仍然存在一定增量空间，有能力通过消化这部分增量持续提升行业集中度的线上线下龙头企业，包括把握低线市场消费崛起和社交电商风口的市场机会，打造了覆盖各市场级别以及线上线下的全渠道网络，坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力提升，头部规模优势十分显著的**苏宁易购**；以及凭借较高的



品牌知名度深耕品牌授权业务，并能够为供应商提供一站式供应链服务，2019 年提出“新快消品”品类发展战略，放弃个性化产品而注重产品品质和性价比，具有较高 GMV 增速和马太效应的**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。

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。