

2019年05月05日

商贸零售

## 2018 年年报及 2019 年一季报总结： 必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升

➤ **行业整体：收入利润增速2018Q4触底后趋暖。** 1) 收入端总量2018H2承压后，2019Q1有所趋暖。2018Q1-2019Q1单季度收入增速分别为12.5%、12.0%、11.5%、1.4%、6.1%。2) 毛利率维持上升态势。2018年商贸零售板块公司合计毛利率为14.4%，增速同比上升0.7pct；分季度来看，2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1单季度毛利率分别为14.8%、14.4%、14.4%、14.9%、15.3%，剔除永辉后与原有趋势基本一致。3) 费用率2018Q4处于高点，2019Q1趋于平稳。2018Q4板块合计销售费用率为7.4%，同比+0.5pct，同比上升幅度为近三年来最高；合计管理费用率为3.1%，同比持平；剔除永辉后趋势不变。2019Q1行业合计销售费用率为7.5%，同比+0.3pct，合计管理费用率为2.9%，同比-0.2pct；剔除永辉后，合计销售费用率为7.1%，同比+0.3pct，合计管理费用率为2.9%，同比-0.2pct。整体来看，行业毛利率稳健上升、费用率管控较好；行业扣非净利率经历2018Q4同比大幅下降后，2019Q1扣非净利率同比去年几乎为持平态势。

➤ **子版块：必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升。** 其中：

**1) 超市行业** CPI 上行推动营收回暖，毛利率趋势上行，稳健且边际向好。尽管 2018Q4 单季度来看，行业压力明显，扣非归母净利率为负值 (-0.6%)，但 2018 年全年业绩相对稳健：2018 年实现营收 1548 亿元，同比增长 10.0%，增速同比上行 2.2pct；毛利率端受益于龙头议价权提升，同比+1.2pct 至 22.8%；2019Q1 起开始边际向好，营收增速环比+3.2pct 至 9.4%，毛利率中枢继续上移至 23.04%，同比+0.4pct；销售费用率同比持平，管理费用率同比-0.7pct 至 2.3%；扣非归母净利率由负转正。

**2) 百货行业** 2018 年承压，全年实现营收 1978 亿元，同比增长 1.0%，增速同比-5.1pct；毛利率、费用率均有所提升，剪刀差略有扩大，但全年行业扣非归母净利润同比增长 27.4%，增速同比下降 9.6pct；2019Q1 同店先行转好，盈利能力较为稳定，收入、扣非归母净利润增速降幅明显收窄，后期业绩有望继续改善。

**3) 电商** 以苏宁为代表，2018 年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 2449.6/133.3 亿元/ -3.59 亿元，同比+30.35% / 216.38%/ -306.65%，业绩超预期；2019Q1 实现营收扣非归母净利润 622.42/-9.91 亿元，同比+25.44% / -4931.25%，期待双线融合优势进一步凸显。

**4) 黄金珠宝** 收入增速下滑，龙头有所分化。2018Q4 黄金珠宝行业 4 家上市公司营收增速 5.8%，增速环比回落 6.4pct；2019Q1 营收增速约 6.7%，仅微幅上升。细分龙头中周大生录得较好增速，2018 年门店净增加 651 创历史新高，全年实现营收 48.7 亿元/+30.6%，扣非归母净利润 7.5 亿元/+32.5%；2019Q1 实现营收 11.0 亿元/+17.0%，扣非归母净利润 1.9 亿元/+23.2%。

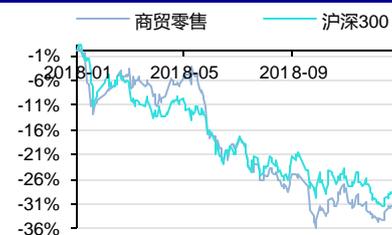
## 行业动态分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	11.00	买入-A
603708 家家悦	30.00	买入-A
002419 天虹股份	14.50	买入-A
002867 周大生	38.50	买入-A
002024 苏宁易购	14.50	买入-A
603214 爱婴室	43.00	买入-A
603605 珀莱雅	48.00	买入-A
002127 南极电商	13.00	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.38	-11.46	4.11
绝对收益	-1.10	-10.40	-21.96

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

### 相关报告

珀莱雅 12 月线上数据亮眼，行业增速趋缓精选优质龙头 2019-01-06

双 11 提振社零有限，必需消费仍较稳健，可选消费有所分化 2018-12-16

优势龙头整合提效，跨境进口迎政策利好 2018-11-26

社零缓中趋稳，精选优质成长 2018-11-18

双十一大战已起，增幅明显、消费升级 2018-11-11

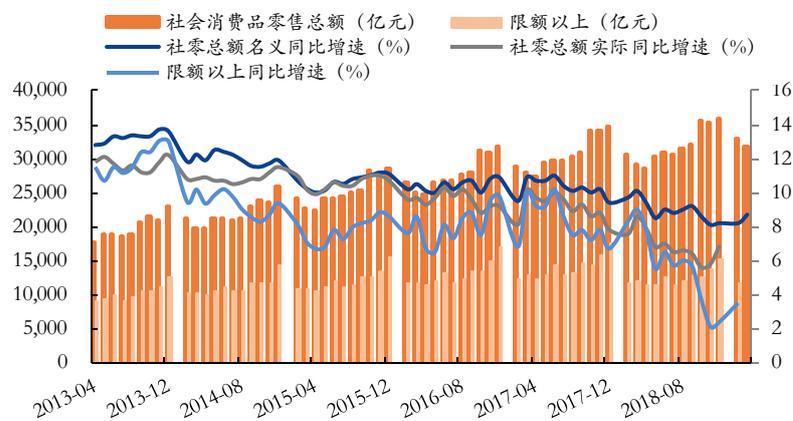
- 5) **化妆品 2019Q1 扣非净利增速回升，国货崛起龙头受益。**继2018Q1-2018Q4 营收端分别录得 29.1%、41.2%、34.8%、-14.9%增速后；2019Q1 化妆品上市公司实现营收 32 亿元，同比增长 9.5%，有所回升，但相比前值仍处于低位。其中珀莱雅 2018 年实现营收 23.61 亿元/+32.43%，扣非归母净利润 2.78 亿元/+50.03%，其中线下增速超预期 (+16.9%)，线上持续高增 (+59.9%)；2019Q1 实现营收 6.42 亿元/+27.59%，扣非归母净利润 0.91 亿元/+35.38%。
- **零售板块一季度基金持仓：与基本面基本吻合，维持超配，结构有所调整。**基金持仓与基本面情况基本吻合：1) 总体来看，零售板块维持超配，但配置比例有所下调。2) 分板块来看，必需消费持仓仍重，永辉超市增持显著，中百集团小幅增持，家家悦、红旗连锁遭遇减持；可选消费整体持仓提升，王府井、天虹股份、周大生、珀莱雅提升明显，老凤祥、豫园股份遭遇减持；电商方面，南极电商持股数略有增加，苏宁易购、跨境通遭遇减持。
- **投资建议：**2019 年 3 月社零增速 8.7%，增速+0.5pct，如期回升，增速略高于预期；且分品类数据整体向好，继百货、超市等企业端同店后，或为消费回暖的进一步验证。在此背景下，一方面提示重视行业回暖条件下的低估值板块投资机会，另一方面推荐增速稳健、整合加速、且受益于 3 月 CPI 触底回升的必需消费龙头、以及可凭借核心竞争力抢夺长期市占率的细分板块龙头。重点推荐：永辉超市、南极电商、珀莱雅、苏宁易购、天虹股份、王府井、爱婴室、家家悦、周大生。
- **市场回顾：**本周 (2019.04.29-2019.04.30)，商贸零售板块 (申万) 上涨 0.58%，在申万 28 个行业中位列 5 位，上证综指上涨-0.26%，超额收益 0.84%。分子行业来看，超市、多业态零售、百货、专业连锁、珠宝首饰各上涨 4.62%、0.38%、-0.02%、-0.31%、-1.92%。江苏舜天 (+21.09%)、三江购物 (+10.89%)、南极电商 (+8.73%) 涨幅居前；跌幅前三名分别为：汇嘉时代 (-8.19%)、远大控股 (-7.15%)、时代万恒 (-6.91%)。
- **行业要闻：**
- 天猫平台服务商规模未来三年将增长两倍，帮助国内外品牌创造 5000 亿元的销售额
- 7-11 北京近日已正式入驻饿了么平台，进一步扩大线上外卖商品覆盖范围
- 亚马逊全球开店三地跨境电商园投入使用，助力中国卖家领航出海
- 苏宁易购APP探索版完成测试，将于618前全面上线
- **风险提示：**消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期；营销、创新、展店投入明显增大；商品结构调整失效；CPI大幅下行风险。

## 1. 商贸零售行业 2018 年年报及 2019 年一季报分析

### 1.1. 3 月社零增速如期上行，增幅略高于预期，分品类数据整体向好

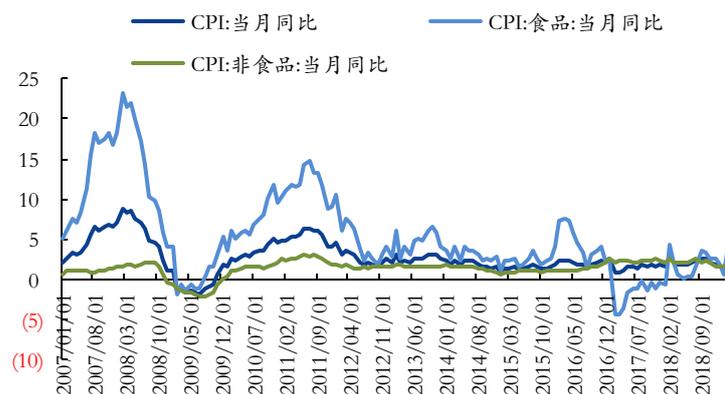
3 月社零同比名义增长 8.7%，增速如期上行，增幅略高于预期。据国家统计局及 Wind 数据，2019 年 3 月，社会消费品零售总额 31726 亿元，同比增长 8.7%，增速如期上升，增幅略大于预期；限额以上单位消费零售额 11953 亿元，同比增长 5.1%。其中，3 月 CPI 同比增长 2.3%，增速环比+0.8pct，触底回升；食品 CPI 同比增长 4.1%，增速大幅提升 3.4pct；非食品 CPI 同比增长 1.8%，增速基本维持前期水平。综合 1-3 月数据来看，2019 年一季度，社会消费品零售总额 97790 亿元，同比名义增长 8.3%（扣除价格因素实际增长 6.9%）。

图 1：2019 年 3 月社零同比增长 8.7%，增速如期上升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2019 年 3 月 CPI 同比增长 2.3%，增速环比+0.8pct，食品 CPI 为主要贡献

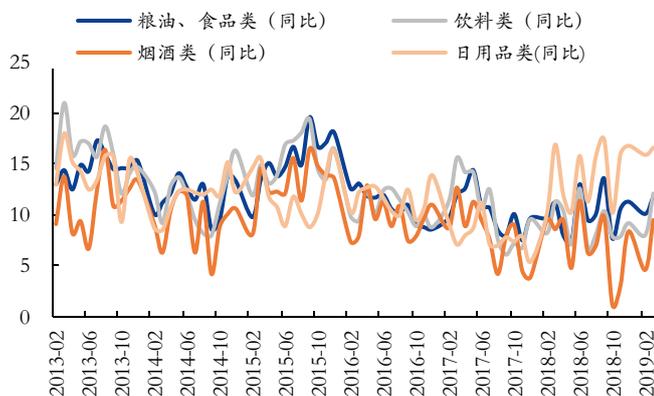


资料来源：Wind，安信证券研究中心

分品类数据整体向好，或为回暖印证。从 2019 年 3 月社零数据来看，分品类主要趋势如下：1) 在节日错位反向影响下，必需品类增速仍然上行。今年春节错位本身对于必需消费 3 月增速有一定反向作用，但在此前提下，3 月必需消费增速仍然上行，其中限额以上粮油食品、日用品、饮料、烟酒同比增长约 11.8%、16.6%、12.1%、9.5%，增速相对 2019 年 1-2 月环比 1.7pct、0.7pct、4.1pct、4.9pct；2) 可选消费中，除黄金珠宝外增速均有所提升。2019

年3月限额以上化妆品增速提升5.5pct至14.4%；纺服在1-2月受到去年寒冷天气高基数影响后，回升至中枢水平（3月限额以上纺服增速为6.6%）；地产类消费大幅上升，限额以上家电、家具同比增长约12.8%、15.2%，增速环比+12.1%、11.9%，除与地产段房屋竣工面积同比降幅收窄1.1pct有关，促销及春节后开工影响或为主要原因。整体而言，继3月百货、超市等企业端同店数据改善后，社零分品类数据整体向好，或为消费回暖进一步印证。

图3：3月在节日错位反向影响下，必需品类增速仍然上行



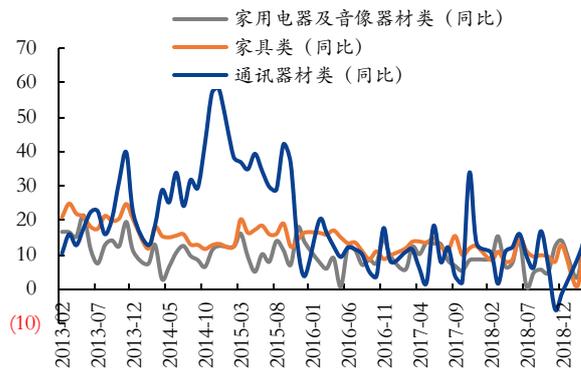
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图4：可选消费中，除金银珠宝外，增速均为上行



资料来源：Wind，安信证券研究中心

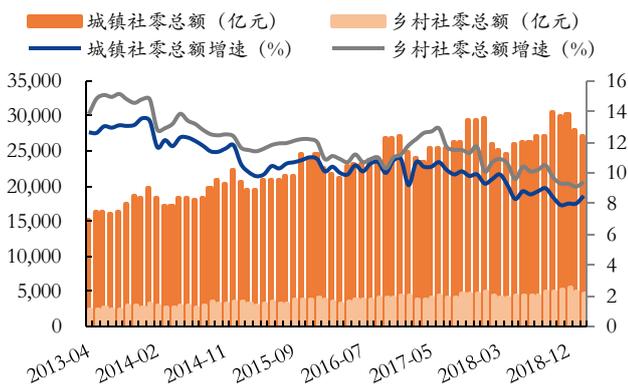
图5：可选消费中，除金银珠宝外，增速均为上行



资料来源：Wind，安信证券研究中心

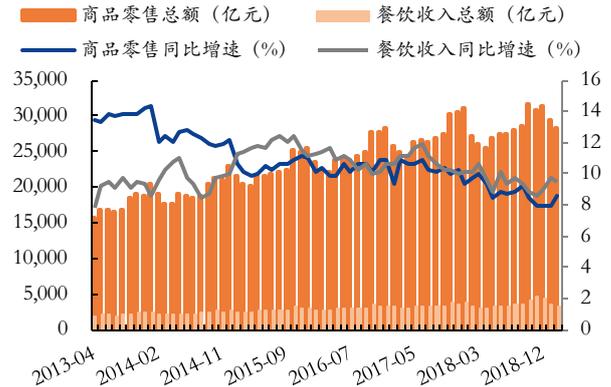
乡村增速高于城镇，餐饮增速高于零售，电商增速及渗透率回升。分区域来看，乡村增速高于城镇，2019年3月城镇消费品零售额为27192亿元，同比增长8.5%（增速环比+0.5pct）；乡村消费品零售额4534亿元，同比增长9.4%（环比+0.3pct），城乡增速差为0.9%。分类型来看，餐饮增速略高于商品零售：2019年3月商品零售28333亿元，同比增长8.6%（环比+0.6pct）；餐饮收入3393亿元，同比增长9.5%（环比-0.2pct）。分渠道来看，实物商品网上零售额至11、12月、1-2月、3月累计增速分别为26.7%、25.4%、25.4%、19.5%、21.0%，增速有所回升；渗透率18.2%、18.4%、16.5%、18.2%，亦有上行；网上商品销售额中，吃、穿、用累计增速分别为24.6%、19.1%、21.3%，增速环比分别提升4.4pct、3.5pct、0.5pct。

图 6：乡村增速高于城镇



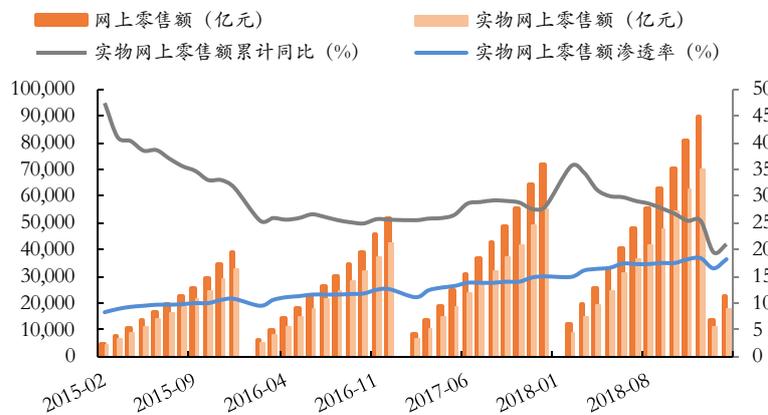
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：餐饮及零售增速均有回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：电商增速及渗透率呈上升态势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 1.2. 行业：收入利润增速 2018Q4 触底后趋暖

我们以申万商贸零售成分股为基础，加上可选消费标的（上海家化、珀莱雅、老凤祥、周大生等），对 2018Q4、2019Q1 行业整体盈利能力加以分析；考虑到永辉超市主要盈利指标波动较大，且在零售板块中权重较大，因而在毛利率、费用率及扣非归母净利润端分析中，对包含永辉超市、剔除永辉超市分别加以阐述。

**收入端总量 2018H2 承压后，2019Q1 有所趋暖。**2018 年，商贸零售板块上市公司合计收入同比增长 8.9%，增速同比下滑 13.6pct。分季度来看，2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1 单季度收入增速分别为 12.5%、12.0%、11.5%、1.4%、6.1%；相对 2018Q3，2018Q4 单季度收入增速承压更为明显，但 2019Q1 行业整体收入有所趋暖。

**毛利率维持上升态势，费用率 2018Q4 处于高点，2019Q1 趋于平稳。**2018 年商贸零售板块公司合计毛利率为 14.4%，增速同比上升 0.7pct，继续维持上升趋势；分季度来看，2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1 单季度毛利率分别为 14.8%、14.4%、14.4%、14.9%、15.3%，剔除永辉后与原有趋势基本一致。费用率端：1) 2018Q4 处于高点。板块合计销售费用率为 7.4%，同比+0.5pct，同比上升幅度为近 3 年来最高；合计管理费用率为 3.1%，同比持平；剔除永辉后趋势不变。2) 年度整体来看，剔除永辉微有上升。2018 年商贸零售板块公司合计销售费用率为 7.1%，同比+0.3pct，合计管理费用率为 3.1%，同比持平；剔除永

辉后，合计销售费用率为 6.7%，同比+0.2pct，合计管理费用率为 2.9%，同比-0.1pct，微有上升。3) 2019Q1 趋于平稳。行业合计销售费用率为 7.5%，同比+0.3pct，合计管理费用率为 2.9%，同比-0.2pct；剔除永辉后，合计销售费用率为 7.1%，同比+0.3pct，合计管理费用率为 2.9%，同比-0.2pct。整体来看，行业毛利率稳健上升、费用率管控较好；行业扣非净利率经历 2018Q4 同比大幅下降后，2019Q1 扣非净利率同比去年几乎为持平态势。

**利润增速触底回升。**在收入端及盈利端双重驱动下，2018 年商贸零售板块公司合计扣非归母净利润下滑 28.7%，其中单四季度扣非归母净利润大幅下滑 112.8%；剔除永辉后，2018 年行业合计扣非归母净利润下滑 27.3%，其中单四季度扣非归母净利润下滑 113.9%。可以看出，2018 年四季度在行业收入承压及费用率上升前提下，利润端承压非常明显，但 2019Q1 随消费回暖，行业收入、盈利能力及利润增速均有所回升：2019Q1 扣非归母净利润增速 3.2%，环比+116.0pct；剔除永辉后扣非归母净利润增速 0.6%，环比+114.5pct。

表 1：收入端总量 2018H2 承压后，2019Q1 有所趋暖；毛利率趋势上行，利润增速触底回升

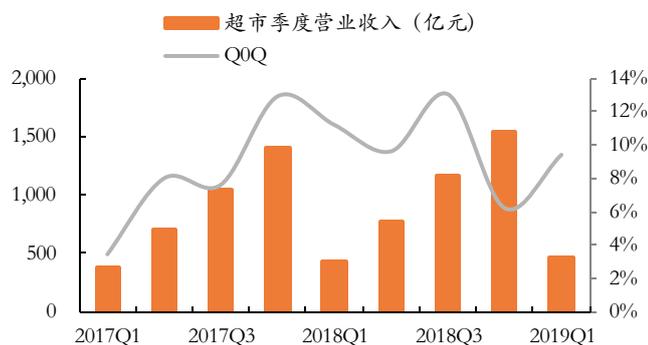
		2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	年初至报告期增速	27.1%	28.7%	22.5%	12.5%	12.3%	12.0%	8.9%	6.1%
	报告期单季度增速	32.8%	31.8%	9.4%	12.5%	12.0%	11.5%	1.4%	6.1%
毛利率	年初至报告期	13.8%	13.7%	13.7%	14.8%	14.4%	14.2%	14.4%	15.3%
	同比变化	-1.5 pct	-1.1 pct	-0.2 pct	0.6 pct	0.6 pct	0.4 pct	0.7pct	0.5 pct
	报告期单季度	13.4%	13.5%	13.7%	14.8%	14.0%	14.0%	14.9%	15.3%
	同比变化	-1.5 pct	-1.4 pct	-1.0 pct	0.6 pct	0.6 pct	0.6 pct	1.2 pct	0.5 pct
销售费用率	年初至报告期	6.8%	6.8%	6.8%	7.2%	7.0%	7.0%	7.1%	7.5%
	同比变化	-1.1 pct	-1.2 pct	-0.8 pct	0.2 pct	0.2 pct	0.2 pct	0.3 pct	0.3 pct
	报告期单季度	6.5%	6.9%	6.9%	7.2%	6.9%	7.0%	7.4%	7.5%
	同比变化	-1.2 pct	-1.3 pct	0.1 pct	0.2 pct	0.3 pct	0.1pct	0.5 pct	0.3 pct
销售费用率 (剔除永辉)	年初至报告期	6.5%	6.5%	6.6%	6.8%	6.6%	6.6%	6.7%	7.1%
	同比变化	-1.1 pct	-1.2 pct	-0.8 pct	0.1 pct	0.1 pct	0.1 pct	0.2 pct	0.3 pct
	报告期单季度	6.3%	6.6%	6.6%	6.8%	6.5%	6.7%	7.0%	7.1%
	同比变化	-1.2 pct	-1.3 pct	0.0 pct	0.1 pct	0.2 pct	0.0 pct	0.4 pct	0.3 pct
管理费用率	年初至报告期	2.9%	2.9%	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
	同比变化	-0.5 pct	-0.5 pct	-0.2 pct	0.3 pct	0.1 pct	0.0 pct	0.0 pct	-0.2 pct
	报告期单季度	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%	2.8%	2.7%	3.1%	2.9%
	同比变化	-0.5 pct	-0.5 pct	0.4 pct	0.3 pct	-0.1 pct	-0.2 pct	0.0 pct	-0.2 pct
管理费用率 (剔除永辉)	年初至报告期	2.9%	2.9%	2.9%	3.1%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%
	同比变化	-0.5 pct	-0.5 pct	-0.2 pct	0.2 pct	0.0 pct	-0.1 pct	-0.1 pct	-0.2 pct
	报告期单季度	2.8%	2.9%	3.1%	3.1%	2.7%	2.6%	3.1%	2.9%
	同比变化	-0.6 pct	-0.6 pct	0.4 pct	0.2 pct	-0.1 pct	-0.2 pct	0.0 pct	-0.2 pct
扣非归母净利率	年初至报告期	2.0%	1.8%	1.7%	2.3%	1.8%	1.6%	1.1%	2.2%
	同比变化	0.3 pct	0.3 pct	0.3 pct	0.3 pct	-0.2 pct	-0.1 pct	-0.6 pct	-0.1 pct
	报告期单季度	1.9%	1.5%	1.6%	2.3%	1.3%	1.3%	-0.2%	2.2%
	同比变化	0.2 pct	0.2 pct	0.2 pct	0.3 pct	-0.5 pct	-0.1 pct	-1.9 pct	-0.1 pct
扣非归母净利率 (剔除永辉)	年初至报告期	1.9%	1.7%	1.7%	2.2%	1.8%	1.6%	1.1%	2.1%
	同比变化	0.3 pct	0.3 pct	0.2 pct	0.3 pct	-0.1 pct	-0.1 pct	-0.6 pct	-0.1 pct
	报告期单季度	1.9%	1.4%	1.6%	2.2%	1.4%	1.4%	-0.2%	2.1%
	同比变化	0.2 pct	0.2 pct	0.2 pct	0.3 pct	-0.5 pct	0.0 pct	-1.8 pct	-0.1 pct
扣非归母净利润增速	年初至报告期	54.7%	54.1%	44.3%	27.1%	3.4%	3.0%	-28.7%	3.2%
	报告期单季度	50.0%	52.7%	23.6%	27.1%	-20.8%	2.1%	-112.8%	3.2%
扣非归母净利润增速 (剔除永辉)	年初至报告期	54.6%	53.2%	43.2%	29.7%	5.2%	5.8%	-27.3%	0.6%
	报告期单季度	49.1%	49.8%	22.5%	29.7%	-18.4%	7.4%	-113.9%	0.6%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.3. 子版块：必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升

**超市：CPI 上行推动营收回暖，毛利率趋势上行，稳健且边际向好。**在 2018H2 消费整体承压之际，超市行业作为必选消费，增速相对稳健：2018 年超市行业实现营收 1548 亿元，同比增长 10.0%，增速同比上行 2.2pct；毛利率端，由于龙头供应链管理水平和议价能力逐步增强，2018 年行业毛利率同比提升 1.2pct 至 22.8%；费用端，由于展店加速所带来的费用积累及创新业务投入有所承压，2018 年销售费用率同比提升 0.8pct 至 17.4%、管理费用率同比提升 0.6pct 至 3.5%，其中龙头永辉由于云创投入、股权激励费用摊销等因素带来的费用上行起到较大影响。单四季度来看，行业压力明显，2018Q4 扣非归母净利率为-0.6%，归为负值。2019Q1，行业开始边际向好：实现营收 464 亿元，同比增长 9.4%，增速环比+3.2pct；毛利率中枢继续上移至 23.04%，同比+0.4pct；销售费用率同比持平，管理费用率同比-0.7pct 至 2.3%；扣非归母净利率由负转正，行业盈利能力边际向好。细分龙头来看：1) 永辉超市 2018 年实现营收/扣非归母净利润 705.17 亿元/8.97 亿元，同比+20.35%/-49.56%（其中股权激励费用税后影响约 5 亿，云创亏损并表约 4 亿）；2019Q1 实现营收/扣非归母净利润 222.36 亿元/10.00 亿元，同比+18.48%/34.11%，主业增速估算约 15-20%，边际向好；2) 家家悦 2018 年实现营收/扣非归母净利润 127.31 亿元/3.82 亿元，同比+12.36%/26.94%，其中青岛维客并表 163 亿元，已成功实现盈利；2019Q1 实现营收/扣非归母净利润 38.05 亿元/1.32 亿元，同比+16.68%/+14.14%，增速稳健。

图 9：超市行业收入稳健且边际向好



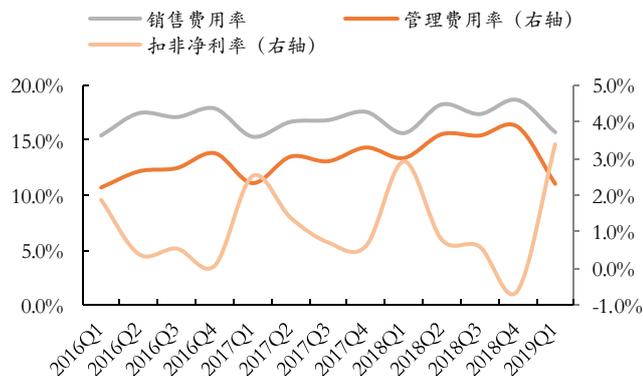
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：超市行业毛利率趋势上行



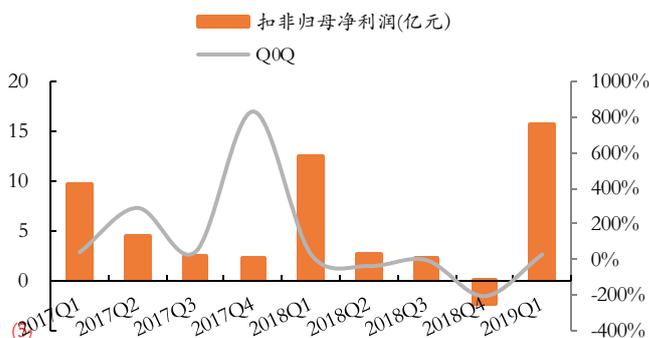
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：2019Q1 超市行业费用端有所改善，扣非归母净利率由负转正



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：扣非归母净利润增速回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2: 超市行业上市公司 2018 年业绩指标

	2018 年 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2018 年扣 非归母净 利润 (亿 元)	扣非归母净 利润同比增 速	增速同比 变化	毛利率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费 用率同 比变化	扣非净 利率	扣非净 利率同 比变动
永辉超市	705	20.4%	1.3pct	8.97	-50%	-113.2pct	22.1%	1.3pct	20.9%	3.5pct	1.3%	-1.8pct
家家悦	127	12.4%	7.2pct	3.82	27%	-0.3pct	21.8%	0.2pct	17.8%	0.2pct	3.0%	0.3pct
中百集团	152	0.0%	1.1pct	0.29	-162%	-82.5pct	22.5%	0.7pct	20.7%	-0.9pct	0.4%	1.1pct
红旗连锁	72	4%	-5.7pct	3.08	107%	72.2pct	29.4%	1.6pct	24.3%	0.4pct	4.3%	2.1pct
新华都	69	-2%	-5.7pct	-0.14	-73.0%	-16.9pct	22.4%	1.1pct	21.6%	0.5pct	-0.2%	0.5pct
人人乐	81	-8.2%	4.6pct	-3.77	-20%	-398.2pct	25.2%	4.1pct	26.3%	0.7pct	-4.6%	0.7pct
步步高	185	6.6%	-4.9pct	1.17	-3%	-70.7pct	23.0%	1.5pct	21.4%	1.4pct	0.6%	-0.1pct
三江购物	41	9.6%	17.6pct	0.94	2%	-23.8pct	24.0%	0.4pct	20.2%	0.5pct	2.3%	-0.2pct
华联综超	116	-1.4%	3.5pct	0.78	1617%	1720.3pct	22.2%	0.60pct	21.8%	-0.1pct	0.7%	0.6pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

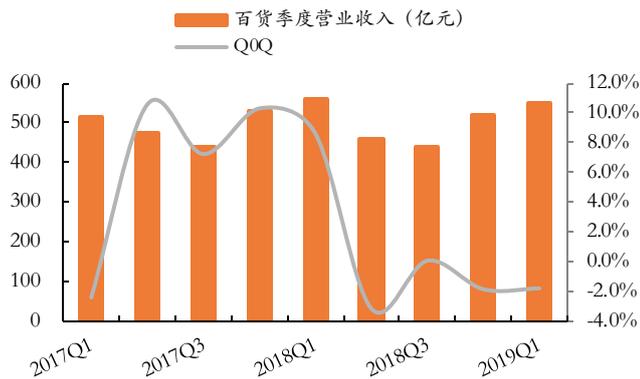
表 3: 超市行业上市公司 2019Q1 业绩指标

	2019Q1 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2019Q1 扣 非归母净 利润 (亿元)	扣非归母 净利润同 比增速	增速同比 变化	毛利率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费 用率同 比变化	扣非净 利率	扣非净 利率同 比变动
永辉超市	222	18%	-4pct	10.00	34%	31.7pct	22.7%	-0.1pct	16.6%	-1.7pct	4.5%	0.5pct
家家悦	38	16.7%	9pct	1.32	14.1%	-13.3pct	21.8%	0.2pct	17.0%	0.4pct	3.5%	-0.1pct
中百集团	44	1.6%	0pct	0.29	61.9%	-52.7pct	21.2%	-0.1pct	19.7%	-0.3pct	0.7%	0.2pct
红旗连锁	19	2.7%	-3pct	0.77	40.2%	-12.6pct	29.9%	2.5pct	26.3%	2.4pct	4.1%	1.1pct
新华都	17	-10.5%	-12pct	0.26	-12.4%	4.6pct	23.1%	1.2pct	21.6%	2.2pct	1.6%	0.0pct
人人乐	22	-6.6%	3pct	0.28	-39.5%	-581.7pct	24.4%	-1.1pct	21.9%	-0.6pct	1.3%	-0.7pct
步步高	56	4.3%	-11pct	1.84	14.7%	6.9pct	23.7%	1.4pct	19.0%	1.4pct	3.3%	0.3pct
三江购物	11	2.4%	-4pct	0.48	26.4%	29.1pct	23.7%	-0.4pct	17.2%	-1.6pct	4.2%	0.8pct
华联综超	34	-1.3%	2pct	0.46	55.4%	-380.1pct	22.7%	2.0pct	21.3%	1.5pct	1.4%	0.5pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

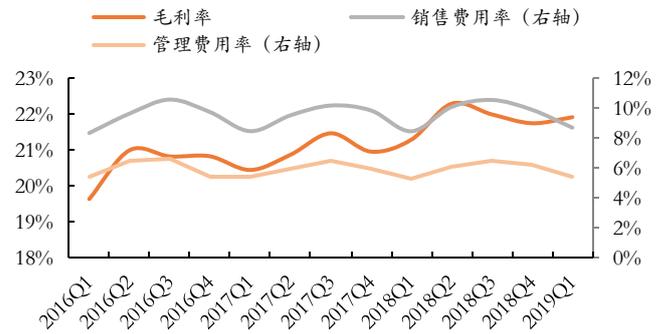
**百货: 同店先行转好, 盈利能力较为稳定, 收入、扣非归母净利润增速降幅明显收窄。**2018 年百货行业承压: 全年实现营收 1978 亿元, 同比增长 1.0%, 增速同比下滑 5.1pct; 毛利率、费用率均有所提升, 剪刀差略有扩大, 2018 年行业毛利率+0.9pct 至 21.8%, 销售费用率+0.2pct 至 9.7%, 管理费用率+0.1pct 至 6.0%, 扣非归母净利率同比+0.6pct 至 2.9%; 全年行业扣非归母净利润同比增长 27.4%, 增速同比下降 9.6pct。进入 2019 年一季度, 行业同店在 3 月先行转好: 据公司调研, 王府井 3 月同比增速约 4-5%(1-2 月同比增速为略微下降), 天虹股份 3 月同店增速相对 2 月也有好转。整个 2019 年第一季度来看, 受 1-2 月及前值影响, 百货行业营收端增速仅-1.8%, 处于近两年绝对低位; 在毛利率趋势上行+0.6pct 前提下, 受费用率上升影响 (销售费用率同比+0.3pct、管理费用率同比近乎持平), 扣非归母净利率几乎持平; 2019Q1 行业整体扣非归母净利润增速约 0.00%, 增速同比下滑 37.0pct; 但是, 收入扣非归母净利润增速降幅已明显收窄。细分龙头来看: 1) 天虹股份: 2018 年实现营收/扣非归母净利润 191.38/7.92 亿元, 同比+3.25%/+24.76%; 2019Q1 实现营收/扣非归母净利润 51.78/2.93 亿元, 同比-0.82%/+7.41%; 2) 王府井: 2018 年实现营收/扣非归母净利润 267.11/10.65 亿元, 同比+2.38%/+42.02%; 2019Q1 实现营收/扣非归母净利润 71.65/3.94 亿元, 同比+0.21%/-10.96%。向后看, 考虑后续同店等方面转好及基数影响, 百货龙头业绩有望有所改善。

图 13: 百货行业收入增速降幅收窄



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 毛利率、费用率均有所提升



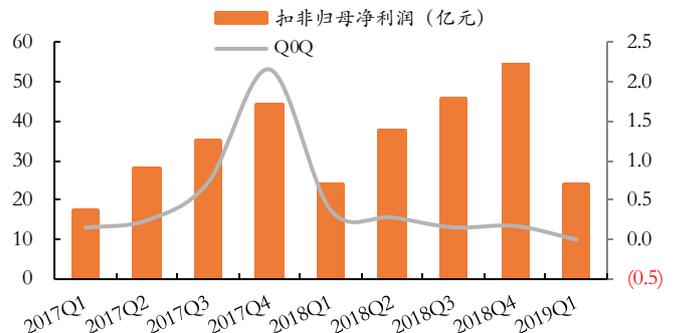
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 盈利能力较为稳定



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 扣非归母净利润降幅收窄



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 4: 百货行业上市公司 2018 年业绩指标

	2018 年营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2018 年扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
王府井	267.1	2.4%	-8.7pct	10.7	42.0%	-71.8pct	21.2%	0.5pct	14.1%	-0.5pct	4.0%	1.1pct
天虹股份	191.4	3.2%	-4.1pct	7.9	24.8%	-19.5pct	27.3%	1.5pct	21.1%	0.7pct	4.1%	0.7pct
重庆百货	340.8	3.6%	6.3pct	7.9	34.9%	-36.6pct	18.4%	0.7pct	14.4%	0.0pct	2.3%	0.5pct
合肥百货	106.8	2.8%	-3.9pct	2.1	9.2%	33.2pct	19.5%	-0.7pct	14.0%	0.5pct	2.0%	0.1pct
友阿股份	72.4	-0.6%	-16.8pct	4.4	36.3%	-38.9pct	19.8%	0.5pct	15.7%	3.1pct	6.1%	1.6pct
欧亚集团	156.0	11.6%	4.2pct	2.2	-20.8%	-8.9pct	23.3%	0.7pct	16.8%	1.6pct	1.4%	-0.6pct
大商股份	238.7	-10.8%	-6.0pct	9.8	15.6%	-12.7pct	25.9%	3.3pct	18.0%	1.7pct	4.1%	0.9pct
首商股份	100.7	-1.4%	-2.7pct	3.1	-2.7%	-18.1pct	23.9%	0.6pct	17.3%	0.6pct	3.0%	0.0pct
银座股份	132.4	1.8%	0.6pct	0.6	291.7%	270.7pct	19.4%	0.5pct	16.6%	-0.4pct	0.4%	0.3pct
杭州解百	59.1	2.2%	-8.1pct	1.2	-19.5%	-12.4pct	21.5%	-1.1pct	12.9%	-0.1pct	2.1%	-0.6pct
新华百货	76.3	2.6%	-2.9pct	1.7	5.0%	-99.2pct	21.0%	1.0pct	17.6%	0.7pct	2.2%	0.1pct
文峰股份	63.7	-5.2%	-4.5pct	2.2	-23.5%	-52.1pct	19.9%	0.2pct	12.5%	1.1pct	3.5%	-0.8pct
*ST 友好	56.4	-4.1%	-0.3pct	0.7	-130.1%	89.4pct	24.3%	2.7pct	21.2%	-6.6pct	1.3%	5.6pct
广百股份	76.1	10.5%	4.9pct	1.9	34.1%	-0.2pct	16.6%	-0.7pct	12.1%	-1.3pct	2.4%	0.4pct
武汉中商	40.4	1.2%	1.5pct	0.2	135.3%	-18.3pct	22.1%	1.0pct	17.9%	0.3pct	0.6%	0.3pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

表 5: 百货行业上市公司 2019Q1 业绩指标

	2019Q1 营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2019Q1 扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
王府井	71.7	0.2%	-5.9pct	3.9	-11.0%	-154.4 pct	20.9%	0.0 pct	13.5%	2.0 pct	5.5%	-0.7 pct
天虹股份	51.8	-0.8%	-10.7pct	2.9	7.4%	-24.9 pct	27.7%	1.7 pct	19.7%	1.5 pct	5.7%	0.4 pct
重庆百货	100.2	-0.4%	-10.1pct	4.6	-10.8%	-56.8 pct	18.2%	-0.4 pct	11.8%	0.1 pct	4.6%	-0.5 pct
合肥百货	35.3	9.6%	5.3pct	1.0	-9.5%	-17.1 pct	20.7%	2.4 pct	11.7%	-0.1 pct	2.8%	-0.6 pct
友阿股份	16.9	-27.6%	-38.0pct	1.6	-5.6%	-43.4 pct	20.9%	-2.4 pct	14.2%	4.7 pct	9.7%	2.3 pct
欧亚集团	40.9	11.8%	-7.1pct	0.5	6.9%	4.7 pct	23.4%	0.4 pct	17.6%	0.5 pct	1.2%	-0.1 pct
大商股份	65.0	-9.0%	-1.5pct	3.8	11.5%	6.1 pct	27.4%	2.9 pct	16.8%	0.5 pct	5.8%	1.1 pct
首商股份	26.7	-1.3%	-1.7pct	0.9	10.7%	11.2 pct	23.6%	0.9 pct	16.6%	0.5 pct	3.3%	0.4 pct
银座股份	36.1	-5.3%	-8.4pct	0.6	8.3%	-75.7 pct	19.1%	1.4 pct	15.4%	1.3 pct	1.7%	0.2 pct
杭州解百	16.1	1.9%	-6.3pct	0.6	18.8%	-9.0 pct	21.3%	-1.2 pct	10.2%	-2.7 pct	3.9%	0.6 pct
新华百货	22.4	-0.7%	-7.9pct	1.1	18.1%	-14.9 pct	22.4%	2.2 pct	16.3%	1.4 pct	4.9%	0.8 pct
文峰股份	18.5	-7.0%	-4.2pct	0.9	9.4%	20.7 pct	20.3%	0.8 pct	11.5%	0.0 pct	4.8%	0.7pct
*ST 友好	13.8	-13.7%	-20.5pct	0.3	-7.7%	-269.9 pct	25.3%	2.0 pct	21.4%	1.7 pct	2.4%	0.2pct
广百股份	21.8	12.2%	-8.7pct	0.5	-8.1%	-21.2 pct	14.2%	-3.3 pct	9.9%	-2.6 pct	2.3%	-0.5pct
武汉中商	10.9	-2.6%	-6.9pct	0.5	94.4%	70.7 pct	21.7%	1.2 pct	13.4%	-1.3 pct	4.2%	2.1pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

**苏宁: 展店提速、线上 GMV 保持快增, 双线融合优势凸显。**苏宁易购 2018 年营收/归母净利润/扣非归母净利润 2449.57/133.27 亿元 /-3.59 亿元, 同比+30.35% / 216.38%/-306.65%, 业绩超预期;2019Q1 实现营收 622.42 亿元/同比+25.44%, 归母净利润 1.36 亿元/+22.16%, 归母扣非净利润-9.91 亿元/-4931.25%, 基本 EPS 为 0.0147 元/+23.53%。非经常项主要来自 1) 公司对持有的万达商业股份的会计核算方法转为长期股权投资权益法核算, 确认投资收益 4.48 亿元; 2) 其他投资收益 6.68 亿元。公司以智慧零售为核心, 一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市, 另一方面以苏宁小店进军便利店市场, 并以小店作为物流节点, 辐射周围三公里用户群, 彻底打通线上与线下流量, 有效扩大用户范围, 获取粘性流量; 部分品类将体现出较强的规模效应, 线下渠道的布局将提升传统强项家电品类的议价能力; 物流及广告费用弹性较大, 具大幅优化空间; 团队利益充分绑定, 经营效率将有效提升。

表 6: 苏宁易购 2018 年业绩指标

	2018 年营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2018 年扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
苏宁易购	2,449.6	30.3%	3.9pct	-3.6	306.7%	-398.7 pct	15.0%	0.9 pct	14.2%	0.5 pct	-0.1%	-0.1pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

表 7: 苏宁易购 2019Q1 业绩指标

	2019Q1 营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2019Q1 扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
苏宁易购	622.4	25.4%	-7.3pct	-9.91	-4932.0%	-5057.6 pct	15.9%	-0.5 pct	17.3%	1.9 pct	-1.6%	-1.6 pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

**黄金珠宝：收入增速下滑，龙头有所分化。**2018Q4-2019Q1,黄金珠宝需求端有所下滑：1) 从社零数据来看，2018年9-10双月均值、11月、12月、1-2月均值、3月限额以上黄金珠宝零售额同比增长8.1%、5.6%、2.3%、4.4%、-1.2%，呈下降趋势；2) 从上市公司数据来看，2018Q4黄金珠宝行业4家上市公司营收增速5.8%，增速环比回落6.4pct；2019Q1营收增速约6.7%，仅微幅上升。由于黄金珠宝板块四家公司中，老凤祥体量明显偏大，可能对行业盈利能力统计产生一定影响，故而我们分别看龙头业绩情况，细分龙头业绩分化明显：1) 周大生、老凤祥录得较好增速，其中周大生2018年门店净增加651创历史新高，加盟展店迎来加速扩张，全年实现营收48.7亿元/+30.6%，扣非归母净利润7.5亿元/+32.5%；2019Q1实现营收11.0亿元/+17.0%，扣非归母净利润1.9亿元/+23.2%；老凤祥2018年实现收入437.8亿元/+10.0%，扣非归母净利润10.8亿元/+5.8%。2) 莱绅通灵则收入、盈利继续下滑。

**表 8：黄金珠宝行业上市公司 2018 年业绩指标**

	2018 年营业 收入 (亿 元)	同比增 速	增速同 比变化	2018 年扣非 归母净 利润 (亿 元)	扣非归 母净利 润同比 增速	增速同 比变化	毛利率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
老凤祥	437.8	10.0%	-3.9pct	10.8	5.8%	1.8pct	8.2%	-0.1pct	3.2%	0.0pct	2.5%	-0.1pct
周大生	48.7	28.0%	-3.2pct	7.5	32.5%	-4.4pct	34.0%	1.6pct	14.0%	0.4pct	15.4%	0.5pct
莱绅通灵	16.6	-15.3 %	-34.2p ct	1.7	-41.0%	-70.7pct	55.5%	1.0pct	38.9%	6.5pct	10.2%	-4.4pct
潮宏基	32.5	5.2%	-7.4pct	0.6	-76.4%	-95.7pct	39.3%	2.0pct	30.0%	2.8pct	1.8%	-6.3pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

**表 9：黄金珠宝行业上市公司 2019Q1 业绩指标**

	2019Q1 营业收 入(亿 元)	同比 增速	增速同 比变化	2019Q 1扣非 归母净 利润 (亿 元)	扣非归 母净利 润同比 增速	增速同 比变化	毛利率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
老凤祥	150.1	6.2%	-2.7pct	3.5	9.0%	-3.5pct	7.5%	0.3pct	2.9%	0.1pct	2.3%	0.1pct
周大生	11.0	17.0%	0.1pct	1.8	23.2%	2.5pct	37.4%	2.4pct	15.0%	1.3pct	16.8%	0.8pct
莱绅通 灵	4.6	-11.5 %	-7.2pct	0.7	-31.6%	-32.1pct	56.7%	-0.2pct	32.2%	4.7pct	15.7%	-4.6pct
潮宏基	9.6	13.6%	12.8pct	0.8	-5.4%	-2.4pct	38.7%	-0.9pct	26.9%	0.2pct	8.6%	-1.7pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

**化妆品：2019Q1 扣非净利增速回升，国货崛起龙头受益。**2018年化妆品上市公司共实现营收127亿元，同比增长16.6%；其中2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4分别为29.1%、41.2%、34.8%、-14.9%；2019Q1，化妆品上市公司实现营收32亿元，同比增长9.5%，有所回升，但相比前值仍处于低位。与黄金珠宝板块类似，由于化妆品板块公司较少，且权重有所不同，我们直接对龙头公司层面进行盈利能力分析，其中：1) 珀莱雅2018年实现营收23.61亿元/+32.43%，扣非归母净利润2.78亿元/+50.03%，其中线下增速超预期(+16.9%)，线上持续高增(+59.9%)；2019Q1实现营收6.42亿元/+27.59%，扣非归母净利润0.91亿元/+35.38%；2) 上海家化2018年实现营收71.38亿元/+10.01%；归母净利润5.4亿元/+38.63%，归母扣非净利4.57亿/+37.82%；2019Q1实现营收19.54亿元/+5.03%，扣非归母净利润1.61亿元/+6.69%，经营管理效率稳步提升，销售费用率同比大幅降低1.65pct至42.33%，管理费用率同比下降1.5pct至12.56%，财务费用率同比降低0.35pct

至 0.77%。

表 10: 化妆品行业上市公司 2018 年业绩指标

	2018 年 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2018 年 扣非归 母净利 润 (亿元)	扣非归 母净利 润同比 增速	增速同 比变化	毛利率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
上海家化	71.4	10.0%	1.2pct	4.6	37.8%	-23.9pct	62.8%	-2.1pct	56.0%	-2.8pct	6.4%	1.3pct
珀莱雅	23.6	32.4%	22.6pct	2.8	50.0%	11.3pct	64.0%	2.3pct	46.4%	-1.0pct	11.8%	1.4pct
御家汇	22.5	36.4%	-4.2pct	1.1	-28.4%	-130.4pct	51.7%	-1.0pct	44.7%	3.5pct	4.7%	-4.3pct
拉芳家化	9.6	-1.7%	4.7pct	1.1	-12.0%	0.4pct	60.4%	0.4pct	45.4%	1.6pct	11.2%	-1.3pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

表 11: 化妆品行业上市公司 2019Q1 业绩指标

	2019Q1 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2019Q1 扣非归 母净利 润 (亿元)	扣非归 母净利 润同比 增速	增速同 比变化	毛利率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
上海家化	19.5	5.0%	-5.3pct	1.6	6.7%	-59.3pct	62.2%	-4.5pct	55.7%	-3.2pct	8.2%	0.1pct
珀莱雅	6.4	27.6%	16.7pct	0.9	35.4%	3.8pct	63.8%	0.7pct	44.0%	-0.9pct	14.2%	0.8pct
御家汇	3.9	1.0%	-41.1pct	0.0	-115.7%	-130.6pct	50.7%	-4.5pct	52.3%	7.0pct	-1.3%	-9.4pct
拉芳家化	2.7	20.4%	26.3pct	0.4	14.6%	4.8pct	62.5%	4.3pct	43.2%	4.9pct	15.8%	-0.8pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

#### 1.4. 零售板块基金一季度持仓: 维持超配, 结构有所调整

零售板块维持超配, 但配置比例有所下调。据 Wind, 2019Q1, 零售板块占基金总持仓比重约为 2.93%, 维持超配, 超配比例为 0.27%, 但相比 2018Q4, 零售板块占基金总持仓比重降低 0.17 个百分点。持仓总市值上看, 2019Q1 零售板块基金持仓总市值约 599.9 亿, 占净值比例 0.07%, 环比上升 0.05pct; 持仓市值前十大公司的市值占比为 94.0%, 相对 2018Q4 下降 1.2pct, 板块筹码集中度有所下降。从基金市值来看, 相比 2018Q4, 增幅前三标的为南极电商 (29.9 亿元增至 47.4 亿元)、永辉超市 (61.8 亿元增至 76.0 亿元)、天虹股份 (6.1 亿元增至 11.6 亿元); 降幅前三分别为老凤祥 (7.4 亿元降至 4.4 亿元)、跨境通 (5.9 亿元降至 4.1 亿元)、豫园股份 (5266 万元降至 508 万元); 截止 2019Q1, 基金持有市值排名前三的零售板块标的分别为永辉超市、南极电商、苏宁易购。

表 12: 基金 2019Q1 披露完毕, 零售板块维持超配 (注: 表中单位为%)

各行业基金持仓分析

行业名称	2018Q2			2018Q3			2018Q4			2019Q1		
	配置 比例	标配 比例	超配 比例									
农、林、牧、渔业	0.69	0.77	-0.08	0.81	0.74	0.07	1.26	0.83	0.43	1.71	1.00	0.72
采矿业	2.08	7.79	-5.71	2.23	8.72	-6.49	2.79	7.87	-5.07	1.91	6.79	-4.88
制造业	56.68	45.43	11.25	52.54	42.93	9.61	48.39	42.09	6.30	51.13	43.85	7.28
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.08	3.01	-1.92	1.15	3.16	-2.01	1.71	3.48	-1.76	1.20	3.08	-1.89
建筑业	1.34	3.05	-1.71	1.33	3.13	-1.79	2.38	3.24	-0.86	1.59	2.92	-1.33

批发和零售业	3.69	2.95	0.74	3.54	2.76	0.77	3.10	2.64	0.46	2.93	2.66	0.27
交通运输、仓储和邮政业	2.29	3.43	-1.15	2.15	3.33	-1.18	2.18	3.37	-1.19	2.24	3.41	-1.18
住宿和餐饮业	0.19	0.15	0.04	0.11	0.12	-0.01	0.08	0.11	-0.04	0.10	0.12	-0.02
信息传输、软件和信息技术服务业	5.34	4.13	1.21	5.55	4.02	1.53	6.55	4.13	2.42	7.46	4.77	2.69
金融业	11.18	21.51	-10.32	14.68	23.50	-8.82	14.84	24.11	-9.27	14.61	22.88	-8.27
房地产业	3.60	4.04	-0.44	4.08	4.04	0.05	5.10	4.39	0.71	4.97	4.58	0.39
租赁和商务服务业	2.13	1.10	1.03	1.83	1.06	0.77	1.46	1.06	0.40	1.46	1.15	0.30
科学研究和技术服务业	0.26	0.33	-0.06	0.41	0.37	0.04	0.60	0.41	0.19	0.58	0.43	0.16
水利、环境和公共设施管理业	0.41	0.59	-0.19	0.31	0.51	-0.20	0.34	0.53	-0.18	0.28	0.52	-0.23
教育	0.05	0.03	0.02	0.03	0.03	0.01	0.03	0.03	0.01	0.04	0.06	-0.02
卫生和社会工作	1.38	0.37	1.01	1.44	0.41	1.03	1.34	0.41	0.92	1.56	0.44	1.12
文化、体育和娱乐业	1.12	1.05	0.07	1.10	0.94	0.16	1.71	0.99	0.72	1.20	0.93	0.27
综合	0.06	0.28	-0.22	0.06	0.24	-0.18	0.08	0.30	-0.22	0.08	0.38	-0.29

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**永辉超市增持显著, 中百集团小幅增持, 家家悦、红旗连锁遭遇减持。**2019Q1, 永辉超市作为必需消费龙头, 被大幅增持: 虽然持有基金数减少 26 支至 85 支, 但持股总量增加 9436 万股至 8.8 亿股, 表明持仓机构集中度提升; 基金重仓持股占流通股比重增加 1.18pct 至 11.04%; 持仓市值增加 14.2 亿元至 76.0 亿元。中百集团持有基金数不变, 持股总量增加 11 万股至 32 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比+0.02pct 至 0.05%, 持仓市值增加 123 万至 232 万。家家悦持有基金数增加 2 支至 30 支, 但持股总量减少 541 万股至 2912 万股; 基金重仓持股占流通股比重环比-3.45pct 至 18.55%; 持仓市值增加 2344 万元至 7.2 亿元。红旗连锁持有基金数减少 1 支至 6 支, 持股总量减少 856 万股至 182 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比-0.87pct 至 0.18%, 持仓市值减少 4283 万至 1043 万。

**可选消费整体持仓提升, 王府井、天虹股份、周大生、珀莱雅提升明显, 老凤祥、豫园股份遭遇减持。**或受三月消费数据回暖影响, 一季度可选消费整体有所提升, 仅个股有所减持, 其中: 1) 百货板块。王府井持仓大幅上升, 持有基金数增加 23 支至 31 支, 持股总量上升 826 万股至 1119 万股, 持股占流通股比重环比+1.88pct 至 2.84%, 持仓市值增加 1.71 亿元至 2.1 亿元; 天虹股份持仓上升, 持有基金数增加 11 支至 35 支, 持股总量增加 2364 万股至 7968 万股, 持股占流通股比重环比+1.97pct 至 6.64%, 持仓市值增加 5.5 亿元至 11.6 亿元; 豫园股份持仓下降, 持有基金数减少 4 支至 4 支, 持股总量减少 670 万股至 53 万股, 持股占流通股比重环比-0.46pct 至 0.04%, 持仓市值减少 4759 万元至 508 万元。2) 黄金珠宝板块。周大生 2019Q1 持有基金数减少 5 支至 8 支, 但是持仓总量增加 259 万股至 308 万股, 持股占流通股比重环比-2.02pct 至 3.16%, 持仓市值增加 3.0 亿元至 7.8 亿元; 老凤祥遭遇大幅减持, 持有基金数减少 35 支至 15 支, 持仓总量减少 661 万股至 1002 万股, 持股占流通股比重环比-4.75pct 至 0.43%, 持仓市值减少 2.9 亿元至 4.4 亿元。3) 化妆品板块: 珀莱雅持仓略有增加, 持有基金数增加 6 支至 26 支, 持仓总量增加 55 万股至 685 万股, 持股占流通股比重环比+0.89pct 至 11.02%, 持仓市值增加 2.0 亿元至 4.7 亿元。

**南极电商持股数略有增加, 苏宁易购、跨境通遭遇减持。**2019Q1, 南极电商持有基金数增加 13 支至 71 支, 持仓股数增加 1679 万股至 4.1 亿股, 持股占流通股比重环比-4.7pct 至 22.12%; 苏宁易购持有基金数减少 4 支至 53 支, 持仓股数减少 2293 万股至 1.1 亿股, 持股占流通股比重环比-0.39pct 至 1.85%; 跨境通持有基金数减少 24 支至 8 支, 持仓股数减少 1864 万股至 3625 万股, 持股占流通股比重环比-1.67pct 至 3.55%。

**爱婴室遭遇减持。**2019Q1, 爱婴室持有基金数持平, 持仓股数减少 13 万股至 10 万股, 持股占流通股比重环比-0.52pct 至 0.4%, 持仓市值减少 453 万元至 398 万元。

表 13: 零售板块重点标的 2019Q1 环比变动情况

		持有 基金数	持有基金数 变动	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比(%)	持股占流通股比环比变动 (%)
超市	601933.SH 永辉超市	85	-26	87996	9436	11.04	1.18
	603708.SH 家家悦	30	2	2912	-541	18.55	-3.45
	000759.SZ 中百集团	1	0	32	11	0.05	0.02
	002697.SZ 红旗连锁	6	-1	182	-856	0.18	-0.87
百货	000501.SZ 鄂武商	5	3	631	-137	0.93	-0.20
	600859.SH 王府井	31	23	1119	826	2.84	1.88
	002419.SZ 天虹股份	35	11	7968	2364	6.64	1.97
	600655.SH 豫园股份	4	-4	53	-670	0.04	-0.46
	600729.SH 重庆百货	26	15	999	93	2.46	0.23
电商	002024.SZ 苏宁易购	53	-4	10803	-2293	1.85	-0.39
	002640.SZ 跨境商	8	-24	3,625	-1864	3.55	-1.67
	002127.SZ 南极电商	71	13	41390	1679	22.12	-4.67
珠宝	600612.SH 老凤祥	15	-35	1002	-661	3.16	-2.02
	603900.SH 莱绅通灵	3	2	830	-1,067	9.75	9.75
	002867.SZ 周大生	20	7	2229	478	13.67	2.93
化妆品	603630.SH 拉芳家化	-	-	-	-	-	-
	603605.SH 珀莱雅	26	6	685	55	11.02	0.89
	600315.SH 上海家化	9	3	127	-43	0.19	-0.06
	603214.SH 爱婴室	2	0	10	-13	0.40	-0.52

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 1.5. 投资建议

2019年3月社零增速8.7%，增速+0.5pct，如期回升，增速略高于预期；且分品类数据整体向好，继百货、超市等企业端同店后，或为消费回暖的进一步验证。在此背景下，一方面提示重视行业回暖条件下的低估值板块投资机会，另一方面推荐增速稳健、整合加速、且受益于3月CPI触底回升的必需消费龙头、以及可凭借核心竞争力抢夺长期市占率的细分板块龙头。重点推荐：永辉超市、南极电商、珀莱雅、苏宁易购、天虹股份、王府井、爱婴室、家家悦、周大生。

## 1.6. 风险提示

消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期；上市公司营销、创新、展店投入明显增大；商品结构调整失效；CPI大幅下行风险。

## 2. 下周投资提醒

表 12: 下周重要会议

公司会议			
序号	公司名称	会议名称	会议时间
1	大商股份	股东大会	20190507
2	文峰股份	股东大会	20190507
3	远大控股	股东大会	20190507

4	怡亚通	股东大会	20190508
5	国芳集团	股东大会	20190508
6	苏宁易购	股东大会	20190508
7	轻纺城	股东大会	20190508
8	家家悦	股东大会	20190509
9	利群股份	股东大会	20190509
10	中兴商业	股东大会	20190509
11	博士眼镜	股东大会	20190509
12	*ST人乐	股东大会	20190510
13	欧亚集团	股东大会	20190510
14	翠微股份	股东大会	20190510
15	三江购物	股东大会	20190510
16	鄂武商 A	股东大会	20190510

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3. 行业新闻

#### 天猫平台服务商规模未来三年将增长两倍，帮助国内外品牌创造5000亿元的销售额

基于未来3年服务商规模将增长两倍的目標，天猫发布了扶持服务商的三大计划。首先是提升服务商的数字化运营能力，天猫将提供线上线下专项技能培训，帮助服务商做更多的能力认证。其次，在现有的服务商中，天猫也将重点招募100家，服务于2000个新品牌，帮助新店实现100亿元的销售額增长。最后，对于有单方面服务特长的服务商，天猫将通过战略投资、一对一培训等方式，打造50家年销售额超10亿元的服务商。(联商网)

#### 7-11 北京近日已正式入驻饿了么平台，进一步扩大线上外卖商品覆盖范围

伴随全渠道成为行业趋势，7-11 北京表示也希望从接入外卖平台开始在电子商务方面积极探索。与去年相比，7-11 北京在外卖平台上的订单量增长达120%。目前，7-11 北京在外卖平台销售的商品大约有1000多种，社区场景门店的外卖订单通常更多，外卖商品以大容量饮料、好炖等鲜食为主。(联商网)

#### 亚马逊全球开店三地跨境电商园投入使用，助力中国卖家领航出海

随着亚马逊全球开店中国位于杭州、厦门、宁波的跨境电商园相继开园，亚马逊全球开店联合三地政府与服务商深化区域建设、强化区域卖家服务的工作取得阶段性成果。(联商网)

#### 苏宁易购 APP 探索版完成测试，将于618前全面上线

此次 APP 改版，主要包含两个方面，一是将首页各频道和栏目进行优化。如删除了原有的每日必逛、生活风尚、特色专享、省钱秘笈、好店优选等近一半的栏目。二是接入了更多个性化推荐，优化了算法设计，提高了精准推送比例。(联商网)

### 4. 公司新闻

#### 益民集团：发布2018年年报

根据4月29日公司公告，益民集团2018年营收14.77亿元/-19.98%，归母净利润1.10亿元/-21.84%，扣非归母净利润0.93亿元/-24.89%，经营现金流1.95亿元/-38.30%，每股收益0.104元/-21.80%。

#### 新世界：发布2019Q1季报

根据4月29日公司公告，新世界2019Q1营收7.22亿元/-0.41%，归母净利润0.80亿元/-36.49%，

扣非归母净利 0.56 亿元/-41.52%，经营现金流 0.73 亿元/-48.34%。

**\*ST 人乐：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，\*ST 人乐 2019Q1 营收 22.41 亿元/-6.62%，归母净利 0.33 亿元/-41.04%，扣非归母净利 0.28 亿元/-39.51%，经营现金流 0.47 亿元/+780.85%。

**跨境通：发布 2018 年报和 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，跨境通 2018 年营收 215.34 亿元/+53.62%，归母净利 6.23 亿元/-17.07%，扣非归母净利 5.73 亿元/-22.28%，经营现金流 1.83 亿元/+162.50%，每股收益 0.41 元/-21.15%。发布 2019Q1 季报。营收 47.23 亿元/+2.19%，归母净利 2.23 亿元/-15.29%，扣非归母净利 2.10 亿元/-16.77%，经营现金流 0.53 亿元/+121.39%。

**兰州民百：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，兰州民百 2019Q1 营收 6.75 亿元/+60.23%，归母净利 0.83 亿元/+45.22%，扣非归母净利 0.99 亿元/+74.83%，经营现金流-3.39 亿元/-620.58%。

**百联股份：发布 2018 年报和 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，百联股份 2018 年营收 484.27 亿元/+2.64%，归母净利 8.72 亿元/+2.96%，扣非归母净利 6.87 亿元/+8.34%，经营现金流 17.99 亿元/-15.65%，每股收益 0.49 元/+4.26%。2019Q1 营收 142.41 亿元/+5.04%，归母净利 3.29 亿元/+6.39%，扣非归母净利 3.18 亿元/+6.09%，经营现金流 9.45 亿元/+0.56%。

**汇嘉时代：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，汇嘉时代 2019Q1 营收 12.17 亿元/+24.90%，归母净利 0.09 亿元/-80.38%，扣非归母净利 0.07 亿元/-82.33%，经营现金流 1.72 亿元/+45.20%。

**浙江东方：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，浙江东方 2019Q1 营收 19.62 亿元/+15.56%，归母净利 4.30 亿元/+88.08%，扣非归母净利 0.79 亿元/-31.32%，经营现金流-2.12 亿元/-1537.25%。

**豫园股份：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，豫园股份 2019Q1 营收 81.06 亿元/+39.22%，归母净利 4.02 亿元/+141.67%，扣非归母净利 2.68 亿元/+58.44%，经营现金流 17.34 亿元/+182.22%。

**苏宁易购：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，苏宁易购 2019Q1 营收 622.41 亿元/+25.44%，归母净利 1.36 亿元/+22.16%，扣非归母净利-9.91 亿元/-4931.25%，经营现金流-58.17 亿元/-119.60%。

**王府井：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，王府井 2019Q1 营收 71.65 亿元/+0.21%，归母净利 4.03 亿元/-11.27%，扣非归母净利 3.94 亿元/-10.96%，经营现金流-0.89 亿元。

**江苏国泰：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，江苏国泰 2019Q1 营收 82.85 亿元/+9.26%，归母净利 2.18 亿元/-4.16%，扣非归母净利 1.76 亿元/+1617.51%，经营现金流-7.32 亿元/-3079.03%。

**拉芳家化：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，拉芳家化 2019Q1 营收 2.66 亿元/+20.38%，归母净利 0.47 亿元

/+4.73%，扣非归母净利 0.42 亿元/+14.57%，经营现金流 0.52 亿元。

**海印股份：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，海印股份 2019Q1 营收 5.16 亿元/-16.86%，归母净利 0.23 亿元/-36.27%，扣非归母净利 0.16 亿元/-65.17%，经营现金流 2.61 亿元/+139.37%。

**深赛格：发布 2018 年报和 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，深赛格 2018 年营收 16.06 亿元/-18.95%，归母净利 0.28 亿元/-87.31%，扣非归母净利 0.17 亿元/-88.42%，经营现金流 1.68 亿元/-66.95%，每股收益 0.02 元/-87.34%。2019Q1 营收 3.76 亿元/-3.85%，归母净利 0.60 亿元/-4.03%，扣非归母净利 0.15 亿元/-44.12%，经营现金流-0.10 亿元。

**供销大集：发布 2018 年报和 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，供销大集 2018 年营收 163.16 亿元/-41.29%，归母净利 7.62 亿元/-46.10%，扣非归母净利 1.52 亿元/-87.22%，经营现金流 39.81 亿元/+174.73%，每股收益 0.13 元/-46.09%。2019Q1 营收 16.07 亿元/-66.84%，归母净利-1.10 亿元/-158.89%，扣非归母净利-0.88 亿元/-203.20%，经营现金流 0.77 亿元/-93.06%。

**宏图高科：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，宏图高科 2019Q1 营收 9.07 亿元/-79.26%，归母净利-1.44 亿元/-253.65%，扣非归母净利-1.44 亿元/-285.22%，经营现金流-8.31 亿元/-1020.96%。

**厦门国贸：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，厦门国贸 2019Q1 营收 497.57 亿元/+42.74%，归母净利 7.91 亿元/+41.68%，扣非归母净利 4.81 亿元/+77.57%，经营现金流-45.80 亿元。

**东百集团：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，东百集团 2019Q1 营收 9.83 亿元/+44.91%，归母净利 0.31 亿元/+6.67%，扣非归母净利 0.30 亿元/+3.60%，经营现金流-1.06 亿元/+15.42%。

**\*ST 成城：发布 2018 年报**

根据 4 月 29 日公司公告，\*ST 成城 2018 年营收 0.32 亿元/-84.43%，归母净利 0.07 亿元/+110.46%，扣非归母净利-0.71 亿元/-18.22%，经营现金流 5.33 亿元/+56.86%，每股收益 0.02 元/+110.44%。

**新华锦：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，新华锦 2019Q1 营收 3.04 亿元/-6.46%，归母净利 0.20 亿元/+18.16%，扣非归母净利 0.20 亿元/+19.95%，经营现金流 0.05 亿元/-89.71%。

**\*ST 友好：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，\*ST 友好 2019Q1 营收 13.85 亿元/-13.67%，归母净利 0.41 亿元/+2.81%，扣非归母净利 0.33 亿元/-7.67%，经营现金流-0.96 亿元/-371.98%。

**大商股份：发布 2019Q1 季报**

根据 4 月 29 日公司公告，大商股份 2019Q1 营收 64.98 亿元/-9.04%，归母净利 3.88 亿元/+10.18%，扣非归母净利 3.77 亿元/+11.46%，经营现金流 5.24 亿元/-19.88%。

**\*ST 友好：发布停牌的提示性公告，撤销股票退市风险警示**

根据4月30日公司公告，\*ST友好将于5月6日停牌一天，撤销股票退市风险警示。

**东方创业：因重大资产重组发布停牌的提示性公告**

根据4月30日公司公告，东方创业因重大资产重组将于5月6日停牌一天，时间预计不超过10个交易日。控股股东东方国际集团拟通过发行股份购买资产并募集配套基金将下属贸易类、物流类资产注入东方创业。

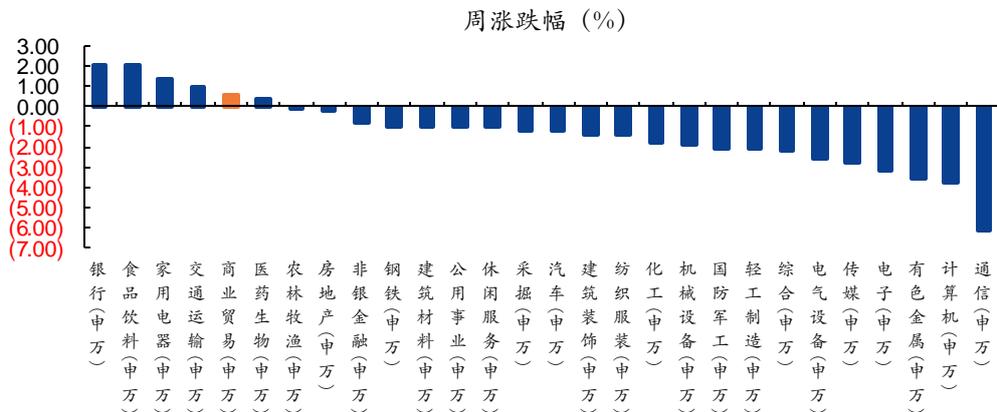
**南宁百货：收到行政监管措施决定书**

根据4月30日公司公告，南宁百货因存货核算不规范、存货与商品购销合同管理不规范，收到行政监管措施决定书。

**5. 上周市场回顾**

本周(2019.04.29-2019.05.03)，商贸零售板块(申万)上涨0.58%，在申万28个行业中位列5位，上证综指上涨-0.26%，超额收益0.84%。分子行业来看，超市、多业态零售、百货、专业连锁、珠宝首饰各4.62%、0.38%、-0.02%、-0.31%、-1.92%。江苏舜天(+21.09%)、三江购物(+10.89%)、南极电商(+8.73%)涨幅居前；跌幅前三名分别为：汇嘉时代(-8.19%)、远大控股(-7.15%)、时代万恒(-6.91%)。

图 17：本周商贸零售板块(申万)上涨 0.58%，位列第 5 位



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 18：各零售子版块上周表现

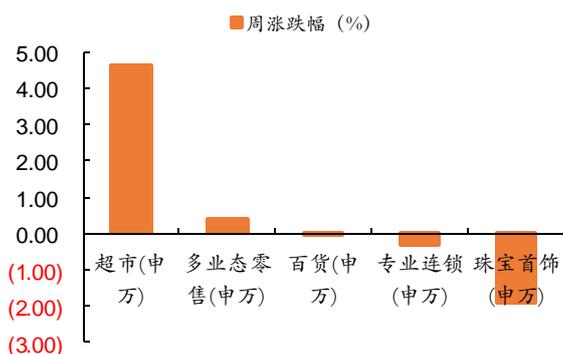
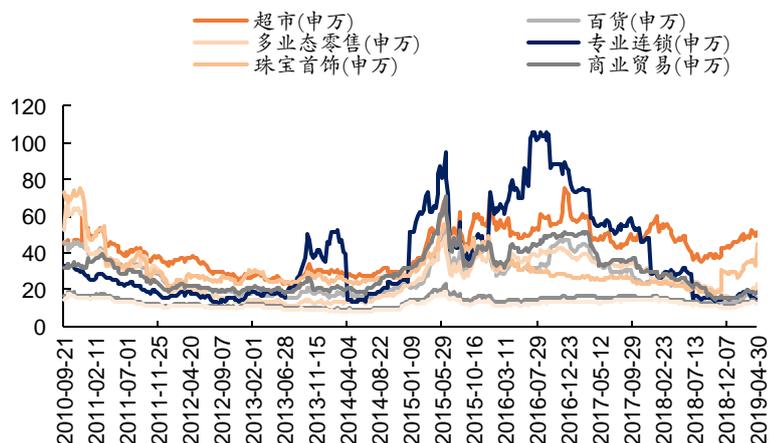


图 19：零售板块历史市盈率



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

资料来源: Choice, 安信证券研究中心

**表 15: 上周零售板块个股涨幅前五名**

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价(元)	周最低价(元)	周最高价(元)	周换手率(%)	周成交量(百万股)	周成交金额(亿元)
600287.SH	江苏舜天	21.09	7.58	6.48	7.58	11.03	48.19	3.37
601116.SH	三江购物	10.89	15.38	13.12	15.53	10.19	41.87	6.13
002127.SZ	南极电商	8.73	11.96	10.98	12.53	2.37	44.41	5.30
600729.SH	重庆百货	7.32	34.90	32.58	35.11	3.68	14.95	5.12
002697.SZ	红旗连锁	6.29	6.08	5.63	6.10	3.82	37.72	2.24

数据来源: Choice, 安信证券研究中心

**表 16: 上周零售板块个股跌幅前五名**

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价(元)	周最低价(元)	周最高价(元)	周换手率(%)	周成交量(百万股)	周成交金额(亿元)
603101.SH	汇嘉时代	-8.19	11.21	11.00	12.15	7.31	5.26	0.60
000626.SZ	远大控股	-7.15	9.61	9.17	10.50	3.72	15.06	1.45
600241.SH	时代万恒	-6.91	6.47	6.30	7.02	2.38	5.98	0.39
600735.SH	新华锦	-5.43	7.32	7.07	7.81	5.81	21.84	1.59
600785.SH	新华百货	-5.14	16.81	16.54	17.69	0.81	1.82	0.31

数据来源: Choice, 安信证券研究中心

## 附录: 零售板块近期解禁

**表 17: 零售行业限售股解禁情况汇总(单位: 万股)**

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	解禁前(万股)		解禁后(万股)		解禁股份类型
					流通 A 股	占比(%)	流通 A 股	占比(%)	
600203.SH	福日电子	2019-05-06	7,616.64	45,644.71	37,022.01	81.11	44,638.65	97.8	定向增发机构配售股份
603101.SH	汇嘉时代	2019-05-06	16,800.00	24,000.00	7,200.00	30	24,000.00	100.00	首发原股东限售股份
600090.SH	同济堂	2019-05-20	73,696.60	143,966.29	70,269.70	48.81	143,966.29	100.00	定向增发机构配售股份
600811.SH	东方集团	2019-05-27	44,110.28	371,457.61	327,347.33	88.13	371,457.61	100.00	定向增发机构配售股份
002024.SZ	苏宁易购	2019-06-06	192,699.65	931,003.97	584,674.86	62.80	931,003.97	83.50	定向增发机构配售股份
603716.SH	塞力斯	2019-06-11	1,797.51	20,514.37	9,610.65	46.85	11,408.16	55.61	定向增发机构配售股份
600827.SH	百联股份	2019-06-14	6,167.24	178,416.81	154,277.76	86.47	160,444.99	89.93	定向增发机构配售股份
000078.SZ	海王生物	2019-06-24	76,530.61	276,258.33	185,665.47	67.21	262,196.08	94.91	定向增发机构配售股份
000626.SZ	远大控股	2019-06-28	13,787.49	54,287.49	40,459.50	74.53	54,246.99	99.93	定向增发机构配售股份
600337.SH	美克家居	2019-07-11	414.00	177,505.27	172,831.12	97.37	173,245.12	97.60	股权激励限售股份
600655.SH	豫园股份	2019-07-12	16,427.70	388,106.39	143,732.20	37.03	160,159.89	41.27	定向增发机构配售股份
002416.SZ	爱施德	2019-07-22	4,962.00	123,928.18	117,317.38	94.67			定向增发机构配售股份

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034