

# 商业贸易行业

## 行业回暖确认，龙头持续领跑

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-05

### 核心观点：

我们选取百货、超市、黄金珠宝三个细分板块，对 2018 年及 1Q19 主流公司的财报做分析，总体来看有几个特点：1) 4Q18 是行业阶段性最低谷的季度，1Q19 底部基本确认，我们预计 2Q19 有望重回上升通道；2) 龙头领跑趋势在各个板块都有体现，但幅度有所不同；3) alpha 和 beta 价值在不同板块有差异，扩张带来的收入增长是我们最重要的观察点。

#### ● 预计行业从 2Q19 重回上升通道

百货整体收入自 2Q18 快速大幅回落至 0 附近，1Q19 为 -1.5%，与经济疲软导致服装珠宝化妆品等可选消费品的增速放缓趋势基本相同，而从天虹、王府井等公司的分区域来看，华南因天气因素影响更甚。考虑到去年 4 月开始的低基数，我们预计百货同店收入自 2Q19 开始进入上升通道。超市同店增速同样在 4Q18 经历最低点，作为必需消费品，CPI 对同店的传导吻合度高，随着 2Q19 的 CPI 上涨预期，我们判断超市收入亦进入上升通道。黄金珠宝在 1Q19 已出现终端回暖趋势（加盟模式滞后 1-2 个月在上市公司报表体现，港股同店已有体现）。

#### ● 龙头领跑是所有细分板块的共同趋势

零售是规模效应极强的行业，集中度提升是长期趋势，电商对实体零售的冲击逐步放缓的背景下，**线下龙头与非龙头的分化加速显现，但龙头领跑的体现程度有所不同**。更快的扩张、更强的同店、更高的 ROE 是各个板块龙头的共性，但我们认为百货仍然是 beta 驱动，且受制于核心物业，整合难度较大，龙头并未展现逆势能力；超市大多轻资产运营，比拼的是供应链能力，面对持续上升的人工+租金成本，低效公司亏损退出将成为常态，以永辉为代表的龙头公司凭借极强的扩张能力连续多年逆势成长；黄金珠宝这一趋势刚开始体现，与 2016 上半年的行业低谷相比，这一次龙头纷纷加速开店渗透低线城市，挤压区域小品牌的生存空间，带来集中度提升。

#### ● alpha 还是 beta？我们对几个细分板块的投资驱动理解

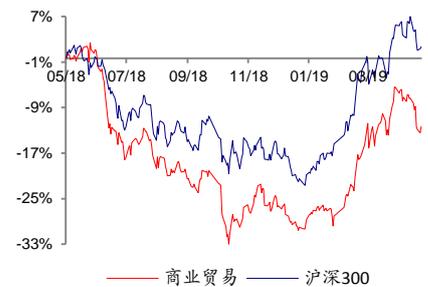
同样是行业回暖，同样是龙头领跑，但我们认为不同板块的估值差异将始终存在，且投资思路亦有所不同。百货仍然是 beta 驱动，因此最好的投资阶段是预期极度悲观+终端消费回暖趋势带来的估值修复（我们预计 2Q19 开始百货进入上升通道）；超市更多是 alpha 驱动，尽管 CPI 上升带动同店回暖，但更重要的是龙头公司已领跑多年，且对行业的权重影响越来越大，也因此长期享受估值溢价；黄金珠宝正逐步从 beta 转向 alpha 驱动，17 年之前的行业集中度提升并不明显，但 2018 年下半年开始龙头公司不约而同地加速门店扩张渗透低线城市。如果选择一个指标，我们建议投资者以扩张带来的收入增速来衡量龙头的 alpha 价值。

#### ● 重点推荐低估值高成长公司以及各个业态龙头公司

我们的推荐组合没有变化，首选品种仍然是低估值的高成长公司；其次是各个细分业态的龙头公司。重点推荐**南极电商、周大生、苏宁易购、永辉超市、家家悦、天虹股份、王府井、重庆百货**等。

● **风险提示：**经济复苏的节奏低于预期；人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧。

### 相对市场表现



#### 分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

#### 分析师：

林伟强



SAC 执证号：S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

#### 分析师：

高峰



SAC 执证号：S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，林伟强、高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

商业贸易行业:CPI 抬升拉动	2019-04-17
3 月社零同比增长 8.7%，电商增速回暖	
商业贸易行业:增值税下调影响：长期因行业充分竞争受益有限，短期因库存受益明显	2019-04-07
商业贸易行业投资月报:海外巡礼系列之一——从 ULTA Beauty 崛起看美妆专业连锁的运营之道	2019-03-31

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价 值 (元/ 股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	11.96	2019/4/28	买入	14.3	0.51	0.67	23.45	17.85	21.81	16.70	25.10%	24.90%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	12.62	2019/4/30	买入	16.36	1.91	0.55	6.61	22.95	29.39	18.65	18.40%	5.10%
永辉超市	601933.SH	CNY	9.77	2019/4/26	增持	10	0.25	0.31	39.08	31.52	33.44	22.77	10.90%	12.10%
家家悦	603708.SH	CNY	26.90	2019/4/28	增持	27	1.03	1.27	26.12	21.18	16.14	13.63	15.10%	15.70%
天虹股份	002419.SZ	CNY	14.27	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	16.40	14.56	11.44	10.80	14.20%	13.90%
王府井	600859.SH	CNY	18.35	2019/4/30	买入	22	1.7	1.91	10.79	9.61	7.51	6.97	11.30%	11.70%
老凤祥	600612.SH	CNY	44.94	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	16.58	14.36	10.75	9.21	18.50%	17.70%
周大生	002867.SZ	CNY	34.61	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	16.25	13.01	14.04	11.19	20.90%	20.60%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

百货：经营底部基本确认，同店改善带来估值修复机会 .....	6
1、收入与盈利，预计 2Q19 开始进入上升通道 .....	6
2、毛利率持续提升，费用压力主要来自收入疲软 .....	7
3、现金流健康，资本开支继续回升 .....	8
商超：龙头公司持续领跑，估值溢价体现 ALPHA 能力 .....	9
1、龙头领跑优势明显，CPI 上升推动同店增长 .....	9
2、毛利率保持上升趋势，龙头公司新业态探索拖累板块盈利能力 .....	10
3、周转效率提升，扩张加速预计带来资产负债率上升 .....	12
4、龙头公司加速扩张，行业整合兼并持续涌现 .....	14
黄金珠宝：行业分化，龙头领先 .....	14
1、1Q19 终端开始回暖，龙头扩张领先 .....	14
2、产品结构调整有望推动毛利率持续提升 .....	15
3、营运能力和资产结构 .....	16
4、结论：关注龙头公司结构性机会 .....	17

## 图表索引

图 1: 19 家百货等权平均收入增速 2018 年回落.....	6
图 2: 重点百货季度营收数据及增速情况.....	6
图 3: 18 年百货利润端增速回落.....	6
图 4: 重点百货利润端绝对金额持续向好.....	6
图 5: 18 年百货毛利率持续上升.....	7
图 6: 销售及管理费用率基本保持平稳.....	7
图 7: 18 年重点百货人工费用率增加.....	7
图 2: 18 年重点百货租金+折旧费用率增加.....	7
图 9: 百货净利率基本维持稳定.....	8
图 10: 百货等权平均 ROE 再度下降.....	8
图 11: 经营性现金流略有下降.....	8
图 12: 百货公司应付账款周转和预收账款周转天数.....	8
图 13: 百货公司存货周转能力开始改善.....	8
图 14: 百货公司计息资产负债率仍处于低位.....	8
图 15: 资本开支整体呈回升趋势.....	9
图 16: 资本开支整体呈回升趋势.....	9
图 17: 超市行业的收入增速变化情况.....	10
图 18: 分季度超市行业的收入增速变化情况.....	10
图 19: 食品 CPI 与商超公司同店增长的趋势相同.....	10
图 20: 超市行业的归母净利润增速变化情况.....	10
图 21: 超市行业的经营性利润增速变化情况.....	10
图 22: 超市行业的毛利率和净利率情况.....	11
图 23: 分季度超市行业的毛利率和净利率情况.....	11
图 24: 超市行业的三项费用率变化情况.....	11
图 25: 分季度超市行业的三项费用率变化情况.....	11
图 26: 超市行业的人工费用率变化情况.....	12
图 27: 超市行业的租金费用率变化情况.....	12
图 28: 商超板块 ROE 及扣非 ROE 变化 (%).....	12
图 29: 商超行业季度 ROE 及扣非 ROE 变化 (%).....	12
图 30: 超市行业的平均资产负债率变化情况.....	13
图 31: 分季度超市行业的平均资产负债率变化情况.....	13
图 32: 超市行业的整体净现金流覆盖投资支出.....	13
图 33: 分季度超市行业的净现金流有季度波动.....	13
图 34: 超市行业的库存周转天数变化情况.....	13
图 35: 超市行业的应付款周转天数变化情况.....	13
图 36: 我国商超行业集中度持续提升.....	14
图 37: 2018 年我国商超行业市占率分布情况.....	14
图 38: 2018 年各超市公司的门店增速情况.....	14
图 39: 2018 年各超市公司的收入增速情况.....	14

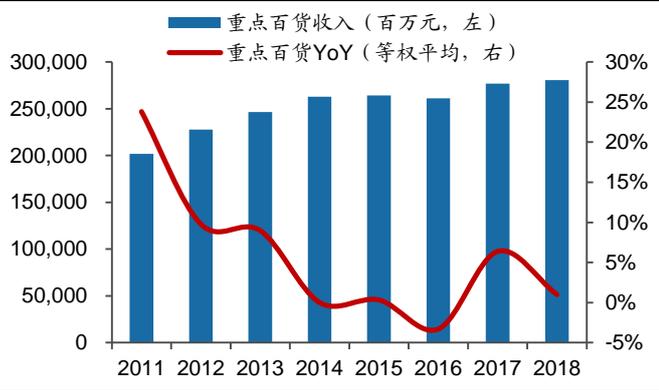
图 40: 珠宝公司营业收入及 YoY .....	15
图 41: 珠宝公司季度营收及 YoY .....	15
图 42: 珠宝公司毛利率 .....	16
图 43: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率 .....	16
图 44: 珠宝公司存货周转天数 .....	16
图 45: 珠宝公司平均资产负债率 .....	16
图 46: 珠宝公司平均计息负债率 .....	17
图 47: 珠宝公司平均 ROE .....	17

# 百货：经营底部基本确认，同店改善带来估值修复机会

## 1、收入与盈利，预计 2Q19 开始进入上升通道

收入增速自2Q18起大幅回落，2Q19有望开始转正。我们选取19家主流百货公司为样本，2018全年收入等权平均增长1.0%（其中10家实现增长，2017年为17家）；分季度来看，收入增速自2Q18开始大幅快速回落，连续4个季度徘徊在0附近，1Q19增速降至-1.5%。从天虹股份、王府井等龙头的分区域收入来看，华南地区普遍收入端下滑，或与南方暖冬造成服饰销售减弱有关；2019年冬季过后，3-4月百货同店开始出现好转，叠加同比基数较低，我们预计2Q19收入增速有望重新转正。

图1：19家百货等权平均收入增速2018年回落



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

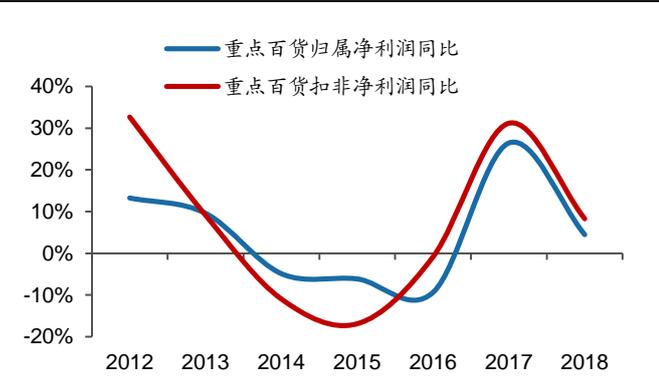
图2：重点百货季度营收数据及增速情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

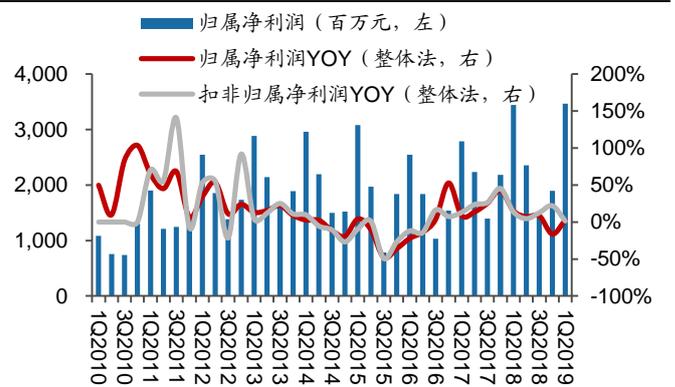
利润端增速大幅回落，业绩底部基本确认。19家主流百货公司2018年归母净利润增长4.5%，扣非归母净利润增长8.3%，增速较2017年大幅放缓。分季度来看，4Q18归母净利润同比下降16.28%，1Q19增速转正至2.5%，业绩底部已基本确认。收入端与利润端改善节奏的不同步，主要来自体验类业态占比提升，租赁模式逐步替代联营扣点模式带来报表口径的差异。

图3：18年百货利润端增速回落



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：重点百货利润端绝对金额持续向好



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

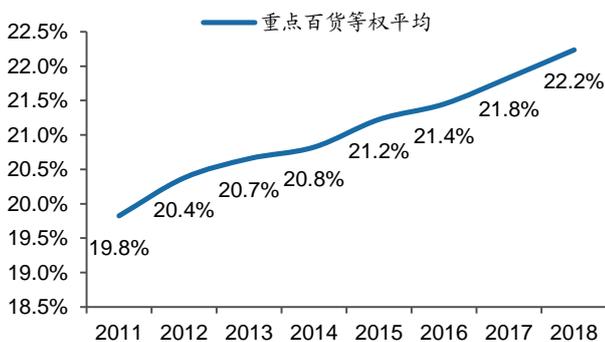
## 2、毛利率持续提升，费用压力主要来自收入疲软

样本百货公司毛利率继续提高，19家百货公司等权平均毛利率同比提升0.4pp至22.2%。百货行业毛利率持续提升，一方面反映出百货公司自身的业态变革，从联营模式更多地向高毛利的租赁模式转移；另一方面也反映出在线上商业的冲击下，线下门店调整自身品类结构，更专注于高端及体验性更强的高毛利商品销售，与线上形成错位竞争。

销售及管理费用率基本平稳，两费率上升0.4pp至15.1%。经历2017年费用率下行的拐点后，重点公司的平均销售费用率和管理费用率再次小幅上升，主要还是收入端增长乏力拖累。拆分人工与物业看，人工费用率同比增长0.18pp至6.2%，租金+折旧摊销费用率同比增长0.34pp至4.88%，对比2016年及以前仍处于上升趋势。毛利率与费用率提升幅度相仿，净利润率基本维持稳定；2018年重点百货等权平均归属净利率3.64%，同比降0.1pp，扣非归属净利率3.36%，同比持平。

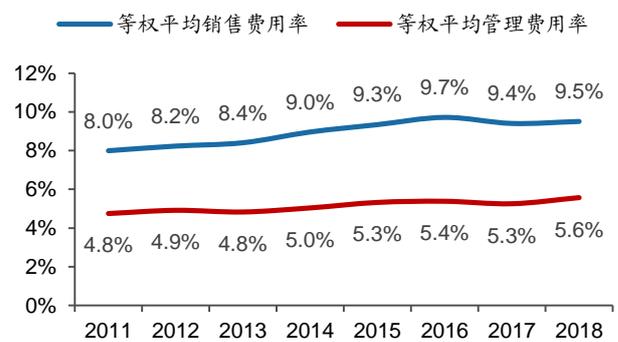
行业ROE再度下降。2018年摊薄ROE为7.4%，同比降1.8pp，亦低于2016年7.8%的水平；扣非ROE仅6.0%，同比降2.4pp。

图5：18年百货毛利率持续上升



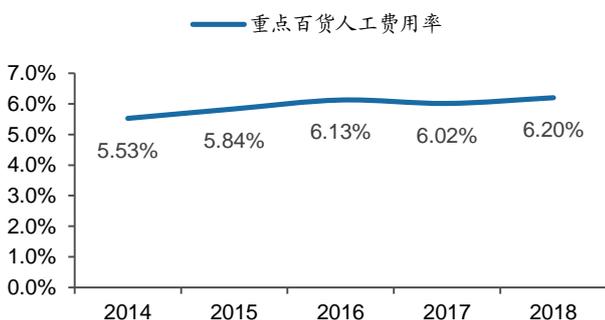
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：销售及管理费用率基本保持平稳



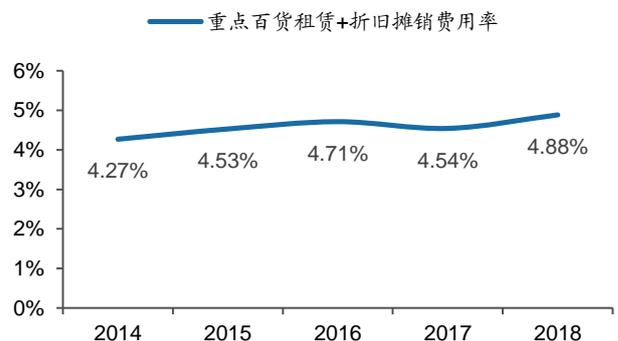
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：18年重点百货人工费用率增加



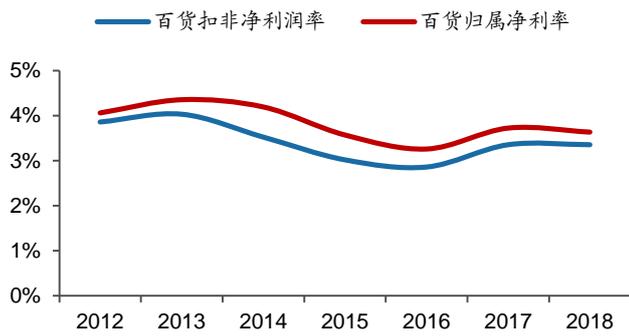
数据来源：wind，广发证券发展研究中心（人工费用率以应付职工薪酬增加除以营收计算）

图8：18年重点百货租金+折旧费用率增加



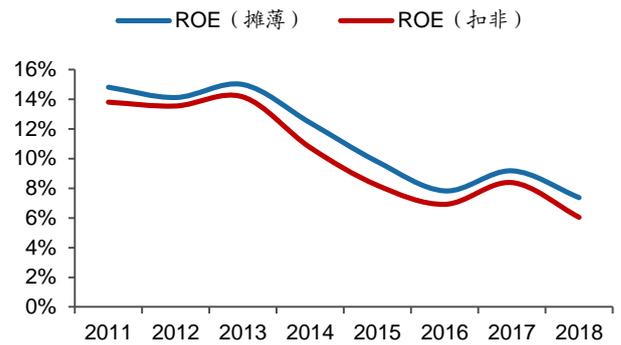
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图9: 百货净利率基本维持稳定



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图10: 百货等权平均ROE再度下降

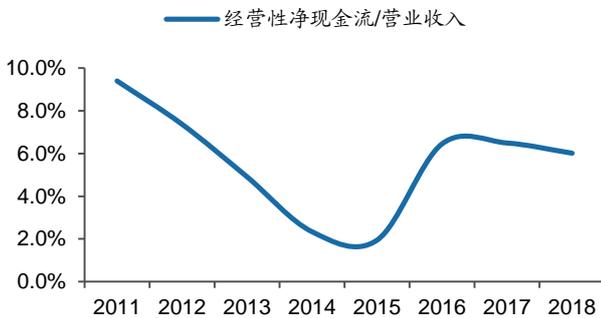


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 3、现金流健康, 资本开支继续回升

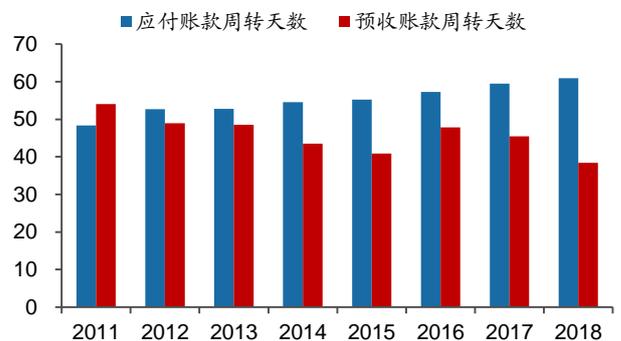
**存货周转天数改善, 应付账期延长, 现金流健康。**从营运能力上看, 行业存货周转天数自16年达到顶峰后持续改善, 2018年同比下降2.5天至71.4天; 行业应付账款周转天数同比提升1.4天至60.9天, 对上游供应商议价能力保持提升。19家百货公司等权平均经营净现金流/收入为6.0%, 同比微降0.5pp; 期末资产负债率同比下降0.6pp至53.5%, 计息负债率同比提升1pp至14.2%。

图11: 经营性现金流略有下降



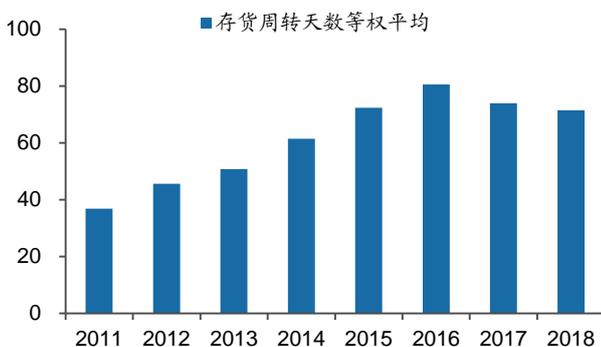
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图12: 百货公司应付账款周转和预收账款周转天数



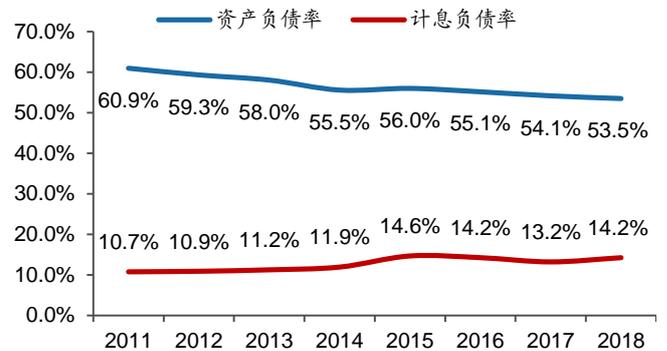
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 百货公司存货周转能力开始改善



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

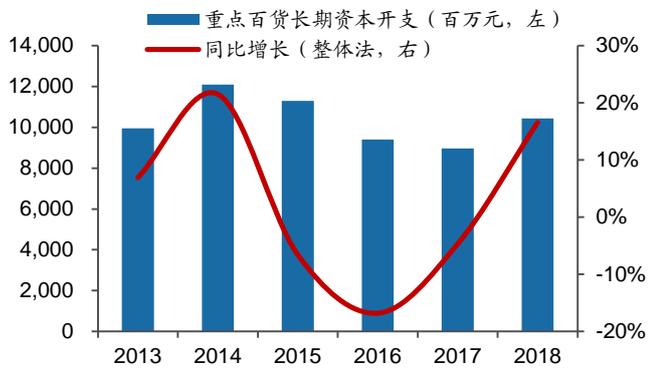
图14: 百货公司计息资产负债率仍处于低位



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

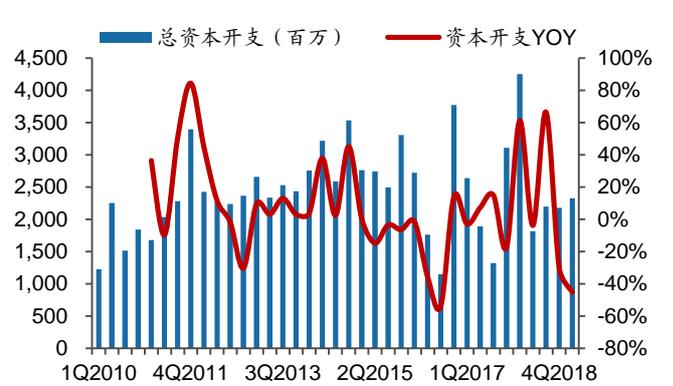
**资本开支继续回升，龙头公司重启扩张。**重点百货公司2018年资本开支同比增长16.6%，延续2017年回升态势。长期资本开支加大为企业扩张的标志之一，龙头公司在行业景气度较低时蓄势扩张。

图15: 资本开支整体呈回升趋势



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图16: 资本开支整体呈回升趋势



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

总体来看, 2018年百货整体业绩表现出较强的beta属性, 基本面在4Q18至1Q19触底, 3-4月已见同店明显改善, 叠加增值税下调等政策利好和低基数因素, 我们预计2Q19开始百货行业有望回到稳步增长通道, 有利于板块估值的修复。优秀公司在经营管理上的修炼体现alpha能力, 以天虹、王府井、鄂武商、大商、重百等为代表的龙头公司普遍2018年ROE在10-15%, 显著高于7.4%的行业平均水平。

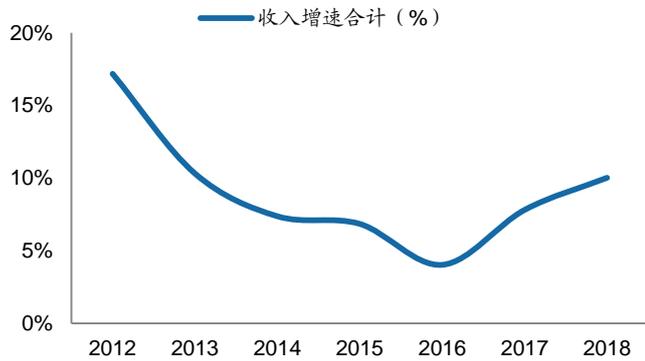
## 商超: 龙头公司持续领跑, 估值溢价体现 alpha 能力

### 1、龙头领跑优势明显, CPI 上升推动同店增长

不同于百货行业, 我们对超市板块的收入盈利分析采用整体法 (各个公司之间的盈利能力差异非常大)。我们重点跟踪的9家商超公司2018年收入同比增长10.0%, 增速同比提升2.2pp (主要是永辉、家家悦等龙头拉动, 剔除这两家后的增速仅1.1%)。分季度看, 4Q18和1Q19商超行业收入增速分别为6.2%和9.4%, 其中4Q18增速放缓主要系2018年中秋节错位提前所致。商超板块具有必需品属性, 其同店与食品CPI的趋势相同, 随着2019年食品CPI稳步上行, 对超市板块的同店增长有提振作用。

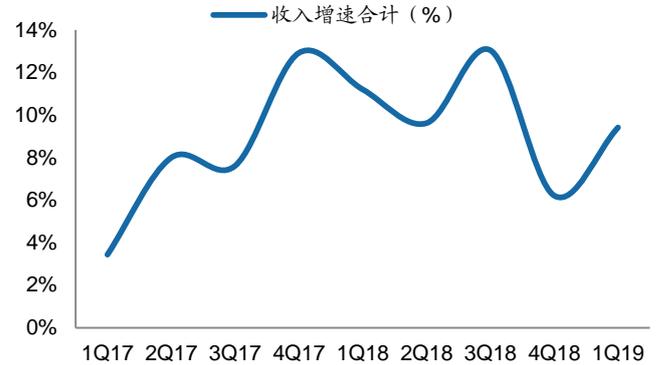
**商超板块盈利水平继续优化。**我们从公司归母净利润和经营性利润两个维度来考量商超板块的盈利水平, 2018年商超板块归母净利润 (体现整体盈利能力) 同比增长27.3%, 同比提升5.9pp; 经营性利润 (经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-资产减值损失, 体现经营性盈利能力) 同比下滑13.1%, 若剔除永辉和人人乐, 则经营性利润同比增长37.2%。分季度看, 4Q18和1Q19商超行业的归母净利润增速分别为76%和36%; 经营性利润增速分别为-106%和40.3%, 主要系永辉剥离云创和云商后盈利能力改善, 若剔除永辉和人人乐, 则经营性利润增速分别为44.4%和18.2%, 行业整体盈利能力向好。

图 17: 超市行业的收入增速变化情况



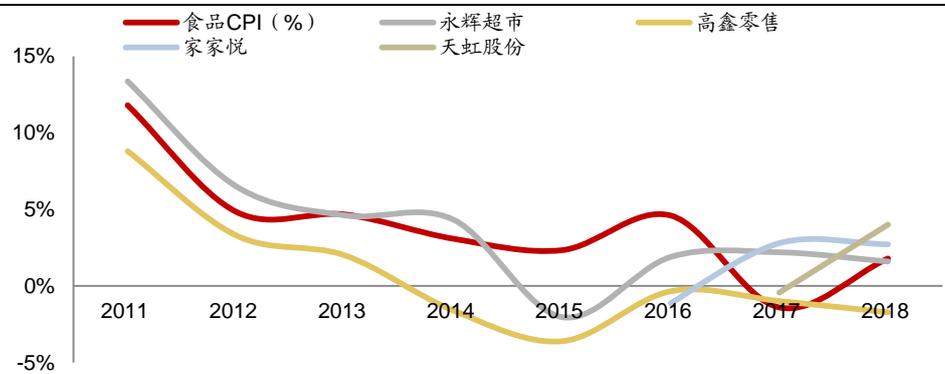
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 分季度超市行业的收入增速变化情况



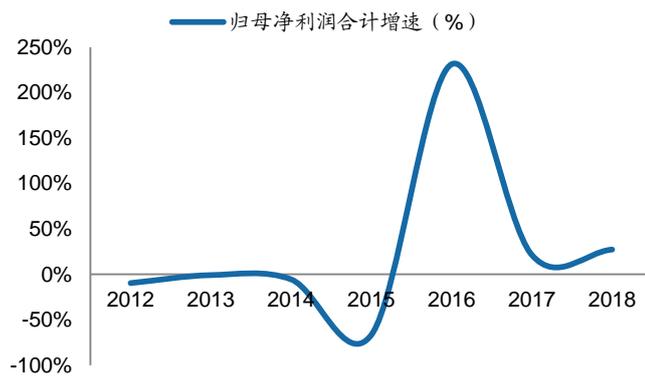
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 食品CPI与商超公司同店增长的趋势相同



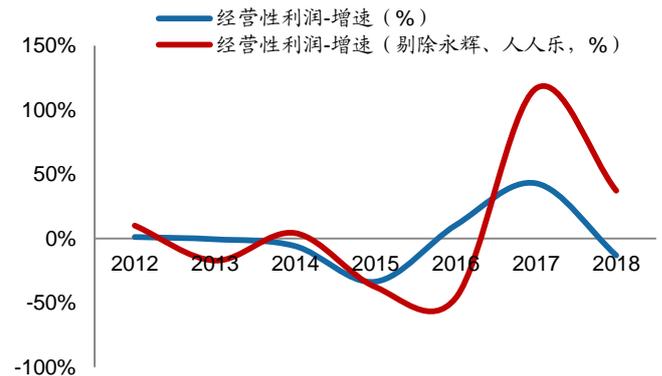
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 20: 超市行业的归母净利润增速变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 21: 超市行业的经营性利润增速变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-研发费用-资产减值损失)

## 2、毛利率保持上升趋势, 龙头公司新业态探索拖累板块盈利能力

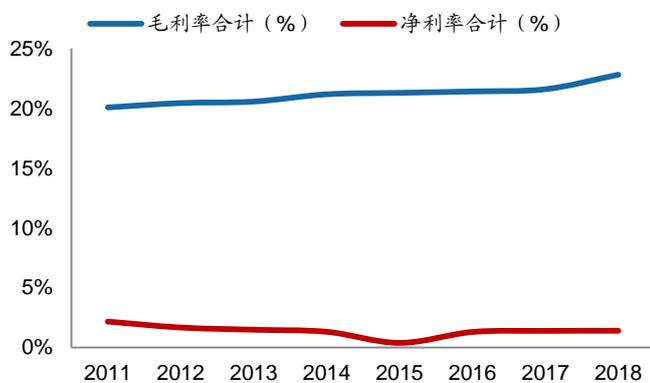
样本商超公司2018年综合毛利率为22.8%, 同比提升1.2pp, 延续上升趋势且提升幅度为2010年以来最大, 各公司的毛利率均有不同幅度的提升, 主要系产品结构优化、自有品牌占比提升所致。从品类结构看, 各家商超均强化生鲜运营, 生

鲜品类毛利率均有所提升，永辉、三江购物、家家悦的生鲜毛利率分别提升1.32pp、0.6pp、0.45pp。

从费用端看，商超板块的期间费用率为21.2%，同比提升1.6pp。拆分来看，人工费用率有所提升，租金费用率保持稳定。2018年人工费用率为8.96%，同比提升0.5pp，自2013年以来持续提升，收入端增长乏力的公司将越来越感受到人工成本上升的压力；租金费用率为3.85%，与2017年持平，我们判断线下物业成本已处于可控状态，租金费用率的提升速度将慢于人工费用率。

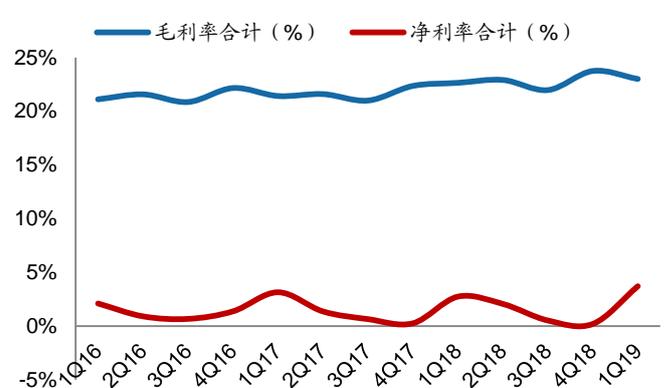
龙头公司的新业态探索拖累板块盈利能力。从净利率角度看，2018年商超板块的净利率为1.4%，同比持平。从经营性利润率角度看，2018年商超板块的利润率为1.5%，同比下降0.5pp，主要永辉超市进行新业态探索带来亏损所致。2018年商超板块的ROE/扣非ROE分别为4.4%和1.8%，即便在永辉利润大幅下降的背景下仍然处于上升态势。

图 22: 超市行业的毛利率和净利率情况



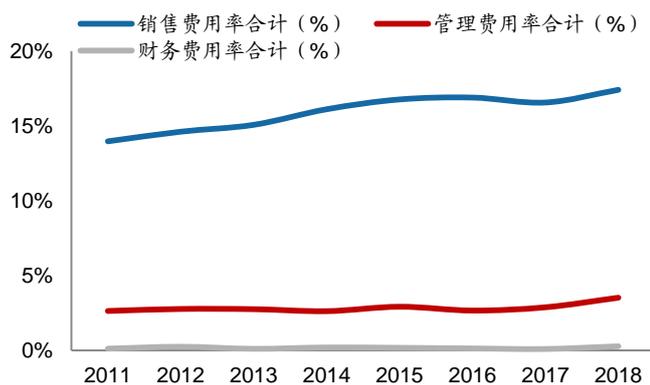
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 23: 分季度超市行业的毛利率和净利率情况



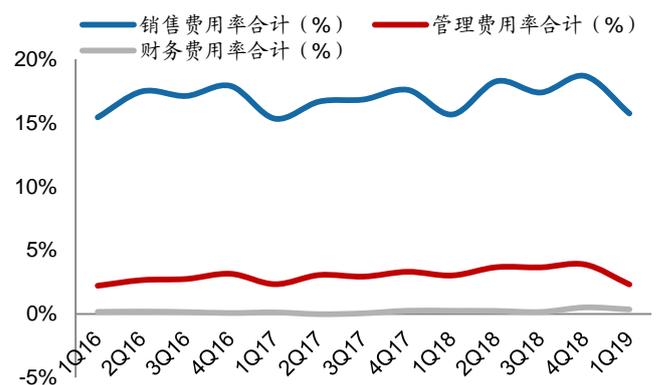
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 24: 超市行业的三项费用率变化情况



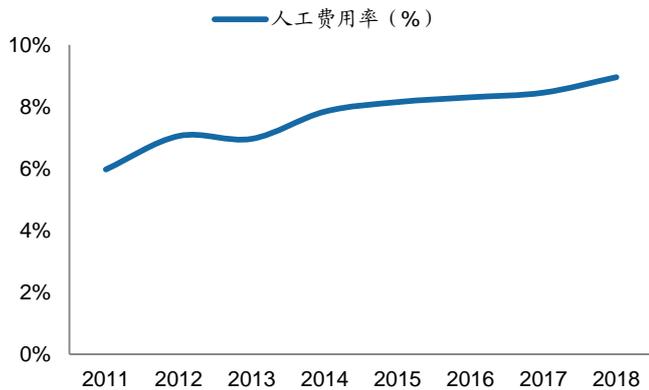
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 25: 分季度超市行业的三项费用率变化情况



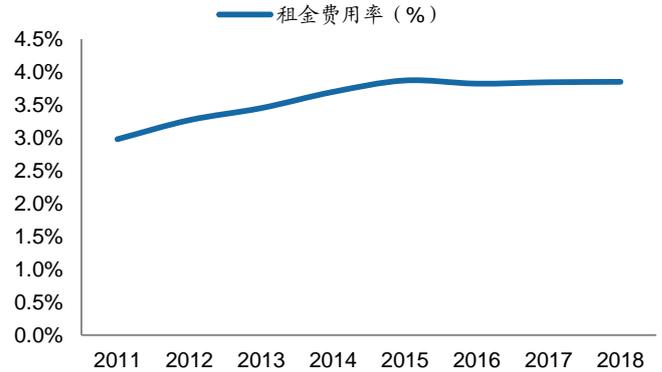
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26: 超市行业的人工费用率变化情况



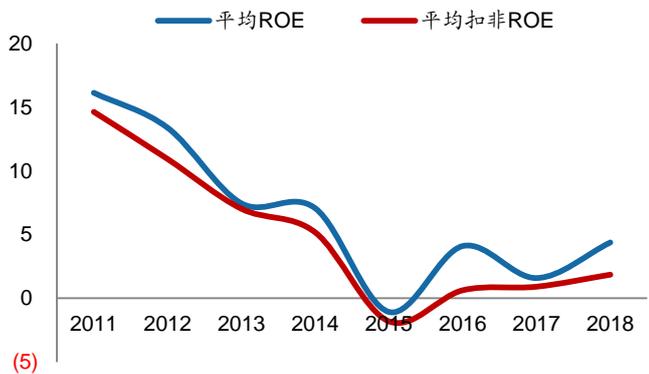
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 超市行业的租金费用率变化情况



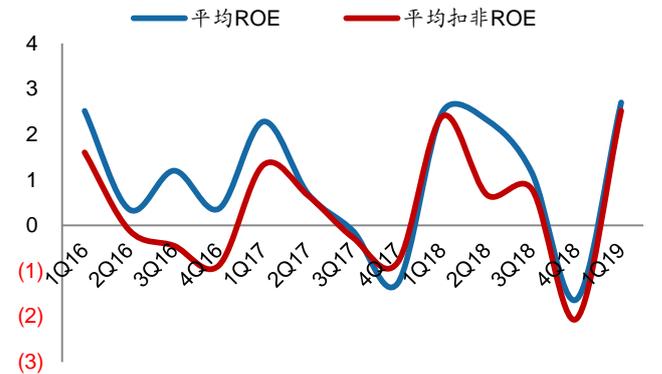
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 商超板块ROE及扣非ROE变化 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 商超行业季度ROE及扣非ROE变化 (%)

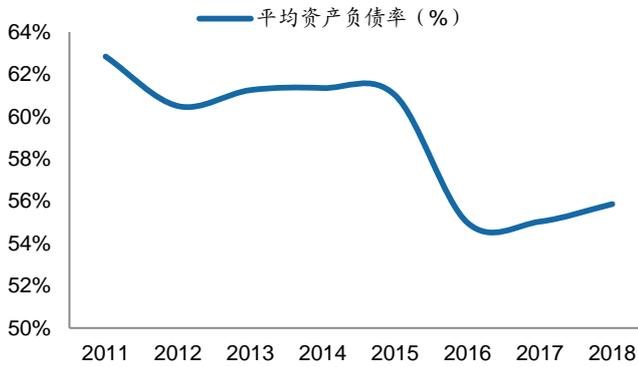


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 3、周转效率提升, 扩张加速预计带来资产负债率上升

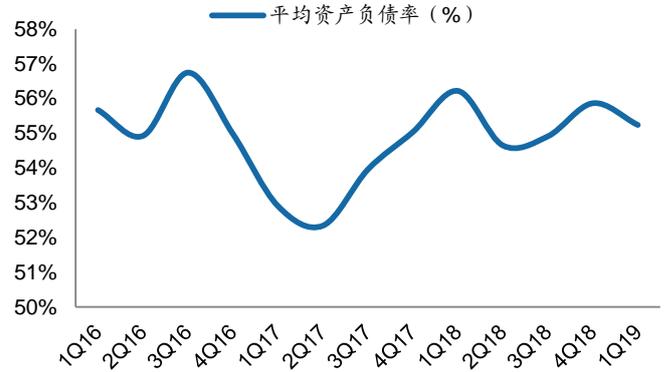
从资产周转看, 2018年存货周转天数为52.4天, 同比减少2.4天; 应付账款周转天数为70天, 增加0.7天。2018年末商超板块的整体资产负债率为55.9%, 同比提升0.9pp, 仍处于历史较低水平, 我们预计随着龙头公司加速扩张步伐, 收购兼并持续涌现, 行业资产负债率水平或将提升。

图 30: 超市行业的平均资产负债率变化情况



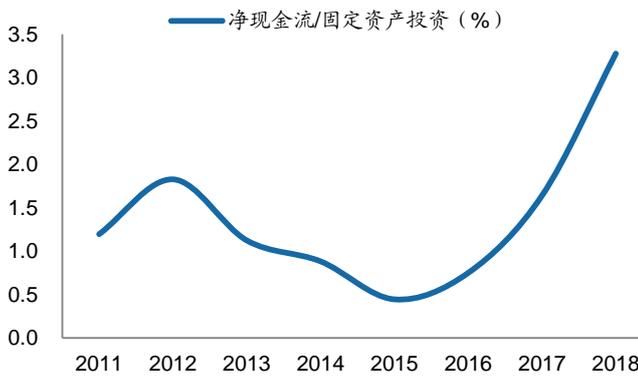
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 分季度超市行业的平均资产负债率变化情况



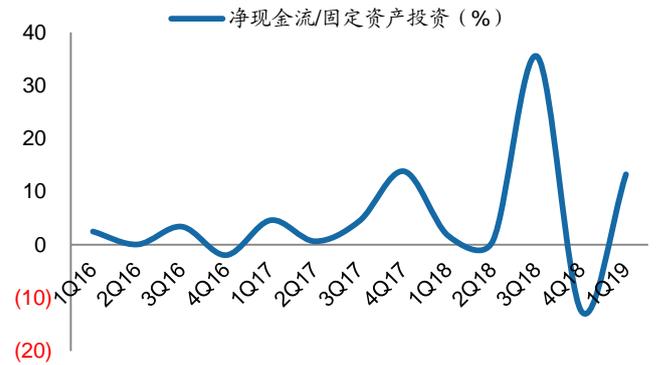
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 超市行业的整体净现金流覆盖投资支出



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 33: 分季度超市行业的净现金流有季度波动



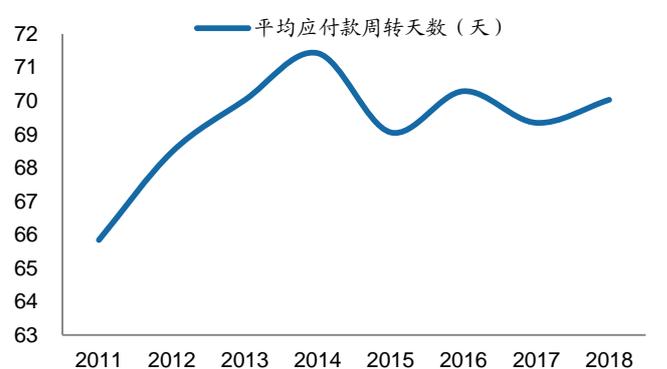
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 34: 超市行业的库存周转天数变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 超市行业的应付款周转天数变化情况

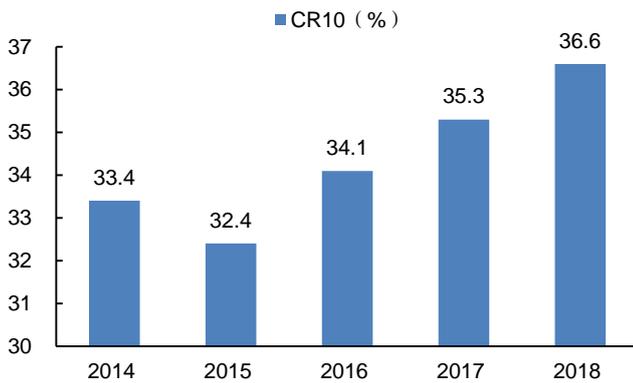


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### 4、龙头公司加速扩张，行业整合兼并持续涌现

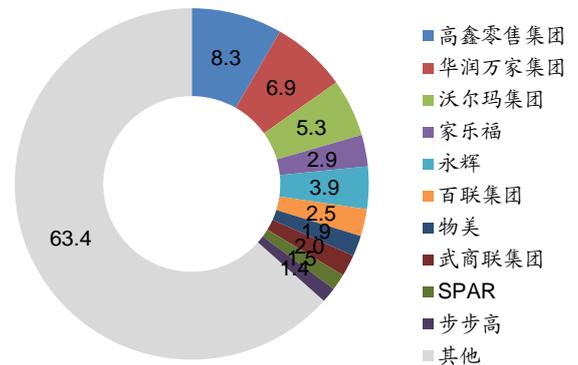
商超行业正处于整合兼并的浪潮中，龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度逐步提升。据 Kantar Retail 数据显示，2018 年我国商超行业 CR10 达 36.6%，同比提升 1.3pp。不同于百货，超市以轻资产模式扩张，盈利的本质来自于供应链效率而非自持物业红利，因此整合力度更大速度也更快。持续的领跑带来分化的加剧，是超市龙头公司享受估值溢价的基础。伴随着整合兼并的加速，我们预计龙头公司资产负债率及杠杆水平有望提升，推动 ROE 水平的提升。

图 36: 我国商超行业集中度持续提升



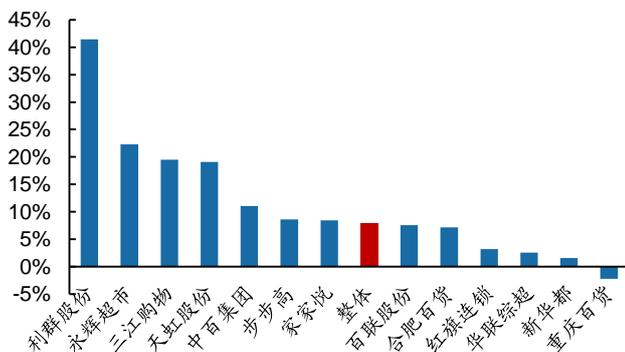
数据来源: Kantar Retail, 广发证券发展研究中心

图 37: 2018年我国商超行业市占率分布情况



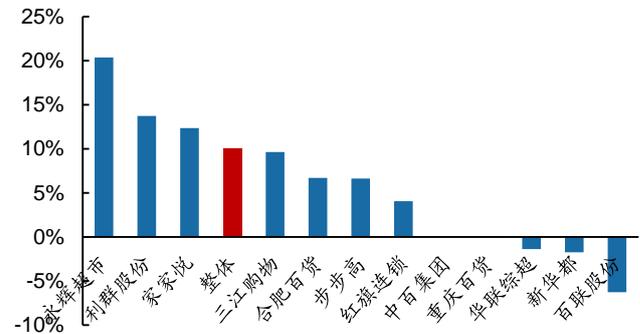
数据来源: Kantar Retail, 广发证券发展研究中心

图 38: 2018年各超市公司的门店增速情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 39: 2018年各超市公司的收入增速情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 黄金珠宝: 行业分化, 龙头领先

我们选取了老凤祥、周大生、豫园股份(珠宝业务)、菜绅通灵、明牌珠宝、萃华珠宝等7家公司作为样本, 并对老凤祥、周大生等龙头公司进行重点分析。可以发现, 无论是成长性还是报表质量, 龙头公司均显著优于同行。

#### 1、1Q19 终端开始回暖, 龙头扩张领先

珠宝公司营收端基本验证了行业整体趋势: 13年以前高速增长, 14-16年由于

抢金潮透支和经济下行进入调整期，17年进入复苏周期，18年下半年年以来景气度有所下降。2018年7家公司营收增速为10.6%，增速同比降低2.84pp；但较14-16年仍处于较高水平。1Q19基本延续了增速放缓的趋势，营收同比增长6.55%。但考虑到批发模式下公司端收入滞后终端1-2个月，1Q19终端回暖仍未在上市公司报表体现（港股公司同店数据已有所体现）。

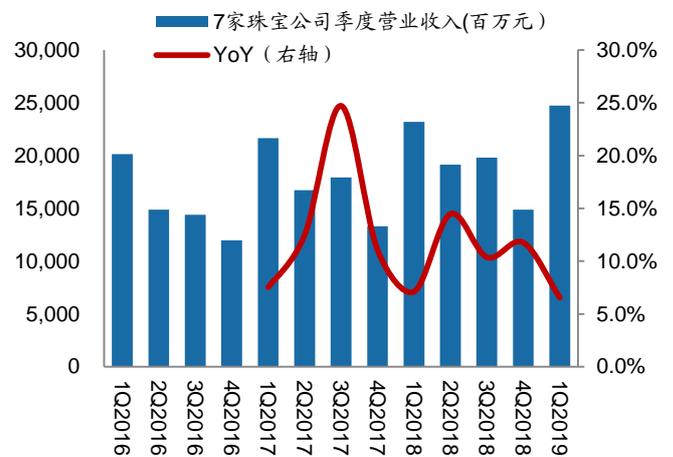
**行业分化显著，龙头公司增速领先。**周大生是最具成长性的珠宝品牌，2018年营收增长达28%，主要得益于门店快速扩张，以及享受低线城市和钻石镶嵌红利。老凤祥珠宝主业势头良好，2018与1Q19收入增长14.2%和15.7%。豫园股份进行老庙和亚一的品牌重塑，2018年珠宝业务收入增长14.7%。莱绅通灵则由于品牌定位与内部管理问题18年收入下滑15.3%。

图 40: 珠宝公司营业收入及YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 41: 珠宝公司季度营收及YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

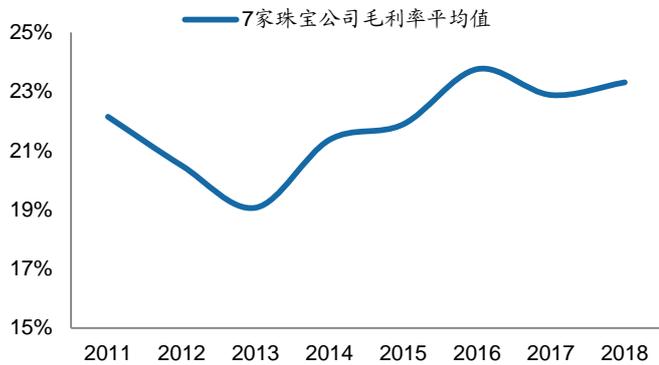
## 2、产品结构调整有望推动毛利率持续提升

从毛利率环比变化趋势来看，2018年7家珠宝公司毛利率同比提升0.43pp至23.31%。珠宝公司毛利率变化主要与原材料价格波动和产品结构有关，前者造成短期较大波动，后者则是长期逐步趋势。原材料价格波动较难预测且呈现为短期影响，我们更关注产品结构、产品升级和定价策略造成的毛利率变化。周大生2018年素金与镶嵌毛利率分别同比提升2.76pp/1.13pp，很大程度上受益于公司情景风格系列产品的推陈出新。

2018年7家珠宝公司平均销售+管理费用率同比提升1.08pp至14.61%，主要由于莱绅通灵同比大幅提升6.29pp（收入下滑而费用端未缩减）。国内珠宝公司多数以加盟模式为主，销售管理费用主要是总部层面的投入，以员工薪酬为主，广宣费其次（大部分由经销商在各自区域内自行投入），因此经营杠杆显著。另外，多家公司采取激励机制，如周大生的限制性股票激励、老凤祥职业经理人制度，将一定程度增加管理费用，但也将帮助公司释放管理红利。

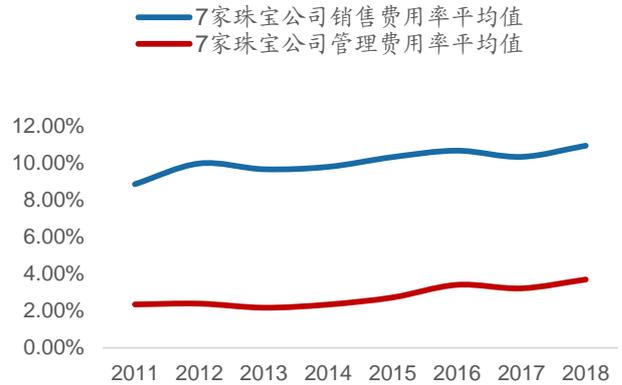
剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2018年6家珠宝公司平均净利率同比下降1.74pp至6.37%。龙头公司盈利能力基本稳定，周大生净利率同比提升0.99pp，老凤祥净利率同比下降0.12pp。

图 42: 珠宝公司毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 43: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 3、营运能力和资产结构

剔除豫园股份(2018年新增地产业务), 2018年6家珠宝公司平均存货周转天数同比提升27天至296天, 但仍主要受莱绅通灵经营恶化拖累(同比大幅提升146天至709天)。周大生和老凤祥存货周转天数基本持平, 2018年分别为72天和263天。1Q19老凤祥与周大生均表现为存货增加, 经营性现金流为负, 主要由于增值税下调前原材料采购增加。

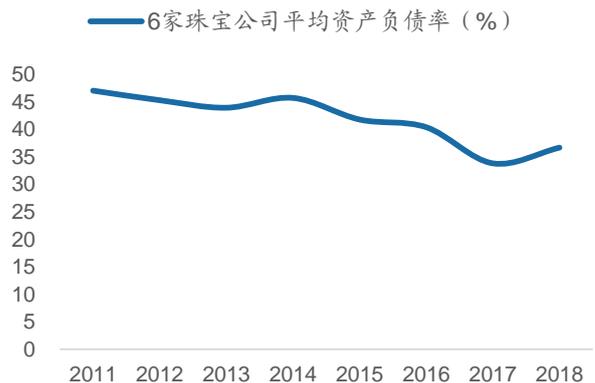
从资产负债状况来看, 6家珠宝公司2018年平均资产负债率为36.7%, 同比提升2.9个百分点; 平均计息负债率为23.85%, 同比提升3.47%。6家珠宝公司平均ROE(平均) 同比下降3pp至9.81%, 莱绅通灵、萃华珠宝均有明显下降。周大生和老凤祥ROE(平均) 分别为22.02%和20.42%, 维持高位。

图 44: 珠宝公司存货周转天数



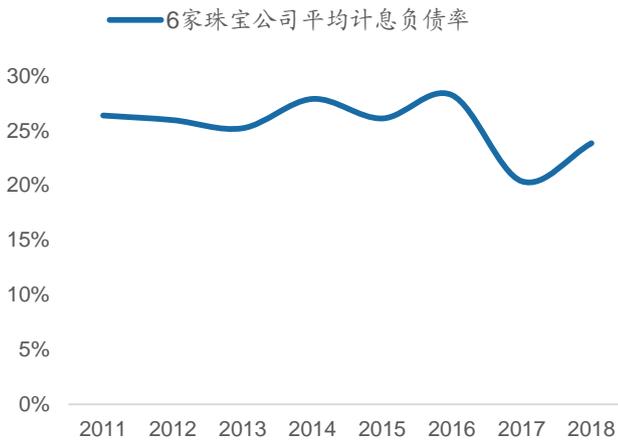
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 45: 珠宝公司平均资产负债率



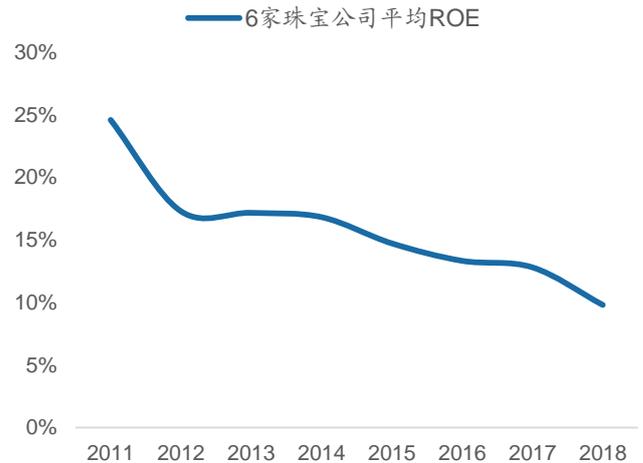
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 46: 珠宝公司平均计息负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 47: 珠宝公司平均ROE



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### 4、结论: 关注龙头公司结构性机会

根据Bloomberg数据, 未来5年我国珠宝行业规模增速在5%-8%之间, 行业高速增长难再现, 但2018年是龙头公司加速扩张体现最为明显的一年, 行业集中度提升的逻辑正在被逐步验证。

除了享受渠道红利外, 在2018的年报中我们发现龙头公司已经在积极的释放管理和产品红利。周大生在2018年报中提到2019年的展望, 直指运营体系的建设 and 产品研发的加强, 包括广告营销的投入增加、建立产品研发中心、自营加盟信息化打通共享库存、门店形象全面升级等。老凤祥2018年年报中提到积极推进股权和激励机制改革, 2018年做出的改革包括: 引入央企国新作为战略投资者, 实施子公司西泠印社股权结构调整, 推进混合所有制单体、骨干持股、收入分配与业绩挂钩等激励机制改革。年报展望中提出2019年将继续推进股权结构调整, 重塑激励机制, 另一方面将选择3-5家试点子公司推行职业经理人制度; 并提出19年非素产品增幅力争不低于10%、推进信息资源平台建设、运用老凤祥大数据资源等经营战略。这些举措将强化龙头公司的品牌、产品、管理优势, 延续扩张红利周期, 并助力由渠道红利向管理和产品红利过渡。

我们对于2019年行业景气程度的判断仍主要基于宏观经济形势。如果经济顺利由“衰退后期”向“复苏前期”过渡, 我们预计今年珠宝行业将呈现逐步回暖趋势, 而更多的投资机会仍然来自于龙头公司的结构性机会。

#### 风险提示

经济复苏的节奏低于预期;

人工租金成本持续上涨, 带来运营成本提升的压力;

互联网巨头持续加码线下, 行业竞争不断加剧。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。