

## 维持推荐超配零售行业

### 核心看点：

#### 1. 清明五一消费增长企稳向好，超市和购物中心发展符合预期

2019年3月全年社会消费品零售总额为9.78万亿元，实现累计增长8.3%，行业整体处于弱复苏阶段；清明与五一小长假监测重点城市零售销售额增速有企稳向好的迹象。必选消费方面，食品对CPI同比贡献维稳，将继续利好超市同店，2019Q1营收同比增长2.3%。可选消费方面，体验式购物中心享受客流与销售额的高速增长；2019Q1百货业态营收同比下滑-7.55%，连锁行业营收增长2.43%，二者均呈现减速放缓态势。

#### 2. 零售行业指数上涨，行业整体估值指标处于较低的历史百分位点

4月份商贸零售指数下滑1.60%，跑输上证综指(-0.40%)，跑赢深证成指(-2.35%)。新零售指数下降2.21%，表现弱于商贸零售指数。商贸零售各子行业中，超市板块领涨。关注核心组合本月上涨2.26%，年初至今累计上升30.28%。CS商贸零售行业PB、PS、PE估值指标均处于较低的历史百分位点，分别为4.50%/42.50%/23.50%。

#### 3. 五月投资建议：维持建议全渠道配置

二季度节假日较多，除去已经过去的清明、五一小长假，六月初将

## 零售行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

**李昂**

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

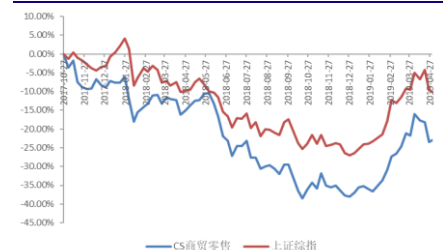
特此鸣谢：

甄唯萱

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

### 行业数据

时间 2019.5.8



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 相关研究

《行业月报\_4月维持推荐全渠道配置  
20180408》

《行业月报\_3月维持建议主线与主题双线配置  
20180228》

《行业月报\_2月建议主题与主线双线配置  
20180131》

迎来端午假期，居民外出“假日消费”的时间对应增长；此外母亲节等节日也会对周末的线下消费产生积极影响。主线投资方面，维持前期

( Omni-channel ) 全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持超市和购物中心。公司方面维持周报和月报的推荐组合：家家悦 ( 603708.SH )，天虹股份 ( 002419.SZ )，周大生 ( 002867.SZ )，苏宁易购 ( 002024.SZ )，建议关注永辉超市 ( 601933.SH )。全渠道配置层面，实体零售渠道和线上零售渠道的无缝衔接符合消费者对于购物体验的升级需求，利于帮助零售企业和消费者打通时间和空间的限制，丰富现有的消费场景；推荐组合中重点关注天虹股份和苏宁易购。

表：核心组合 4 月表现

股票代码	股票简称	权重	月涨跌幅 (%)	累计涨幅 (年初至今, %)	绝对收益率 (入选至今, %)	相对收益率 (入选至今, %)
603708.SH	家家悦	25%	9.22	33.90	20.41	17.34
002419.SZ	天虹股份	25%	0.58	33.86	39.18	32.77
002867.SZ	周大生	25%	-1.31	25.26	1.50	-0.31
002024.SZ	苏宁易购	25%	0.56	28.12	20.46	36.72

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 4. 风险提示

中美贸易战升级的风险，消费者信心不足；行业竞争加剧。

## 目 录

### 一. 行业情况

- (一) 行业总体情况：一季度社消增长 8.7%，清明五一消费增长企稳向好 ..... 4
- (二) 必选消费：3 月 CPI 同比上涨 2.3%，2019Q1 超市营收同比增长 8.33% 稳定向好 ..... 5
- (三) 可选消费：化妆品品类表现优异增速回暖，体验式购物中心渠道销售额增速提升显著 ..... 8

### 二. 市场行情

- (一) 商贸零售指数单月下滑 1.60%，子行业中超市领涨 ..... 10
- (二) 零售行业估值处于较低的历史百分位水平 ..... 13
- (三) 贸易与超市板块公司涨幅领先，资金主要流入连锁板块企业 ..... 14
- (四) 核心关注组合表现较好 ..... 15

### 三. 四月份核心组合公司经营情况跟踪

- (一) 家家悦 (603708.SH) ..... 16
- (二) 天虹股份 (002419.SZ) ..... 17
- (三) 周大生 (002867.SZ) ..... 17
- (四) 苏宁易购 (002024.SZ) ..... 17

### 四. 五月份配置建议 ..... 18

### 五. 风险提示 ..... 19

### 附录：2019Q1 基金持仓情况

- 1. 零售行业基金持仓及相对行业配置比例 ..... 20
- 2. 零售行业重仓股中公司持仓情况 ..... 20
- 3. 重点关注个股基金重仓股持仓情况 ..... 21

## 一. 行业情况

### (一) 行业总体情况：一季度社消增长 8.7%，清明五一消费增长企稳向好

2019 年一季度社会消费品零售总额为 9.78 万亿元，实现累计增长 8.3%；行业整体处于弱复苏阶段。其中，食品粮油以及日用品等必选品增速分别为 10.6%和 16.1%，实现较高速增长，符合预期，弱周期的优势显现。一季度，全国网上零售额 22378.7 亿元，累计增长 15.3%；其中，实物商品网上零售额为 17772 亿元，增长 21%，占社会消费品零售总额的比重为 18.2%，比上年同期上升 2.1 个百分点。一季度整体增速不及预期依旧受到销售额体量占比较高的汽车类商品同比下跌 3.4%拖累，因此不宜过分悲观。

对于零售企业来说，全年 70 个大中型假期的表现将很大程度上决定全年的增量空间。4 月到 5 月初期经历清明和五一两段小长假，从当前两段假期的消费走势情况来看，零售市场增速有企稳向好的迹象，“小长假”的消费结构近年来逐渐明朗，新兴大众消费（旅游、电影等）市场正在崛起，传统大众消费（商超、百货购物中心等）增长仍抗压。下个月的端午小长假将再次丰富消费市场结构表现，我们有理由相信社消增速的惯性滑落区域将在二季度有所好转。

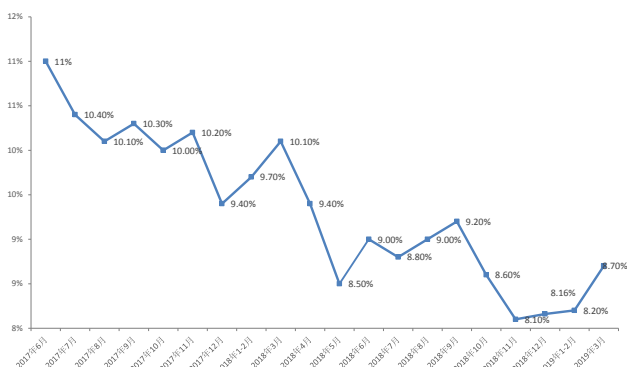
表 1：2019 年 3 月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	3 月		1-3 月	
	绝对量 (亿元)	累计增长 (%)	绝对量 (亿元)	累计增长 (%)

<b>社会消费品零售总额</b>	31725.7	8.7	97789.7	8.3
其中：限额以上单位消费品零售额	11952.5	5.1	35078.2	4.1
其中：实物商品网上零售额	-	-	17772	21
<b>按经营地分</b>				
城镇	27191.8	8.5	83401.7	8.2
乡村	4533.9	9.4	14388	9.2
<b>按消费类型分</b>				
餐饮收入	3393	9.5	10644.1	9.6
其中：限额以上单位餐饮收入	725.8	7.5	2225.8	7.9
商品零售	28332.8	8.6	87145.7	·
其中：限额以上单位商品零售	11226.8	5	32852.4	3.8
粮油、食品类	1080.9	11.8	3627.7	10.6
饮料类	156.5	12.1	482.1	9.3
烟酒类	287.4	9.5	1061	5.9
服装鞋帽、针纺织品类	1081.2	6.6	3422.6	3.3
化妆品类	280.8	14.4	752.9	10.9
金银珠宝类	218.2	-1.2	724.8	2.6
日用品类	470.8	16.6	1410.2	16.1
家用电器和音像器材类	820.5	15.2	2028.4	7.8
文化办公用品类	249.4	-4	692.1	3.8
家具类	158	12.8	414.3	5
通讯器材类	364.8	13.8	1092.8	10
汽车类	3179.2	-4.4	9160	-3.4

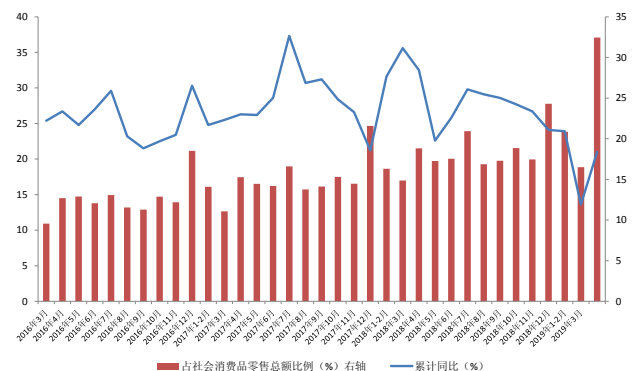
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 1：社会消费品零售总额分月同比增长



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 2：网上实物零售额增速及占社会消费品零售总额比重



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

## (二) 必选消费：3月CPI同比上涨2.3%，2019Q1超市营收同

## 比增长 8.33%稳定向好

3月CPI环比下降0.4%，同比增幅为2.3%。其中，食品价格由上月上涨3.2%转为下降0.9%，影响CPI下降约0.19个百分点；非食品价格由上月上涨0.4%转为下降0.2%，影响CPI下降约0.18个百分点。在食品中，部分鲜活食品价格节后回落。鸡蛋、水产品和鲜菜价格分别下降6.0%、3.6%和2.6%，牛肉、羊肉和鸡肉价格分别下降1.8%、1.7%和1.6%，上述六项合计影响CPI下降约0.21个百分点；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0.03个百分点。在非食品中，出行人数减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降15.9%、11.1%和1.5%，合计影响CPI下降约0.25个百分点；务工人员返城，劳动力增加，车辆修理与保养、家政服务和理发价格分别下降5.3%、4.1%和3.9%；服装换季，价格上涨0.6%。

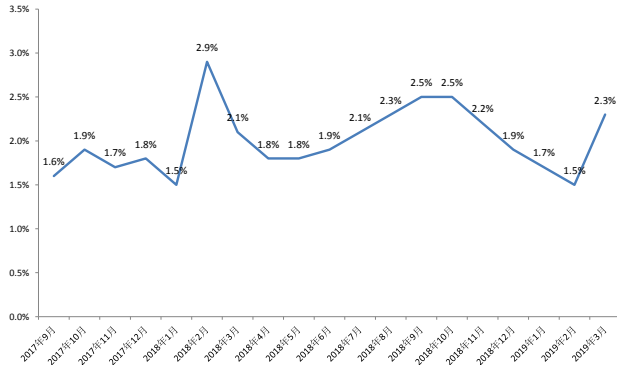
从渠道来看，超市表现较好，2019Q1营业收入当季同比增长8.33%，较去年水平出现回暖趋势。2018年全年便利店企业发展指数为65.0，营商环境指数54.0，市场竞争指数80.6，人才储备指数54.4，均高于荣枯线50.0；2018年下半年开始受到无人店推行不达预期等业内因素、以及P2P暴雷等场外因素的拖累，行业景气指数有所下滑。中国便利店头部企业以及区域龙头便利店企业仍然保持着较为稳健的发展速度。从企业的门店指数情况来看，2018年门店销售、竞争环境、客单价、客流量以及配送指数均高于荣枯线，主要是店租、用工费用和门店招工三个方面为企业的门店经营带来压力；这与行业整体的发展预期情况相符，作为劳动密集型行业，便利店的用工问题持续引发担忧，一方面招工难、可用人才少，缺乏足够的员工支持门店的快速扩张与经营；另一方面用工成本走高，增大了便利店的销售成本和管理成本，对企业的盈利能力造成压力。

**表 2：2019 年 3 月份居民消费价格指数 (CPI) 主要数据**

	环比涨跌幅	同比涨跌幅	3 月同比涨跌幅
<b>居民消费价格</b>	-0.4	2.3	1.8
其中：城市	-0.4	2.3	1.9
农村	-0.3	2.3	1.8
其中：食品	-0.9	4.1	2.2
非食品	-0.2	1.8	1.7
其中：消费品	-0.1	2.4	1.6
服务	-0.8	2.0	2.2
其中：不包括食品和能源	-0.3	1.8	1.9
其中：不包括鲜菜和鲜果	-0.3	1.8	1.6
<b>按类别划分</b>			
<b>一、食品烟酒</b>	-0.6	3.5	2.2
粮 食	0.0	0.4	0.5
食 用 油	0.0	-0.4	-0.3
鲜 菜	-2.6	16.2	6.9
畜 肉 类	-0.1	4.7	1.3
其中：猪 肉	1.2	5.1	-1.2
牛 肉	-1.8	6.6	7.2
羊 肉	-1.7	9.7	11.0
水 产 品	-3.6	-3.0	-1.5
蛋 类	-5.1	-1.9	-2.1
奶 类	0.0	2.3	2.6
鲜 果	0.3	7.7	6.1
烟 草	0.0	0.4	0.4
酒 类	0.7	1.9	1.8
<b>二、衣着</b>	0.6	2.0	1.8
服 装	0.6	2.2	2.0
衣着加工服务费	-0.1	4.3	4.3
鞋 类	0.6	1.3	1.2
<b>三、居住</b>	0.1	2.1	2.1
租赁房房租	0.3	2.4	2.5
水电燃料	-0.2	1.4	1.3
<b>四、生活用品及服务</b>	-0.3	1.2	1.3
家用器具	-0.2	-0.1	0.0
家庭服务	-2.6	5.0	5.8

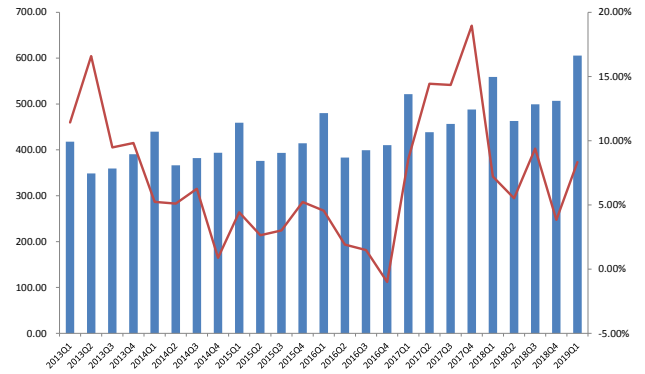
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 3：居民消费价格指数（CPI）当月同比



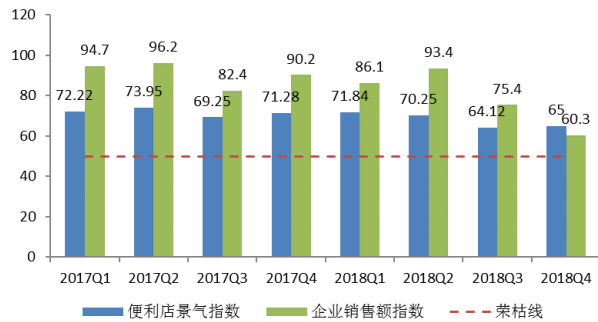
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 4：超市营业收入（亿元）及当季同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：便利店景气指数与便利店企业销售额指数



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

### （三）可选消费：化妆品品类表现优异增速回暖，体验式购物中心渠道销售额增速提升显著

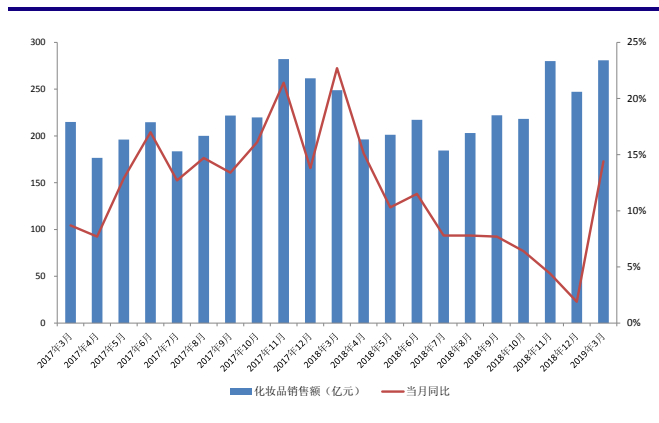
从产品品类来看，化妆品 3 月销售额累计增速 14.4%，自 2018 年 3 月开始化妆品同比增速持续下滑，本期出现拐点开始回暖，增速环比大幅提升 5.5 个百分点。黄金珠宝 3 月销售额同比下滑 1.2%，较去年同期下降 21.6 个百分点；服装鞋帽 4 月累计零售额增速 6.3%，较去年同期大幅下滑 9.5 个百分点。

从渠道来看，截止 2018Q3 购物中心综合指数为 67.1，环比上升 1.0，且高出荣枯线 17.1，



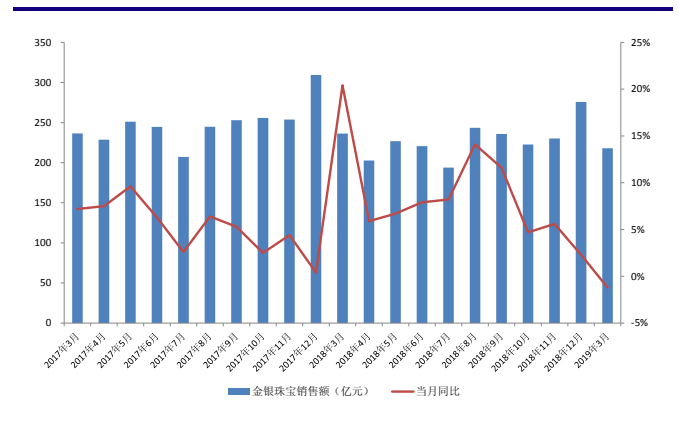
且高于去年同期指数 0.3，排除季节性波动因素，整体市场保持健康向上的态势；小长假期间购物中心业态表现向好，清明小长假期间北京市东单、西单两大商圈客流量增速分别达到 13.8%和 25.1%；南京市监测的 15 家城市综合体或购物中心总销售额同比增长 15.87%；五一期间北京市王府井、三里屯、西单三大商圈客流量分别增长 41.7%、38.5%、36.5%；上海市消费金额排名前三的市级核心商圈南京西路、南京东路和陆家嘴销售额较去年同期增长 15.7%。购物中心、奥特莱斯、升级改善后的百货商场等业态一方面可以满足消费者的硬性消费需求；同时匹配带来电影餐饮、亲子娱乐等体验消费服务将拉长消费者驻店时间，创造并获得更多现金转化的机会，驱动客流与销售额的长期超均速增长。百货业态 2019Q1 总体营业收入收窄至 897.11 亿元，当季同比由 2018Q4 的 1.03%下降至-7.55%。连锁行业营收增速自 2017 年年末便呈现出下滑趋势，2019Q1 营收增速滑落至 2.43%。

图 6：化妆品销售额（亿元）及当月同比（%）



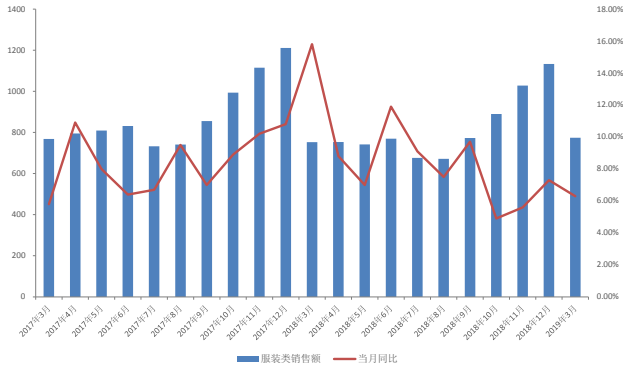
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：金银珠宝销售额（亿元）及当月同比（%）



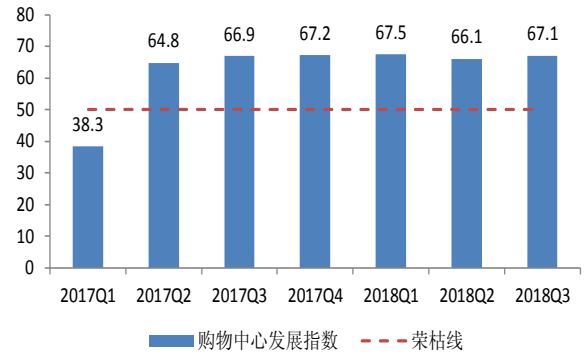
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：服装销售额（亿元）及当月同比（%）



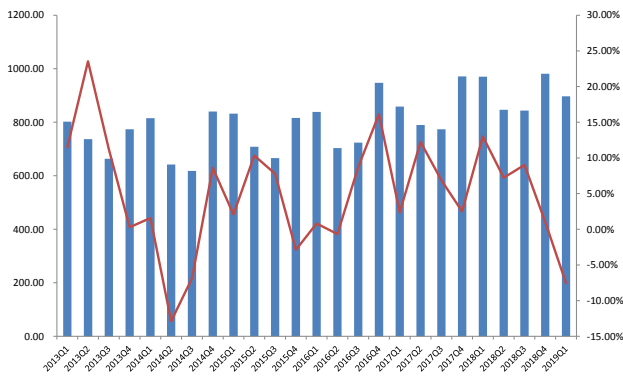
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：购物中心发展指数



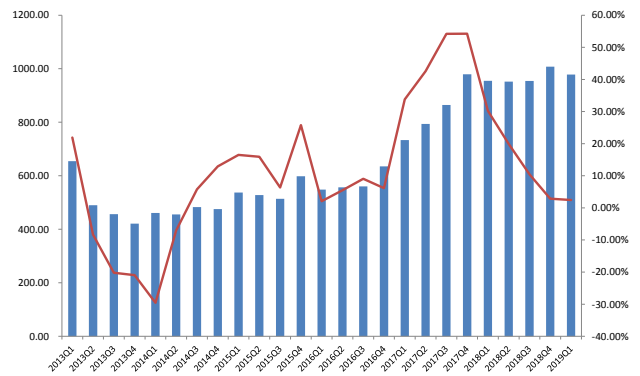
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：百货营业收入（亿元）及当季同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：连锁店营业收入（亿元）及当季同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二. 市场行情

### （一）商贸零售指数单月下滑 1.60%，子行业中超市领涨

4 月份商贸零售指数下滑 1.60%，跑输上证综指（-0.40%），跑赢深证成指（-2.35%）。

新零售指数下降 2.21%，表现弱于商贸零售指数。商贸零售各子行业中，超市板块（7.36%）

领涨，连锁（-1.80%）板块、百货板块（-4.65%）涨幅落后于商贸零售行业整体水平。

超市板块中，3 月底永辉超市（601933.SH，13.08%）公告要约收购中百集团（000759.SZ，

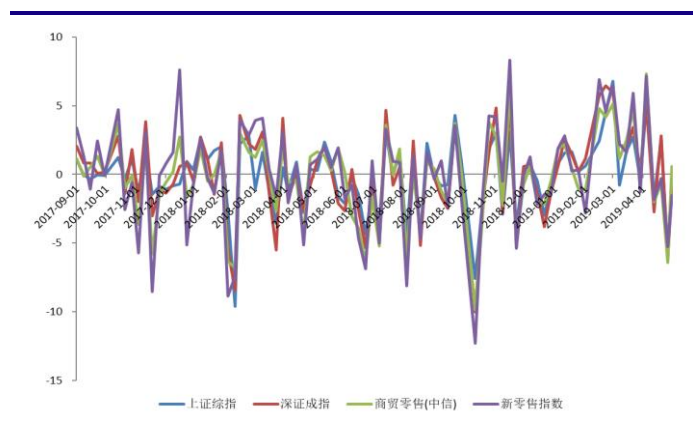
11.31%）部分股权的利好情绪持续释放，两家公司涨幅领跑；市场看好永辉此项收购对于其

未来在全国的战略布局具有重要意义，湖北省是福建、豫皖、江浙沪、川渝的中心交汇点，是充分整合区域性的网络商业发展战略的体现，同时中百现有的供应链和物流网点将使得永辉在全国的供应链体系进一步得到强化。此外，26号永辉超市发布公司2018年年报与2019Q1财报，2019Q1公司实现营业总收入222.36亿元，同比增加18.48%；实现归属净利润11.24亿元，同比大幅上涨50.28%；归属扣非净利润10.00亿元，同比增加34.11%；规模与业绩增长超预期。我们认为公司扩大线下门店规模的同时，不断进行业态升级，新开门店数量显著提升；云创出表后，公司聚焦云超主业，协调发展彩食鲜供应链，未来看好其业绩持续增长空间。家家悦（603708.SH，9.22%）本月公布的一季度业绩表现略超预期，2019Q1公司实现营业收入38.05亿元，同比增长16.68%；实现归属于上市公司股东的净利润1.41亿元，同比增长16.06%；实现归属扣非净利润1.32亿元，较上年同期增长14.14%。我们结合公司2019年展店计划（新增门店100家）、启动实施SAP系统项目的上线打造线上线下一体化的全渠道模式，以及公司整体供应链平台体系（烟台综合物流工业园、莱芜生鲜加工中心、维客青岛物流中心）加速成型，逐步启动张家口综合产业园项目的规划建设等战略，认为公司在继续在扩大线下实体规模的同时不断深度优化存量，未来增长得到保证。目前食品类零售额的走高验证了我们前期对于“养殖行情向零售终端传导”的逻辑分析，考虑到未来数月猪肉价格有望维持上涨趋势，推升食品类CPI上扬，将持续利好超市同店销售情况。

连锁板块中，苏宁易购（002024.SZ，0.56%）10号已全面接手万达百货运营工作，37家万达百货门店的工商变更也在有序进行收购交割。万达百货主要门店位于一、二线城市的核心区域，目前拥有会员数量约400万人；未来通过打通苏宁6亿会员体以及万达百货会员的权益，为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验，助力全新的百货业态更上一层楼；目前苏宁时尚百货集团布局进展顺利且拓展步伐进一步提速，未来有望成为苏宁经营业态的重要场景补充。此外，苏宁与三星正式签订战略合作目标，2019年手机销售目标增长300%，苏宁将通过专属的货源、政策、人员、形象建设，打造乡镇市场堡垒店，以优势资源助力三星回归中国市场，通过苏宁在国内强大的双线渠道优势，有助于三星产品在中国市场实现高速增长。而苏宁借此则加速线上线下全渠道打通，完善新零售的布局。结合五一期间的苏宁消费数据，线上平台家居建材和家电类商品销量均出现大幅提升，线下小店数量超过5000家，销售环比增长257%，苏宁零售云销售额同比提升524%，公司规模增长强劲。

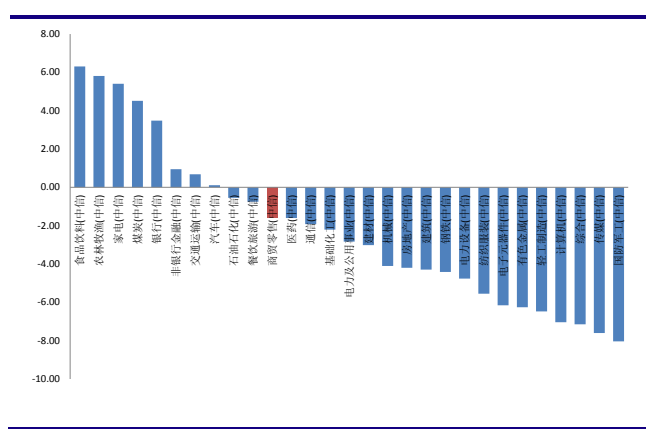
百货板块中天虹股份（002419.SZ, 0.58%）15号正式签约昆山市“新生活商业中心”项目，公司进一步深耕苏州市场。短期公司需要投入资产并落实相关租赁费用的摊销；从长期的角度来看，我们认为，天虹一方面保持稳定的门店扩张，市场影响力与行业地位不断提升；同时公司在数字化+体验式+供应链三大战略保驾护航下，不断坚持零售创新。此次项目定位为“畅享欢乐时光的生活中心”，结合天虹数字化智慧零售服务，给顾客带来了独特的消费新体验，零售创新带来的价值变化体现在客户体验的提升。

图 12：沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅（%）



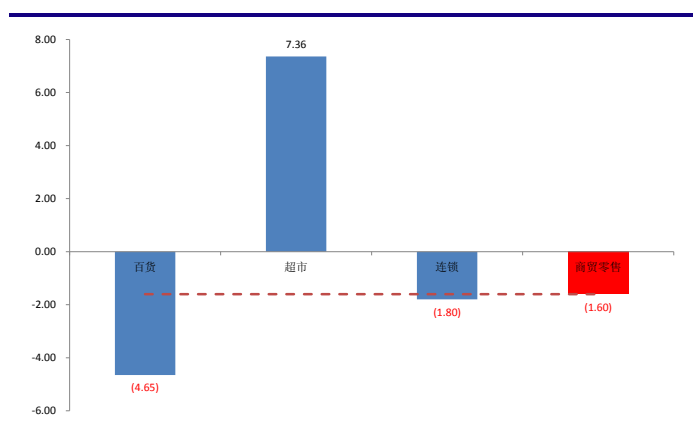
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：A 股市场各行业月涨跌幅（%）



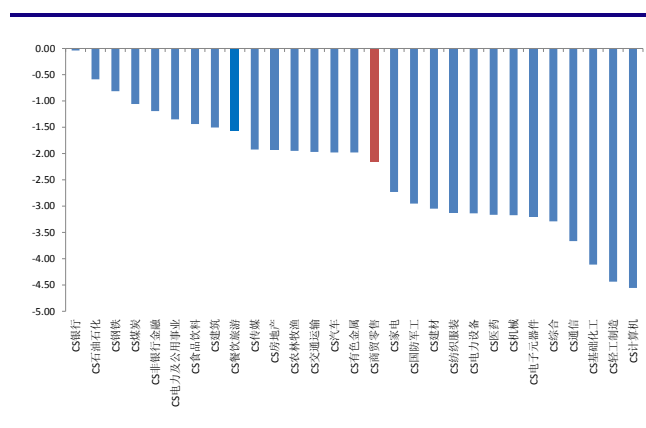
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：商贸零售行业子行业 4 月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 15：4 月各行业资金流向占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 零售行业估值处于较低的历史百分位水平

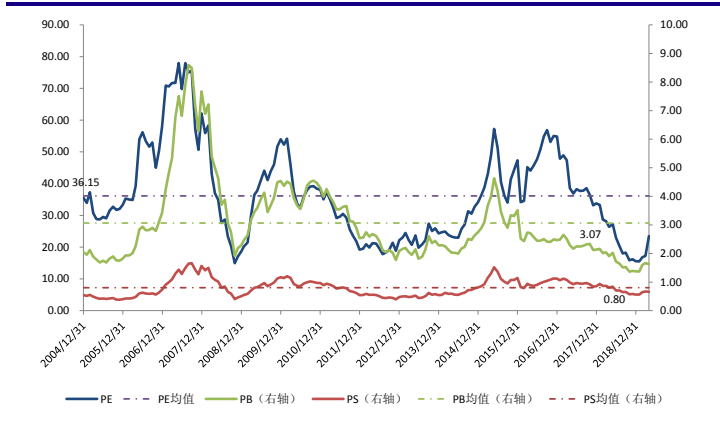
商贸零售行业总体以及 CS 百货、CS 连锁行业表现与其 PS 变化趋势较为契合，但 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平，属于被市场低估的阶段。CS 超市行业表现与 PS、PE 都呈现出一定的契合，PE 和 PB 低于历史平均水平，但 PS 略高于历史均值。

表 3：行业表现和估值指标情况汇总

		指数	PB	PS	PE
CS 商贸零售	2004.12.31 数据	1000.0000	2.0470	0.5440	35.4957
	2019.04.30 数据	4581.0143	1.6277	0.6624	23.4728
	当月数据对应历史百分位	62.60%	4.50%	42.50%	23.50%
	相对涨跌幅	358.10%	-20.48%	21.76%	-33.87%
CS 百货	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7739	0.8368	53.4326
	2019.04.30 数据	3895.8069	1.3859	0.8390	24.2346
	当月数据对应历史百分位	52.80%	4.00%	36.70%	29.80%
	相对涨跌幅	289.58%	-21.87%	0.26%	-54.64%
CS 超市	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7149	0.3466	29.1656
	2019.04.30 数据	4285.9990	2.5051	0.7697	40.5343
	当月数据对应历史百分位	86.20%	48.20%	74.10%	51.70%
	相对涨跌幅	328.60%	46.08%	122.07%	38.98%
CS 连锁	2004.12.31 数据	1000.0000	2.9010	0.6368	56.8370
	2019.04.30 数据	7813.8663	1.5979	0.7299	22.2954
	当月数据对应历史百分位	62.60%	5.10%	38.50%	17.20%
	相对涨跌幅	681.39%	-44.92%	14.62%	-60.77%

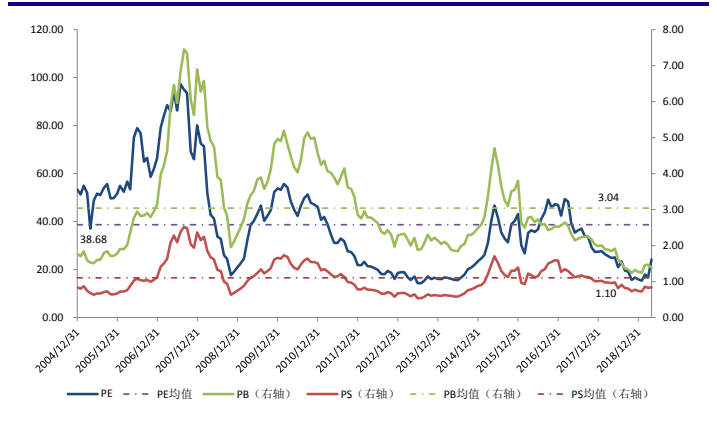
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16：CS 商贸零售行业指数与估值指标



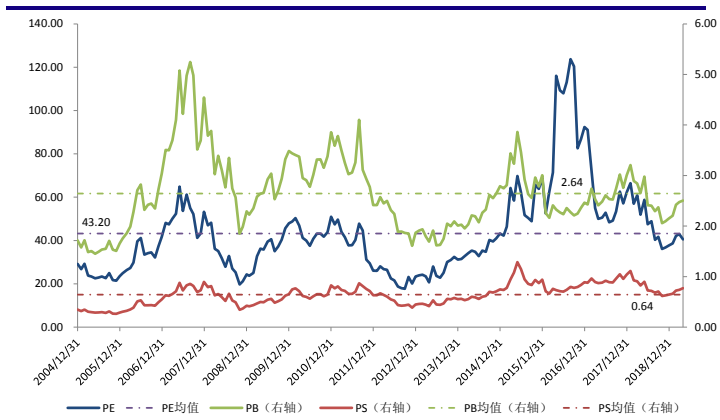
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17：CS 百货行业指数与估值指标



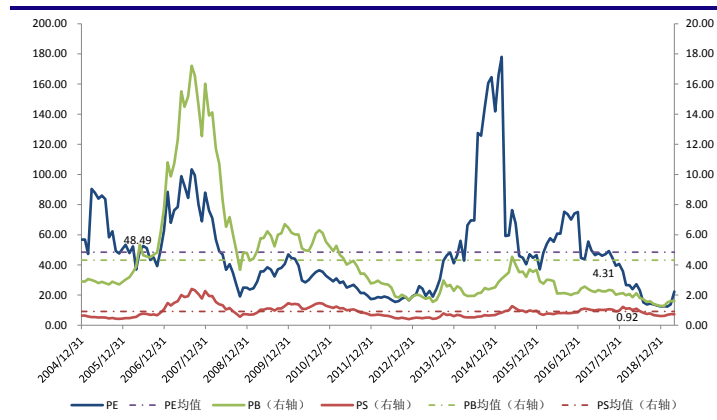
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：CS 超市行业指数与估值指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：CS 连锁行业指数与估值指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### (三) 贸易与超市板块公司涨幅领先，资金主要流入连锁板块企业

红旗连锁 ( 002697.SZ )、南极电商 ( 002127.SZ )、新华都 ( 002264.SZ )、轻纺城 ( 600790.SH )、南宁百货 ( 600712.SH ) 资金持续较高净流入 ( 至少两个月 )；中兴商业 ( 000715.SZ )、中百集团 ( 000759.SZ )、外高桥 ( 600648.SH )、上海物贸 ( 600822.SH ) 持续出现涨幅。

苏宁易购 ( 002024.SZ )、萃华珠宝 ( 002731.SZ )、外高桥 ( 600648.SH )、东方金钰 ( 600086.SH )、浙江东方 ( 600120.SH )、东方集团 ( 600811.SH ) 资金持续较高净流出 ( 至少两个月 ); 飞亚达 A ( 000026.SZ )、金洲慈航 ( 000587.SZ )、武汉中商 ( 000785.SZ )、秋林集团 ( 600891.SH ) 持续较大跌幅。

**表 4 : 4 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名**

证券代码	证券简称	月涨幅 ( % )	证券代码	证券简称	资金净流入 ( 亿元 )
600648.SH	外高桥	26.6704	002697.SZ	红旗连锁	0.8363
000715.SZ	中兴商业	18.7019	000626.SZ	远大控股	0.6156
600712.SH	南宁百货	18.5263	002127.SZ	南极电商	0.5905
600287.SH	江苏舜天	16.9753	600287.SH	江苏舜天	0.5775
601116.SH	三江购物	16.9582	600738.SH	兰州民百	0.5648
600778.SH	*ST 友好	14.3627	002264.SZ	新华都	0.4045
601933.SH	永辉超市	13.0787	600790.SH	轻纺城	0.3315
000626.SZ	远大控股	12.5293	600830.SH	香溢融通	0.2994
600822.SH	上海物贸	11.8812	002419.SZ	天虹股份	0.1805
000759.SZ	中百集团	11.3103	002721.SZ	金一文化	0.1629

资料来源 : Wind , 中国银河证券研究院整理

## ( 四 ) 核心关注组合表现较好

**表 5 : 核心关注组合**

证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今累计涨跌幅 ( % )	月涨跌幅 ( % )	入选时间
603708.SH	家家悦	山东区域超市龙头，自有完善的生产加工产业链和供应链，看好其快速开店扩张能力和持续发力的大卖场、综合超市业务；同时公司开始推进全国性战略布局，进一步完善供应链和物流布局。	33.90	9.22	2018.7.23
002419.SZ	天虹股份	升级商业模式、增强门店体验、优化零售业态，优化业态组合复制提高客流和收益，实现可比店利润的较好增长，亏损店大幅减亏扭亏，新店开店效果提升。全面推进购物中心和独立超市、便利店业务，稳步布	33.86	0.58	2017.10.16

局与数字化改造双管齐下，供应链优化升级，业态创新升级，体验式消费优势逐步显现，业绩增长可期。

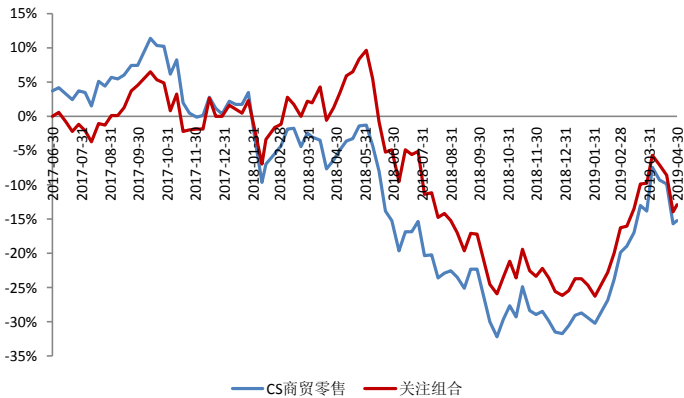
002867.SZ	周大生	加盟模式助力门店数量快速扩张，在珠宝首饰行业集中度提升阶段抢占三四线市场份额，在消费升级的大背景下业绩增长可期。	25.26	-1.31	2018.6.4
-----------	-----	--	-------	-------	----------

线下价值凸显，门店数量与可比门店营收稳步增长；

002024.SZ	苏宁易购	线上高速增长持续，会员数量攀升，零售+物流+金融三线并进，基本面持续改善。	28.12	0.56	2017.6.1
-----------	------	---------------------------------------	-------	------	----------

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20：核心组合累计收益率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 三. 四月份核心组合公司经营情况跟踪

#### (一) 家家悦 (603708.SH)

一季度财报	2019 年第一季度公司实现营业收入 38.05 亿元，同比增长 16.68%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元，同比增长 16.06%；实现归属扣非净利润 1.32 亿元，较上年同期增长 14.14%。经营现金流量净额为 4.06 亿元，较上年同期增长 13.30%。公司报告期内实现总营业收入、净利的稳定双增长。2019 年第一季度公司继续加强线下网络的拓展，新开门店 12 家，其中大卖场 6 家，综合超市 3 家，百货店 1 家，宝宝悦等其他专业店 2 家，报告期内合并日张家口福悦祥连锁超市有限公司纳入合并报表的已开业门店 11 家，报告期末，公司门店总数 752 家。
年报	2018 年公司实现营业收入 127.31 亿元，同比增长 12.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.30 亿元，同比增长 38.35%；实现归属扣非净利润 3.82 亿元，较上年同期增长 26.94%。经营现金流量净额为 6.13 亿元，较上年同期减少 21.45%。2018 年公司新增门店 85 处，其中大卖场 19 家、综合超市 40 家、宝宝悦等专业店 14 家、便利店 12 家。其中威海、烟台地区新开门店 49 家，青岛、济南等山东其他地区新开门店 36 家。积极探索跨省发展，2018 年 11 月与福悦祥合作拓展华北市场，为全国性扩张奠定基础。与第三方



开展线上合作，在 10 多家门店增加线上业务，探索全渠道营销模式，增强了市场服务功能。借鉴升级大卖场、生活超市的成熟经验，推动现有店部升级改造，全年改造门店 100 多处，聚焦商品结构调整，优化门店品类组合，增强店部服务功能，提升门店盈利能力。

## (二) 天虹股份 (002419.SZ)

一季度财报	2019 年一季度公司实现营业收入 51.78 亿元，同比变动-0.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.14 亿元，同比增长 5.25%；实现归属扣非净利润 2.93 亿元，较上年同期增长 7.41%。经营现金流量净额-4.30 亿元，较上年同期变动-3,829.33%。公司报告期内可比店业绩向好，零售业务毛利率稳步提高，存量价值提升。同时，公司不断加快扩张步伐，外延方面门店储备项目充足，报告期内共签约 30 个新项目；在内部运营方面，公司上半年完成员工持股计划，进一步强化教练帮带，重构员工培训体系。
新增门店	公司租赁江苏省昆山市新生活商业中心项目地上一至六层的部分面积，用于开设购物中心。该项目租赁面积约 10.82 万平方米，租赁期限 20 年，交易总金额约 15.74 亿元（含租金及商业管理服务费等）。此外，公司对于该项目装修、设备购置等投资约 4046 万元。签订合同用于公司租赁物业开设购物中心，有利于公司扩展连锁门店网络，扩大影响力和提升行业地位。
市场化股票增持计划	截止 2019 年 4 月 1 日，公司已通过二级市场累计购买公司股票 407.23 万股，占公司总股本的 0.34%，交易金额 5359.56 万元，交易均价 13.16 元。

## (三) 周大生 (002867.SZ)

一季度财报	2019 年第一季度公司实现营业收入 10.97 亿元，同比增长 17.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元，同比增长 20.81%；实现归属扣非净利润 1.85 亿元，较上年同期增长 23.16%。经营现金流量净额为 -3.29 亿元，较上年同期下降 304.78%。周大生一方面加大市场拓展力度，市场份额稳步提高，努力提升品牌的影响力与辐射面，2019 年一季度实现加盟门店净增 88 家（对比 2018 年同期加盟门店净增 113 家）；另一方面加大产品开发力度，充分发挥公司钻石镶嵌产品的竞争优势，不断丰富完善产品线，满足市场多样化消费需求。
年报	2018 年公司实现营业收入 48.70 亿元，同比增长 27.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.06 亿元，同比增长 36.15%；实现归属扣非净利润 7.52 亿元，较上年同期增长 32.53%。经营现金流量净额为 3.67 亿元，较上年同期增长 3.30%。公司继续保持较快的市场拓展速度，全年新开门店 872 家，净增加 651 家，其中加盟门店净增加 625 家，自营门店净增加 26 家，门店总数持续增长，报告期末门店总数 3375 家，其中加盟门店 3073 家，自营门店 302 家。

## (四) 苏宁易购 (002024.SZ)

一季度财报	2019 年第一季度，公司实现营业收入 622.42 亿元，同比增长 25.44%；归属上市公司股东的净利润为 1.36 亿元，同比增加 22.16%；归属扣非净利润-9.91 亿元，同比减少-4931.25%；经营现金流净额-58.17 亿元，
-------	---

	同比减少 119.60%。公司持续推进智慧零售的战略规划，利用全渠道、全品类模式形成规模化竞争优势，不断加快新业态的门店布局，将推动营收高速增长。同时，对行业发展方向的准确把握，将使得苏宁这一龙头企业打造行业标杆效应，开拓未来行业发展的风口，并实现智慧零售的全面领先。
回购股份	截至 2019 年 4 月 11 日，公司累计回购股份数量 2133.28 万股，占公司总股本的 0.23%，最高成交价为 14.30 元/股，最低成交价为 10.35 元/股，支付的总金额为 2.66 亿元（不含交易费用）。
回购股份	截至 2019 年 3 月 31 日，公司累计回购股份数量 1274.58 万股，占公司总股本的 0.14%，最高成交价为 12.38 元/股，最低成交价为 10.35 元/股，支付的总金额为 1.45 亿元（不含交易费用）。

## 四. 五月份配置建议

二季度节假日较多，除去已经过去的（四月）清明、（五月）五一小长假，六月初将迎来端午假期，居民外出“假日消费”的时间对应增长；此外母亲节等节日也会对周末的线下消费产生积极影响。因此主线投资方面，维持前期（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持超市和购物中心：超市是消费者购买必需品的渠道，CPI 中食品粮油类商品价格上涨（猪肉价格进入上涨周期推升 CPI）将利好超市同店营收表现；购物中心的发展与消费者追求体验式和个性化的消费需求相匹配，同时相比百货业态，购物中心收入韧性较强，在经济下行时期的抗周期能力凸显。公司方面维持周报和月报的推荐组合：家家悦（603708.SH），天虹股份（002419.SZ），周大生（002867.SZ），苏宁易购（002024.SZ），建议关注永辉超市（601933.SH）。

全渠道配置层面，实体零售渠道和线上零售渠道的无缝衔接符合消费者对于购物体验的升级需求，通过在消费者接触商品、搜集信息、商品比较、商品购买、售后服务等各个环节实现零售渠道和信息渠道的融合，零售企业可以及时全面的跟踪消费者的动态，为之提供个性化的服务体验。全渠道可以帮助零售企业和消费者打通时间和空间的限制，更大程度的丰富现有的消费场景；推荐组合中重点关注：①天虹股份（002419.SZ）：公司持续推进百货的“购物中心

化”升级，力推体验式消费，毛利率上升，推动百货可比同店营收和利润同比增长；同时体验式业态的存在利于提升门店聚客能力，延长消费者到店时间，促进百货整体营收增长；购物中心打造特色生活中心，实现可比店销售额与利润双增长；线下购物中心、超市、百货、便利店等业态搭配线上天虹 APP 不断推进全渠道数字化进程，公司持续优化超市“天虹到家”百货增加数字化专柜、“超级导购”等数字化服务，运营效率稳步提升。②苏宁易购（002024.SZ）：公司线下门店加速布局，苏宁小店便利店和零售云加盟店快速推进网点扩张，直营店强化店面经营管理，结合市场需求推进店面的调整升级，丰富店面商品品类，家电 3C 家居生活专业店、直营店和母婴店同店营收出现不同幅度的高涨；线上聚焦流量、会员，加强社交电商运营，加大资源推进苏宁拼购、苏宁推客等互联网营销产品，实现全渠道会员权益的打通。

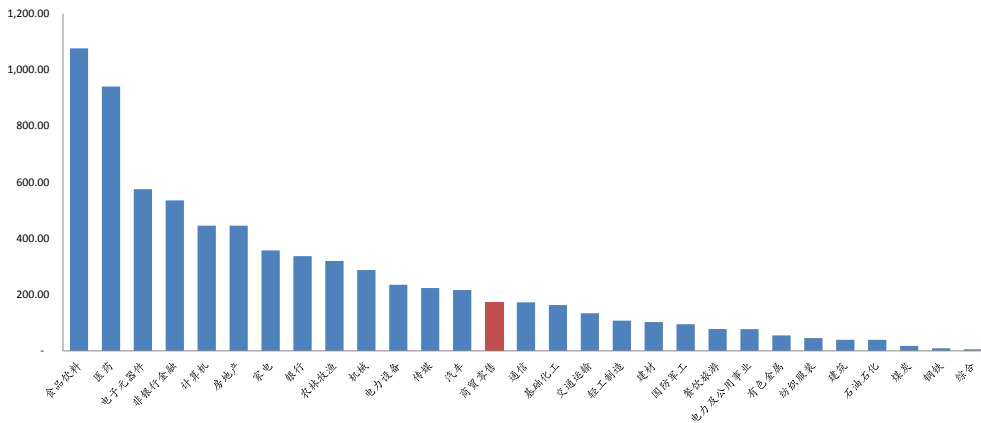
## 五. 风险提示

中美贸易战升级的风险；消费者信心不足；行业竞争加剧。

## 附录：2019Q1 基金持仓情况

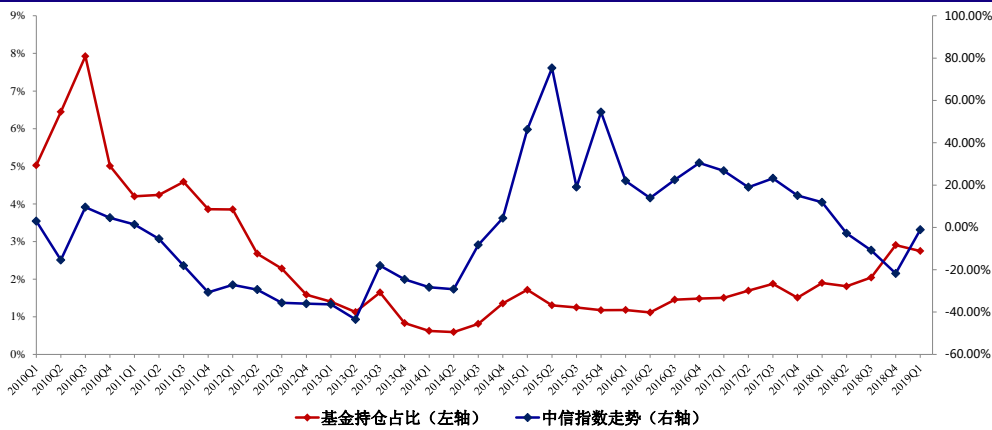
### 1. 零售行业基金持仓及相对行业配置比例

图 21：2019Q1 全市场基金持仓情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22：基金持仓商贸零售占比与 CS 商贸零售指数走势对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

### 2. 零售行业重仓股中公司持仓情况

在基金 2019Q1 的前 15 名重仓股中，永辉超市（601933.SH）稳居榜首，但较 2018Q4 持仓基金数减少 22 家；核心关注公司中仅有苏宁易购（002024.SZ）出现了持股基金数量的减少，由 2018Q4 的 41 家降低至 2019Q1 的 36 家，天虹股份（002419.SZ）、家家悦（603708.SH）和周大生（002867.SZ）都出现了不同程度的提升，最新持有基金数量分别为 35/29/16 家。四家核心关注公司在本季度都出现了持股市值的上升。

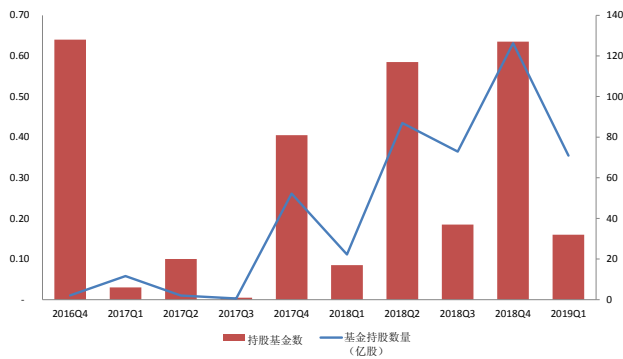
表 6: 2019 年一季度零售行业重仓持股情况

代码	股票名称	持股基金数	持股基金数较 2018Q4 变动	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (万元)
601933.SH	永辉超市	70	-22	86,579.49	9,673.30	10.87	748,046.81
002127.SZ	南极电商	62	9	41,205.60	2,072.59	22.02	471,423.86
002024.SZ	苏宁易购	36	-5	9,909.27	-2,360.26	1.70	124,361.32
002419.SZ	天虹股份	35	11	7,968.21	2,364.36	6.64	116,335.88
603708.SH	家家悦	29	3	2,901.81	-547.08	18.49	71,471.46
600859.SH	王府井	26	18	1,079.55	786.13	2.74	20,349.59
600729.SH	重庆百货	23	14	897.24	183.66	2.21	33,359.22
002867.SZ	周大生	16	4	2,168.25	431.22	13.30	76,040.60
600612.SH	老凤祥	14	-31	987.14	-662.39	3.11	43,828.96
002640.SZ	跨境通	8	-23	3,624.73	-1,826.12	3.55	41,466.95
601828.SH	美凯龙	7	3	1,220.71	1,175.52	3.08	15,966.84
000501.SZ	鄂武商 A	5	3	630.77	-136.67	0.93	7,575.53
600861.SH	北京城乡	4	-6	409.27	-1,230.38	1.29	3,351.93
002697.SZ	红旗连锁	2	-3	134.50	-626.26	0.14	769.34
600655.SH	豫园股份	2	-5	44.18	-135.51	0.03	422.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

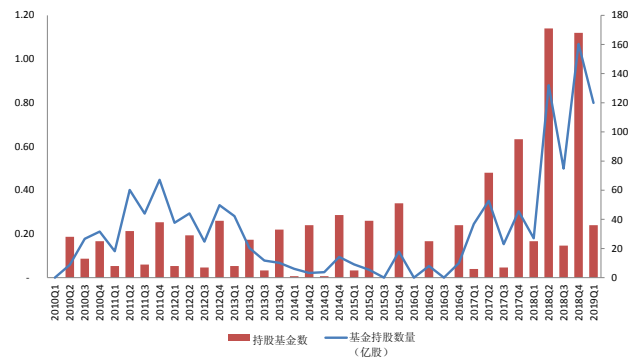
### 3. 重点关注个股基金重仓股持仓情况

图 23: 家家悦



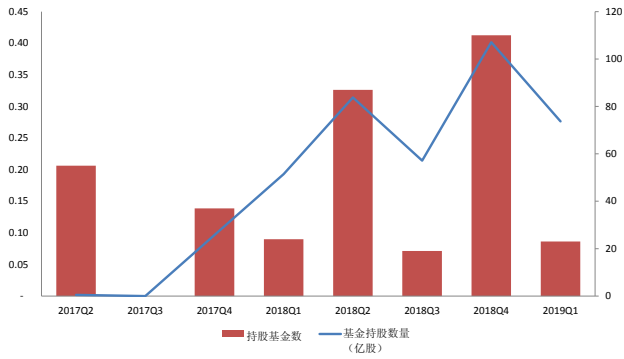
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 天虹股份



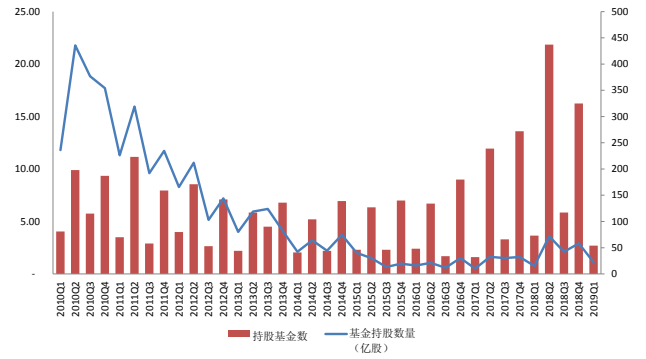
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 周大生



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 苏宁易购



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 插图目录

图 1：社会消费品零售总额分月同比增长 .....	5
图 2：网上实物零售额增速及占社会消费品零售总额比重 .....	5
图 3：居民消费价格指数（CPI）当月同比 .....	8
图 4：超市营业收入（亿元）及当季同比（%） .....	8
图 5：便利店景气指数与便利店企业销售额指数 .....	8
图 6：化妆品销售额（亿元）及当月同比（%） .....	9
图 7：金银珠宝销售额（亿元）及当月同比（%） .....	9
图 8：服装销售额（亿元）及当月同比（%） .....	10
图 9：购物中心发展指数 .....	10
图 10：百货营业收入（亿元）及当季同比 .....	10
图 11：连锁店营业收入（亿元）及当季同比 .....	10
图 12：沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅（%） .....	12
图 13：A 股市场各行业月涨跌幅（%） .....	12
图 14：商贸零售行业子行业 4 月涨跌幅（%） .....	12
图 15：4 月各行业资金流向占比（%） .....	12
图 16：CS 商贸零售行业指数与估值指标 .....	14
图 17：CS 百货行业指数与估值指标 .....	14
图 18：CS 超市行业指数与估值指标 .....	14
图 19：CS 连锁行业指数与估值指标 .....	14

图 20：核心组合累计收益率变动 .....	16
图 21：2019Q1 全市场基金持仓情况（单位：亿元） .....	20
图 22：基金持仓商贸零售占比与 CS 商贸零售指数走势对比 .....	20
图 23：家家悦 .....	21
图 24：天虹股份 .....	21
图 25：周大生 .....	22
图 26：苏宁易购 .....	22

## 表格目录

表 1：2019 年 3 月份社会消费品零售总额主要数据 .....	4
表 2：2019 年 3 月份居民消费价格指数（CPI）主要数据 .....	7
表 3：行业表现和估值指标情况汇总 .....	13
表 4：4 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名 .....	15
表 5：核心关注组合 .....	15
表 6：2019 年一季度零售行业重仓持股情况 .....	21



## 评级标准

**银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回

报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂**，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人

不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿 尤 繇 010-66568479

gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)