

# 行业触底回升，精选优质龙头

## ——2019零售行业中期策略

---

安信证券研究中心

社服商社团队 首席分析师

刘文正

SAC执业证书编号：S1450519010001



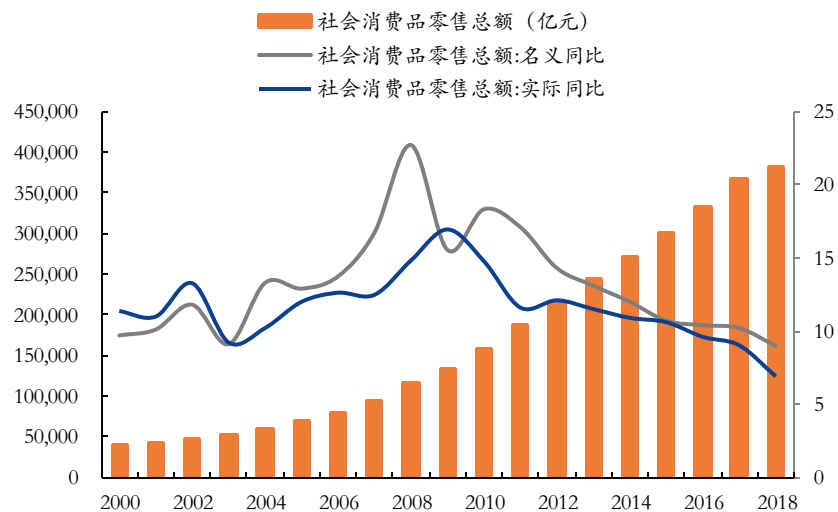
# 目录

1. 消费缓后趋暖，估值回升但仍处历史底部，必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升
2. 宏观经济对相关子行业影响几何：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期，必选刚性较强
3. 产业链趋势展望：渠道融合缩减，区域下沉
4. 海外对比研究：国内龙头集中度和盈利能力尚有提升空间
5. 子板块看点：龙头增速好于板块，精选优质标的
6. 投资建议与盈利预测

# 1.1. 2018年整体社零增速承压，2019年3月如期上行，增幅略高于预期

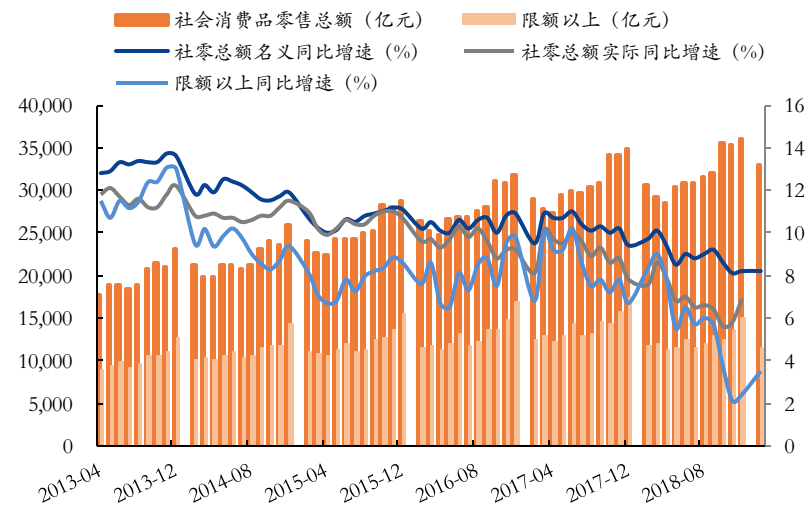
18年社零总额名义同比8.98%，增速环比-1.22pct，实际同比6.9%，增速环比-2.12pct,处于较低位。19年一季度出现上升拐点，社会消费品零售总额 97790亿元，同比名义增长8.3%（扣除价格因素实际增长6.9%）；3月社零名义同比增长8.7%，增速环比+0.5pct，增速如期上升，增幅略大于预期。

图：18年整体社零增速承压，19年一季度出现上升拐点



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图：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

## 1.2. 分品类数据向好，CPI触底回升

【安信商社】2019年3月社零数据更新及历史同比环比变化

社零数据当月同比增速 (%)

	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	9-10 双月	2018-11	2018-12	2019 年1-2 双月	2019-03
社会消费品零售 总额	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.9	8.1	8.2	8.2	8.7
社会消费品零售 总额 (扣除价格 因素)	8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	6.0	5.8	6.9	6.9	
限额以上企业消 费品零售额	9.0	7.8	5.5	6.5	5.7	6.0	5.7	3.7	4.7	2.1	2.4	3.5	5.1
粮油食品类	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.7	10.6	11.3	10.1	11.8
饮料	11.3	10.4	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9	9.2	7.9	9.2	8.0	12.1
烟酒	8.6	9.5	4.8	11.4	6.3	7.0	9.8	1.2	5.7	3.1	8.4	4.6	9.5
服装鞋帽针纺织 品	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	6.7	5.5	7.4	1.8	6.6
化妆品	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	7.1	4.4	1.9	8.9	14.4
金银珠宝	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	8.1	5.6	2.3	4.4	-1.2
日用品	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	13.8	16.0	16.8	15.9	16.6
家用电器和音像 器材	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	5.3	12.5	13.9	3.3	15.2
中西药品	10.9	8.2	8.0	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5	10.1	9.3	10.6	10.3	11.8
文化办公用品	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	0.8	-0.4	-4.0	8.8	-4.0
家具类	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	9.7	8.0	12.7	0.7	12.8
通讯类器材	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	12.1	-5.9	-0.9	8.2	13.8
石油及制品	9.1	13.3	14.0	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1	18.1	8.5	5.8	2.5	7.1
建筑及装潢材料	10.2	11.4	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5	8.5	9.8	8.6	6.6	10.8
汽车	3.5	3.5	-1.0	-7.0	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4	-6.8	-10.0	-8.5	-2.8	-4.4

**必需品消费：**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；

**可选消费：**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+5.5pct至14.4%；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%。

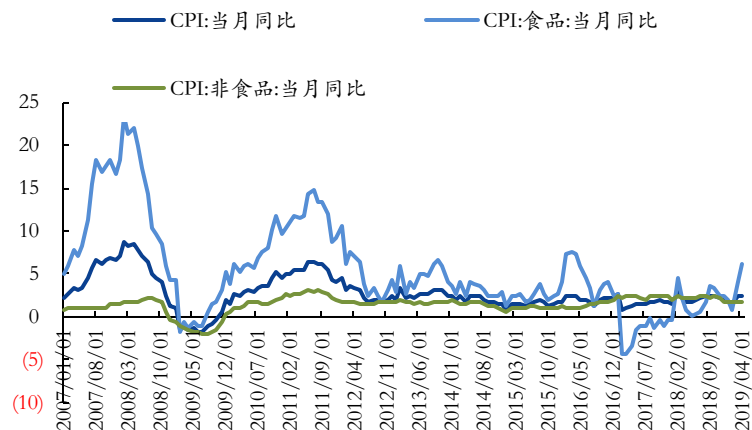
整体而言，继3月百货、超市等企业端同店数据改善后，社零分品类数据整体向好，或为消费回暖进一步印证。

## 1.2. 分品类数据向好，CPI触底回升

### 3月CPI触底回升，4月继续上行

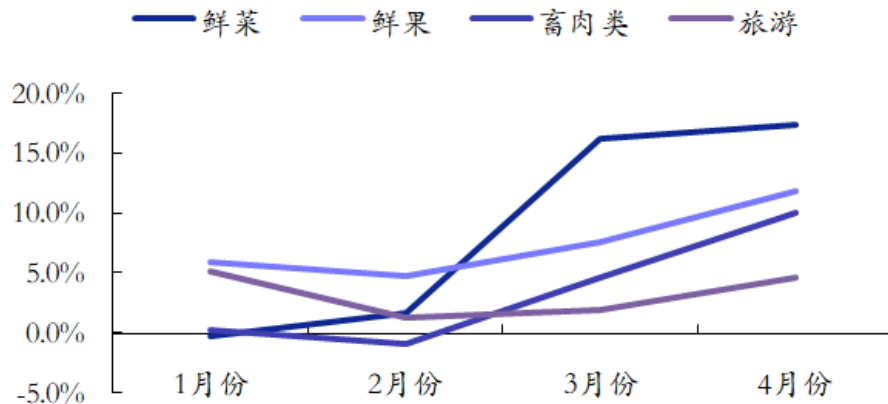
3月CPI数据同比增长2.3%，增速环比+0.8pct，时隔3月重回“2时代”；4月CPI数据继续上行，同比增长2.5%，增速环比+0.2pct；环比上涨0.1%，由降转涨。同比来看，4月食品价格上涨6.1%，影响CPI上涨约1.19个百分点；其中受春季季节效应，鲜菜价格同比大幅上涨17.4%；猪肉价格上涨14.4%；北方水果欠收，鲜果价格上涨11.9%。整体来看，去年价格变动的翘尾影响约为1.3个百分点，新涨价影响约为1.2个百分点。

图：4月CPI数据同比增长2.5%，增速环比+0.2pct



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图：4月鲜菜价格同比上涨17.4%，畜肉类价格上涨10.1%，鲜果类上涨11.9%

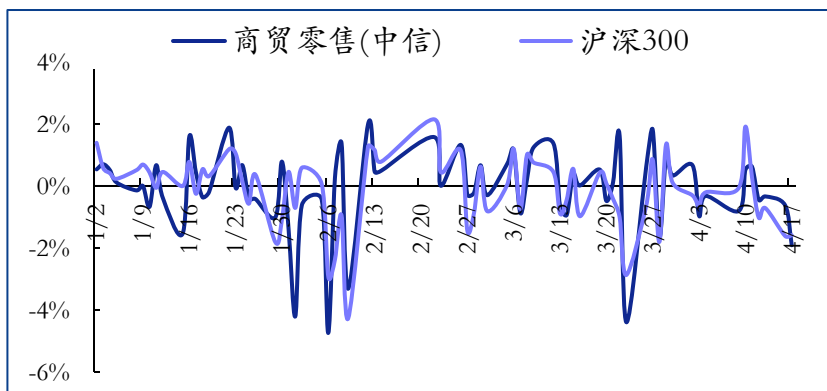


资料来源：Wind，安信证券研究中心

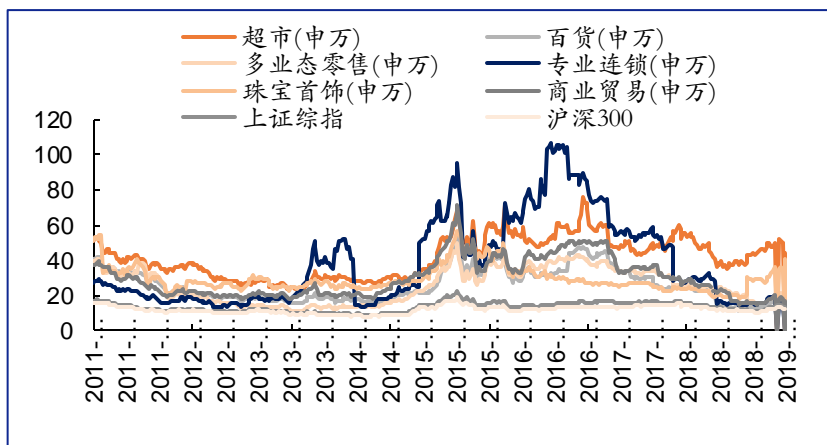
# 1.3. 指数波动下行，估值上升，但仍处于历史底部

零售各子版块市盈率在2018年整体呈现下行状态，2018年末起触底回升。至2019年3月底，超市估值48.7×PE，百货估值17.0×PE，多业态零售估值19.2×PE，专业连锁估值18.2×PE，珠宝首饰估值34.9×PE，商业贸易估值19.1×PE，估值上升但仍处底部。

图：股价波动下行



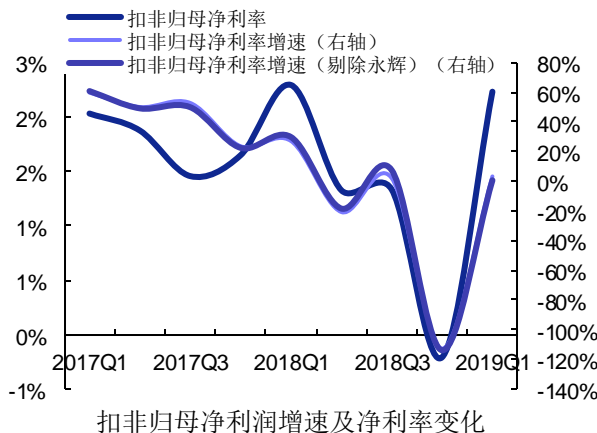
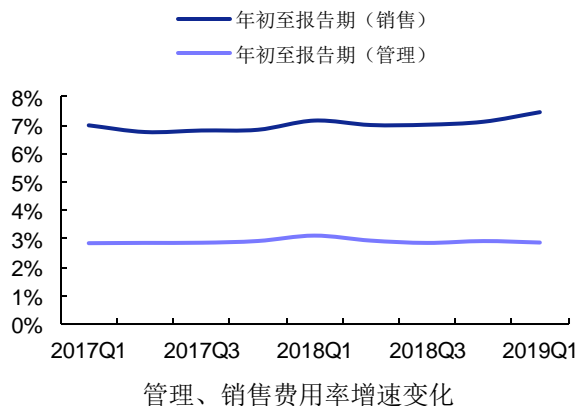
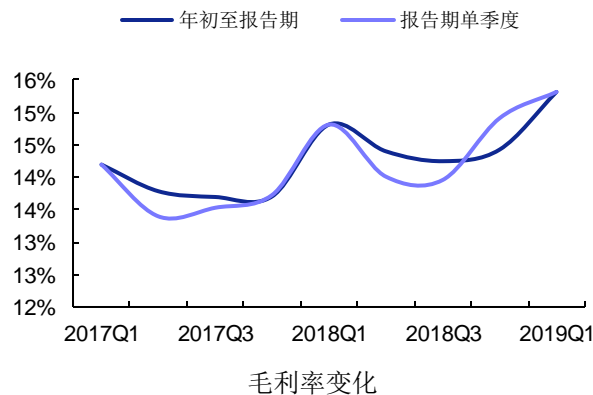
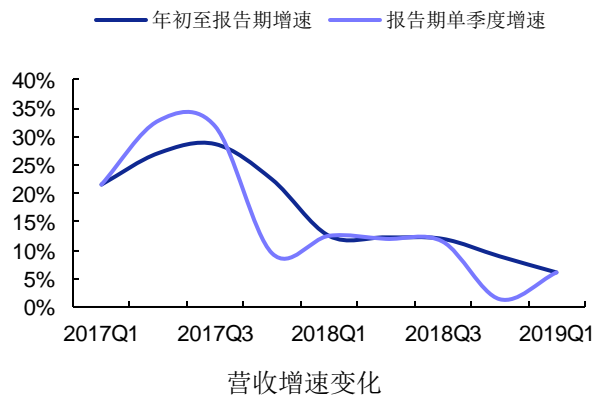
图：估值上升，但仍处历史底部



行业估值	PE(TTM)														
	2019/04/26	最大值	最小值	中位数	百分位	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
农、林、牧、渔业	167.2	14942.2	24.2	63.7	91%										✓
采矿业	16.5	106.6	9.4	19.4	36%				✓						
制造业	29.9	151.4	13.3	36.1	30%			✓							
电力、热力、燃气及水生产和供应业	21.4	406.9	10.6	23.9	36%				✓						
建筑业	11.5	12499.2	8.0	22.1	13%		✓								
批发和零售业	21.4	116.4	16.3	41.3	8%	✓									
交通运输、仓储和邮政业	20.5	425.2	9.1	24.2	33%				✓						
住宿和餐饮业	38.4	74567.6	23.2	71.7	9%	✓									
信息传输、软件和信息技术服务业	192.8	192.8	12.7	54.5	100%										✓
金融业	9.6	90.6	5.4	12.1	40%				✓						
房地产业	11.0	222.6	8.7	25.7	5%	✓									
租赁和商务服务业	90.4	11454.6	20.0	48.7	81%										✓
科学研究和技术服务业	50.1	1585.9	19.6	58.7	33%				✓						
水利、环境和公共设施管理业	30.5	136.8	17.9	39.5	29%			✓							
教育	83.8	582.1	36.1	88.9	45%					✓					
卫生和社会工作	41.7	718.1	34.9	86.1	5%	✓									
文化、体育和娱乐业	117.5	645.0	17.4	45.0	88%										✓
综合	218.4	1234.4	22.7	67.4	94%										✓

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 1.4. 行业：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**。2018年，商贸零售板块上市公司合计收入同比增长8.9%，2019Q1单季度收入增速6.1%；

2) 毛利率维持上升态势，费用率**2018Q4处于高点，2019Q1趋于平稳**。2019Q1单季度毛利率15.3%，2018Q4板块合计销售费用率为7.4%，同比+0.5pct。

3) 利润增速触底回升。受消费环境影响，在收入端及盈利端双重驱动下，2018年商贸零售板块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%；但2019Q1有所回暖，扣非归母净利润增速3.2%，环比+116.0pct。

## 1.4. 必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升

子行业分季度营收变化									
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
化妆品	29.6%	25.8%	-5.5%	28.4%	29.1%	41.2%	34.8%	-14.9%	9.5%
黄金珠宝	14.4%	13.3%	21.4%	11.1%	8.5%	13.3%	12.2%	5.8%	6.7%
超市	3.4%	8.0%	7.6%	12.9%	11.2%	9.6%	13.0%	6.2%	9.4%
电商	17.4%	25.8%	37.0%	25.3%	32.8%	31.7%	29.4%	28.4%	25.4%
百货	-2.4%	10.6%	7.2%	10.3%	8.6%	-3.1%	0.1%	-1.8%	-1.8%
持仓分析标的（零售全标的）	21.6%	32.8%	31.8%	9.4%	12.5%	12.0%	11.5%	1.4%	6.1%
零售标的（剔除永辉）	21.9%	33.4%	32.3%	9.0%	12.1%	11.7%	11.1%	0.9%	5.5%

子行业分季度毛利率同比变化									
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
化妆品	7.5%	2.5%	1.4%	-0.8%	-3.1%	-3.3%	-4.7%	3.1%	-2.8%
黄金珠宝	-0.2%	0.3%	-1.1%	-0.6%	-0.2%	0.4%	0.1%	-0.2%	0.3%
超市	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	1.2%	1.3%	1.0%	1.4%	0.4%
电商	0.2%	-1.0%	-0.6%	0.4%	0.3%	0.6%	1.4%	1.2%	-0.5%
百货	0.8%	-0.1%	0.6%	0.1%	0.8%	1.4%	0.5%	0.8%	0.6%
持仓分析标的（零售全标的）	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-0.2%	0.6%	0.6%	0.4%	1.2%	0.5%
零售标的（剔除永辉）	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	1.2%	0.5%

子行业分季度管理费用率同比变化									
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
化妆品	10.4%	12.3%	10.0%	15.8%	11.8%	10.4%	5.3%	10.7%	8.8%
黄金珠宝	1.1%	1.5%	1.4%	3.0%	1.1%	1.5%	1.3%	2.9%	1.1%
超市	2.3%	3.1%	2.9%	3.3%	3.0%	3.7%	3.6%	3.9%	2.3%
电商	3.1%	2.6%	2.5%	2.3%	3.1%	1.4%	2.2%	1.9%	1.9%
百货	5.4%	5.9%	6.4%	5.9%	5.4%	6.1%	6.5%	6.2%	5.4%
持仓分析标的（零售全标的）	2.8%	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%	2.8%	2.7%	3.1%	2.9%
零售标的（剔除永辉）	2.9%	2.8%	2.9%	3.1%	3.1%	2.7%	2.6%	3.1%	2.9%

1) 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；

2) 百货：同店先行转好，盈利能力较为稳定，收入利润降幅明显收窄；

3) 黄金珠宝收入增速下滑，龙头表现尚好；

4) 化妆品：2019Q1扣非净利增速回升，国货崛起龙头受益；

5) 苏宁：展店提速、线上GMV保持快增，双线融合优势凸显；



## 1.4. 必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升

子行业分季度销售费用率同比变化

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
化妆品	5.3%	5.3%	1.6%	-11.7%	-4.4%	0.5%	-3.2%	2.1%	-0.1%
黄金珠宝	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	0.3%	-0.7%	0.6%	0.1%
超市	-0.1%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	0.3%	1.6%	0.6%	1.1%	0.1%
电商	-0.8%	-1.6%	-1.0%	0.3%	-0.1%	-0.5%	0.4%	-1.0%	1.3%
百货	0.1%	-0.1%	-0.4%	0.1%	0.0%	0.6%	0.4%	0.0%	0.2%
持仓分析标的（零售全标的）	-1.0%	-1.2%	-1.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.5%	0.3%
零售标的（剔除永辉）	-1.0%	-1.2%	-1.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.4%	0.3%

子行业分季度扣非归母净利润率

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
化妆品	5.4%	13.3%	4.4%	6.5%	9.6%	6.7%	8.4%	5.4%	8.9%
黄金珠宝	4.0%	4.6%	4.4%	4.7%	4.0%	4.5%	4.6%	1.6%	3.9%
超市	2.5%	1.4%	0.7%	0.6%	2.9%	0.8%	0.6%	-0.6%	3.4%
电商	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-1.6%
百货	3.4%	2.3%	1.6%	1.7%	4.3%	3.0%	1.9%	2.0%	4.3%
持仓分析标的（零售全标的）	2.0%	1.9%	1.5%	1.6%	2.3%	1.3%	1.3%	-0.2%	2.2%
零售标的（剔除永辉）	1.9%	1.9%	1.4%	1.6%	2.2%	1.4%	1.4%	-0.2%	2.1%

子行业单季度净利润增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
化妆品	0%	2%	33%	339%	130%	-29%	158%	-30%	1%
黄金珠宝	18%	21%	293%	-41%	10%	12%	16%	-65%	4%
超市	39%	289%	41%	831%	29%	-38%	-5%	-207%	27%
电商	-77%	-67%	-104%	-167%	-126%	-110%	-2392%	-240%	-4932%
百货	15%	24%	73%	216%	37%	28%	15%	17%	0%
持仓分析标的（零售全标的）	60%	50%	53%	24%	27%	-21%	2%	-113%	3%
零售标的（剔除永辉）	61%	49%	50%	22%	30%	-18%	7%	-114%	1%

1) 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；

2) 百货：同店先行转好，盈利能力较为稳定，收入利润降幅明显收窄；

3) 黄金珠宝收入增速下滑，龙头表现尚好；

4) 化妆品：2019Q1扣非净利增速回升，国货崛起龙头受益；

5) 苏宁：展店提速、线上GMV保持快增，双线融合优势凸显；

## 1.5. 持仓：板块维持超配，结构有所调整

表：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	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例	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

1) 2019Q1，零售板块占基金总持仓比重约为2.93%，环比-0.17pct，维持超配，超配比例为0.27%；

2) 持仓总市值来看，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；

3) 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。

# 1.5. 持仓：板块维持超配，结构有所调整

- 1) 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；
- 2) 可选消费整仓提升，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；
- 3) 南极电商持股数略有增加，苏宁易购、跨境通遭遇减持；
- 4) 爱婴室遭遇减持。

表：零售板块重点标的2019Q1持仓环比变动情况

行业	证券代码	证券简称	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	环比变化	趋势
超市	601933.SH	永辉超市	1.09	4.40	9.86	11.04	↑	■ ■ ■ ■
	603708.SH	家家悦	5.52	19.15	22.00	18.55	↓	■ ■ ■ ■
	002251.SZ	步步高	0.27	-	-	-	↓	■
	000759.SZ	中百集团	0.07	0.25	0.03	0.05	↑	■ ■ ■ ■
	002697.SZ	红旗连锁	-	0.71	1.05	0.18	↓	■ ■ ■ ■
百货	000501.SZ	鄂武商	1.05	1.08	1.13	0.93	↓	■ ■ ■ ■
	600859.SH	王府井	8.58	2.07	0.96	2.84	↑	■ ■ ■ ■
	002419.SZ	天虹股份	0.13	4.15	4.67	6.64	↑	■ ■ ■ ■
	600655.SH	豫园股份	0.96	-	0.50	0.04	↓	■ ■ ■ ■
	600729.SH	重庆百货	1.79	2.74	2.23	2.46	↑	■ ■ ■ ■
电商	002024.SZ	苏宁易购	3.36	3.62	2.24	1.85	↓	■ ■ ■ ■
	002640.SZ	跨境通	5.13	4.64	5.22	3.55	↓	■ ■ ■ ■
	002127.SZ	南极电商	26.32	25.98	26.79	22.12	↓	■ ■ ■ ■
珠宝	600612.SH	老凤祥	3.49	3.01	5.18	3.16	↓	■ ■ ■ ■
	603900.SH	菜绅通灵	15.33	-	-	9.75	↑	■ ■ ■ ■
	002867.SZ	周大生	3.58	8.40	10.74	13.67	↑	■ ■ ■ ■
化妆品	603630.SH	拉芳家化	2.98	-	-	-	↓	■
	603605.SH	珀莱雅	1.10	3.46	10.14	11.02	↑	■ ■ ■ ■
	600315.SH	上海家化	1.30	0.47	0.25	0.19	↓	■ ■ ■ ■
	603214.SH	爱婴室	-	-	0.92	0.40	↓	■ ■ ■ ■

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

【安信商社】2019Q1各零售子板块和公司基金持仓分析								
行业	证券代码	证券简称	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	环比变化	趋势
超市	601933.SH	永辉超市	1.09	4.40	9.86	11.04	↑	■ ■ ■ ■
	603708.SH	家家悦	5.52	19.15	22.00	18.55	↓	■ ■ ■ ■
	002251.SZ	步步高	0.27	-	-	-	↓	■
	000759.SZ	中百集团	0.07	0.25	0.03	0.05	↑	■ ■ ■ ■
	002697.SZ	红旗连锁	-	0.71	1.05	0.18	↓	■ ■ ■ ■
百货	000501.SZ	鄂武商	1.05	1.08	1.13	0.93	↓	■ ■ ■ ■
	600859.SH	王府井	8.58	2.07	0.96	2.84	↑	■ ■ ■ ■
	002419.SZ	天虹股份	0.13	4.15	4.67	6.64	↑	■ ■ ■ ■
	600655.SH	豫园股份	0.96	-	0.50	0.04	↓	■ ■ ■ ■
	600729.SH	重庆百货	1.79	2.74	2.23	2.46	↑	■ ■ ■ ■
电商	002024.SZ	苏宁易购	3.36	3.62	2.24	1.85	↓	■ ■ ■ ■
	002640.SZ	跨境通	5.13	4.64	5.22	3.55	↓	■ ■ ■ ■
	002127.SZ	南极电商	26.32	25.98	26.79	22.12	↓	■ ■ ■ ■
珠宝	600612.SH	老凤祥	3.49	3.01	5.18	3.16	↓	■ ■ ■ ■
	603900.SH	菜绅通灵	15.33	-	-	9.75	↑	■ ■ ■ ■
	002867.SZ	周大生	3.58	8.40	10.74	13.67	↑	■ ■ ■ ■
化妆品	603630.SH	拉芳家化	2.98	-	-	-	↓	■
	603605.SH	珀莱雅	1.10	3.46	10.14	11.02	↑	■ ■ ■ ■
	600315.SH	上海家化	1.30	0.47	0.25	0.19	↓	■ ■ ■ ■
	603214.SH	爱婴室	-	-	0.92	0.40	↓	■ ■ ■ ■

备注：图中比例为持股占流通股比重

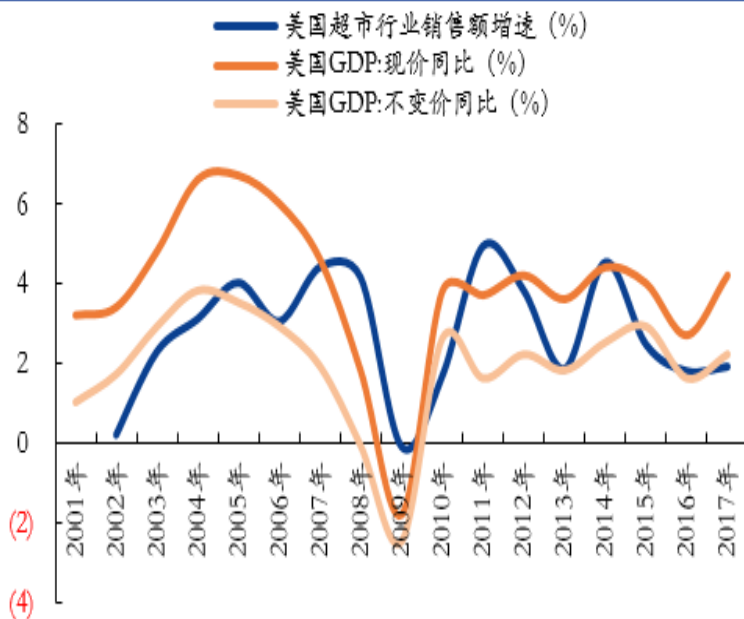
# 目录

1. 消费缓后趋暖，估值回升但仍处历史底部，必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升
2. 宏观经济对相关子行业影响几何：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期，必选消费刚性较强
3. 产业链趋势展望：渠道融合缩减，区域下沉
4. 海外对比研究：国内龙头集中度和盈利能力尚有提升空间
5. 子板块：龙头增速好于板块，精选优质标的
6. 投资建议与盈利预测

## 2.1. 国内外复盘数据来看，超市行业抗周期性比较明显

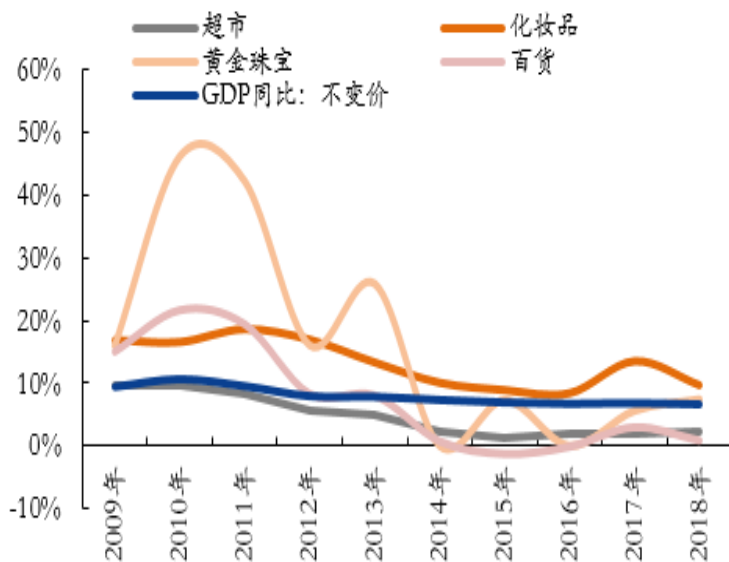
- 从国外经验来看，宏观经济下行期间，美国超市行业营收增速一定程度受到影响，但在2009年经济危机期间销售额并无明显下跌；
- 国内来看，对比百货、超市行业收入与经济周期相关性发现，二者虽均有相关，但超市行业也体现出更明显抗周期性。

图：美国超市行业一定程度上受经济影响，但刚性较强



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图：中国超市行业抗周期性较为明显

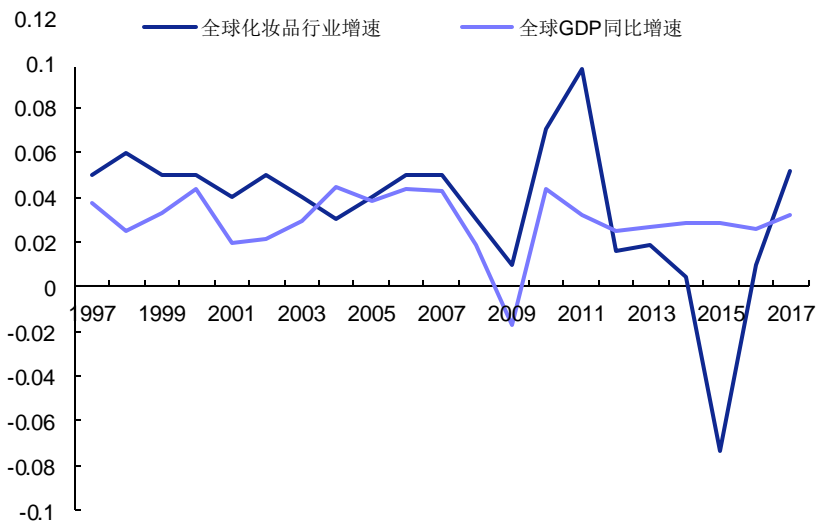


资料来源: Euromonitor, Wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 化妆品：与宏观周期相关性较弱，中国化妆品市场保持高速增长

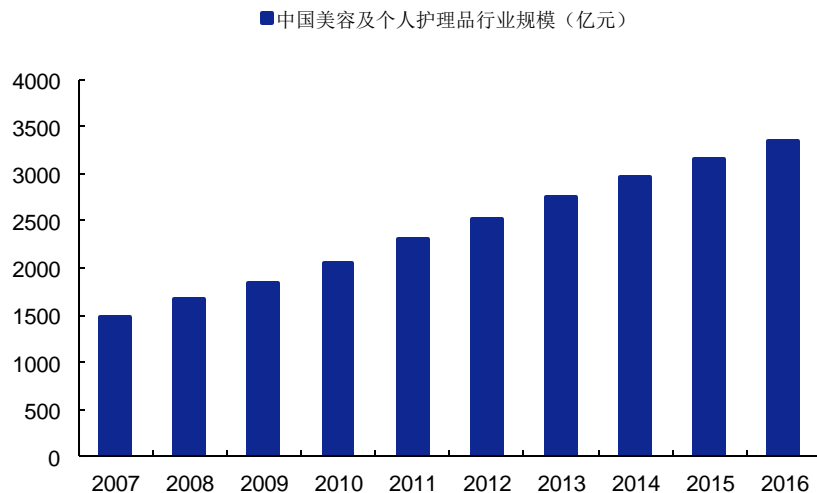
纵观全球化妆品行业历史增速，可知与全球GDP增速相关性较弱，化妆品行业呈现一定的抗周期特性。根据Euromonitor，我国化妆品市场销售规模从2010年的2,045亿元增长到2016年的3,339亿元，复合增长率为8.52%，已经超过日本，成为仅次于美国的全球第二大化妆品消费国。

图：全球化妆品行业与宏观周期相关性较弱



资料来源：Euromonitor, Wind, 安信证券研究中心

图：中国化妆品市场规模持续增长，10-16 CAGR为8.52%



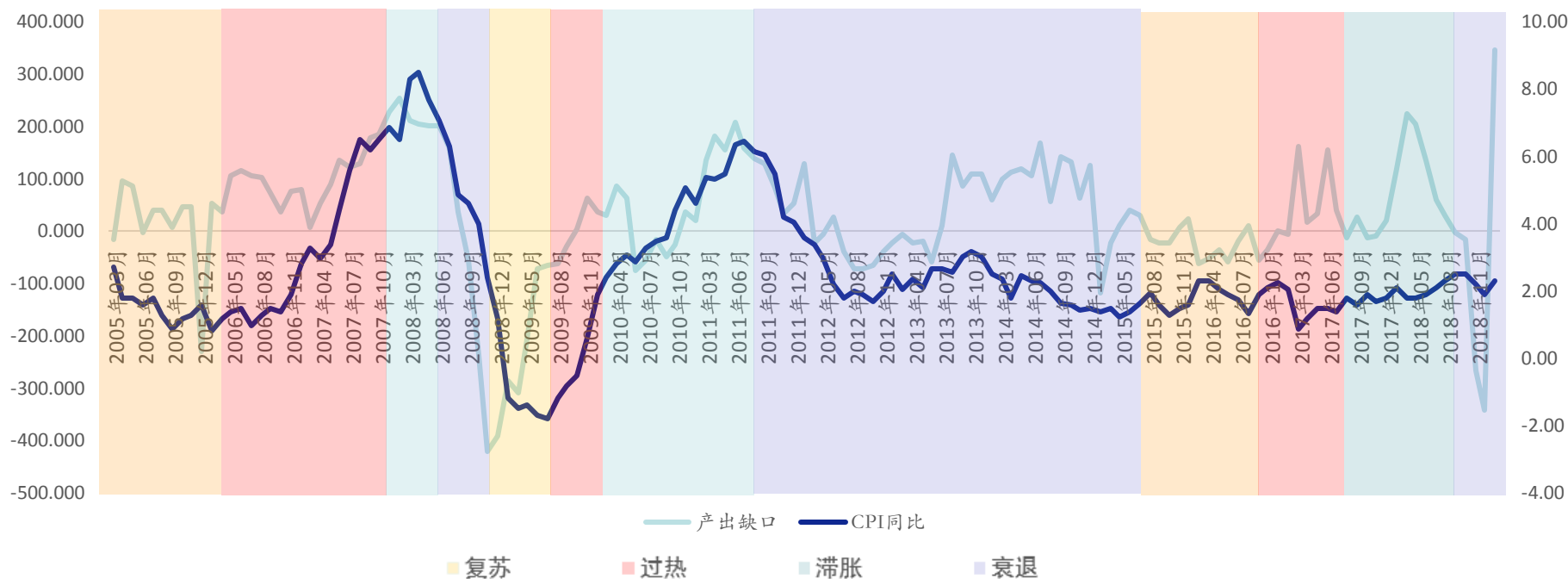
资料来源：Euromonitor, 安信证券研究中心

## 2.3. 美林时钟看零售：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期

我们引入美林时钟对商贸零售各板块与宏观经济的相关性在过去的13年期间做了复盘：

以工业增加值计算的“产出缺口”和用CPI做通胀指标的数据来识别自2005年-2019年3月中国经济在各个时期所处的阶段，并在各阶段商贸零售对应各板块的绝对收益和相对收益做梳理。

图：依据投资时钟理论的中国经济阶段划分



## 2.3. 美林时钟看零售：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期

复盘美林时钟，得到板块结论：超市百货在复苏阶段有显著的正向相对收益，但在过热、滞胀及衰退阶段相对收益为负；化妆品表现出一定的抗周期特征，在滞胀、衰退阶段表现较好，但在复苏及过热阶段绝对收益为负；黄金珠宝周期特征不明显。

图：商贸零售各子版块于各经济阶段绝对收益

		超市	百货	化妆品	黄金珠宝
复苏	2005.3-2006.3	96.03%	43.10%	83.30%	36.69%
过热	2006.4-2007.11	159.19%	245.46%	235.46%	230.09%
滞胀	2007.12-2008.4	-18.40%	-19.44%	-20.61%	-19.80%
衰退	2008.5-2008.11	-43.68%	-47.21%	-15.70%	-48.14%
复苏	2008.12-2009.7	38.66%	69.33%	26.24%	157.84%
过热	2009.8-2009.11	24.96%	37.49%	23.84%	9.91%
滞胀	2009.12-2011.7	1.51%	12.01%	47.90%	74.92%
衰退	2011.8-2015.3	16.35%	5.41%	78.89%	75.90%
复苏	2015.4-2016.9	-21.02%	-18.83%	-36.08%	-28.10%
过热	2016.10-2017.7	17.04%	-5.36%	14.10%	7.70%
滞胀	2017.8-2018.9	-15.40%	-23.61%	-20.98%	-23.40%
衰退	2018.10-2019.2	16.81%	25.65%	25.53%	19.42%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图：商贸零售各子版块于各经济阶段相对收益（沪深300）

		超市	百货	化妆品	黄金珠宝
复苏	2005.3-2006.3	83.41%	30.49%	70.69%	24.07%
过热	2006.4-2007.11	-144.91%	-58.63%	-68.64%	-74.01%
滞胀	2007.12-2008.4	7.44%	6.40%	5.22%	6.04%
衰退	2008.5-2008.11	5.65%	2.12%	33.63%	1.19%
复苏	2008.12-2009.7	-66.79%	-36.13%	-79.22%	52.38%
过热	2009.8-2009.11	0.88%	13.42%	-0.24%	-14.17%
滞胀	2009.12-2011.7	18.39%	28.89%	64.78%	91.80%
衰退	2011.8-2015.3	-25.96%	-36.90%	36.58%	33.60%
复苏	2015.4-2016.9	10.49%	12.68%	-4.57%	3.41%
过热	2016.10-2017.7	5.00%	-17.39%	2.07%	-4.34%
滞胀	2017.8-2018.9	-5.37%	-13.58%	-10.96%	-13.37%
衰退	2018.10-2019.2	-5.97%	2.86%	2.75%	-3.36%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

\*由于经济阶段划分尚存分歧，且各版块子公司样本量较小，可能存在偏差。

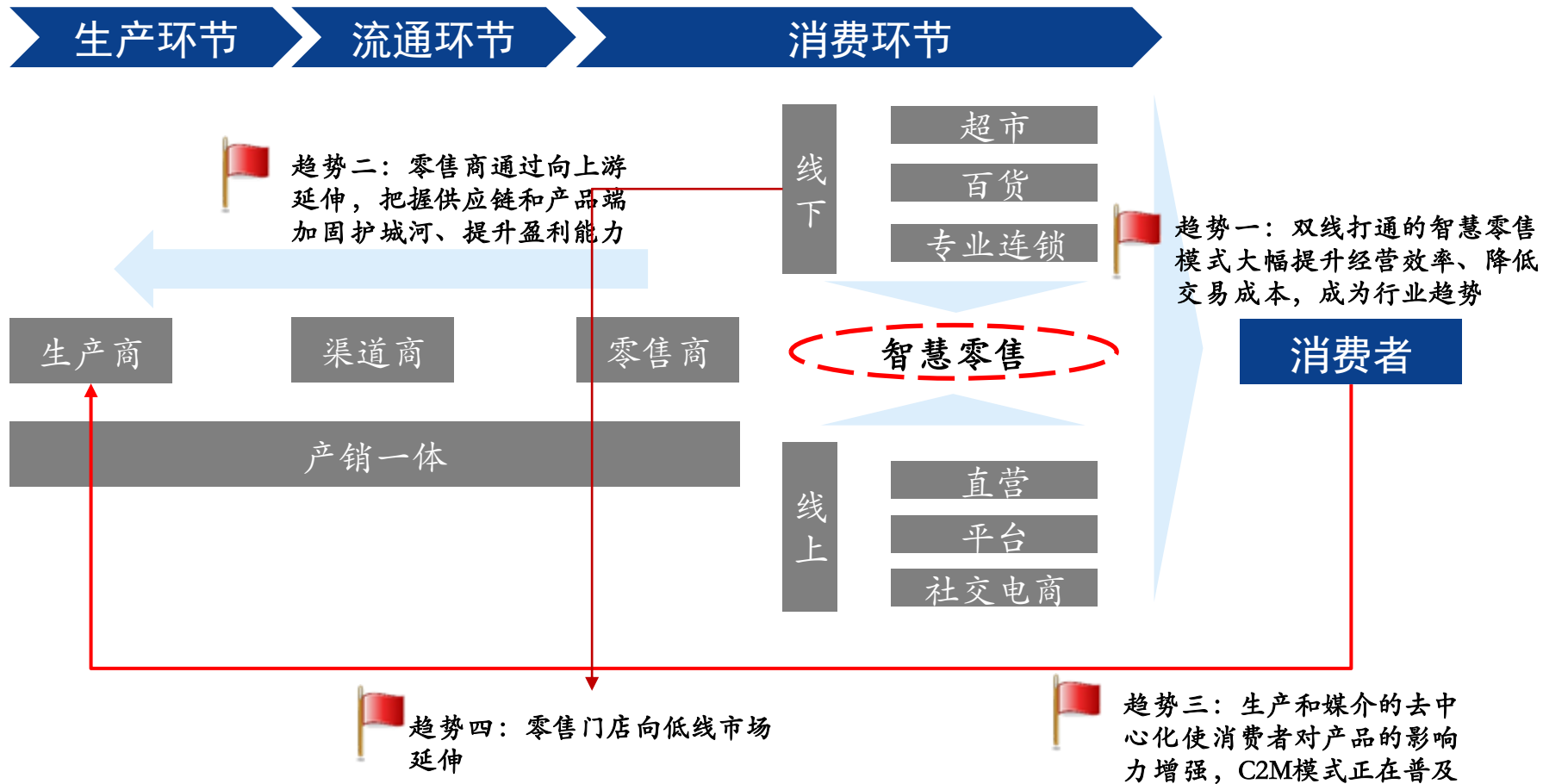


# 目录

1. 消费缓后趋暖，估值回升但仍处历史底部，必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升
2. 宏观经济对相关子行业影响几何：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期，必选消费刚性较强
3. 产业链趋势展望：渠道融合缩减，区域下沉
4. 海外对比研究：国内龙头盈利能力尚有提升空间
5. 子板块：龙头增速好于板块，精选优质标的
6. 投资建议与盈利预测

### 3.1. 零售行业产业链结构及演变趋势

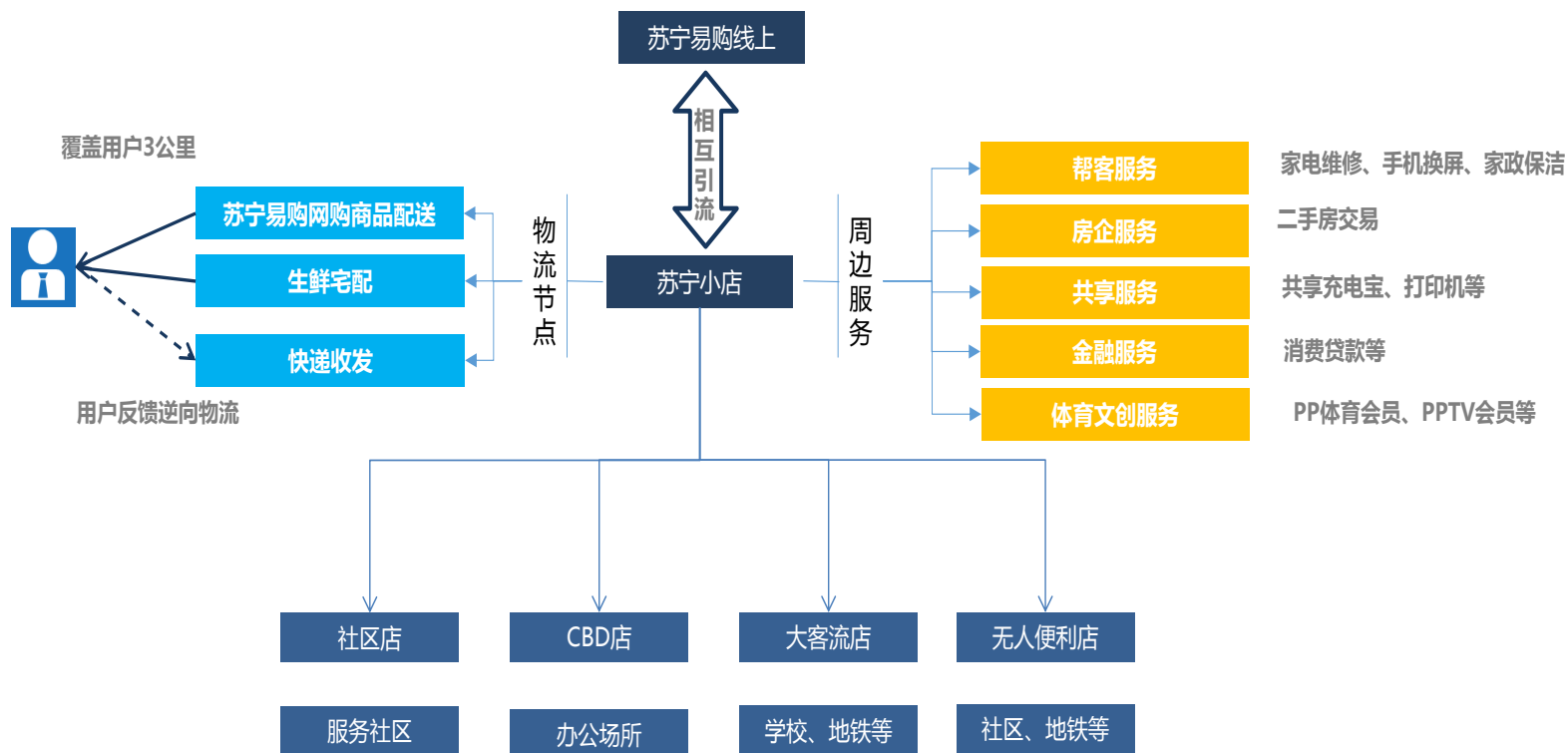
零售对成本、效率、体验的追求始终不变



## 3.2. 趋势一：智慧零售、数字化转型及双线打通

苏宁线上线下统一供货体系可提升规模效应；共享会员体系实现线上以及线下双向相互导流、增强用户粘性；自建物流体系保障内部服务质量，同时承担部分社会化物流获取增量收益。2018年起，苏宁发力建设苏宁小店，拟以苏宁小店为物流节点覆盖周围三公里消费群体，将进一步深度融合线上及线下零售体系。

图：苏宁易购以苏宁小店为核心的智慧零售模式

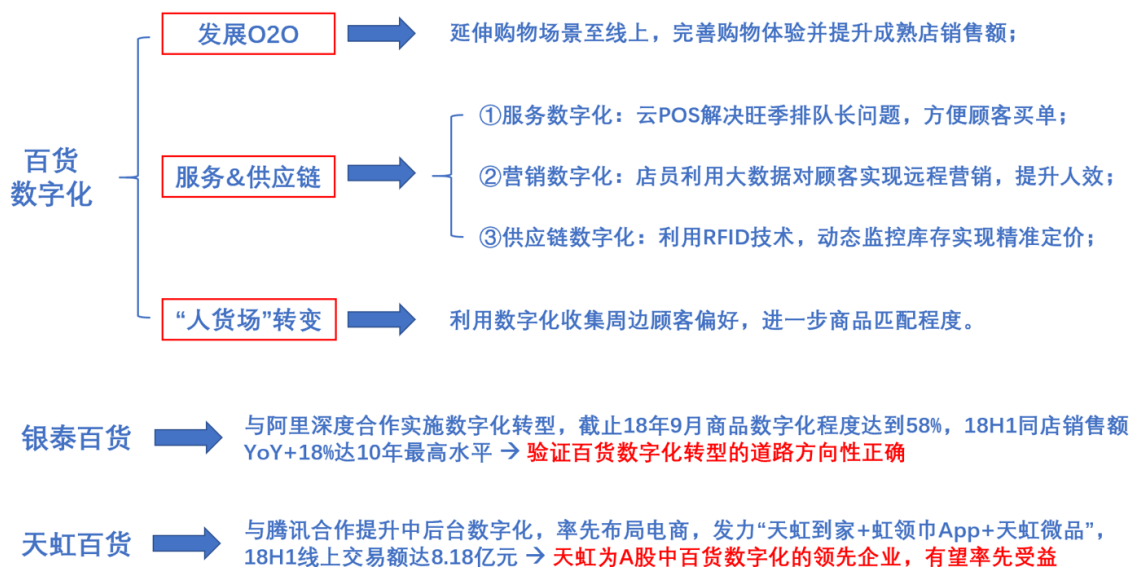


## 3.2. 趋势一：智慧零售、数字化转型及双线打通

目前，以银泰和天虹为代表的百货企业向数字化转型升级已经走在了行业前列，未来有望在本轮百货数字化变革中继续率先受益。

- 经过1年多数字化转型，银泰在18H1期间实现同店销售额增长18%，验证了百货数字化转型的方向性正确，且未来仍将进一步深入。
- 回顾天虹，公司数字化的改革包括了：1) 与腾讯合作，运用大数据推动“人-货-场”改革；2) 发力“天虹到家”，实现2小时内一体化配送；3) 发展虹领巾App、天虹微品，实现销售渠道O2O；4) 数字化销售赋能销售人员，在闲暇时实现精准推送及爆款打造；5) 利用RFID技术实现库存数字化动态监控，提高促销精准程度与减少人工清点库存时间。

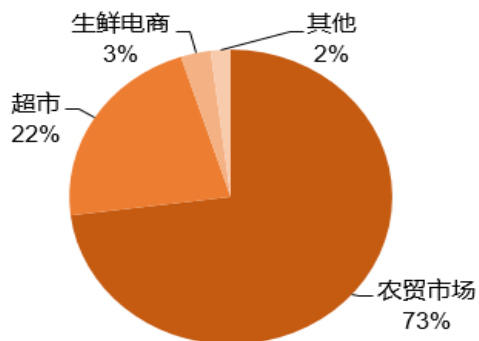
图：百货企业三个维度的数字化及代表性标的



### 3.3. 趋势二：零售商向上游延伸

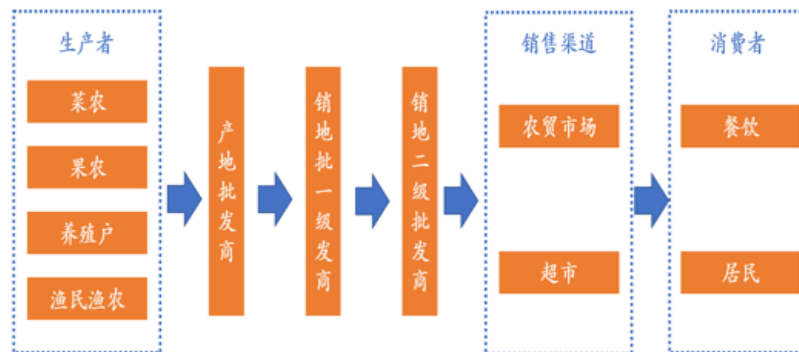
- 以生鲜为例，据中国产业信息网，目前我国农贸市场规模近2万亿，仍为居民采购生鲜主要渠道农贸市场渠道占比达到73%；但中游具备过多分销层级，存在明显弊端，以永辉、家家悦为代表的超市龙头企业通过缩减渠道并向上游延伸，达成更高效率。据公开调研及公司公告，家家悦直采比例超80%，永辉直采比例超70%。

图：农贸市场至今仍是我国居民采购生鲜的主要渠道



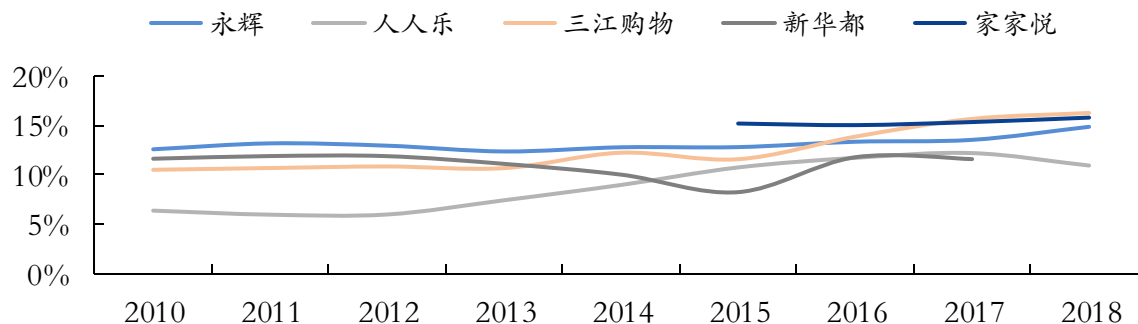
资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图：以农贸市场为代表的传统生鲜供应模式



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

- 永辉及家家悦生鲜毛利率较高

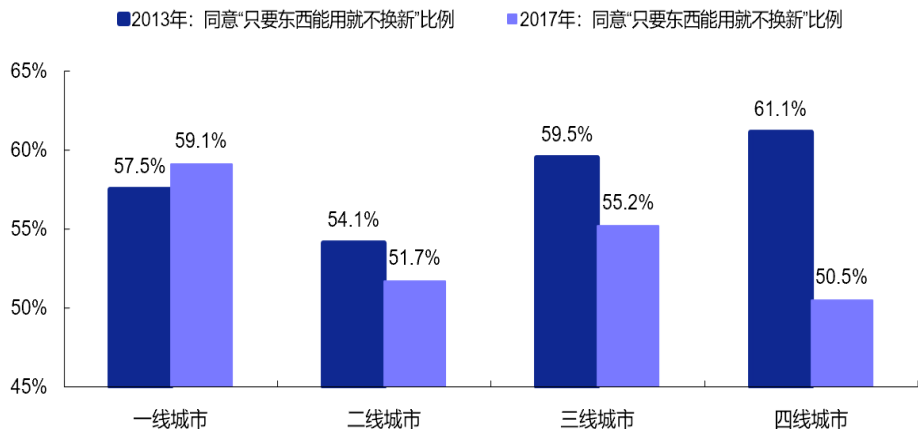


## 3.4. 趋势三：消费者对生产端影响力增强

**消费者需求变化：**  
一二线城市消费回归理性，同时三四线城市开始消费升级，品牌意识提升下使得无牌商品份额进一步下降。

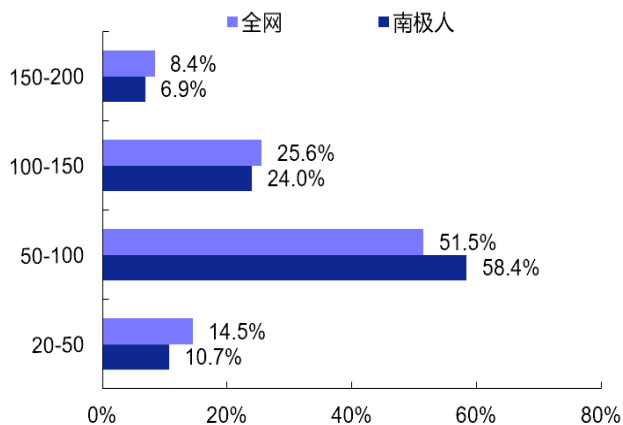
**对南极电商的影响：**  
坚定定位高性价比、中高购买频次、主流大众价格区间、南极人强品牌力赋能的产品矩阵，迎合大众消费者的需求变迁。

图：一线城市消费回归理性+二三线城市消费升级，共同推动高定价比品牌发展



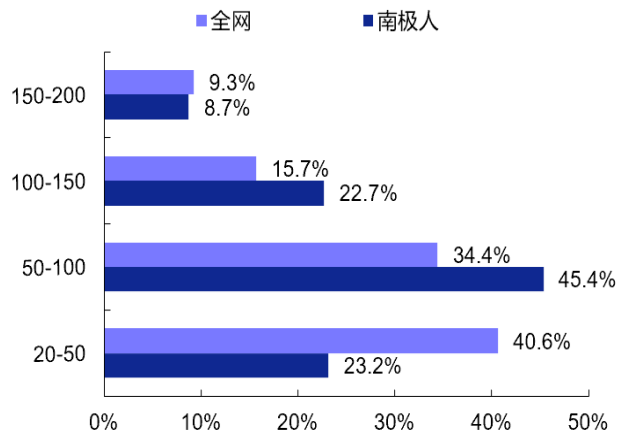
资料来源：艾瑞咨询——《2017年中国网民消费升级和内容升级洞察报告》，安信证券研究中心

图：保暖内衣定位主流价格带，定位高性价比（元/件）



资料来源：淘数据，安信证券研究中心计算

图：家纺同样定位主流价格带，高性价比明显（元/件）

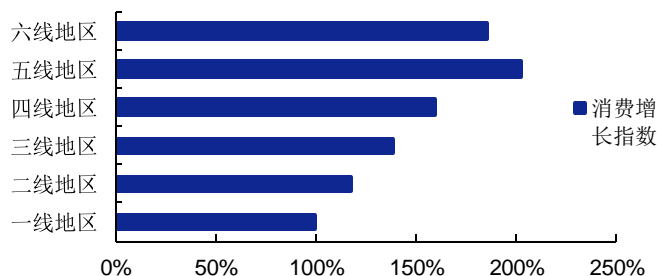


资料来源：淘数据，安信证券研究中心计算

## 3.5. 趋势四：零售门店向低线城市延伸

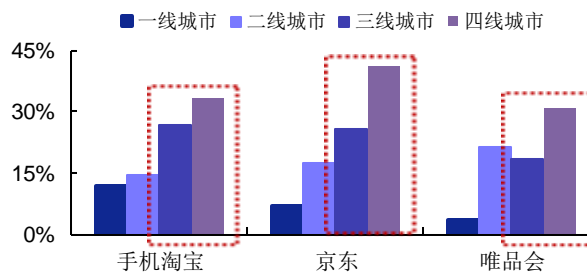
低线城市消费增长强劲，且对化妆产品的需求量高速增长，低线城市化妆品市场空间广阔。国货品牌深耕低线城市、“农村包围城市”。

图：低线城市颜值消费强劲增长



资料来源：京东《2017美妆消费报告》，安信证券研究中心

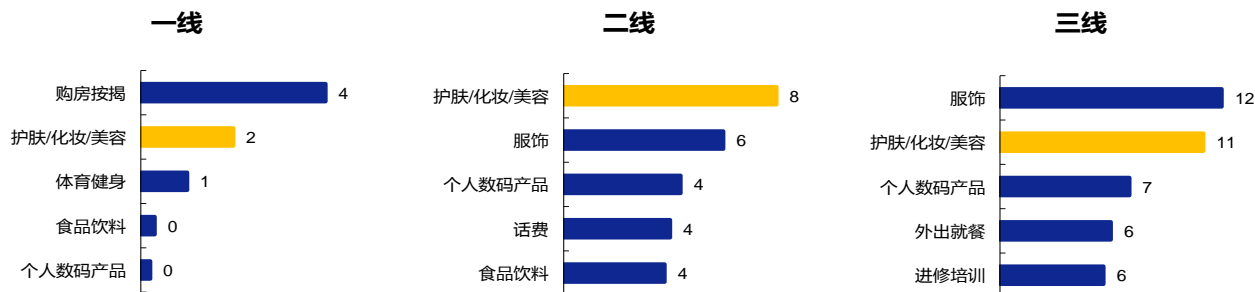
图：双11电商APP用户中低线城市增长更快



资料来源：Questmobile，安信证券研究中心

图：低线城市颜值消费强劲增长

在以下方面增加消费的消费者比例 (2016vs2015)



资料来源：凯度咨询，安信证券研究中心

## 3.5. 趋势四：零售门店向低线城市延伸

低线城市消费增长强劲，且对化妆产品的需求量高速增长，低线城市化妆品市场空间广阔。国货品牌深耕低线城市、“农村包围城市”。

表：国内品牌单品牌店运营多以加盟为主

品牌	植物医生	林清轩	老中医	樊文花	膜法世家	嘉媚乐	美丽小铺
数量	2500+	417 家	3000 多家	2700 多家	150 多家	2000	2000 多家
形态	产品+体验；护理模式+会员模式；空瓶回收，倡导环保，10 元/个	新零售；产品+体验；全产业链经营模式贯穿产品研发、原材料种植、终端销售、售后服务	产品+护肤体验；主要是治疗痘痘	面膜体验店；“产品+服务”的新型线下体验店模式；新顾客进店可免费享受 30 分钟极致面部护理体验	被中路股份 56 亿收购；现场试用、皮肤护理、深度体验	精油 DIY+精油护理体验；“芳疗体验阁”和“精油工坊”	19 分钟体验模式开创者和智慧门店践行者；顾客回头率 88.6%的美容护肤连锁体验店
渠道	街边单品牌店、商场负一楼、电商渠道	100 家位于百货商店，其余 317 家全部开在购物中心一线、新一线、二三线城市；标准店 50 平，旗舰店 100 多平	实体专卖店、专柜为主	百货商场、购物中心；采用的是行业小店模式，店面面积通常在 15-20 ㎡	CS、电商	百货、CS、电商渠道	万达广场等大型 Shopping Mall、大型商超
产品	复方精油、清洁膏、面膜、身体乳	手工皂、山茶花油、芦荟膏、面膜、系列护肤；线上客单价在 200 元左右，线下在 500 元左右	祛痘等护肤系列、彩妆、洗发、足浴、面膜、私人五谷食品	以草本美白为主；洁面、爽肤水、乳液、面霜、面膜、眼霜、精华；2018 年，老中医 SKU 数将达到 200 个	面膜（泥、片）、女士护肤品、男士护肤、去黑头	精油、手工皂、面部护理、身体护理、护手霜、洗发	面膜、护肤品、清洁面膜
运营	直营+加盟	直营	加盟、代理	直营+加盟	直营 60 多家+加盟	加盟	加盟
单店产出	2015 年预估销售 12 亿元	购物中心单店月均销售在 10 万左右；百货 20-40 万；沈阳兴隆大家庭一家店月均基本在 90-120 万	月应收 8 万多；老中医平均单店年零售规模在 16 万以上	2016 年及 2017 年 1-10 月，上海悦目营收共计近 15 亿元；2015 年、2016 年收入 2.59 亿元、5.70 亿元			
形象	以绿色为主、高山为辅助图形	草绿色+原木色，体现田园风	褐色，体现中国文化	草绿色，体现草本天然	绿色，体现天然	玫红色	绿色，代表天然

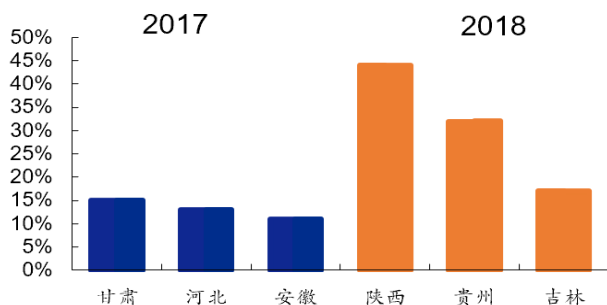
资料来源：锦坤品牌，安信证券研究中心



## 3.5. 趋势四：零售门店向低线城市延伸

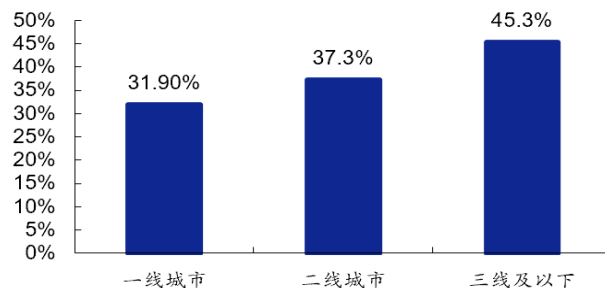
**黄金珠宝：**1) Frost&Sullivan预测的2010-2015年各级城市珠宝销售增长率当中三线及以下城市增速快于一二线城市，人口红利带来的珠宝消费能力将逐渐释放；2) 周大生：公司以一二线城市自营门店为样板店，三四线城市为网络加速扩张。

图：2017&2018年春节珠宝消费增速前三地区



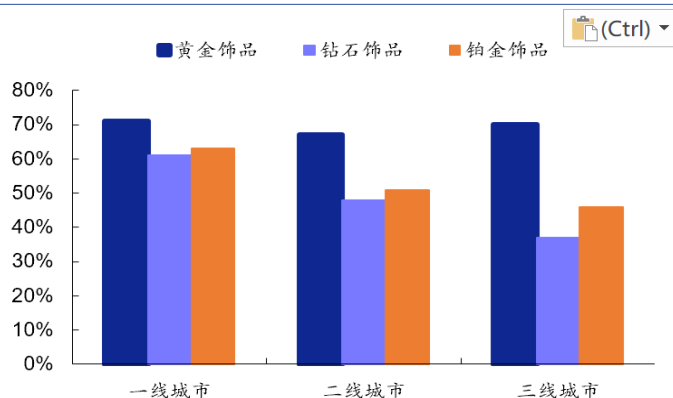
资料来源：商务部，各地统计局，安信证券研究中心

图：2010-2015年各级城市珠宝销售增长率



资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心

图：低线城市非金饰品渗透率有望进一步提升



资料来源：世界黄金协会，安信证券研究中心

图：周大生全国营销渠道覆盖示意图



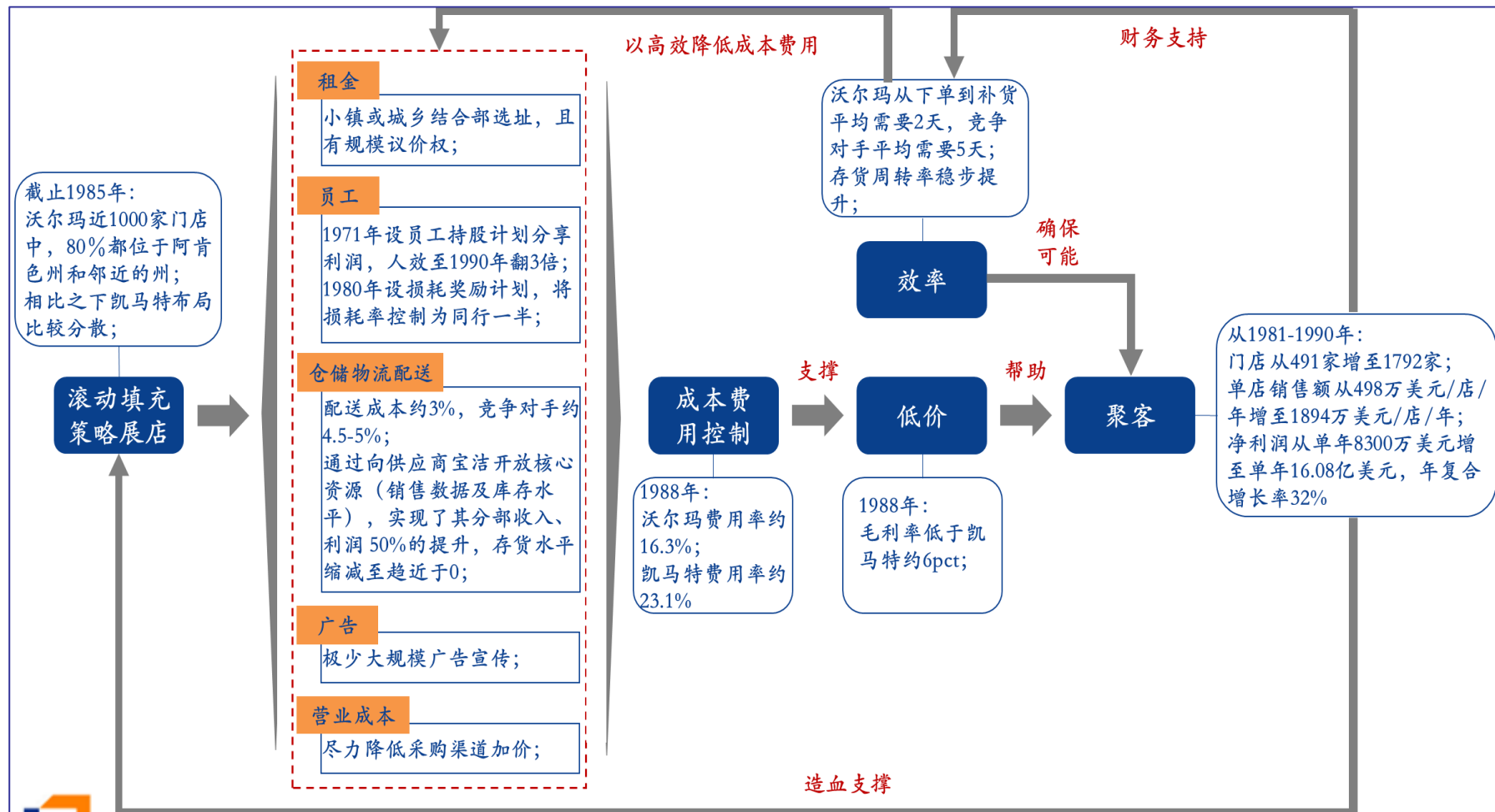
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

# 目录

1. 消费缓后趋暖，估值回升但仍处历史底部，必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升
2. 宏观经济相关分析：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期，必选消费刚性较强
3. 产业链趋势分析：渠道融合缩减，区域下沉
4. 海外对比研究：国内龙头集中度和盈利能力尚有提升空间
5. 子板块：龙头增速好于板块，精选优质标的
6. 投资建议与盈利预测

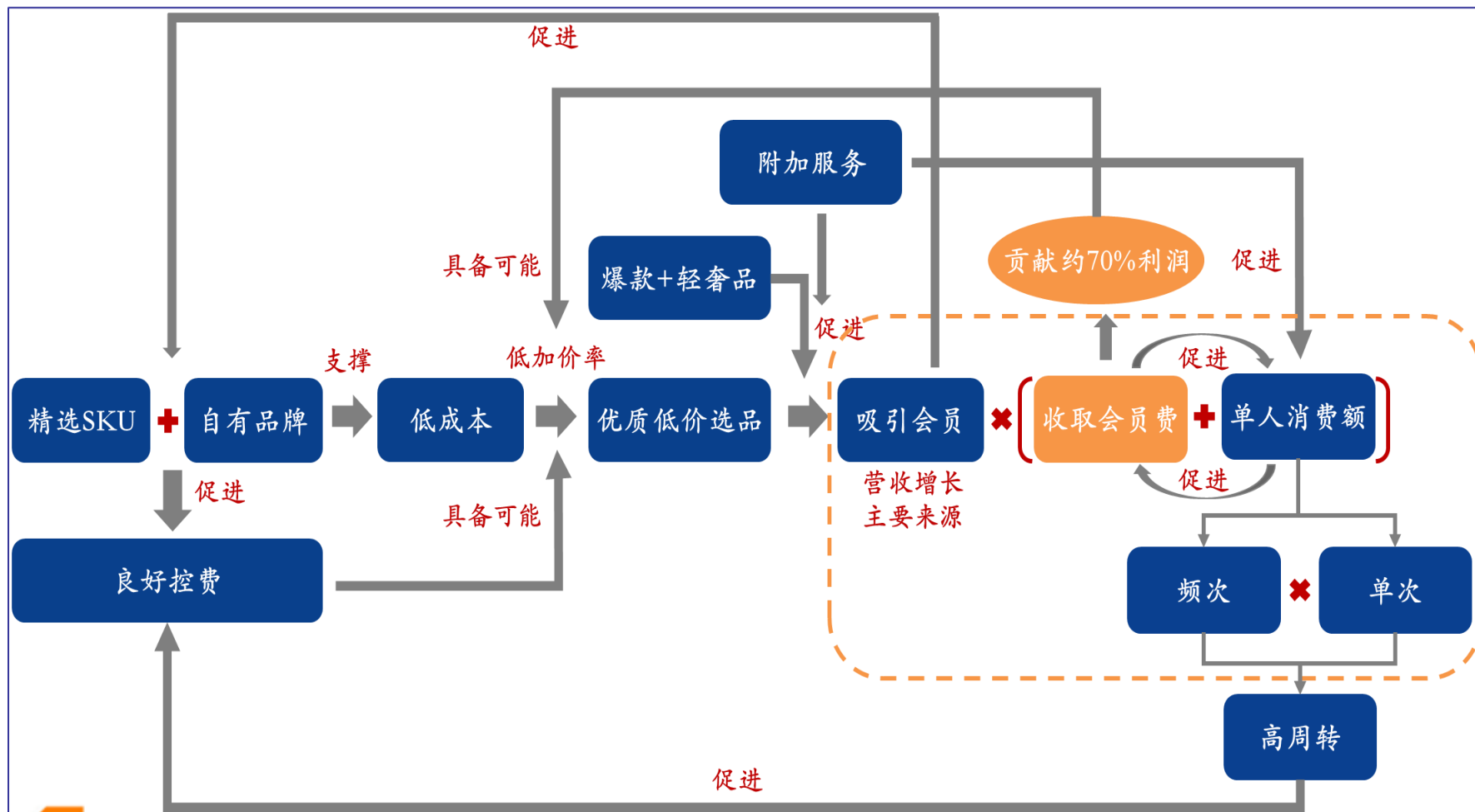
## 4.1. 以超市为例，看海外龙头如何养成

➤ 沃尔玛成长逻辑：以成本控制支撑低价，以系统优化支撑效率，迭代获利



## 4.1. 以超市为例，看海外龙头如何养成

➤ 好市多成长逻辑：仓储会员业态典范，量价创收，孵化迭代

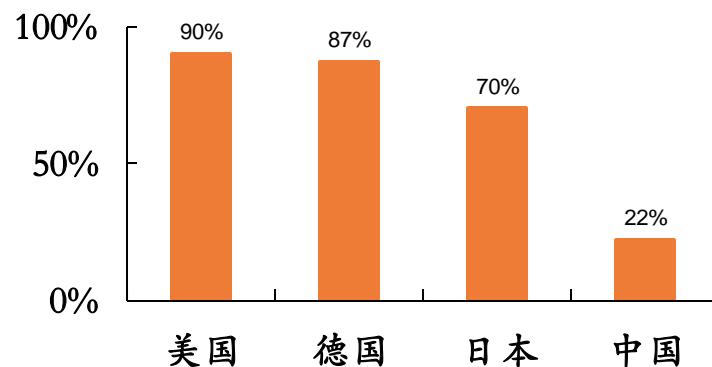


## 4.2. 国内对比国外差距仍在，规模不足实为根本

		好市多	沃尔玛	永辉超市	高鑫零售
毛利率 (%)	2016	13.3%	25.7%	20.2%	23.9%
	2017	13.3%	25.4%	20.8%	24.1%
收入 (亿元)	2016	7893	33,325	492	1034
	2017	8504	31,691	586	1076
本土收入 (亿元)	2017	6188	24,106	586	1076
自有品牌比例 (%)		25%+	20%	5%~10%	10%
净利率 (%)	2016	2.1%	2.8% (之前约 3.5%)	2.5%	2.6%
	2017	2.2%	2.0%	3.1%	2.9%
费用率 (%)	2016	10.3%	21.2%	17.0%	20.7%
	2017	10.1%	21.5%	17.3%	21.1%
人效 (万元/人/年)	2016	362	145	70	68
	2017	368	138	69	70
坪效 (元/平方米/年)	2016	82,329	30,817	11,512	14,120
	2017	85,308	29,458	11,155	13,672
SKU 数	大约	3700	万级	万级	-
资产周转率 (次/年)	2016	3.6	2.4	2.0	1.7
	2017	3.7	2.5	1.9	1.7
固定资产周转率 (次/年)	2016	7.3	4.2	16.1	3.8
	2017	7.3	4.3	17.3	4.0
租赁门店占比	2016	20.6%	-	约 97%	68.8%
	2017	20.8%	14.6%	98.1%	69.5%
流动资产周转率 (次/年)	2016	7.30	8.24	3.03	4.05
	2017	7.93	8.53	2.86	3.75
存货周转率 (次/年)	2016	11.5	8.3	8.2	5.5
	2017	11.9	8.6	8.5	5.2
现金周转率 (次/年)	2016	29.7	64.0	7.9	13.7
	2017	32.4	70.5	9.2	11.1
权益乘数	2016	2.9	2.5	1.6	2.7
	2017	3.0	2.6	1.6	2.7
ROE	2016	20.7	17.2	7.9	12.1
	2017	23.4	12.7	9.3	12.7

- 1) 国内行业集中度较低：  
美国 CR3 80% VS 中国 CR5 27.6%；
- 2) 自有品牌比例较低：  
美国 20%+ VS 中国 10%-；
- 3) 国外具备会员付费制度：  
好市多会员贡献近70%利润；
- 4) 国外企业效率较高：

图：我国生鲜超市渠道渗透率明显低于发达国家



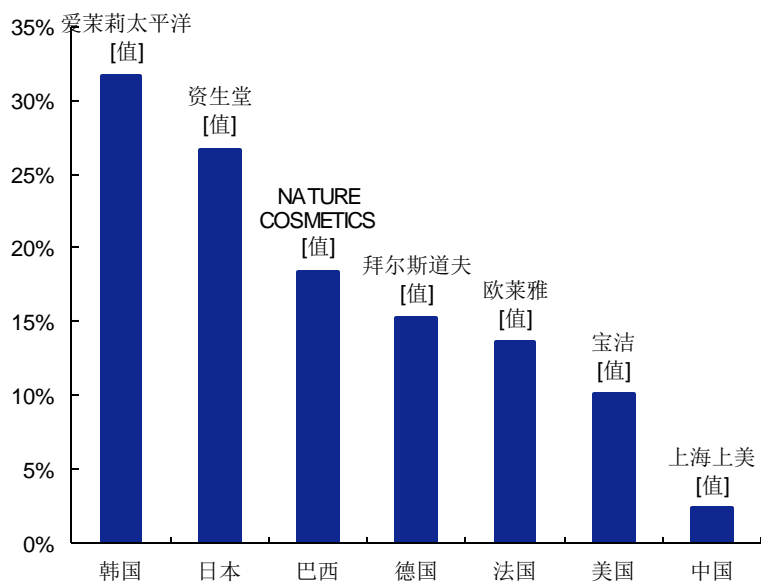
资料来源：公司公告，中国产业信息网，安信证券研究中心

## 4.3. 化妆品：海外集中度较高，国内龙头溢价不断提升

外资集团品牌梯队的行程得益于全球并购视野和积极本土化扩充。当前，在资本支持下，一些本土化妆品企业，或是通过收购和引进国内外成熟的化妆品品牌，或是通过以自身技术结合资本进行品牌开发，丰富自身化妆品品牌和品类，蓄力打造多品牌的化妆品集团。

通过不断收购其他品牌，雅诗兰黛营收自2015年罕见下滑后恢复并保持增长。雅诗兰黛集团于1946年创立，是全球第二大化妆品集团，生产和营销高品质的护肤、彩妆、香水及护发产品，产品销售遍及全世界130多个国家和地区。作为高端化妆品行业的领导者，雅诗兰黛占据全球高端化妆品市场25%的份额，占据美国高端化妆品市场50%的份额。

图：发达国家第一大化妆品企业市占率较大



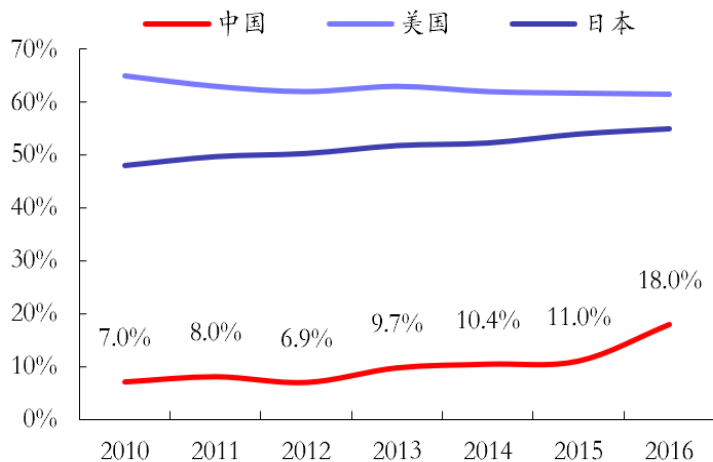
表：雅诗兰黛通过不断收购实现高速扩张

时间	收购品牌	地区及类型
2016.12	Too Faced	美国彩妆
2016.11	Becca	美国彩妆
2016.2	By Killian	法国高端香水
2015.10	Do The Right Thing	韩国男士护肤品牌
	Dr. Jart+	韩国护肤品品牌
2015.1	Editions de Parfums Frederic Malle	法国小众香水
2015.1	Glamglow	好莱坞高端面膜品牌
2014.11	Le Labo	美国高端香水
2010	Smashbox	彩妆线
2003	Darphin	法国美妆品牌
2003	Rodan and Fields	护肤品品牌
2000	Bumble and bumble	美发沙龙
1999	Stila	美国彩妆
1999	Jo Malone	英国香水
1998	Mac	彩妆
1997	Aveda	美发护发产品
1995	LA MER	高端护肤品品牌
	Bobbi Brown	彩妆

## 4.4. 百货：存量整合加快+龙头革新优势扩大，百货集中度有望提升

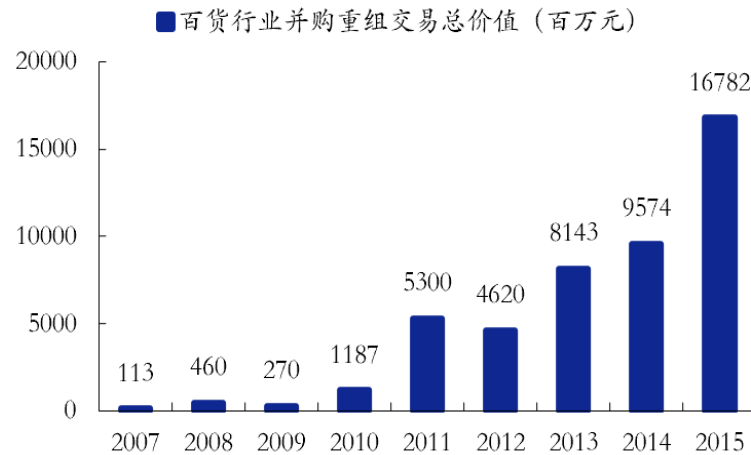
- ▶ 我国百货业市场集中度偏低，区域特征明显。截止去年，行业前四名的市场占有率，即CR4不足20%。而同期美日已达到50%-60%，形成寡头市场。
- ▶ 近年来百货行业开始受到头部电商等多业态的持续重视，打破了多年以来百货业温水煮青蛙的常态，行业内并购重组交易额快速增加。叠加国企改革政策陆续落地，同样有望为百货行业的结构性重塑注入政策性利好，加速存量整合与集中度提升，孵化出国内的百货行业龙头。

图 2010-2016 年各国百货行业集中度 CR4 对比



资料来源：RET 睿意德商业地产研究中心，信证券研究中心

图 百货行业并购重组交易总价值



资料来源：RET 睿意德商业地产研究中心，安信证券研究中心

# 目录

1. 消费缓后趋暖，估值回升但仍处历史底部，必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升
2. 宏观经济相关分析：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期，必选消费刚性较强
3. 产业链趋势分析：渠道融合缩减，区域下沉
4. 海外对比研究：国内龙头集中度和盈利能力尚有提升空间
5. 子板块：龙头增速好于板块，精选优质标的
6. 投资建议与盈利预测

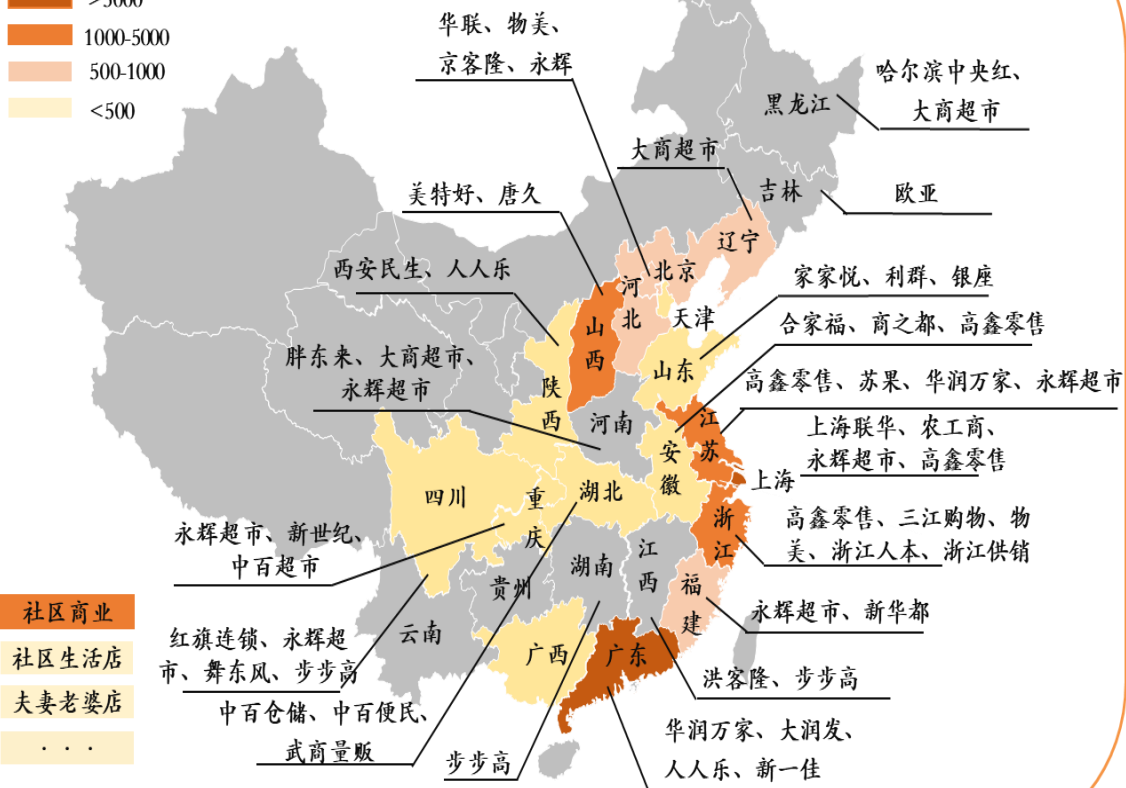
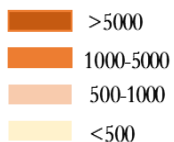


# 5.1. 超市：行业格局高度分散，龙头议价权不足

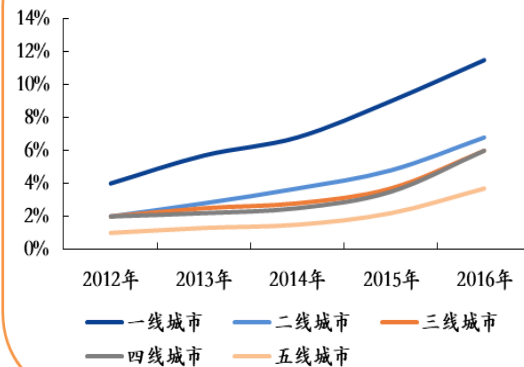
线下：大卖场&标超&便利店&社区商业

线上：电商&社交

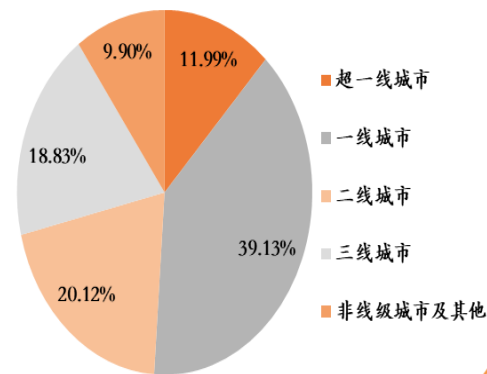
便利店店铺数量



电商消费占城市零售消费总额的比例

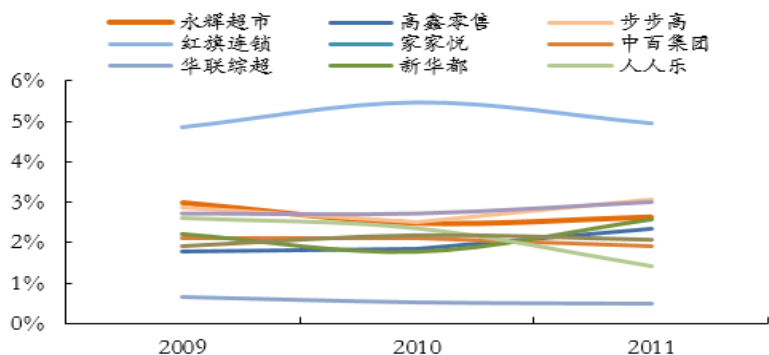


腾讯用户地域分布情况



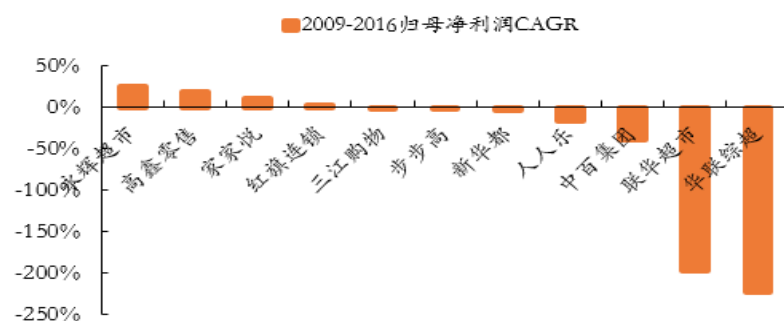
# 5.1. 超市：盈利能力较低，社零增速放缓及电商分流双重压力下，成本效率决定分化

图：超市公司净利率仅有 2%-3% (2009-2011 年)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图：电商倒逼下，成本与效率决定经营分化



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注家家悦为 2011-2016 年复合增速

表：国有企业人效较低，电商倒逼下优势民营企业维持净利增长 (人效单位：万元/人/年)

企业性质	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市 (民营)	44	48	53	50	56	70	69
高鑫零售 (民营/合资)	66	66	66	64	66	68	70
家家悦 (民营)	-	-	-	53	58	65	67
红旗连锁 (民营)	31	30	32	38	35	38	46
三江购物 (民营)	57	64	62	68	70	76	72
步步高 (民营)	64	77	78	72	69	66	66
新华都 (民营)	46	46	52	53	50	53	64
人人乐 (民营)	48	53	64	58	65	64	58
中百集团 (国有)	37	40	41	45	43	48	58
联华超市 (国有)	45	49	54	55	57	61	62
华联综超 (民营)	41	41	48	51	55	61	68

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：三江购物、人人乐、中百集团、联华超市、华联综超人效增长与人员缩减有关 (无收入支撑)

## 5.1. 超市：盈利能力较低，社零增速放缓及电商分流双重压力下，成本效率决定分化

表：国有企业人员费用率较高，优势民营企业人员管控能力突出（人员费用率为超市企业费用端绝对大头，占三费比重40%左右）

	企业性质	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市	民营	6.3%	6.8%	6.6%	7.2%	7.5%	7.6%	7.7%
高鑫零售	民营/合资	5.6%	5.9%	6.1%	6.7%	7.4%	7.9%	8.0%
家家悦	民营	-	-	-	-	8.2%	8.2%	8.3%
红旗连锁	民营	-	10.8%	11.5%	10.6%	11.0%	11.2%	10.4%
三江购物	民营	7.0%	7.2%	7.9%	8.5%	9.0%	9.5%	10.5%
步步高	民营	5.0%	5.1%	5.4%	5.5%	5.8%	6.0%	6.3%
新华都	民营	5.3%	5.3%	5.9%	6.3%	7.6%	7.4%	7.2%
人人乐	民营	5.2%	5.5%	5.0%	6.3%	7.0%	7.8%	9.6%
中百集团	国有	5.6%	7.6%	8.0%	8.6%	8.5%	9.9%	9.8%
联华超市	国有	7.3%	8.5%	8.9%	9.3%	8.9%	9.3%	9.5%
华联综超	民营	6.8%	7.6%	7.9%	8.4%	8.3%	9.0%	8.4%

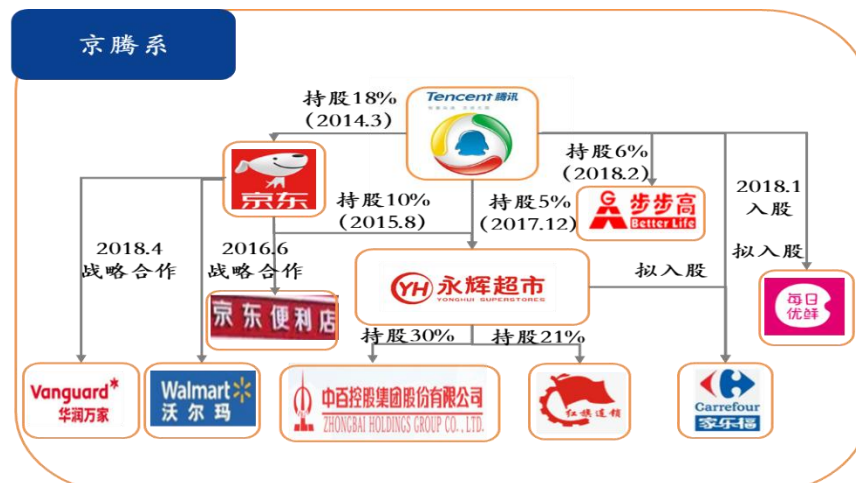
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表：民营优势企业坪效较高（坪效单位：元/平方米/年），注：表中公司坪效为所有业态租赁面积平均坪效，2017年公司大卖场及综超同店租赁面积平均坪效约为8945元/平方米/年（坪效单位：元/平方米/年）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市	民营	11,262	12,015	11,633	11,893	11,508	11,512	11,155
高鑫零售	民营/合资	17,309	16,742	15,868	14,692	14,264	14,873	13,606
家家悦	民营	-	-	-	-	-	7,060	7,176
红旗连锁	民营	-	13,595	14,335	14,796	11,635	11,689	13,347
三江购物	民营	10,984	11,450	10,430	9,885	9,982	10,931	9,830
步步高	民营	-	-	-	-	-	-	4,401
新华都	民营	-	-	-	-	-	-	8,606
人人乐	民营	7,568	7,599	6,693	6,732	6,560	-	6,167
中百集团	国有	-	-	-	-	-	-	-
华联综超	民营	-	-	-	9,010	8,632	7,761	7,536

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：表中为单位租赁面积口径坪效，高鑫零售转租面积相对较高，假设50%转租比例（公司公开调研数据估算）对标永辉做归一化处理（据公司公告计算，永辉转租比例约18%）；新华都为经营面积坪效，表中省略为公开资料中不可得数据

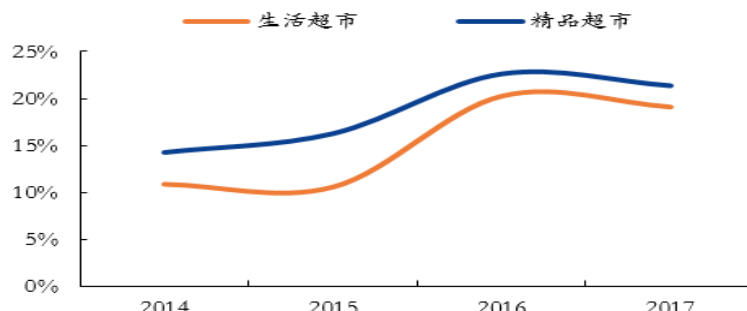
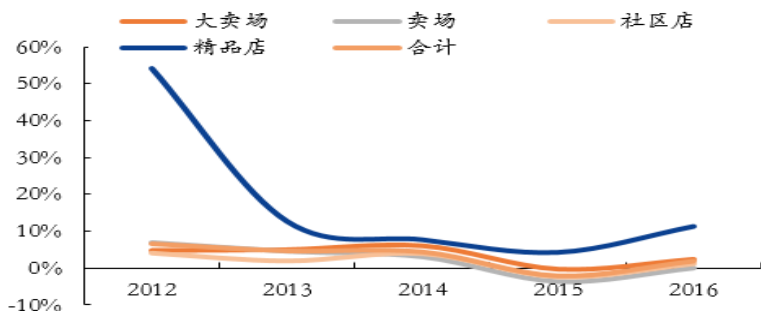
# 5.1. 超市：双线融合趋势渐明，行业加速集中



- 需求升级，小者难以维系
- 双线融合，对线下效率提出更高要求，加速供给出清

图：永辉绿标店（精品店）同店增速显著高于传统门店

图：华联综超精品超市毛利率高于普通超市

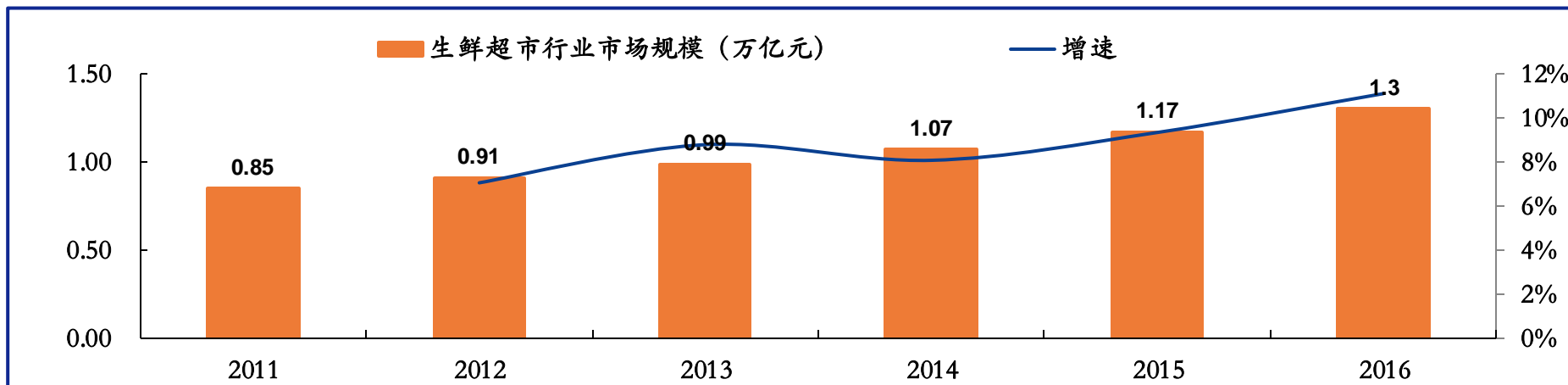


资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：2017年公司统计口径将红标店合并，绿标店同店增速3.5%，仍高于红标店（1.5%）

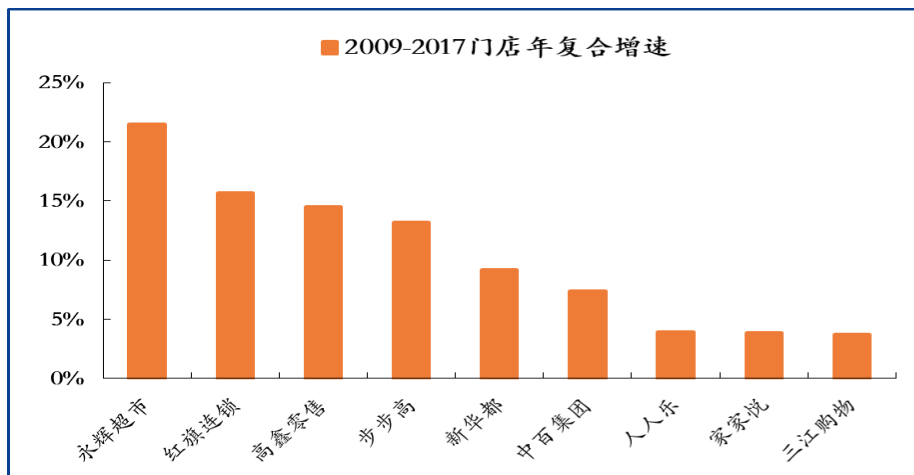
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5.1. 生鲜超市：品类触网难度大，受益渠道转换获高频引流

生鲜超市行业规模稳步增长，增速高于整体营收



2009-2017年，永辉超市以行业最快展店速度获得行业最高单店收入增速，且成功实现全国性扩张



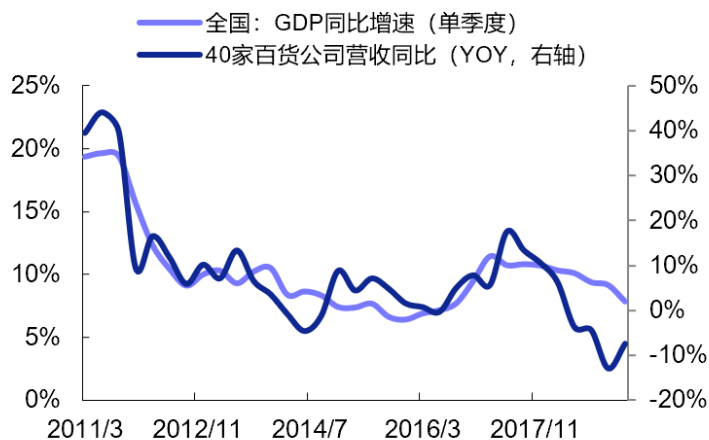
## 5.1. 超市：重点推荐永辉超市、家家悦

- **永辉超市**：上调云超**2019年预期至29亿元**，后期业绩增速有望逐季提升，长期逻辑具备预期差。公司以生鲜差异化定位为始，在行业双线融合发展趋势之下，云超板块内生确定性已较足；顺势而行力促内外整合加速，并向平台化方向衍进，待降本增效完成，或充分受益于行业集中度提升，成就规模、盈利能力双双逆势增长，具备高成长性。当前云创、彩食鲜相继出表，促主业聚焦、轻装前行，一二集群合并、管理人分工明确或使云超效率改善，叠加中后台系统促控费加强，或可提升效率带来更高业绩弹性；布局小店，到点到家双管齐下，有望改善市占率预期，且考虑到后续CPI变动及去年基数情况，后续业绩增速有望逐季提升。以美为鉴，沃尔玛估值与业绩增速有较大相关性，特别在快速扩张期估值提升明显，PE最高达50倍，PS最高达2倍；针对2019-2020年云超内生25%增速，考虑稀缺龙头成长性及内外整合赋能期弹性溢价，给予35倍PE，6个月目标价11元，继续推荐。
- **家家悦**：公司作为山东区域龙头，既具备生鲜供应链优势，且凭借大小店结合的展店方式，区域规模效应明显，烟威市占率超40%、60%；当前稳步推进西部扩张、渠道下沉、门店商品调整，认可生鲜供应链的西部扩张逻辑，仅以山东人口及社零为标准估算，单年营收将是4-6倍增长，扩张、提效潜力较大；业绩增速相对稳健，预计2019-2020年EPS为0.95、1.09元/股，但要达到当前卖方一致预期可能有所压力。我们认为，公司当前预期差在于长期弹性认识，所以应给PS估值，对应2019E 140亿元营收给予1倍PS估值，6个月目标价30元，维持“买入-A”评级，重点推荐。
- **风险提示**：区域竞争加剧；门店拓展不及预期；同业整合不及预期；CPI大幅下行风险。

## 5.2. 百货：可选消费属性受宏观影响，前两轮周期约滞后5~7个月

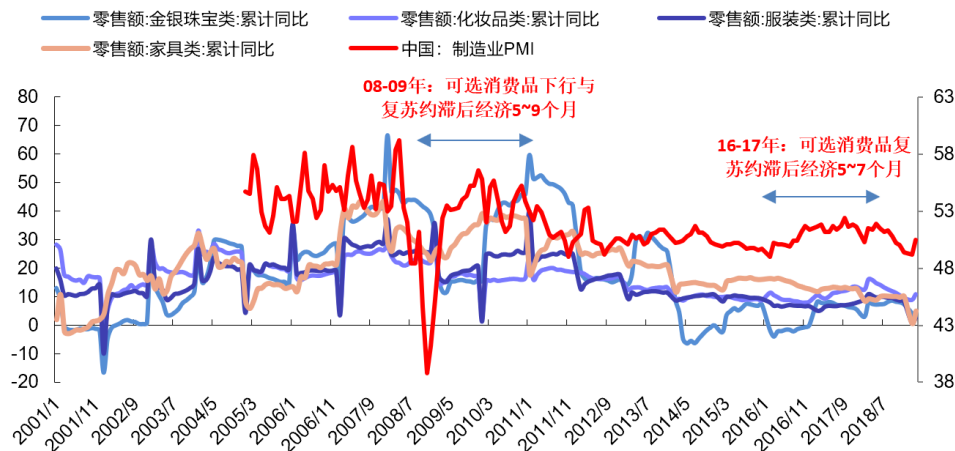
- 百货行业的商品主要为服装类、化妆品类、鞋类、日用品、家居童装等品类为主。以18年天虹股份的零售主业收入构成来看，服装、化妆品、皮鞋、日用品、家居为收入占比达百货收入约80%~90%，相比超市等必选消费与宏观经济的相关性更大。以国内服装、化妆品、珠宝、家居等品类零售额的增速来反映百货月度表现，可以看到国内可选消费零售额同比增速在2008~09年的经济下行与复苏时点上分别约滞后5~7个月，在2016年宏观经济复苏时（约16年7月）滞后约5~6个月。
- 虽然18年H2受到贸易战以及宏观经济影响，百货同店数据一度走弱，但19年1-2月份受益个人所得税下降，同店数据环比18Q4实现企稳，且在19年3月期间王府井和天虹股份等环比1-2月的同店增速实现进一步向好。考虑到18Q1为全年同店增速最大的基数，我们认为百货虽18H2经历短暂回落，但百货的同店收入增速在后续1月个税效应延续、4月1日增值税降税、5月社保有望降费驱动下，19年Q2-4的同店增速有望持续向好。

图 百货行业与 GDP 季度增速大约滞后 0~3 个月



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 从 08-09 年经济下行、16-17 年经济复苏来看，可选消费品大约滞后 5~7 个月左右

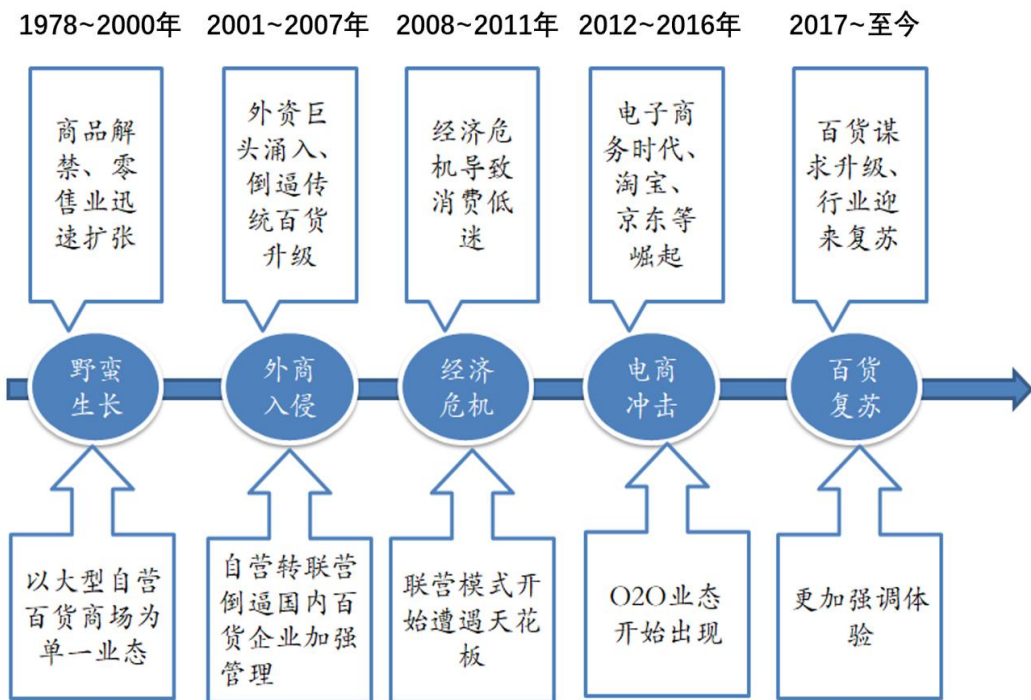


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

## 5.2. 百货：电商冲击消退，线下消费回流，百货现已处第五阶段

中国百货行业自1978年商品解禁以来，行业自身的发展大致历经了40年发展沉浮，大致可分为五个阶段：  
 ①1978~2000年，野蛮生长阶段；②2001~2007年，外商入侵阶段；③2008~2011年，经济危机阶段；  
 ④2012~2016年，电商冲击+抑制三公消费，百货行业持续低迷阶段；⑤2017年起，购物回归线下，百货迎来复苏阶段：  
电商用户增量红利逐渐丧失，以及消费者对线下购物体验的重视，百货公司有望迎来消费回流。

图 百货行业过去40年发展大致经历5个阶段



资料来源：公开资料，安信证券研究中心整理

图 阿里系16年新增活跃用户成本已高于对应的毛利

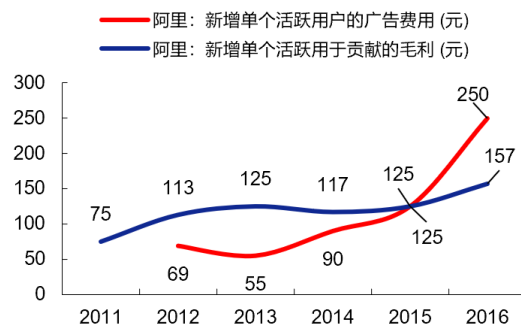
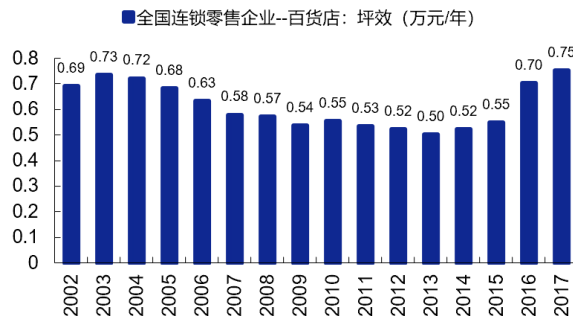


图 全国百货店平均坪效2016年开始触底回暖



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心



## 5.2. 百货：五大趋势推动百货行业发展潜力，推荐行业优质龙头标的

- **趋势一：**中产人数持续增多，购物中心、百货下沉三、四线城市潜力大；
- **趋势二：**线下回归成为未来发展趋势，数字化&全渠道有望持续推进；
- **趋势三：**经营模式目前以联营为主，自营占比中长期有望逐步提升；
- **趋势四：**百货业态持续购物中心化，主题场馆编辑等优化体验；
- **趋势五：**本土品牌崛起，有望推动百货综合扣点率提升，增加复苏确定性。

表 2017 年来百货公司 O2O 概览

时间	百货公司	电商伙伴	合作
2018 年 1 月	百盛集团	Secco.com (亚洲最大在线集成高端产品和服务平台)	双方将整合资源，构建全面整合的线上线下销售服务网络，共同探讨“智能零售”的应用。
2018 年 1 月	新华百货	多点网	Dmall 将通过 Dmall 的应用程序向新华百货提供商品和 O2O 服务
2017 年 11 月	新世界百货	万达飞凡	新世界百货的 15 家店将与飞凡合作进行“点击收集”服务。
2017 年 3 月	太平洋百货	返利网	上海太平洋百货的所有店铺都会在 Fanli.com 上提供促销和每日折扣
2017 年 2 月	百联股份	阿里巴巴	两家公司将开发新技术并利用彼此的用户数据整合离线店铺、物流和支付以提高效率。他们还将共同开发 AI, LOT 和大数据等零售应用的新技术。
2017 年 1 月	银泰商业	阿里巴巴	双方将开展大数据分析合作，实施更全面的 O2O 战略，以优化客户体验，改善库存周转率，提高运营和供应链效率

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

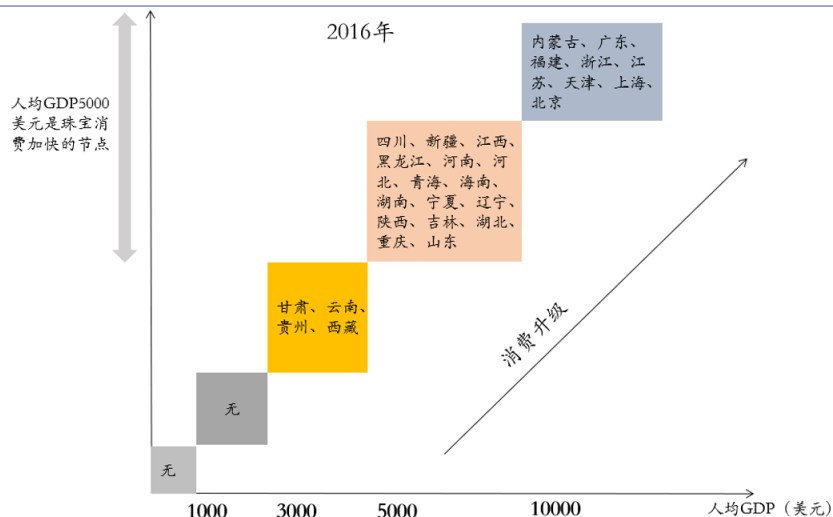
## 5.2.百货：重点推荐天虹股份、王府井

- **天虹股份：同店Q2-4有望逐步改善+19-20年展店加速+数字化降本提效+高管团队员工持股计划彰显信心，内生外延助力成长可期。** 1) 同店有望改善：3月同店数据环比1-2月继续改善，且在1月个税下调和4月企业减税等利好下消费信心有望延续回暖，19Q2~4在基数逐步走低下看好同店增速有望逐季向好；2) 外延扩张加速：二三线城市消费崛起带来的市场红利，预计19-20年新开店均为8-10家，实现加速展店；3) 内生业态升级：优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化，三层面推动内部零售升级，实现降本提效；4) 天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划+一二期股票增持计划绑定，公司治理结构优异，重点推荐。
- **王府井：3月数据环比1-2月显著改善，同比预计增4-5%，在减税降费的利好下消费信心回暖，二三季度逐季向好，估值仍处低位。** ①多层次门店结构：公司是少数几家实现全国门店布局的百货龙头，目前门店50家，其中成熟门店对公司业绩起到支撑作用，成长门店的逐步成熟和亏损门店转型调整同样推动利润增长。②零售体验持续优化：公司大力开发引进体现新生活方式的商品资源，加大进口商品买断自营比例，优化品牌结构，吸引客流增长；③多业态协同发展：百货方面，不断向购物中心化、城市奥莱化、社区化方向发展，转型调整取得显著成效；购物中心方面，主力店发挥百货店商品经营的优势，经营呈现良好态势；奥特莱斯方面，大力推进自营项目的落地，优化品类结构，增长保持强劲。④估值层面：王府井19PE 10.6x，过去10年PE均值22x，估值处于历史较低位置，重点推荐。
- **风险提示：宏观经济下行、新开店数不及预期、存量门店销售不及预期等。**

## 5.3. 黄金珠宝：消费升级促行业长期向好，人均珠宝消费低彰显潜力

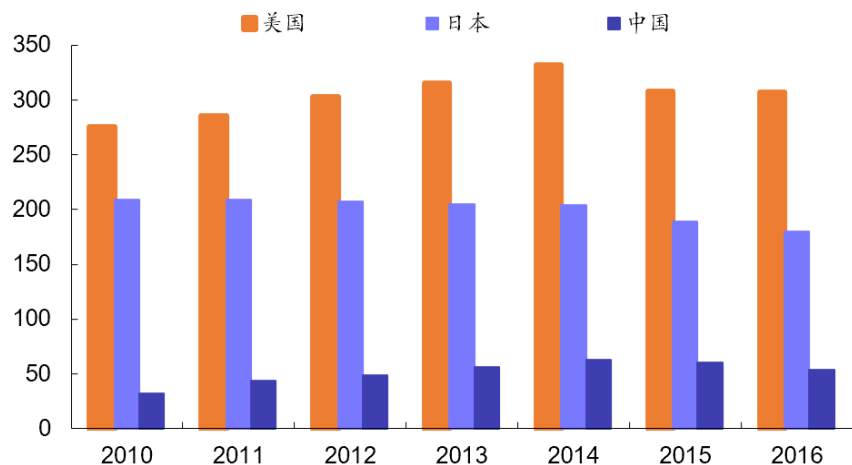
- 需求端来看，珠宝行业最主要的驱动力是居民收入的持续增长；由于珠宝产品的非必需品属性，美国的珠宝消费和经济周期高度联动（1970 年人均 GDP 达到 5000 美元，受消费升级的驱动，美国珠宝销售额才开始进入一个高速增长的通道）。目前国内大部分城市已经通过5000美元甚至1万美元的人均GDP大关，对于珠宝的消费需求有望持续快速提升；
- 对标成熟消费市场，国内人均珠宝消费额度仍然具有提升空间。2016年，美国/日本的珠宝首饰人均消费金额分别为306.7以及180.2美元，而国内的人均消费金额为54.11美元，分别约为美国以及日本的1/6以及1/3，差距较大，消费升级背景下，人均珠宝首饰消费额度仍具提升空间。

图 国内大部分城市已经突破人均 GDP 5000 美元的大关



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 国内珠宝首饰人均消费金额与成熟市场还有差距

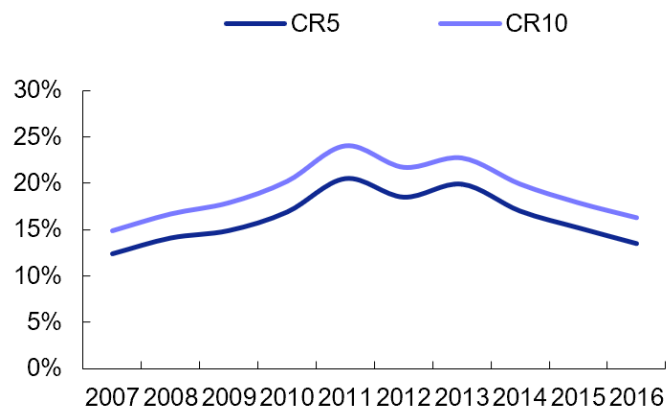


资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

## 5.3. 黄金珠宝：品牌重塑提升品牌定位，市场分散龙头存整合机遇

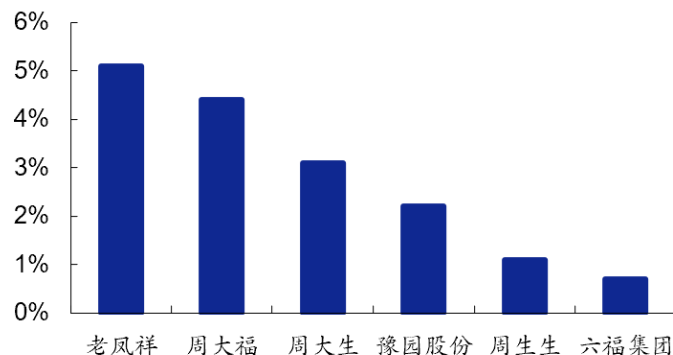
- **竞争格局：市占率分散，优质龙头存整合机遇。**国内市占率方面，前五名分别为老凤祥、周大福、周大生、豫园股份以及周生生，而在2011-16年期间，CR10占比下降了7.7pct，主要由于时尚类珠宝借由国内消费理念改善，赋予珠宝首饰更多非婚嫁含义，在国内布局并取得快速增长；而国内龙头仍然以足金首饰经营为主，婚嫁需求仍然占较大比重，未能及时取得时尚类珠宝行业增长红利；目前国内龙头通过与国内地区经销商的深度绑定合作完成渠道端的下沉覆盖，并着重发展多元产品线，品牌间加速整合，未来龙头市占率有望提升。
- **美国公司主要通过外延并购扩大其市场份额。**美国行业集中度近年来逐步提升，2015年达到19%左右，主要依靠龙头对于其他品牌的兼并收购，市占率第一的Signet通过收购Zale行业集中度得到进一步提升，并获得了包括Zales及Kay等著名珠宝品牌。

图：国内珠宝行业市场集中度



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图：国内市占率较高的几大珠宝品牌

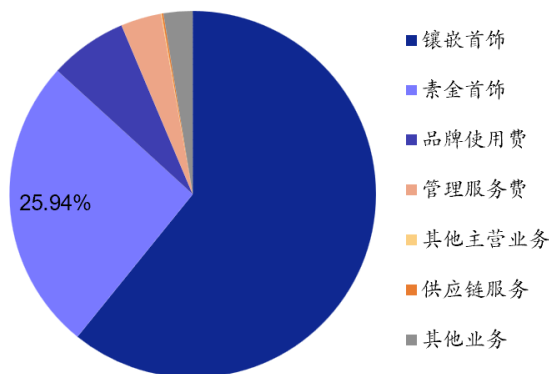


资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

## 5.3. 黄金珠宝：重点推荐周大生

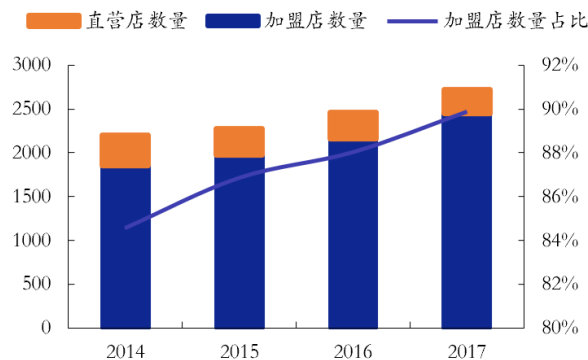
- 以点(自营)带面(加盟)加速渗透三四线城市，建设电商平台打造珠宝O2O生态圈。公司定位中高端钻石珠宝品牌，市占率在国内珠宝首饰市场位列前三，2013年公司引入比利时EXELCO公司“LOVE100”百面切工钻石作为核心产品系列，并率先主打推出场景化珠宝产品，未来仍将持续完善营销网络。1) 线下端：建立以一二线城市为骨干，三四线城市为网络的“自营+加盟”营销体系，将通过租赁和与商场联营在一二线城市新设自营店，增强公司品牌区域影响力；同时在三四线城市，公司将借助加盟商迅速拓展和渗透市场；2) 线上端：建设电商平台，整合网上商城、产品发布、信息共享等功能，为消费者提供全面深入的电子商务服务，打造珠宝O2O生态圈，实现线上线下优势互补、资源共享，提升公司整体的营销能力；3) 公司还将①建立企业研发中心，增强时尚产品和豪华产品的设计能力；②提高原创产品的款式比例，提高公司产品利润率；③将企业品牌的内涵融入产品设计，创造独特的品牌风格，提高品牌产品的辨识度，目前估值仍处历史较低水平，重点推荐。
- 风险提示：连锁经营管理风险，产品质量控制风险，指定供应商的供货风险，委外生产风险等。

图 周大生素金饰品贡献营收的 25.94%



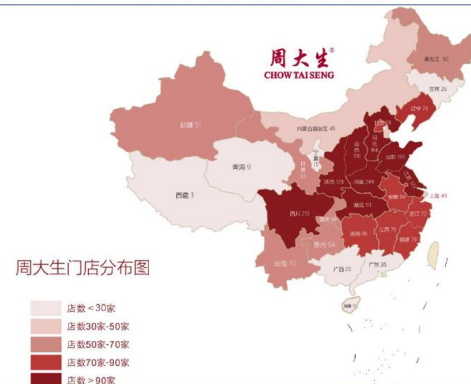
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 加盟店数量及占比持续提升吗，推动业绩增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 周大生全国营销渠道覆盖示意图



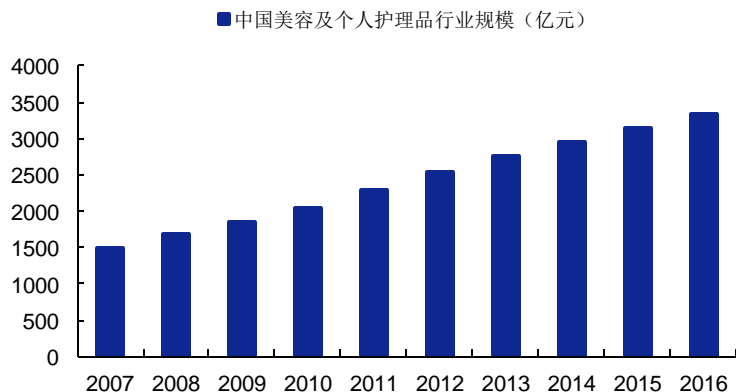
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

## 5.4. 化妆品：市场空间较大，保持快速增长

根据Euromonitor，我国化妆品市场销售规模从2010年的2,045亿元增长到2016年的3,339亿元，复合增长率为8.52%，已经超过日本，成为仅次于美国的全球第二大化妆品消费国。

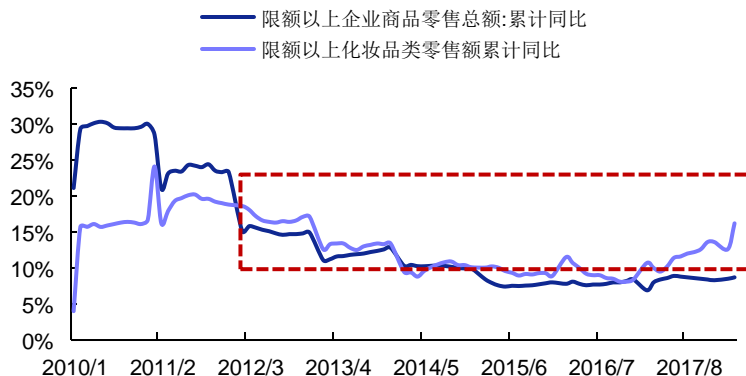
自2012年起，化妆品零售额增速高于社会零售额整体。得益于国家城镇化推进，三四线城市消费者能力得到提升，并且体现出非常强大的消费升级愿望，而电商的发展则将这一升级意愿转化为实际消费，因此近年来化妆品行业表现优于零售业整体情况。随着低线城市美丽消费意识的进一步觉醒，未来化妆品规模还将持续保持增长。

图：化妆品市场规模持续增长，10-16 CAGR为8.52%



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图：近年来化妆品零售额增速快于社会零售额整体增速

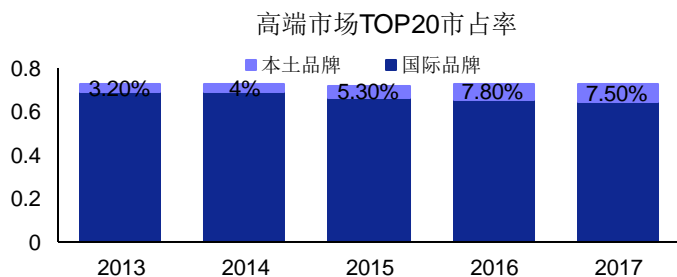


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

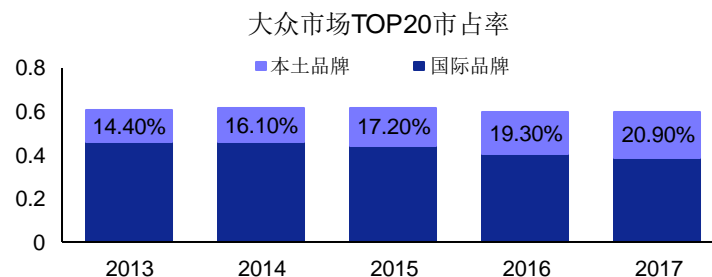
## 5.4. 化妆品：本土品牌优势在于低线城市

内资化妆品品牌乘势电商与CS店渠道的高速扩张，实现了飞速发展，优势主要集中在低线城市。2013年大众化妆品市场中，TOP20中内资品牌市占率仅为14.4%，2017年该比例提升至20.9%；高端化妆品市场中，TOP20中内资品牌市占率虽提升幅度较大，但是总体占比仍处于较低水平（7.5%），且2017年较2016年呈下滑趋势。结合CBO走访调研数据来看，国产品牌在低线城市CS渠道表现极为亮眼。

图：内资品牌在高端化妆品市场占比较低



图：内资品牌在低端化妆品市场占比较低



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

表：在各地CS渠道销量靠前的化妆品品牌

	护肤	彩妆
广东	自然堂、韩束、奥尔滨、珀莱雅、一叶子、欧诗漫、资生堂、水密码、梦妆	卡姿兰、玛丽黛佳、雅寇、珂莱欧、兰瑟、美宝莲、凯芙兰、蓝秀、Vivi、高珀诗
甘肃青海宁夏	自然堂、丸美、资生堂、珀莱雅、一叶子、欧诗漫、温碧泉、婉丝、百雀羚	卡姿兰、玛丽黛佳、凯芙兰、兰瑟、蓝秀、谜尚、烙色、极密、美宝莲、毛戈平、雅寇
山西	自然堂、高姿、资生堂、悠莱、百雀羚、丸美、相宜本草、伊贝诗、欧莱雅、佰草集、欧诗漫、韩后、珀莱雅	卡姿兰、美宝莲、兰瑟、玛丽黛佳、巧迪尚惠、韩粉世家、咚咚、媚诗林、FOX、恒莉姿
陕西	自然堂、丸美、资生堂、欧诗漫、韩束、雅丽洁、花皙寇、百雀羚	卡姿兰、玛丽黛佳、凯芙兰、兰瑟、MCC、极密
山东	自然堂、欧诗漫、珀莱雅、	卡姿兰、玛丽黛佳、兰瑟

资料来源：CBO，安信证券研究中心

## 5.4. 珀莱雅：线上高增速，线下精准卡位，管理激励到位

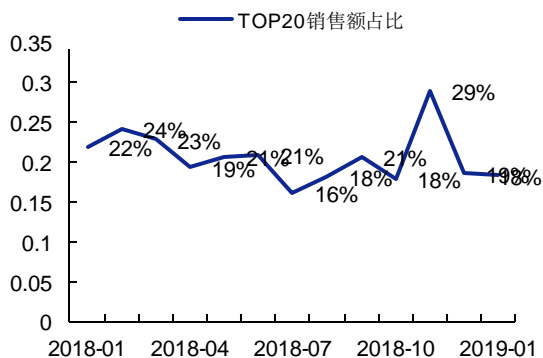
当前时点，对于珀莱雅成长空间的判断，市场主要关注三个核心问题：①线上空间多大？②线下增量何来？③确定性多大？我们认为：①线上空间主要来自渠道持续变革带来的红利叠加行业集中度势必提升带来的抢占杂牌市场空间机遇；②线下的增量主要来自于现有渠道的效率提升、以及单品牌门店的广阔市场；③公司实行了高效的激励机制，大大提升了高成长的确定性。

线上空间：渠道变革红利未尽叠加集中度挤占杂牌市场

线下增量：精准卡位低线城市，现有渠道效率提升+单品牌店助力成长

确定性：股权激励到位，上下团结一心

图：淘数据TOP20美妆护肤品牌市占率较低



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

表：优资菜单店模型

指标	
年收入 (万元)	64
日均购买人次	7
单次购买金额 (元)	250
毛利率	55%
毛利润 (万元)	35
销售人员费用 (万元)	10.5
店员人数	3
单个店员年薪	3.5 (优资菜定位低线城市, 员工成本较低)
租金费用	10
其他费用 (折旧摊销、水电费等)	1.28
其他费用率 (折旧摊销、水电费等)	2%
净利润 (万元)	13
净利率	20.91%

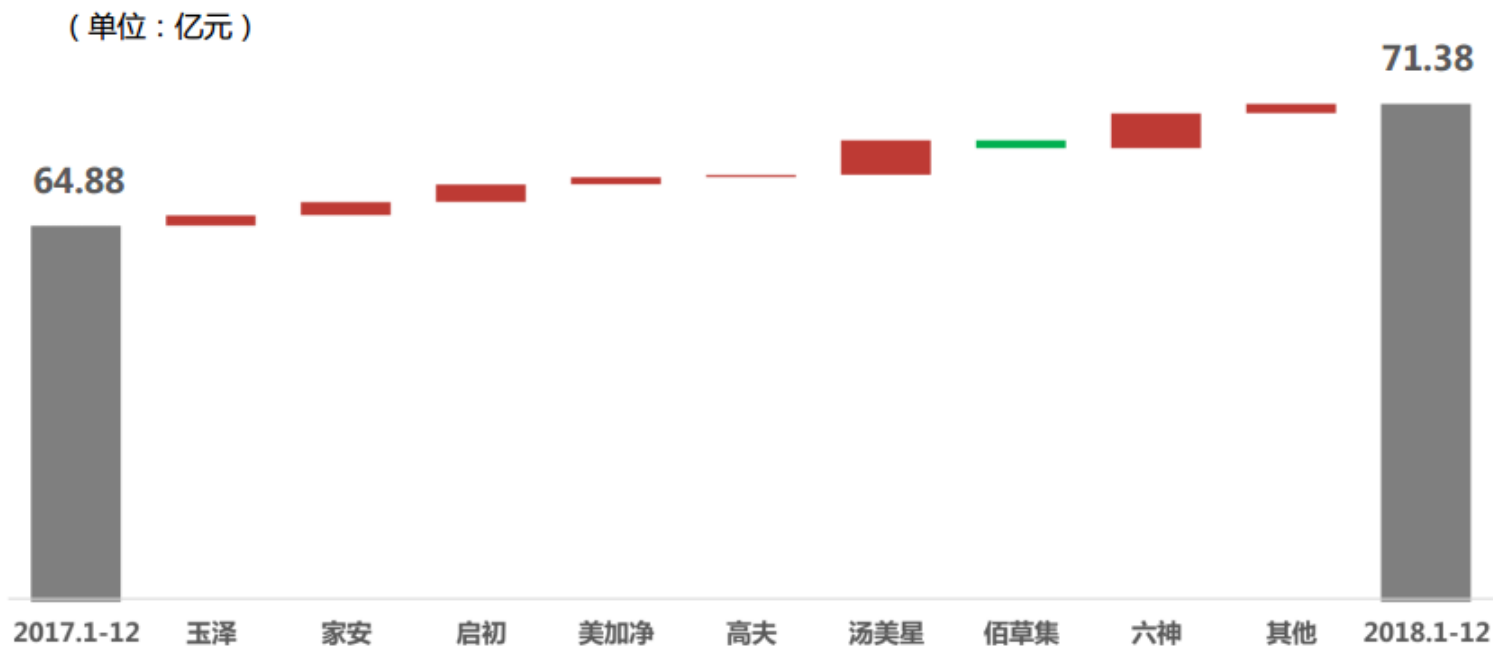
资料来源：安信证券研究中心

限制性股票激励计划：业绩目标分别为以2017年为基数，2018、2019、2020年营收增长不低于30.8%、74.24%、132.61%，同时净利润增长率不低于30.1%、71.21%、131.99%。



## 5.4. 上海家化：老牌新生进行时

公司主力品牌市占率稳居前列且持续提升（六神占花露水市场74.8%，美加净占护手霜市场12.8%，高夫占男士面霜市场7.0%，启初占沐浴市场6.6%，启初占婴儿面霜市场13.6%），培育期品牌高速增长；线上渠道调整后成效显著，线下渠道稳步扩张；经营管理效率持续优化，盈利能力稳步提升。公司立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，管理效率持续优化，有望依托龙头规模优势，实现持续稳定增长。

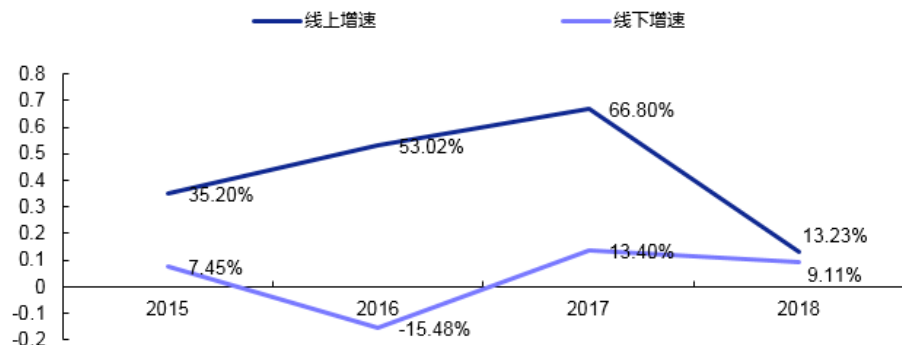


## 5.4.上海家化：老牌新生进行时

**线上：**2018年，公司天猫GMV增速30%+，淘宝全网GMV增速40%+。2017年起，公司线上渠道完成了一系列转变，且收效良好，2018年线上增速约13.23%。①2017年上半年，京东渠道经销转为直营，公司品牌增速高于京东美妆个护类目的平均增速。②2017年年底，公司各品牌天猫旗舰店接入TP代运营模式，营收增速显著提升。③2018年8月，公司更换了唯品会经销商，新经销商为品牌定位较为接近且运作能力较强的资生堂经销商。

**线下：**截至2018年底，分销渠道包括：商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近9万家店、百货约1500家（Q4单季新拓展200家）、化妆品专营店约1.3万家、母婴店超5000家（Q4单季新拓展1500家）。

图：上海家化线上及线下增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图：上海家化各品牌的对应渠道

	佰草集	双妹	一花一叶	玉泽	六神	美加净	高夫	家安	启初	汤美星
经销商分销	✓				✓	✓				
直营 KA	✓				✓	✓	✓	✓	✓	
母婴专营店									✓	✓
化妆品专营店	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	
百货	✓	✓					✓			
海外										✓
电商	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
特渠										

资料来源：安信证券研究中心

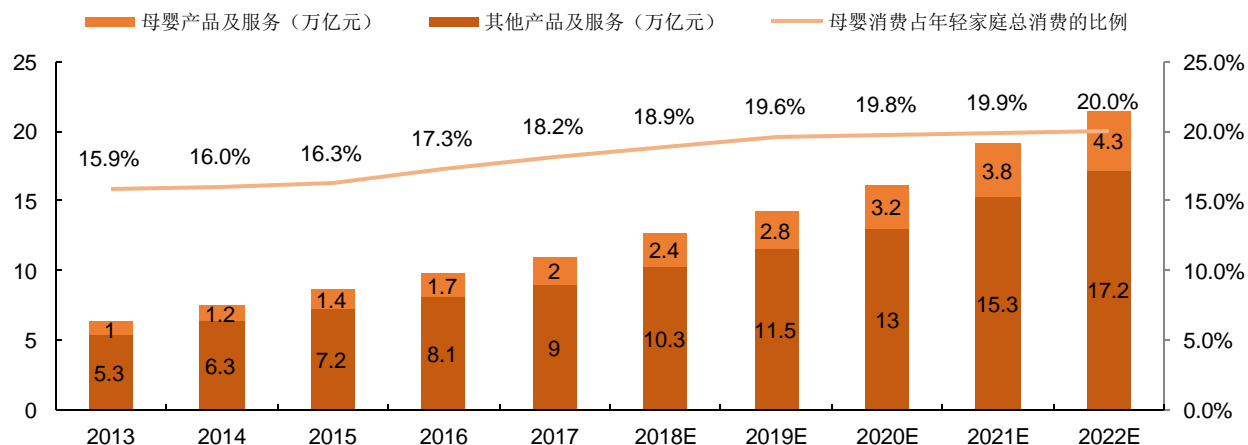
## 5.5. 母婴：目标用户规模扩大+收入增长共促母婴市场

教育理念升级，母婴行业目标用户规模增大。随着教育竞争的日益激烈和教育理念的不断升级，育儿不再只属于妈妈的任务，而是家庭全员参与的“巨额投资项目”。

人均可支配收入逐年上升，奠定母婴行业发展的物质基础。国家统计局显示，2013年居民人均可支配收入为18311元，2018年上升至28228元，年复合增长率达9.04%，每年的同比增速均稳定在8%以上。

家庭结构改变，母婴消费高速增长。在近30年的独生子女政策下，中国家庭结构老龄化特征明显，大多数家庭为“421”结构，即4个老人、2个父母和1个小孩。

图：化妆品市场规模持续增长，10-16 CAGR为8.52%



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

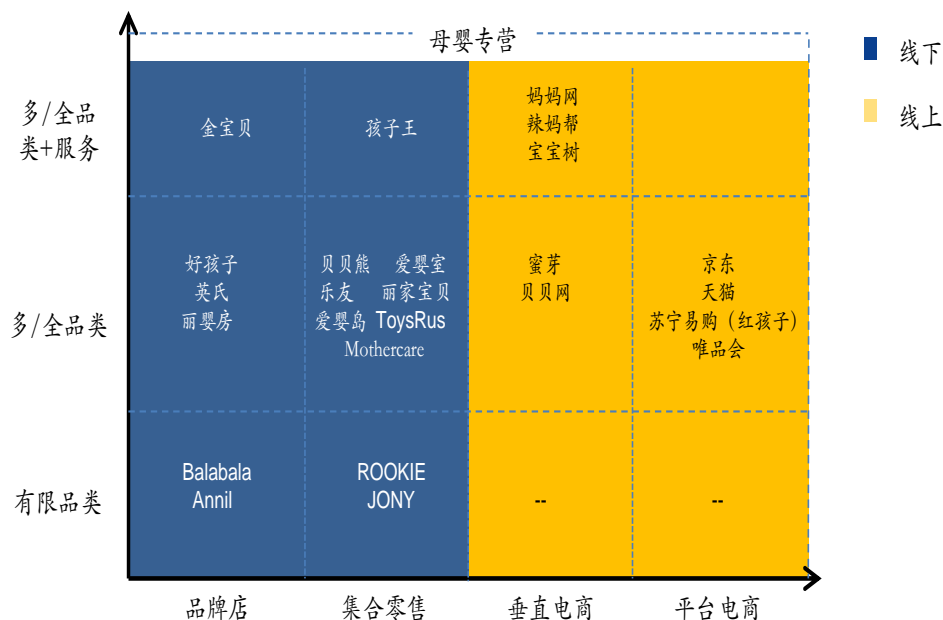
## 5.5. 母婴：电商威胁有限，线下门店壁垒坚固

母婴专营可分为线上和线下两大渠道，线下可分为品牌店和集合零售，线上则包括垂直电商和平台电商。目前，线上渠道与线下渠道呈现融合趋势，线上母婴电商多试图拓展线下母婴零售以获取粘性流量，线下零售店则设立线上销售平台以提升销售规模。

我们认为：

- ①**综合电商**：母婴为综合电商必争之地，天猫、京东、苏宁已占77.2%线上销售份额，并积极向线下门店延伸，但较难实现对门店的实际控制。
- ②**垂直母婴电商**：逐渐降温，模式弊端逐渐暴露——扩大市场主要依靠低价引流，而此模式难以获得粘性用户，且要承担较重财务负担；未来发展必须找到粘性流量支点，线上社群与线下门店是垂直母婴电商的两大流量锚，目前母婴电商仍处于“定锚”阶段，未对线下零售构成较大威胁。
- ③**专业化的线下零售**具有线上不能比拟两大附加功能，质量保障+消费者教育。目前，国内大型连锁母婴商品零售企业都依托在经济发达的主要城市，并通过在多个区域建立分公司和连锁经营的方式逐步拓展地理覆盖范围，但母婴连锁品牌的影响力均有区域局限性。

图：母婴专营渠道类型



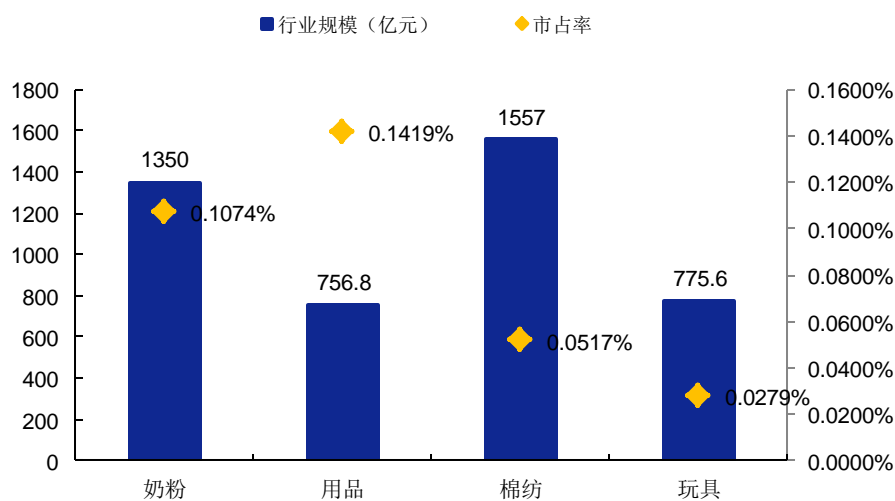
资料来源：罗兰贝格，安信证券研究中心

## 5.5. 爱婴室：母婴零售唯一A股标的，华东龙头势在扩张

母婴赛道万亿空间，渠道集中度提升、品牌化趋势明显；公司为母婴渠道A股唯一上市企业，借力资本市场、成为全国第一连锁母婴零售品牌可期。

- ①渠道优势为核心壁垒，扩张预期强烈：已于华东及华南区域铺设212家直营门店；内生扩张规划为2018-2020年分别新建门店40/40/50家，外延扩张为收购同类母婴连锁门店（2018年12月已公告收购一重庆母婴连锁门店）、扩张业态（拟进军月子会所、托所等）；
- ②以建设自有品牌为重点战略，盈利能力有望大幅优化：2017年自由品牌占比约7%，2018年约近9%；公司2021年拟将自有品牌占比提升至20%，自有品牌毛利率约高于非自有品牌10-15pct，若目标达成，毛利率有望提升3pct以上；
- ③线下门店业态壁垒坚固：充分利用终端优势，强化门店导购服务，进行消费者教育，品牌营销收入高速增长；积极开发到店服务（抚触馆、游泳馆）提升客户粘性，提升消费频次；2018年实现同店增速约6%（2018Q1Q2同店增速6.2%左右，Q3 6.6%，Q4 5.8%），与其他零售业态相比表现优异。

图：爱婴室主要品类市占率水平（2017年）



资料来源：Euromonitor，公司公告，安信证券研究中心

## 5.6. 苏宁易购：双线融合征程已起，雄狮起舞拓辽阔版图

苏宁线上线下统一供货体系可提升规模效应；共享会员体系实现线上以及线下双向相互导流、增强用户粘性；自建物流体系保障内部服务质量，同时承担部分社会化物流获取增量收益；金融体系提升购买力、丰富金融服务、进一步提升用户粘性。2018年起，苏宁发力建设苏宁小店，拟以苏宁小店为物流节点覆盖周围三公里消费群体，将进一步深度融合线上及线下零售体系。



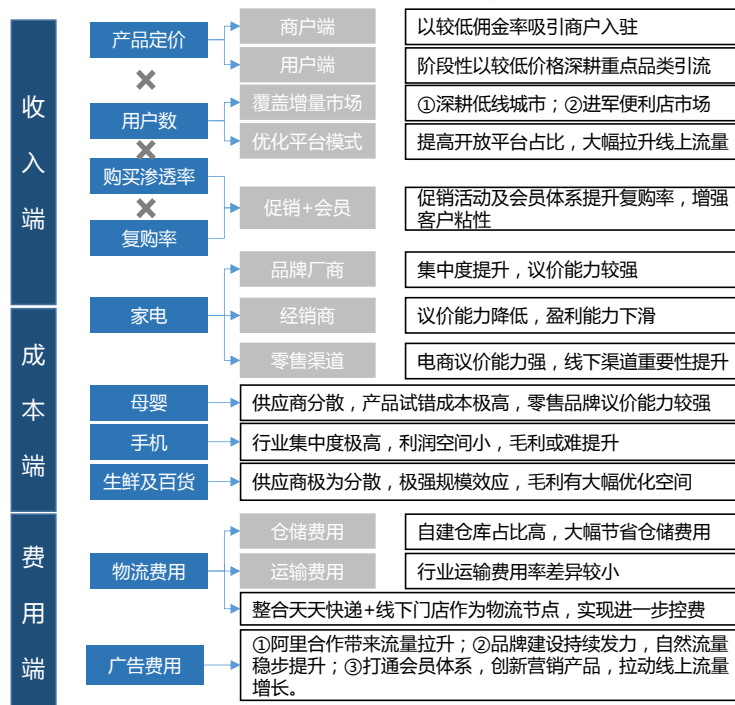
## 5.6. 苏宁易购：双线融合征程已起，雄狮起舞拓辽阔版图

未来看点：①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；②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；③物流及广告费用弹性较大，具大幅优化空间；公司团队利益充分绑定，经营效率将有效提升。

表：苏宁易购线下门店高速拓展

门店情况	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
苏宁易购广场	15	15	15	16	16
苏宁小店	23	210	732	1848 (含 迪亚天天自 营店23家和 加盟店112 家)	4312 (含 迪亚天天自 营店23家和 加盟店112 家)
苏宁易购直营店	2215	2281	2392	2408	2368
零售云加盟店	39	209	765	1453	2071
家电店	1499	1513	1536	1957	2105
云店	323	336	363	390	424
县镇店	32	32	29	25	23
常规店	1144	1145	1144	1542	1658
旗舰店	118	111	100	86	86
中心店	371	374	376	679	395
社区店	655	660	668	777	1177
红孩子母婴店	53	60	77	111	157
苏鲜生	9	9	10	8	8

图：苏宁易购基于利润模型的分析框架



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：安信证券研究中心

## 5.7. 南极电商：高性价比为共性追求，品牌服务商红利凸显

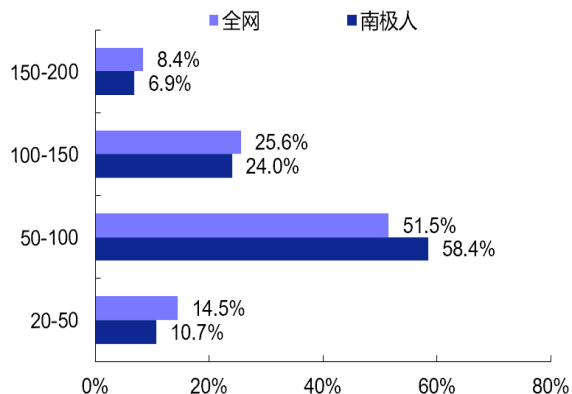
行业因素：高性价比成消费者共性追求，品牌化+营销专业化推动电商服务迎来行业大发展。

1) 高性价比产品近年来的崛起，一线城市消费回归理性，优衣库等高性价比品牌需求大增，并同时二三四线城市开始消费升级+品牌意识提升，对高性价比品牌需求同样大增。公司“南极人”和“卡帝乐”等主力品牌均定位高性价比产品（84%南极人网购用户的客单价在0-87元区间），在未来既可向下整合杂牌劣品，又可向上替代一部分高端品牌份额，符合大众市场的消费趋势。

2) 国内目前的网购市场已逐步从“低价”和“尝新”，进入常态化消费行列，中高频消费品的网购化趋势更加明显。公司产品主打保暖内衣、背心内裤、尿不湿等中高频消费产品，有望持续受益。

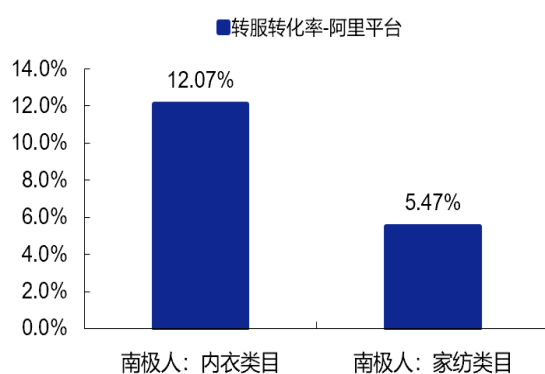
3) 随着线上店铺间竞争日益激烈，获客成本持续提升，电商生态中的分工日益细分，由此催生了规模日益庞大的电商代运营及营销推广等服务市场。南极电商核心布局的服装、美妆、小家电领域为国内电商服务市场前3大细分市场，分别占16年全国电商服务商数量的22.6%/18.1%/25.6%，行业潜力可期。

图 保暖内衣定位主流价格带，定位高性价比（元/件）



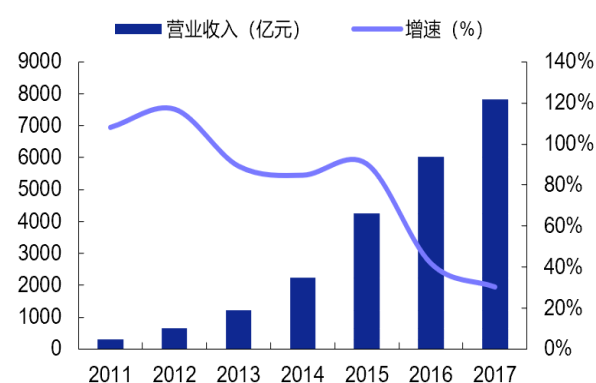
资料来源：淘数据，安信证券研究中心计算

图 南极电商的支付转化率高于行业平均水平



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 我国电子商务代运营市场营收及增长情况



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

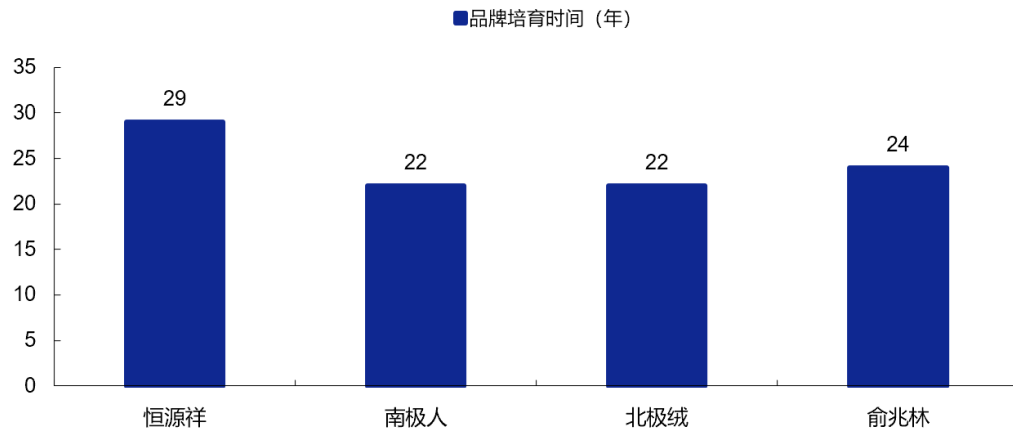


## 5.7. 南极电商：投资大+周期长为核心壁垒，存量优质品牌商强者恒强

1) 品牌授权企业虽然利润率高，但对前期的投资资本要求高且培育周期长，两个大壁垒使得行业内的新进入者数量较少。目前市场更多是存量老牌的渗透率持续提升，以及在做品类矩阵的扩张。

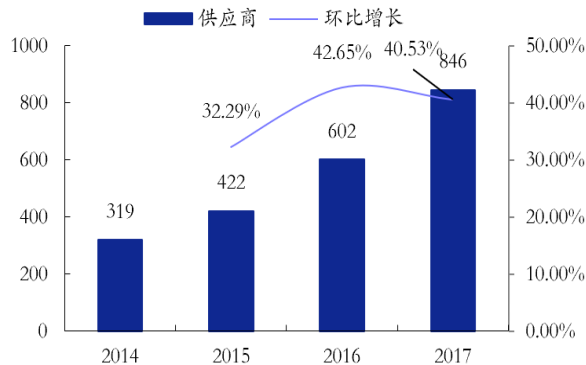
2) 存量市场的竞争中，能吸引更多加盟商即具备更好的盈利能力赋能。南极人过去几年中持续增长的经销商和供应商数量、以及各品牌元高于行业增速的GMV，均可以从侧面看出公司在行业内的竞争力。

图 4 大保暖内衣品牌的平均培育时间已达 24 年



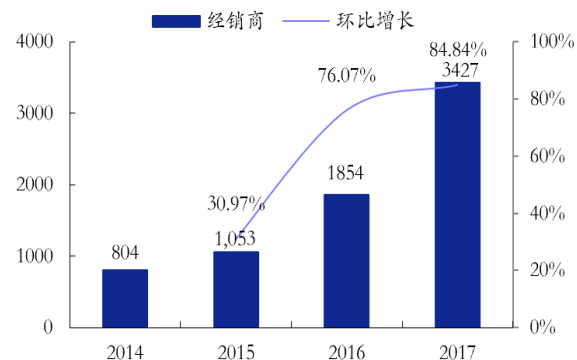
资料来源：各公司官网，安信证券研究中心整理

图 2016-17 年公司的供应商增长均超 40%



资料来源：公司财务报告，安信证券研究中心

图 2016-17 年公司的经销商增长均超 76%



资料来源：公司财务报告，安信证券研究中心

## 5.7. 南极电商：投资大+周期长为核心壁垒，存量优质品牌商强者恒强

**重点推荐南极电商：短期19Q1整体GMV增速+53%好于全年增速指引(+46%)，中长期在产品渠道双发力下成长空间可期！**

①产品端：看主力品牌的纵向下沉和横向扩张。公司未来战略为在现有强势二级类目下纵向延伸出更多三级类目爆款，横向则凭借品牌知名度和营销实力从传统的内衣、家纺领域扩张至健康生活、母婴、箱包等新领域，实现一级类目的扩张；

②渠道端：看拼多多和唯品会等多个新平台GMV发力。公司在阿里系GMV保持高增长之外，凭借定位和拼多多的高度重合，未来在拼多多中长尾市场持续开拓的红利及阿里系中的龙头优势持续巩固下，平台端同样有望为公司GMV持续增长做良好支撑。预计公司2019-21年归母净利润分别为12.2亿元/16.5亿元/21.8亿元，增速分别为37%、36%、32%（未来3年业绩复合增速35%），给予6个月目标价15.00元，对应19年PE 30x，继续推荐。

风险提示：品牌矩阵布局受阻，品牌影响力下降，GMV总量增量不及预期，应收账款风险等。

南极电商	2019E	2020E	2021E
归母净利润	12.08	16.36	21.61
YoY	36.22%	35.46%	32.12%
南极电商：2019-21年复合业绩增速			34.6%
南极电商	2019E	2020E	2021E
主业业绩	10.58	14.58	19.61
YoY	39.3%	37.8%	34.5%
主业：2019-21年复合业绩增速：			37.2%
时间互联	1.50	1.78	2.00
权益利润	1.50	1.78	2.00
YoY	20.0%	18.7%	12.4%
时间互联100%持股，17年并表11-12月数据并表业绩0.26亿元			

# 目录

1. 消费缓后趋暖，估值回升但仍处历史底部，必选稳健且边际向好，可选需求回暖有望抬升
2. 宏观经济相关分析：超市百货顺周期，化妆品相对逆周期，必选消费刚性较强
3. 产业链趋势分析：渠道融合缩减，区域下沉
4. 海外对比研究：国内龙头集中度和盈利能力尚有提升空间
5. 子板块：龙头增速好于板块，精选优质标的
6. 投资建议与盈利预测

# 投资建议及盈利预测

**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、家家悦、天虹股份、王府井、爱婴室、周大生。

**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。

证券代码	证券简称	股价(元)	周涨跌幅(%)	2018EPS (元/股)	2019EPS (元/股)	2020EPS (元/股)	2018PE	2019PE	2020PE	PS	两年复合增 速	2019年pcg
601933.SH	永辉超市	9.88	1.13	0.15	0.26	0.32	66	38	31	1.1	25%	1.5
603708.SH	家家悦	27.60	2.60	0.92	0.96	1.09	30	29	25	0.9	20%	1.44
002024.SZ	苏宁易购	11.63	-7.84	1.43	0.19	0.36	8	61	32	0.5	-50%	-
002127.SZ	南极电商	12.65	5.77	0.36	0.50	0.67	35	25	19	-0.3	36%	0.69
002419.SZ	天虹股份	12.51	-12.33	0.75	0.90	1.05	17	14	12	0.7	18%	0.76
600859.SH	王府井	17.35	-5.45	1.55	1.66	1.86	11	10	9	0.4	10%	1.10
002867.SZ	周大生	33.63	-2.83	1.66	2.02	2.45	20	17	14	3.1	21%	0.77
600612.SH	老凤祥	42.45	-5.54	2.30	2.67	3.02	18	16	14	0.4	15%	1.09
603605.SH	珀莱雅	62.32	-0.84	1.43	1.94	2.61	44	32	24	3.2	35%	0.92
603630.SH	拉芳家化	14.66	-1.41	0.56	1.05	1.23	26	14	12	2.6	48%	0.29
600315.SH	上海家化	29.09	-3.68	0.81	1.47	1.68	36	20	17	2.2	44%	0.45
300740.SZ	御家汇	13.87	-5.65	0.48	0.63	0.76	29	22	18	3.4	26%	0.85
603214.SH	爱婴室	37.62	-0.58	1.20	1.50	1.88	31	25	20	4.4	25%	1.00

# 安信评级体系

- **收益评级：**

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

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；

# 声明

- **分析师声明**

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。

- **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。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。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。安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

# 销售联系人

- 上海联系人

侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn

- 北京联系人

原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn

- 深圳联系人

胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

---

# 致谢!

安信证券研究中心