

零售行业

报告原因：策略研究

2019年6月26日

零售行业 2019 年中期投资策略

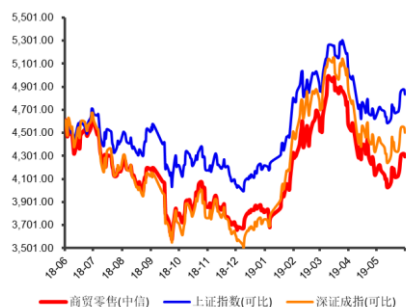
下沉市场升级提速，寻找强确定性个股稳健布局

评级

看好

行业研究/深度报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

商贸零售行业 2019 年年度策略：政策驱动刺激消费，实体零售全渠道数字化转型

零售行业 2018 年年报&2019 年一季报综述：CPI 上行利好超市业绩，可选企稳龙头强者恒强

分析师&联系人：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

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

投资要点：

- **行业整体强于去年同期，估值回暖增速放缓。**2019 年 1-5 月，CS 商贸零售行业上升了 13.08%，与 2018 年同期相比提高 13.36pct。受 CPI 中枢温和上涨，必选消费稳健增长的影响，超市同店数据持续向好，超市板块表现靓丽，是唯一超过沪深 300 的子行业。2019 年 1-5 月 CS 商贸零售估值水平整体维持上行趋势，平均估值水平为 18X。截止 5 月 31 日，CS 零售估值水平 23.28X，为年内较高位置，但整体估值水平仍处历史低位。2019Q1CS 零售营收规模与去年同期基本持平，但增速明显回落，归母净利水平小幅降低，但增速转负。18-19Q1 期间费用增速持续高于营收增速，19Q1 费用上涨压制归母净利润增长；毛利率稳健抬升，净利率区间波动，ROE 逐季提高。2019Q1 批发和零售业基金持仓总市值较 2018Q4 环比提升 23.49%，持仓占比为 2.93%，位居第五，维持超配状态。
- **必选稳健可选回暖，政策红利加速释放。**2019 年 1-5 月份 CPI 累计上涨 2.2%，创 15 个月新高，其中食品价格同比上涨 4.0%，非食品价格同比上涨 1.7%。鲜菜鲜果猪肉等食品的价格水平居高不下，对超市板块的 Q2 业绩和同店增速具有一定提振效应。2019 年 1-5 月社会消费品零售总额累计增长 8.1%，增速较去年同期回落 1.4pct。在“五一”节日增休、假日移动以及部分重点商品增速回升等多重因素的带动下，5 月份社零总额的增速达 8.6% 明显加快。从限上商品零售增速来看，消费品市场总体呈现稳中有升态势，必选品类持续稳健较快增长，可选品类增速企稳回暖，五一假期延长对消费具有很强的提振效应，使得部分消费升级类产品销售增速明显回升。今年以来政府连续出一系列减税降费的政策，截止 5 月底今年已经召开了 15 次国务院常务会议，其中有 11 次会议均涉及到减税降费内容，目前降低增值税税率、下调社保费率、小微企业普惠性税收减免等主要措施均已出台实施，2 万亿减税降费的红利将加速释放，有效减轻了企业和个税的负担。
- **渠道下沉逐渐深化，物流服务愈加完善。**2018 年三线、四线及以下城市人口占比高达 77.55%，庞大的人口基数孕育着同样巨大的市场空间。近年来随着一线城市人口的饱和、高企的房价和沉重的生活成本压力、以及新一线的快速发展，人口由东南部发达省份向中西部发展中的、新一线及二三线城市回流。随着城镇化率越来越高、互联网渠道的深度普



及，还有返乡人员带回的一二线城市的消费习惯，下沉市场的消费升级逐渐提速。在渠道下沉逐渐深化的如今，下沉市场中有着廉价的流量、新型商业模式的拓展空间以及长尾人群的有待进一步挖掘的消费潜力。同一二线城市相比，下沉市场消费者对于商品的价格敏感度较高，但他们在质量和品质、口碑和评价上的关注度已经超过了价格，这两项成为下沉市场消费者最为关注的指标，并呈现上升趋势。随着行业的发展和消费者需求的延伸，物流网络覆盖区域的深度和广度都在不断拓宽，人与货的距离正在逐渐缩短。伴随新零售模式的逐步推进，消费者对物流的及时性和服务性诉求不断提升，逐步演进出以即时配送、仓店一体和前置仓为核心的点对点物流配送模式。

- **投资策略：超市业绩稳健确定性强，数字化助力百货会员营销。**三条主线：1) 在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健增长、食品CPI阶段性走高及大众消费品消费升级，超市企业同店增速持续向好，超市板块在消费后周期中存在较强的确定性，具有一定的抗周期防御性价值，推荐关注永辉超市和家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前处于转型发展期，龙头企业选择发展购物中心等业态丰富客户体验、提升客流及坪效，基于此我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会，推荐关注天虹股份和王府井；3) 在消费升级背景下，三四线及以下城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度，推荐关注苏宁易购和南极电商。
- **风险提示：**宏观经济下行压力；消费升级不达预期；行业竞争加剧风险；新区拓展及新业态不确定性强。

目录

1. 行业整体强于去年同期 估值回暖增速放缓	7
1.1 行情回顾：行业整体强于去年同期，超市板块表现靓丽	7
1.2 行业估值：估值回暖，中枢上移	8
1.3 行业整体情况：收入增长利润持平，增速明显回落	9
1.4 基金持仓：行业维持超配，重仓股数量增长	10
2. 必选稳健可选回暖 政策红利加速释放	11
2.1 CPI 持续温和上涨 鲜果价格居于高位	11
2.2 假日延长提振消费，必选稳健可选回暖	12
2.3 收入增速 Q1 回暖，城乡差距逐步缩小	14
2.4 减税降费举措频出，政策红利加速释放	15
3. 渠道下沉逐渐深化 物流服务愈加完善	17
3.1 下沉市场升级提速 长尾人群潜力挖掘	17
3.2 理性消费观念凸显 短视频沉淀社交资产	18
3.3 物流网络愈加完善 服务体验逐渐改善	19
4. 深化社区消费场景触达 超市业绩稳健确定性强	20
4.1 经营情况：超市业绩增速稳健，温和通胀利好同店增长	21
4.2 投资建议及个股推荐	23
4.2.1 永辉超市（601933.SH）	23
4.2.2 家家悦（603708.SH）	23
5. 购物中心方兴未艾 数字化助力会员营销	24
5.1 经营情况：19Q1 收入利润增速企稳，费用上涨压缩利润空间	25
5.2 投资策略及个股推荐	27
5.2.1 天虹股份（002419.SZ）	27
5.2.2 王府井（600859.SH）	27
6. 传统电商红利见顶 社交电商流量裂变	28

6.2 投资策略及个股推荐.....	29
6.2.1 苏宁易购（002024.SZ）.....	29
6.2.2 南极电商（002127.SZ）.....	30
7.风险提示.....	30

图表目录

图 1：2019 年 1-5 月中信一级行业涨跌幅%.....	7
图 2：CS 零售子版块 2019 年 1-5 月涨跌幅.....	8
图 3：CS 零售子版块 2018 年 1-5 月涨跌幅.....	8
图 4：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）.....	8
图 5：CS 零售子版块历史估值水平 PE（TTM）.....	8
图 6：CS 零售 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%.....	9
图 7：CS 零售 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%.....	9
图 8：CS 零售 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%.....	10
图 9：CS 零售 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE（%）.....	10
图 10：2019Q1VS2018Q4 基金配置比例一级行业分布.....	11
图 11：CPI 当月同比、环比（%）.....	12
图 12：CPI 当月同比：分类别（%）.....	12
图 13：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）.....	13
图 14：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）.....	13
图 15：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	14
图 16：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	14
图 17：全国城镇居民人均可支配收入及同比（季）.....	14
图 18：全国农村居民人均可支配收入及同比（季）.....	14

图 19: 全国居民人均消费支出累计实际同比%	15
图 20: 住户消费贷款及经营贷款情况 (亿元)	15
表 1: 2019 年企业层面减税降费政策梳理	15
图 21: 2018 年全国各级城市人口占比	18
图 22: 2016~2019Q1 中国各级城市消费趋势指数	18
图 23: 近两年下沉市场消费者网购成单频次变化	19
图 24: 2019 年消费者购买决策关注指数	19
图 25: 智慧物流框架: 社会化仓配+供应链转型	20
图 26: 网购时消费者认为需要加强的服务项目	20
图 27: 2018 年中国生鲜消费者经常使用的消费渠道及消费频次	21
图 28: CS 超市 18-19Q1 营业收入 (亿元) 及同比%	22
图 29: CS 超市 18-19Q1 净利润 (亿元) 及同比%	22
图 30: CS 超市 18-19Q1 期间费用 (亿元) 及同比%	22
图 31: CS 超市 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)	22
图 32: 近五年全年商业项目开业数量对比	24
图 33: 商业体量分布及占比	24
图 34: 百货收集消费者数据方式	25
图 35: 百货收集消费者数据用途	25
图 36: CS 百货 18-19Q1 营业收入 (亿元) 及同比%	26
图 37: CS 百货 18-19Q1 净利润 (亿元) 及同比%	26
图 38: CS 百货 18-19Q1 期间费用 (亿元) 及同比%	26
图 39: CS 百货 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)	26
表 2: 传统电商与社交电商的特点对比	28



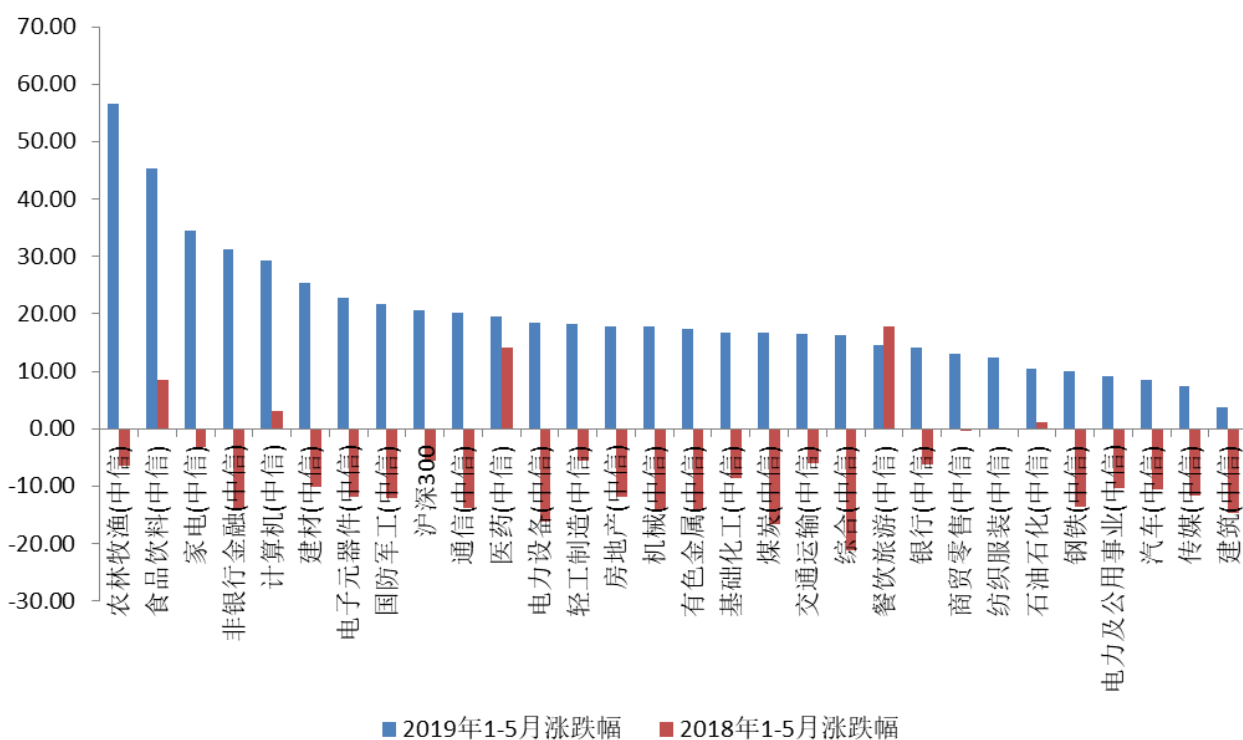
图 40：主流社区团购平台（个）地区分布，截止 2019Q1	29
图 41：社区团购平台城市分布（不含服务型）	29

1. 行业整体强于去年同期 估值回暖增速放缓

1.1 行情回顾：行业整体强于去年同期，超市板块表现靓丽

2019年1-5月份，沪深300指数上涨20.56%，2018年同期为跌5.67%，同比提升26.24pct。CS 商贸零售行业上升了13.08%，与2018年同期的-0.28%相比提高13.36pt，但跑输大盘7.48pct。截止5月份，29个中信一级行业均呈上涨，市场表现整体较为乐观。CS 商贸零售行业前五个月的市场表现强于去年同期，但在众行业中排名第23，处于下游位置，受到增值税下调及假期错月效应带来的社零数据走低及宏观指标波动的影响，行业位置不及去年，去年同期处于第7位。

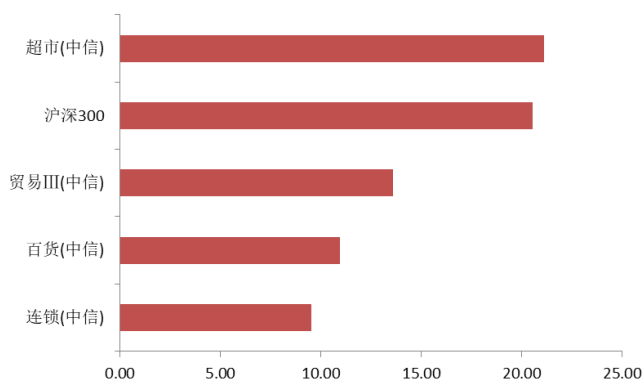
图1：2019年1-5月中信一级行业涨跌幅%



数据来源：Wind，山西证券研究所

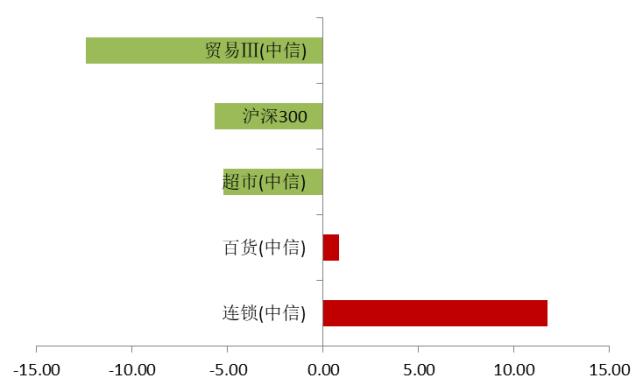
从子版块来看，1-5月CS零售的三级子行业中，超市、贸易III、百货、连锁的涨跌幅分别为21.11%、13.61%、10.96%和9.51%。受CPI中枢温和上涨，必选消费稳健增长的影响，超市同店数据持续向好，超市板块表现靓丽，是唯一超过沪深300的子行业。促销淡季使得Q2开季的社零数据创下新低，可选品类增速亦表现平平，影响连锁及百货板块下跌，表现均不及市场整体。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 1-5 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 零售子版块 2018 年 1-5 月涨跌幅



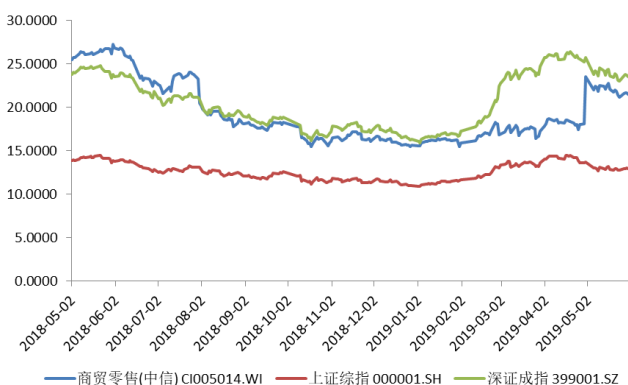
数据来源：wind，山西证券研究所

从个股看，1-5 月共有 81 家上市公司收涨，合计涨幅超过 50% 的有中兴商业、兰州民百、东方创业和外高桥，其中中兴商业五个月涨幅为 74.35%，还有 20 家上市公司五个月累计涨幅超过 20%；1-5 月共有 16 家上市公司收跌，秋林集团、汇嘉时代和跨境通的累计跌幅均超过 20%，其中秋林集团跌 75.37% 跌幅最深。

1.2 行业估值：估值回暖，中枢上移

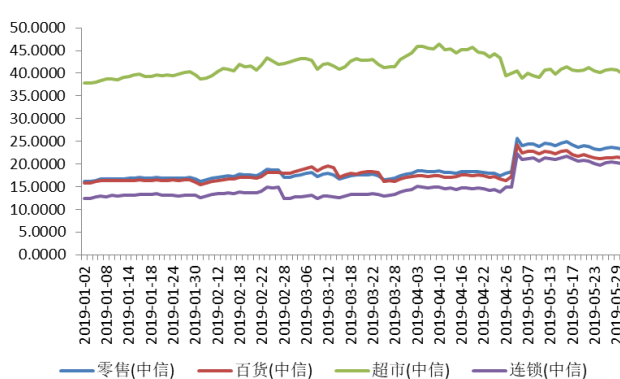
2019 年 1-5 月 CS 商贸零售估值水平整体维持上行趋势，平均估值水平为 18X，4 月底开始估值水平回升至 20X 以上，随后小幅震荡调整。截止 5 月 31 日，CS 零售估值水平 23.28X，为年内较高位置，但整体估值水平仍处历史低位。子版块方面，百货板块 PE 走势与 CS 零售基本吻合，Q1 上扬至年内次高点，4 月震荡回落，5 月触底反弹，月均估值水平 22X 左右；超市板块 PE 波动较大，但整体走势较为稳健，4 月中旬达到年内高位，随后回落至月均估值水平 40X 左右；连锁板块公司两极分化，估值水平相对较低，整体走势与 CS 零售业基本一致，4 月底 5 月初冲高随震荡回调，拉动估值中枢上移，月均估值水平在 20.73X。

图 4：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：CS 零售子版块历史估值水平 PE (TTM)

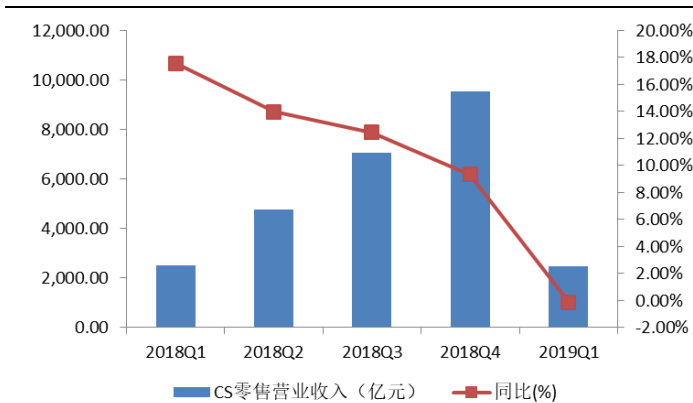


数据来源：Wind，山西证券研究所

1.3 行业整体情况：收入增长利润持平，增速明显回落

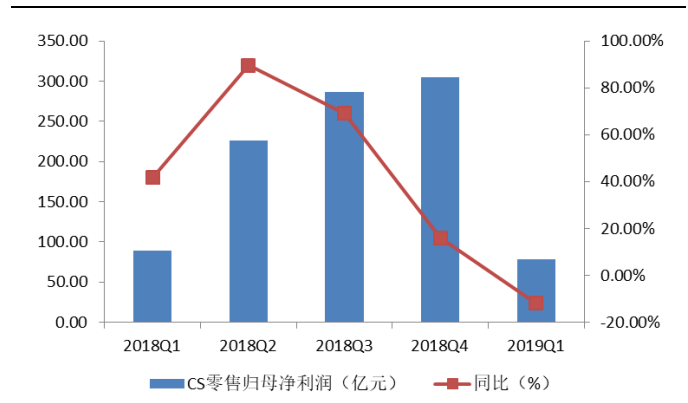
2018年CS零售收入规模稳健增长，增速水平较去年同期小幅回调，归母净利基本持平，但增速大幅回落。2018年CS零售营业总收入为9476.28亿元，同比增长9.09%，增速较上年同期回落4.12pct；归母净利润为298.01亿元，同比增长0.16%，增速大幅回落44.61pct。其中CS百货/CS超市/CS连锁营收分别为3549.69亿元/2028.57亿元/3898.03亿元，同比分别增长2.27%/7.86%/16.89%，归母净利润分别为120.82亿元/34.83亿元/142.36亿元，同比分别是-6.84%/17.51%/3%。从规模上看，百货与连锁子行业的营收净利润数量级比较接近，2018年实体百货受到来自宏观经济增速放缓、电商冲击、行业转型推进较难等多方面的影响，在Q4达到全年低谷，半数公司业绩呈现负增长；而连锁板块主营业务相差较大，业绩呈现明显的两极分化，头部优势十分明显，仅苏宁一家营收水平就占据连锁板块营收水平的62.84%。超市板块个股数量较少，但有永辉超市这一头部企业贡献超过30%的收入，超市行业集中度持续提升，供应链能力持续优化。

图6：CS零售18-19Q1营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

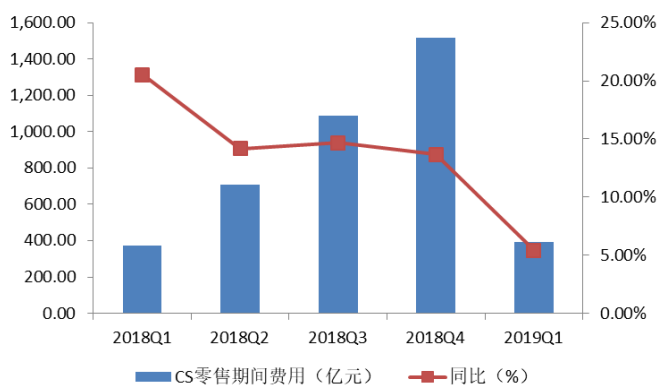
图7：CS零售18-19Q1净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

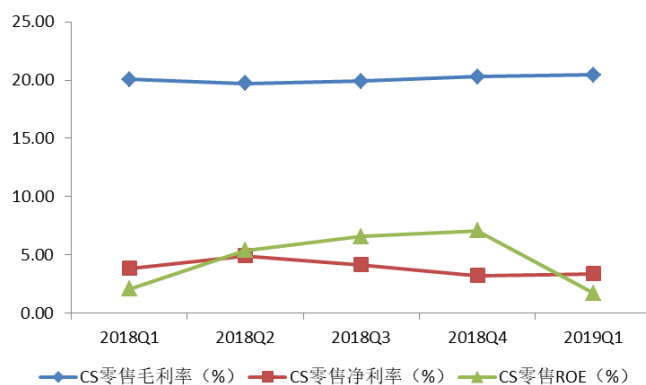
2019Q1CS零售营收规模与去年同期基本持平，但增速明显回落，归母净利水平小幅降低，但增速转负。2019Q1CS零售总营收2482.11亿元，同比增长0.88%，增速较去年同期回落13.86pct；归母净利润78.4亿元，同比减少10.56%，去年同期增速为18.26%，回落28.82pct。从子行业来看，CS百货/CS超市/CS连锁营收分别为897.68亿元/605.67亿元/978.76亿元，同比分别增长-6.84%/8.33%/4.38%，归母净利润分别为43.86亿元/20.13亿元/14.41亿元，同比分别是-0.78%/29.28%/-48.31%。百货板块受到去年Q2以来社零增速持续放缓、可选消费承压下行的影响，2019Q1继续走低，并将对全年业绩造成一定程度的拖累，尽管3月可选增速企稳回暖，但行业仍处转型探索期，反应到利润端尚需时日；超市板块表现较好，受必选消费增速稳健、CPI温和上行及行业自身扩张提速、门店优化、供应链整合等的积极影响，是唯一实现业绩正增长且增速较好的细分子行业；连锁行业业绩分化，头部企业持续领跑行业，在规模占比和增速方面表现亮眼，部分个股收入、净利腰斩甚至转负，拖累板块整体业绩表现。

图 8：CS 零售 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 9：CS 零售 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

18-19Q1 期间费用增速持续高于营收增速，19Q1 费用上涨压制归母净利润增长；毛利率稳健抬升，净利率区间波动，ROE 逐季提高。2018 年 CS 零售期间费用 1495.37 亿元，同比增长 12.99%，高于收入增速 3.89pct，影响归母净利规模基本持平。期间费用率为 15.78%，费率水平与上年同期基本持平（+0.54pct）。2019Q1 期间费用 401.92 亿元，同比增长 12.24%，比收入增速高出 11.36pct，营收基本持平+费用增速高于收入共同抑制了归母净利的同比增长，导致归母净利增速转负。期间费用率为 16.19%，比去年同期上涨 1.64pct。18-19Q1 毛利率水平基本保持稳健上升态势，净利率水平呈现区间波动，18Q2 达到阶段高点 4.92%，Q3-Q4 持续下滑，至 19Q1 环比回升 0.15pct，但受归母净利增速转负影响同比减少 0.44pct。2018 年 ROE 水平逐季提高，受净利率回落影响，2019Q1 显著回落。

1.4 基金持仓：行业维持超配，重仓股数量增长

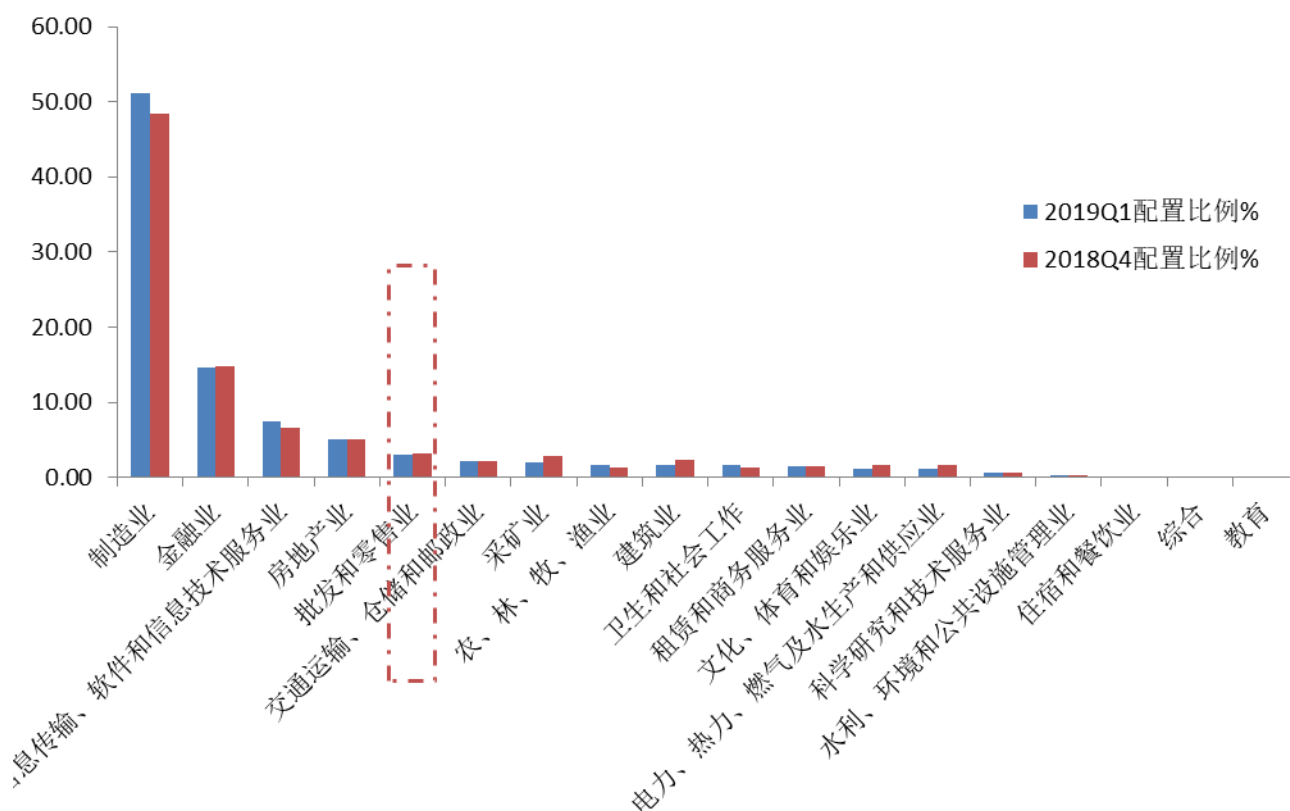
2019Q1，在证监会新标准 21 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 599.85 亿元，较 2018Q4 环比提升 23.49%，持仓占比为 2.93%，位居第五，市场标准行业配置比例为 2.66%，相对标准行业配置比例超额配置 0.27pct，维持超配状态，但配置比例同比降低 0.51pct，环比降低 0.17pct；超配比例同比减少 0.3pct，环比减少 0.19pct。

2019Q1 基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 39 家上市公司布局，比 2018Q4 新增 13 家，清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（85）、南极电商（71）、苏宁易购（53）、天虹股份（35）、王府井（31），基金持有数变动幅度排行前五的分别是王府井（+23）、重庆百货（+15）、南极电商（+13）、天虹股份（+11）、我爱我家（+6）。

从 Q1 季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是永辉超市、天虹股份、南极电商、美凯龙、王府井，持仓变动分别是 9435.77 万股、2364.36 万股、1678.82 万股、1175.62 万股、825.92 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是南极电商（+22.12%）、家家悦（18.55%）、永辉超市（11.04%）、天虹股份（6.64%）、

跨境通（3.55%）。

图 10：2019Q1vs2018Q4 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.必选稳健可选回暖 政策红利加速释放

2.1 CPI 持续温和上涨 鲜果价格居于高位

2019年1-5月份CPI累计上涨2.2%，创15个月新高，其中食品价格累计上涨4.0%，非食品价格累计上涨1.7%。食品价格涨幅较去年同期提升2.6pct，食品中的鲜果价格水平处于阶段性高位，累计同比上涨11.3%，其中4月份同比上涨17.4%，5月份上涨26.7%，水果价格高涨跟减产有直接关系，尤其是以苹果和梨为主的北方水果。由于是秋熟产品，供销模式是一次上新、全年消费，所以目前上市消费的苹果属于去年的库存产品。去年4月受极端天气带来的寒潮影响，直接导致主要苹果产区大幅减产，而今年4月主产区又相继遭遇干旱、低温、冰雹等不利天气，直接导致鲜果供需关系较为紧张。鲜菜价格水平也处高位，同比上涨10.0%，其中4月份上涨17.4%，5月上涨13.3%，供给增大导致鲜菜同比增速回落4.1pct；猪肉价格累计同比上涨5.2%，4月单月涨幅14.4%，5月同比18.2%，受非洲猪瘟疫情的影响，猪肉价格从2015

年以来持续 25 个月下降，同比增速 3 月开始转正，具有一定的恢复性。非食品价格涨幅较去年同期回落 0.5pct，与上月持平，其中 1-5 月医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别累计上涨 2.6%、2.6% 和 2.0%。鲜菜鲜果猪肉等食品的价格水平居高不下，对超市板块的 Q2 业绩和同店增速具有一定提振效应。

图 11：CPI 当月同比、环比 (%)

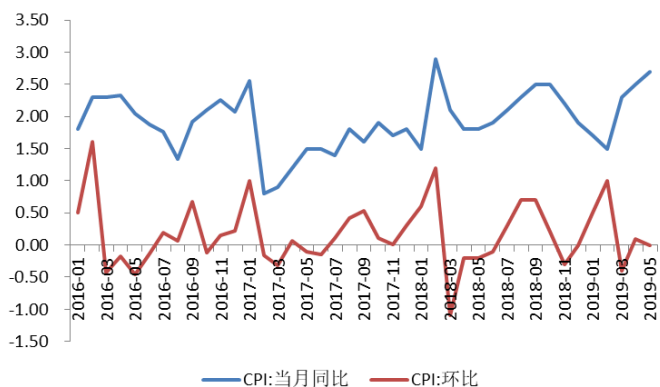
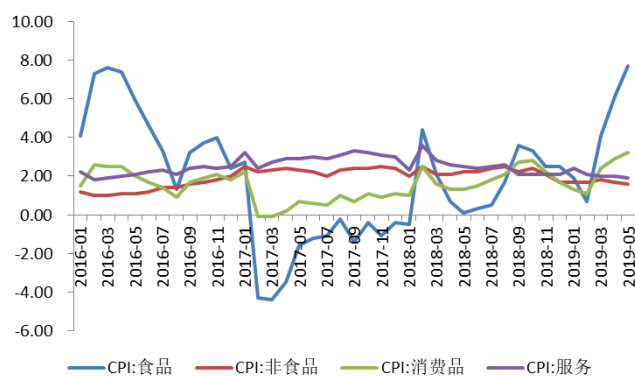


图 12：CPI 当月同比：分类别 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

环比来看，5 月份 CPI 由前月的上涨 0.1% 转为持平，其中食品价格上涨 0.2%，非食品价格持平。5 月食品价格涨幅较 4 月提升 0.3pct，其中鲜果价格上涨 10.1%，由于去年苹果和梨的减产，导致今年库存不足，加上今年南方阴雨天气较多，时令鲜果的市场供应减少，导致鲜果价格比上月涨幅扩大 7.5pct；鸡蛋供应偏紧，导致价格上涨 7.6%；而鲜菜大量上市导致其价格下降 7.9%，跌幅较上月扩大 3.4pct；受非洲猪瘟疫情等因素影响，养殖户积极性有所降低，但随着猪肉价格继续回升，养殖户的补栏积极性也会相应提高，4 月猪肉价格上涨 1.6%，但经过一段时间的修复，生猪规模养殖的产能补齐供给短缺不足后，再加上天气变热等因素的影响，消费需求减弱导致 5 月猪肉价格环比下降 0.3%。5 月非食品价格涨幅比 4 月降低 0.1pct，受成品油调价等因素影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.0 和 2.2%，但飞机票和旅行社收费价格分别下降 6.5% 和 1.5%，5 月假期已过，出行需求减少，导致旅游服务业价格水平有所回落。

2.2 假日延长提振消费，必选稳健可选回暖

2019 年 1-5 月社会消费品零售总额累计增长 8.1%，增速较去年同期回落 1.4pct，其中 5 月单月增长 8.6%，增速较去年同期小幅增长 0.1pct，较 4 月增长 1.4pct。在“五一”节日增休、假日移动以及部分重点商品增速回升等多重因素的带动下，5 月份社零总额的增速出现明显加快。假日消费对于社零增速回升具有较强的提振效应，但如果扣除节假日影响，5 月社零总额增速实际也是加快的。伴随居民收入的持续增长，中等收入群体规模稳步增加，在消费升级趋势下，消费者的消费模式也在不断变化。随着信息技术的快速发展和 5G 网络的冉冉升起，网络购物的发展对于商业设施不发达的农村及偏远地区的消费增长起到很大的拉动作用。伴随信息技术的渗透程度不断加深，网上教育、网上医疗等网上新消费模式也逐渐为人们所接受。手

机扫码、NFC 等新电子支付方式的不断完善，使得消费便利性进一步提高，这些都将促进消费的快速增长，并对我国经济拉动发挥重要作用。

图 13：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）

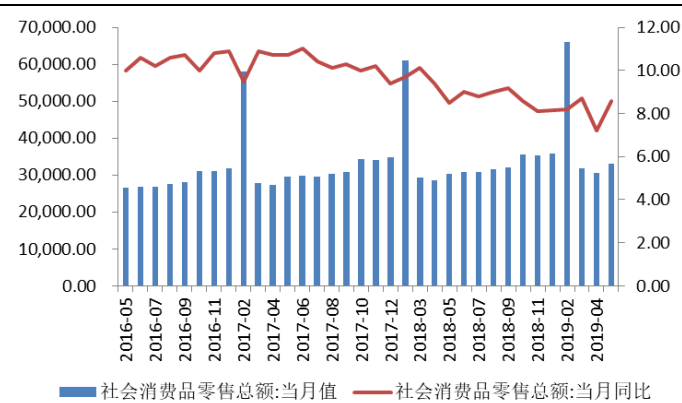
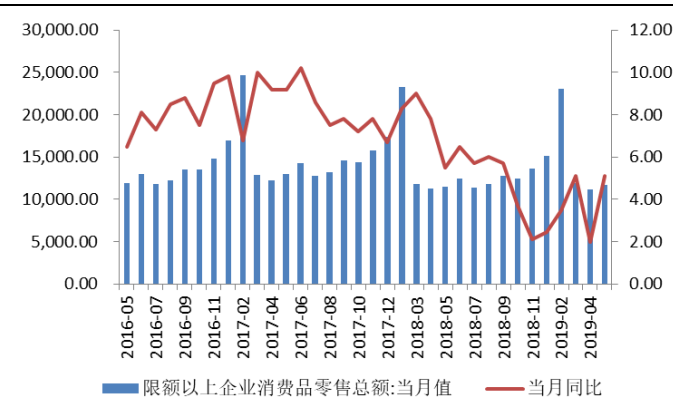


图 14：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

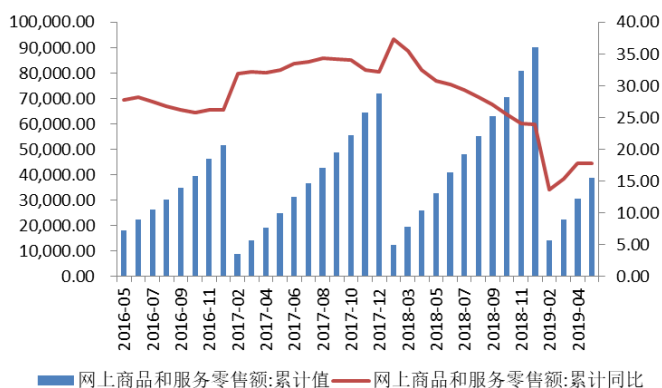
从限上商品零售增速来看，消费品市场总体呈现稳中有升态势，必选品类持续稳健较快增长，可选品类增速企稳回暖。在 5 月份限上单位 18 类商品中，有 13 类商品的增速比上月有所回升，特别是与假日消费相关的商品增速加快。1-5 月粮油食品类累计同比增长 10.5%，增速较 1-4 月高 0.2pct，其中 5 月单月增速比 4 月加快 2.1pct，食品类零售增速较好应是受到温和通胀下 CPI 同比涨幅扩大的影响；同期服装鞋帽、针纺织品类同比增长 2.6%，增速较 1-4 月提升 0.4pct，这类商品 4 月增速为-1.1%，而 5 月同比转正并回升至 4.1%；1-5 月日用品类同比增长 14.5%，增速较快且继续保持双位数增长，但增速较 1-4 月小幅回落 0.8pct，但比去年同期高出 2.7pct。

可选消费品类中，五一假期延长对消费具有很强的提振效应，使得部分消费升级类产品销售增速明显回升。在限上单位商品中占比较大的汽车品类 1-5 月增速-2%，降幅较 1-4 月同比收窄 1.1pct，5 月单月增速转正，为 2.1%，是 11 个月以来首次转正；1-5 月化妆品类同比增长 11.3%，较 1-4 月相比回升 1.3pct，其中 5 月增速 16.7%，应是受到换季需求提升及电商购物节预热带带来的激励效应；1-5 月金银珠宝类同比上涨 2.7%，较 1-4 月回升 0.5pct，受益于天气转暖带来的婚庆市场回暖及避险情绪带来的金价上涨影响，5 月同比增长 4.7%，较 4 月大幅提振 4.3pct；1-5 月通讯器材和家电音像两大品类同比分别增长 7.8% 和 6.4%，较 1-4 月增速均有 0.2pct 的回落。

2019 年 1-5 月，全国网上零售额 38641 亿元，累计同比增长 17.8%，增速较 1-4 月持平，网上零售继续保持快速增长。其中实物商品网上零售额 30414.5 亿元，累计同比增长 21.7%，比同期社零增速高出 13.6pct，占社零总额的比重为 18.8%，较 1-4 月提升 0.3pct，较去年同期提升 2.3pct。新兴业态继续保持快速增长态势，线上销售占比持续稳步提升。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 28.5%、21.2% 和

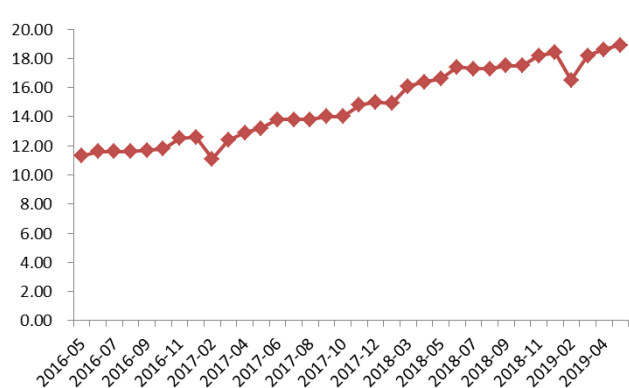
21.2%。

图 15：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 16：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%)



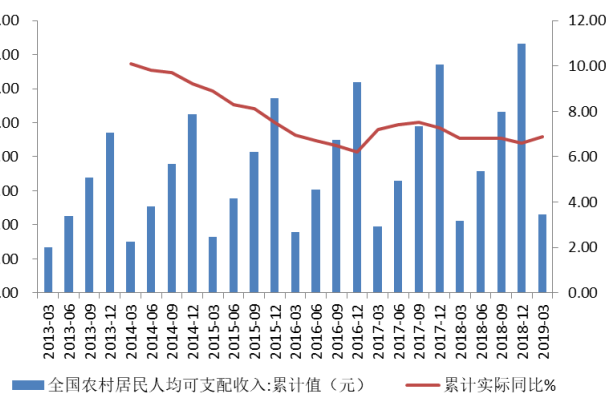
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.3 收入增速 Q1 回暖，城乡差距逐步缩小

居民的消费能力是由其收入水平决定的，到 2018 年城乡一体化居民人均收入增速水平持续放缓，但 2019Q1 小幅回升。国家统计局数据显示，城镇居民人均可支配收入累计同比增速自 2015 年以来就一直徘徊在 6% 附近，而农村居民则在 7% 左右。虽然在 2017 年全国居民人均可支配收入累计增速有所反弹但力度有限，2017 年 9 月，城镇和农村累计同比增速一度回到 6.59%、7.52%，但随后又进入下降通道。随后到 2019Q1 受到大规模减税降费、地产及股市回暖带来财富效应的积极影响，居民收入增速小幅反弹，城镇和农村累计实际同比增速分别环比回升 0.29pct 和 0.28pct 至 5.89% 和 8.88%。在这期间，农村居民人均可支配收入多数时间比城镇居民高约 1%，增速始终领先。在居民人均可支配收入和人均消费支出两方面，都呈现出了城镇总量占优，农村增速超过城镇增速的规律。

图 17：全国城镇居民人均可支配收入及同比（季）

图 18：全国农村居民人均可支配收入及同比（季）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

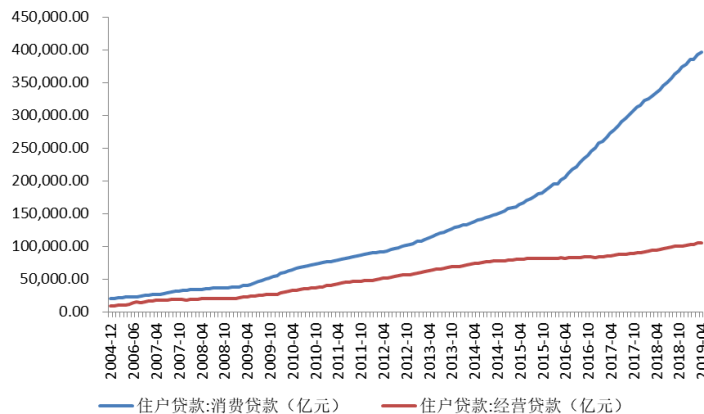
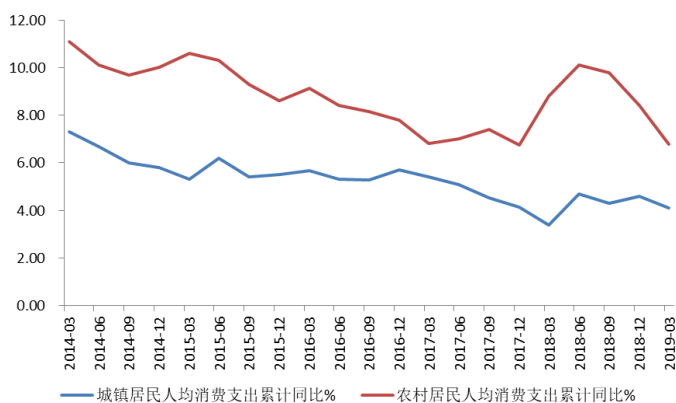
截止 2019Q1 城乡居民的消费性支出增速持续放缓，反馈在最终结果上就是社零增速的随之走低，2017

开始全国居民的收入增速持续高于消费增速。中长期看，对居民消费支出最重要的影响因素是结构性因素。收入增速趋势持续放缓，而消费贷款增速迅猛，使得消费增速呈现周期性回落。购房贷款的支出占据了消费支出的较大比重且呈现持续扩大态势，使得居民储蓄越来越低，而背负的贷款却逐渐增高，持续压制着居民消费支出的增速。

虽然 2018 年上半年居民人均消费性支出增速有所回升，但下半年一直到 19Q1 增速持续走低。城镇居民的收入增长率明显高于城镇居民的支出增长率，而农村居民的情况则刚好相反，反映了近年来农村地区人口收入增加，城乡差距正在逐步缩小。可见近年来农村地区加强基础设施建设、帮助农民使用电商平台进行农产品销售、强调精准扶贫等措施的收效成果显著，对于农村地区经济建设起到正向推动作用，也是企业布局渠道下沉的一个利好讯号。

图 19：全国居民人均消费支出累计实际同比%

图 20：住户消费贷款及经营贷款情况（亿元）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：中国人民银行，山西证券研究所

2.4 减税降费举措频出，政策红利加速释放

消费是最终需求，既是生产的最终目的和动力，也是人民各项需要的直接体现。今年以来政府连续出一系列减税降费的政策，消费领域获得了政策面的重点支持和关注，消费将成为未来一段时间拉动国内经济增长新动力的主要引擎。截止 5 月底，今年已经召开了 15 次国务院常务会议，其中有 11 次会议均涉及到减税降费内容，目前降低增值税税率、下调社保费率、小微企业普惠性税收减免等主要措施均已出台实施，2 万亿减税降费的红利将加速释放，有效减轻了企业和个税的负担。

表 1：2019 年企业层面减税降费政策梳理

文件	有效期	主要内容
财政部《关于继续实行农产品批发市场农贸场所房产税城镇土地使用税优惠政策的通知》	2019. 1. 1~ 2021. 12. 31	<ul style="list-style-type: none"> 对农产品批发市场、农贸市场(包括自有和承租)专门用于经营农产品的房产、土地，暂免征收房产税和城镇土地使用税； 对同时经营其他产品的农产品批发市场和农贸市场使用的房

		产、土地，按其他产品与农产品交易场地面积的比例确定征免房产税和城镇土地使用税。
财政部税务总局《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》	2019.1.1~ 2021.12.31	<ul style="list-style-type: none"> ● 对月销售额 10 万元以下（含本数）的增值税小规模纳税人，免征增值税； ● 对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税； ● 对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。
国家税务总局《关于小规模纳税人免征增值税政策有关征管问题的公告》	2019.1.1 起 施行	<ul style="list-style-type: none"> ● 小规模纳税人发生增值税应税销售行为，合计月销售额未超过 10 万元（以 1 个季度为 1 个纳税期的，季度销售额未超过 30 万元）的，免征增值税； ● 小规模纳税人发生增值税应税销售行为，合计月销售额超过 10 万元，但扣除本期发生的销售不动产的销售额后未超过 10 万元的，其销售货物、劳务、服务、无形资产取得的销售额免征增值税。
财政部税务总局《关于明确养老机构免征增值税等政策的通知》	2019.2.1~ 2020.12.31	<ul style="list-style-type: none"> ● 医疗机构接受其他医疗机构委托，按照不高于地（市）级以上价格主管部门会同同级卫生主管部门及其他相关部门制定的医疗服务指导价格（包括政府指导价和按照规定由供需双方协商确定的价格等），提供《全国医疗服务价格项目规范》所列的各项服务，可适用《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》（财税〔2016〕36 号印发）第一条第（七）项规定的免征增值税政策； ● 对企业集团内单位（含企业集团）之间的资金无偿借贷行为，免征增值税。
财政厅、人力资源社会保障厅、国务院扶贫办《关于进一步支持和促进重点群体创业就业有关税收政策的通知》	2019.1.1~ 2021.12.31	<ul style="list-style-type: none"> ● 建档立卡贫困人口、持《就业创业证》（注明“自主创业税收政策”或“毕业年度内自主创业税收政策”）或《就业失业登记证》（注明“自主创业税收政策”）的人员，从事个体经营的，自办理个体工商户登记当月起，在 3 年内按每户每年 12000 元为限额依次扣减其当年实际应缴纳的增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加和个人所得税。 ● 企业招用建档立卡贫困人口，以及在人力资源社会保障部门公共就业服务机构登记失业半年以上且持《就业创业证》或《就业失业登记证》（注明“企业吸纳税收政策”）的人员，与其签订 1 年以上期限劳动合同并依法缴纳社会保险费的，自签订劳动合同并缴纳社会保险当月起，在 3 年内按实际招用人数予以定额依次扣减增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加和企业所得税优惠。
财政部税务总局海关总署《关于深化增值税改革有关政策的公告》	2019.4.1 起 施行	<ul style="list-style-type: none"> ● 增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%；原适用 10% 税率的，税率调整为 9%。 ● 纳税人购进农产品，原适用 10% 扣除率的，扣除率调整为 9%；纳税人购进用于生产或者委托加工 13% 税率货物的农产品，按照 10% 的扣除率计算进项税额。

		<ul style="list-style-type: none"> ● 原适用 16%税率且出口退税率为 16%的出口货物劳务，出口退税率调整为 13%；原适用 10%税率且出口退税率为 10%的出口货物、跨境应税行为，出口退税率调整为 9%。 ● 适用 13%税率的境外旅客购物离境退税物品，退税率为 11%；适用 9%税率的境外旅客购物离境退税物品，退税率为 8%。
2019 年政府工作报告	2019.4.1 起施行	<ul style="list-style-type: none"> ● 深化增值税改革，将制造业等行业现行 16%的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10%的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低； ● 保持 6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增
国务院办公厅《关于印发降低社会保险费率综合方案的通知》	2019.5.1 起施行	<ul style="list-style-type: none"> ● 自 2019 年 5 月 1 日起，降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各省养老保险单位缴费比例高于 16%的，可降至 16%； ● 继续执行阶段性降低失业和工伤保险费率政策

数据来源：根据国家税务总局及网络资料整理，山西证券研究所

国家税务总局数据显示，1-4 月份全国累计新增减税 5245 亿元，在减轻企业负担的同时，增添了企业发展的新动能，助力经济平稳运行和高质量发展。自 4 月 1 日增值税减税新政正式落地开始，首月即实现净减税 1113 亿元。其中制造业减税效果最为明显，实现净减税 476 亿元，占总减税金额的 40%以上，居所有行业首位，其次为批发零售业，实现净减税 416 亿元。增值税税率下调 3%对渠道企业的利益留存影响较大，给零售企业带来了利润弹性。降税还能促进居民消费升级，消费者将享受到种类更丰富、价格更实惠的商品。

在今年的减税降费政策中，降低社保缴费同样受到了广泛的关注。自 5 月 1 日起，下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%，继续执行阶段性降低失业和工伤保险费率政策，预计 2019 年全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元。各地降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例等政策如期落地实施后，政策红利正在逐步释放。

今年的经济环境在贸易战和去杠杆的内外夹击下，原先依靠出口和投资拉动 GDP 持续增长的作用已被弱化，为了维持经济增速的稳定增长，刺激消费政策的推出成为推动经济结构转型、稳定经济可持续性发展的必然诉求。未来国家还可能会出台一系列新的政策减免税收，政府通过刺激消费政策扩大消费影响的做法，有望带动热钱进驻消费板块。

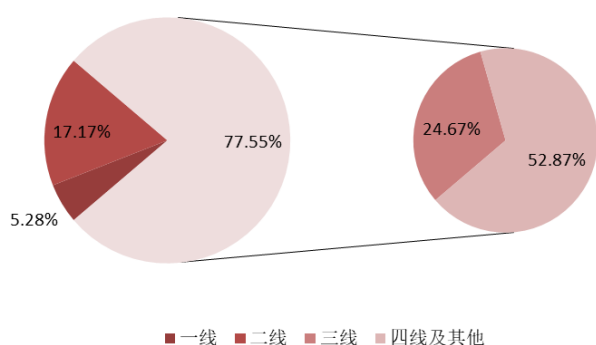
3.渠道下沉逐渐深化 物流服务愈加完善

3.1 下沉市场升级提速 长尾人群潜力挖掘

2018 年三线、四线及以下城市人口占比高达 77.55%，庞大的人口基数孕育着同样巨大的市场空间。近年来随着一线城市人口的饱和、高企的房价和沉重的生活成本压力、以及新一线的快速发展，人口由东南

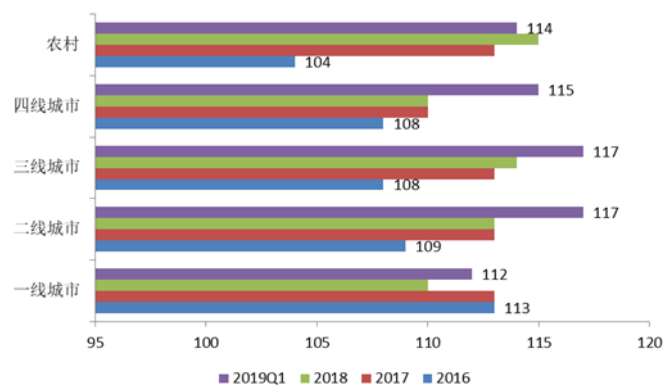
部发达省份向中西部发展中的、新一线及二三线城市回流，我们通常将主要由三四五线城市以及非线级城市的乡镇居民组成的市场统一概括为下沉市场。随着城镇化率越来越高、互联网渠道的深度普及，还有返乡人员带回的一二线城市的消费习惯，下沉市场的消费升级逐渐提速。虽然这部分市场人群的收入和消费的绝对值不及一二线城市，但较低的基数和较少的房贷压力促成了他们优势明显的收入增速。在渠道下沉逐渐深化的如今，下沉市场中有着廉价的流量、新型商业模式的拓展空间以及长尾人群的有待进一步挖掘的消费潜力。

图 21：2018 年全国各级城市人口占比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 22：2016~2019Q1 中国各级城市消费趋势指数



数据来源：尼尔森，山西证券研究所

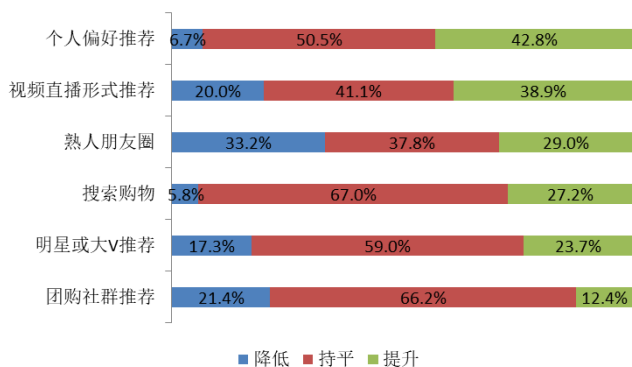
三四线及以下城市的生活节奏比较慢，生活压力相对较轻，考虑到他们对标一二线的消费意愿，逐渐上涨的收入水平和庞大的用户基数，长尾人群的消费潜力十分强大。随着拼多多、趣头条等主打下沉市场的 APP 迅速崛起，曾经被选择性忽略的“五环外人群”逐渐受到关注，下沉市场的用户收割成为平台流量新的增长点。从不同级别城市来看，2019Q1 二、三线城市消费趋势指数领跑，均高达 117 点，同 2016 年相比分别有 8 点和 9 点的提升。四线城市紧随其后，为 115 点，较 2016 年增长 7 点。一线城市较为稳定，为 112 点，较 2016 年有 1 点的下降，但较 2018 年有 2 点的回升。农村地区消费趋势指数增长明显，为 114 点，同 2016 年相比增长了 10 点。尼尔森数据显示，四线城市就业预期和个人经济情况回升明显，分别飙升了 8 点和 11 点。

3.2 理性消费观念凸显 短视频沉淀社交资产

同一二线城市相比，下沉市场消费者对于商品的价格敏感度较高，但他们在质量和品质、口碑和评价上的关注度已经超过了价格，这两项成为下沉市场消费者最为关注的指标，并呈现上升趋势。对于电商平台来讲，下沉市场消费者关注度最高的是信誉度，同时物流和服务也是其网购时的重要参考指标，近年来这三项指标均呈现上升趋势。对于曾经购买过的熟悉的网店，消费者的关注度不太明显，可见消费者存在较大的迁移性，获客容易留客难的现象依然存在。下沉市场消费者的消费理念逐渐成熟，他们不再只关注

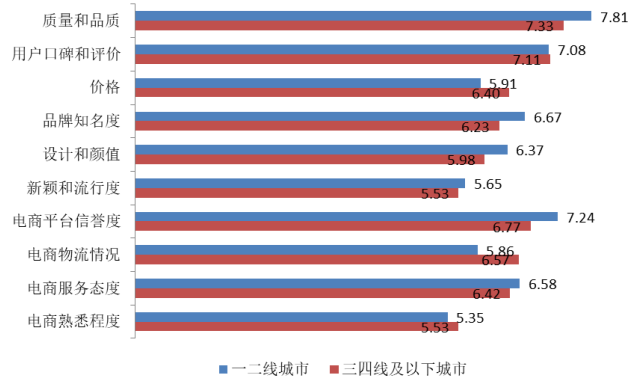
低价爆款，也不盲目追求进口品牌，他们更注重产品本身的质量和品质；也不像一二线城市的互联网用户一样实时关注潮流动向，他们认为适合自己的才是最好的；他们对大众品牌同样青睐，相信品牌是质量的象征。下沉市场网民在日常消费过程中，理性占据了主导，既追求性价比，也关注产品质量。随着消费水平的日益提高，理性消费的观念愈加凸显，这也将利好于各类垂直领域。

图 23：近两年下沉市场消费者网购成单频次变化



数据来源：易观，山西证券研究所

图 24：2019 年消费者购买决策关注指数



数据来源：易观，山西证券研究所

同一二线城市相比，下沉市场的互联网用户拥有更多的闲暇时间，他们消耗在移动应用上的时间也更长，更容易形成用户粘性。长尾人群的互联网用户与一二线城市的互联网用户对于娱乐、美食、时尚和养生等方面拥有同样的需求，但下沉网民更喜欢内容资讯形式是短视频，其次是文字、图片、长视频和直播类，但评论率最高的则是短视频类，说明该类内容拥有更强的互动性。近两年消费者在个性化推荐、视频直播形式推荐两种渠道下单的频次提升较为明显，而通过熟人推荐的方式成单频次则有所下降，流量红利正从工具社交转向内容社交。相比图文类静态的展示，直播和短视频能够更完整、直观展示产品信息，更容易刺激人购买的意愿，市场嗅觉敏感的品牌销售方往往通过创建品牌矩阵账号，建立专属的营销阵地，以优质的短视频内容吸引粉丝，沉淀视频社交资产。未来以个性化推荐、直播短视频为核心的社交内容电商生态，将成为盘活下沉市场消费者，提升购买转化率的重要手段。

3.3 物流网络愈加完善 服务体验逐渐改善

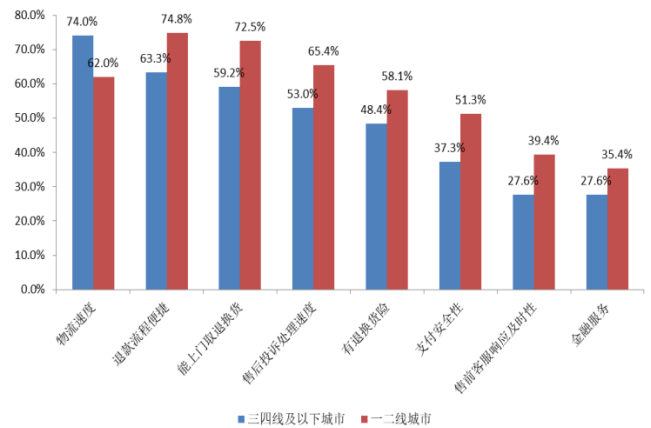
随着行业的发展和消费者需求的延伸，物流网络覆盖区域的深度和广度都在不断拓宽，人与货的距离正在逐渐缩短。传统线上零售的物流模式以“全国仓网+标准快递”及“区域/城市仓+落地配送”为主，伴随新零售模式的逐步推进，消费者对物流的及时性和服务性诉求不断提升，逐步演进出以即时配送、仓库一体和前置仓为核心的点对点物流配送模式。通过门店仓+前置仓进行商品存储、加工、拣选发货，同时完成线下门店补货和线上订单发货，实现降本增效。通过物流、仓储的布局实现线上线下的联通，为消费者提供多元化的配送和提货模式，模糊了空间概念，提升了消费的及时性和便捷性。尽管现阶段仍以生鲜、

餐饮品类为主，但在物流速度上得到了较大提升，准时达、半日达等多样化的物流时效层出不穷，充分满足消费者的即时需求。物流服务的模式也更加丰富，自提、送装一体、代客检等服务，为消费者带来一站式、足不出户的便捷服务体验。

图 25：智慧物流框架：社会化仓配+供应链转型



图 26：网购时消费者认为需要加强的服务项目



数据来源：阿里研究院，山西证券研究所

数据来源：易观，山西证券研究所

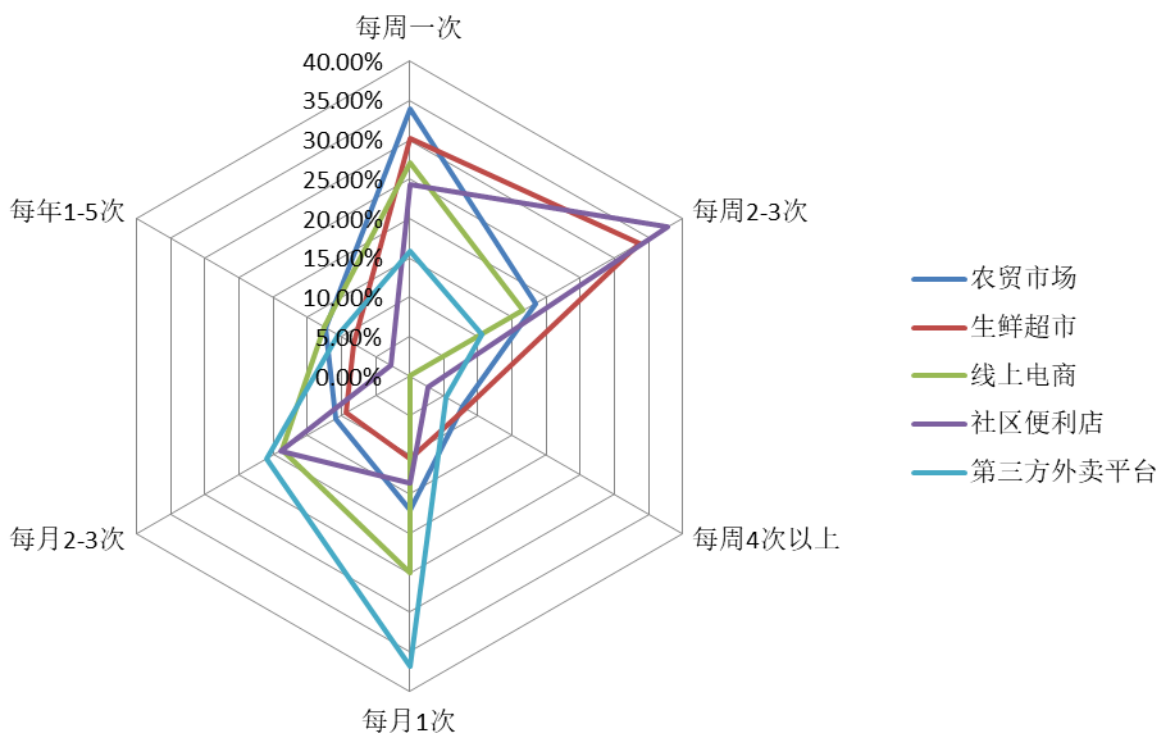
尽管下沉市场用户目前还能接受相较于一二线城市更长的配送时长，但是他们对物流速度的关注度已经超过了一二线城市，物流已经成为下沉市场的一大痛点。在下沉市场精准服务方面，淘宝通过打通聚划算、淘抢购、天天特卖等淘系营销平台，深耕下沉市场消费痛点，并在手淘 APP 推出特卖区，精准对标下沉市场消费需求。同时借助于阿里在物流、金融、技术等多方面的资源优势，从供需两侧构建营销矩阵，向下沉市场赋能。目前活跃用户中有一半都来自下沉市场，70%新增活跃消费者来自低线城市。京东在下沉市场的布局则更多借助于他在快消和电子产品领域的供应链和物流体系优势，通过新通路战略、扶贫助农等战略，从 B 端供应链服务和农村市场中推进下沉市场消费者的触达。苏宁则是发挥下沉市场零售云门店和供应链的强大优势，结合线上渠道共同打造下沉市场服务生态体系，构建下沉消费者的全渠道触点。未来物流体验的改善和供应链的下沉将是电商平台布局低线长尾市场的关键所在。

4.深化社区消费场景触达 超市业绩稳健确定性强

以社区为主的实体消费场景是线下流量的重要端口之一，作为与消费者距离最近的触点，社区线下实体店具有极强的便民属性，也能最直接的改善消费者的日常消费质量。2015 年国务院就在《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》中强调大力发展社区商业，引导便利店等业态走进社区，规范和拓展代收费、代收货等便民服务。立足于社区、贴近消费者，再加上生鲜品类消费频次高、复购率高、市场空间大的属性，社区生鲜店成为资本和产业层面共同关注的零售业态。中国连锁经营协会将面积 50 平方米以上 1000 平方米以下，生鲜销售占比 30% 以上，服务社区的零售业态界定为社区生鲜超市，这其中也

包含了立足社区前置仓模式的生鲜便利店。但在企业实际经营层面，由于社区生鲜存在毛利较低、客单价较低、租金和人工成本高企、专业人才储备不足的问题，社区生鲜店普遍尚未实现盈利。

图 27：2018 年中国生鲜消费者经常使用的消费渠道及消费频次



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

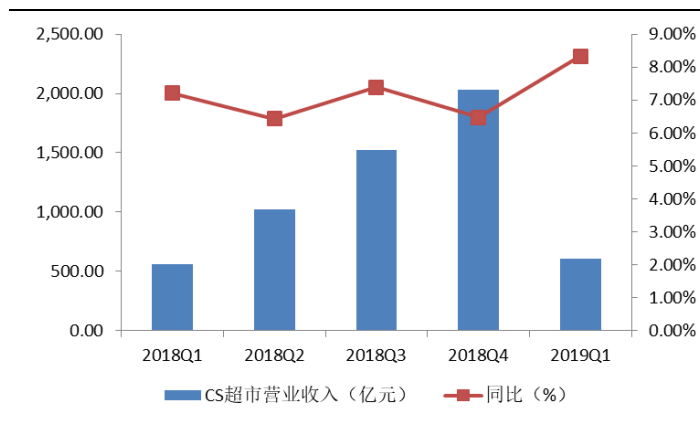
具有较强便利性的社区生鲜业态是农贸市场和大型连锁超市的有效补充，本土崛起的社区生鲜连锁品牌在找到可复制的盈利模式后，将会加快区域密集布局程度，并持续向存在供给空白的临近区域扩张。社区生鲜业态依靠优化农超对接环节，有效缩短了物流时间、降低了损耗、提高了消费频次。生鲜是一种高频引流的品类，69%的消费者经常在生鲜超市购买生鲜，且购买频次在每周 2-3 次者居多。从不同渠道的消费频次上对比来看，农贸市场、生鲜超市和社区便利店这些线下渠道的消费频次相对较高。农贸市场的生鲜消费频次 33.85%为每周一次，18.46%为每周 2-3 次；生鲜超市的生鲜消费频次 33.72%为每周 2-3 次，30.23%为每周一次，较高于农贸市场；而社区便利店的生鲜消费频次 37.84%为每周 2-3 次，24.32%为每周 1 次，社区便利店的生鲜消费频次在三种业态中处于高位；这方面线上电商和第三方外卖平台等线上消费渠道频次较低。在线上获客成本逐年攀升的情况下，社区生鲜店作为线下流量入口，推动了零售企业的全渠道布局脚步。在此基础上嫁接金融服务，集成本地生活服务属性，抢位生活服务平台或将成未来的一个趋势。

4.1 经营情况：超市业绩增速稳健，温和通胀利好同店增长

2018 年 CS 超市营收为 2028.57 亿元，同比+7.86%，归母净利润 34.83 亿元，同比+17.51%，扣非后归

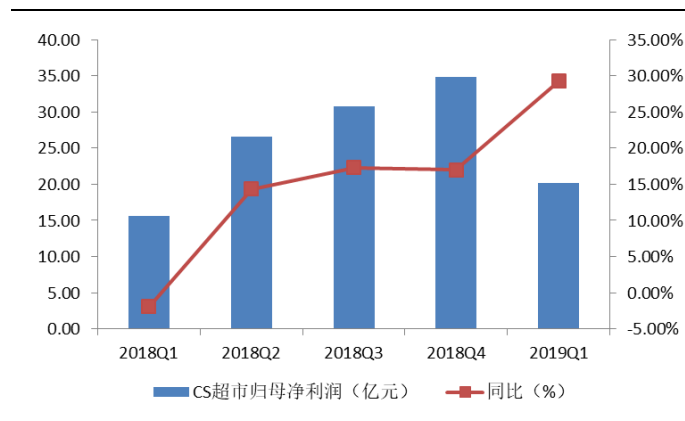
归母净利润 21.3 亿元，同比-15.92%；2019Q1 CS 超市营收 605.67 亿元，同比+8.33%，归母净利润 20.13 亿元，同比+29.28%，扣非后归母净利润 18.57 亿元，同比+21.85%。2018 年超市板块营收增速随季节波动，Q3 达到全年高点，Q4 回落至与 Q2 齐平，2019Q1 转而回升且增幅扩大 1.12pct；而归母净利润增速全年呈现趋势性上升，2018Q1 增速为负，Q3 增速最高，Q4 小幅回落，2019Q1 大幅回升。

图 28：CS 超市 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

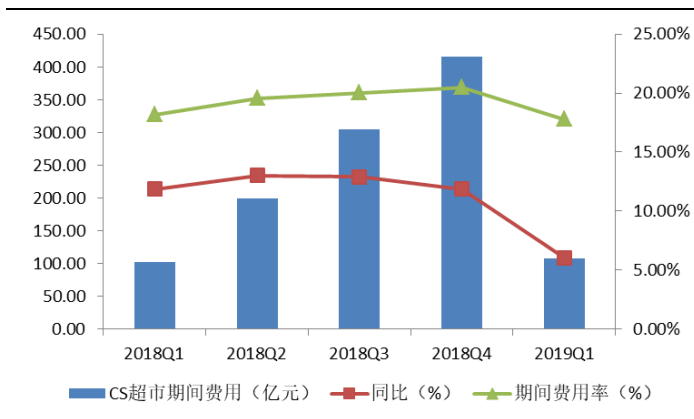
图 29：CS 超市 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

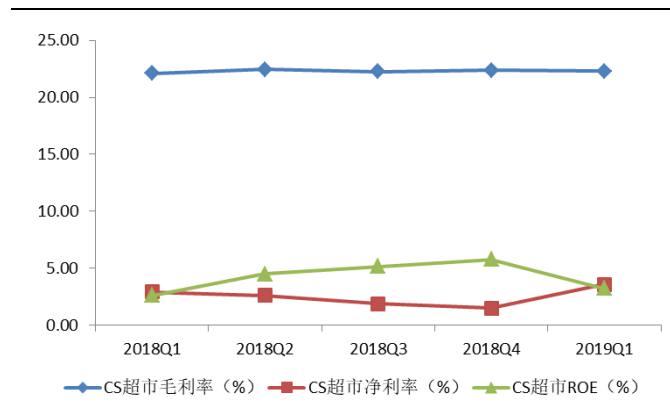
2019 年国家推出了一系列减税降费的政策，从需求端提振居民的消费信心及购买力。自 18 年下半年 CPI 在 2% 的中枢区间温和上行，CPI 的上涨对超市同店传导的吻合度较高。超市行业是受新零售加码、改造较多的行业，在消费市场平稳增长的新零售下半场，超市行业创新转型的步伐加快，跨界融合的程度不断加深，新业态和新场景不断涌现。2018 年超市赛道竞争愈发激烈，原先以农贸市场与大型连锁超市为主导的生鲜渠道格局正在慢慢被打破，具有较强便利性的社区生鲜业态开始成为前两者的有效补充。社区生鲜业态能够深入社区场景触达消费者，同时进一步加深上市公司的门店网络密度。

图 30：CS 超市 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 31：CS 超市 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

2018 年 CS 超市期间费用为 415.79 亿元，同比+14.36%，比收入增速高出 6.5pct，18 年期间费用率为 20.5%，比去年同期高出 1.17pct；2019Q1 CS 超市期间费用为 107.81 亿元，同比+6.13%，低于收入增速 2.2pct，

19Q1 期间费用率为 17.8%，比去年同期收窄 0.37pct。2018 年以来超市行业整合提速，通过关闭亏损门店和改造低效门店来优化网络布局，对内调整品类组合、提速智能化程度与精准营销提升收入，对外加速门店网络扩张，同时打造更具韧性的供应链平台体系，从费用端看这一系列举措成效显著。

18-19Q1 CS 超市毛利率水平持续稳步提升，超市行业在扩张网络布局、优化改造门店和整合供应链方面持续改善，降本提效成果明显。18-19Q1 CS 超市 ROE 水平持续提升，18/19Q1 较去年同期分别提升 1.15pct/0.63pct，其中 18 年主要受到总资产周转率+0.18 次的影响，而 19Q1 则主要受益于净利率+0.68pct。

4.2 投资建议及个股推荐

超市行业是新零售重点布局的对象，在内有区域割据现象严峻，外有外资品牌寻求瓜分市场份额的环境下，超市行业一方面通过下沉渠道布局低线蓝海市场，另一方面拓展社区场景，延伸网点触达深度和广度，整体业绩表现较为稳健。在数字化的科技驱动下，超市行业从场景功能到全渠道效率方面都得到了进一步的提升。在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健增长、食品 CPI 阶段性走高及大众消费品消费升级，超市企业同店增速持续向好，超市板块在消费后周期中存在较强的确定性，具有一定的抗周期防御性价值。

4.2.1 永辉超市（601933.SH）

2018 年公司积极调整战略，转让部分云创股份，成立合资公司梳理整合彩食鲜板块，专注发力核心超市业务，将原云超一、二集群的超市业务进行合并管理，重新分成十大战区，目前在福建、重庆等 24 个省市已有 708 家连锁超市，全面覆盖一至六线城市，2018 年全年实现新开门店 135 家，完成年初下达的开店任务。公司坚持以智能中台为基础打造食品供应链的平台型企业，加深商品护城河，在全国稳步扩张的同时保证大部分地区盈利。公司是国内领先的将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，形成以现代物流为支持，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础的超市龙头集团企业。我们看好公司整合原云超一二集群后聚焦超市主营业务，回归本源节能增效的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25/0.33/0.41 元，给予“增持”评级。

4.2.2 家家悦（603708.SH）

公司按照大卖场引领、综合超市补充的原则，通过业态分级和精准定位，调整优化了区域内门店的网络布局和业态组合，关闭、搬迁了经营业绩不达标、布局不合理的门店，并于 2018 年 3 月将维客连锁纳入合并报表范围；同时借鉴升级大卖场、生活超市的成熟经验，推动现有门店的升级改造，全年共改造门店 100 多处。公司通过聚焦商品结构调整和优化门店品类组合来提升门店的盈利能力，并积极推广无人收款、

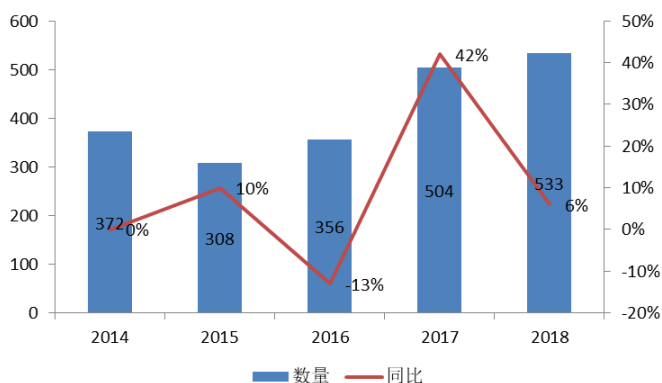
刷脸支付等新技术手段，为消费者提供更加便捷的消费体验。2019 年公司在山东地区坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略，进一步促进连锁网络铺展，同时加强高效的生鲜食品供应链体系建设，省内扩张和省外拓展同步推进，外延扩张和内涵提升双轮驱动。我们看好公司通过新店拓展、改造升级、机制变革、优化供应链等措施推动营收稳步增长的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.04/1.21/1.33 元，给予“买入”评级。

5.购物中心方兴未艾 数字化助力会员营销

根据联商网和搜铺网大数据研究中心统计结果，2018 年全年新开各类商业项目 533 个（单体商业建筑面积 2 万平方米以上，不含专业市场、酒店及写字楼，部分为存量改造项目），新增商业建筑面积 4811.35 万方，项目平均体量约 9 万方。从近五年全年开业的商业项目情况上来看，开业量整体呈逐年上涨的趋势，仅 2016 年相较往年有所减少，在 2018 年达到开业峰值，全国商业地产环境整体呈现快速扩张的态势。随着人们消费习惯的改善，融合了吃喝玩乐和购物等社交元素的一站式综合型购物中心越来越受到关注。超过 75% 的百货企业已经涉足了百货以外的零售业态，其中以超市、购物中心和便利店最为普遍，占比分别达到了 73.0%、49.6% 和 32.1%。大型连锁百货和城市购物中心正在走向融合，这是适应消费者多元化需求的必然结果。

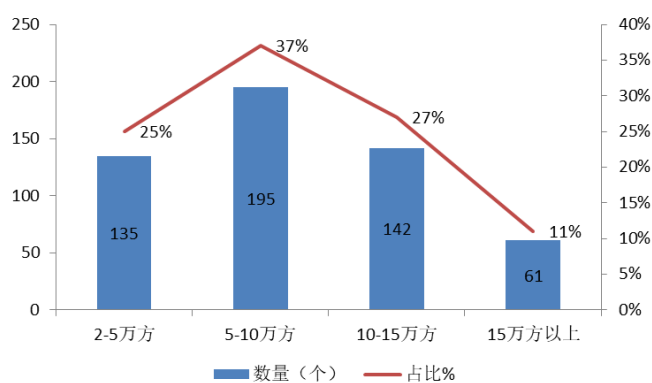
不含停车场、办公楼等在内规模 10-15 万方的购物中心性价比最高，兼具竞争力和盈利能力，业内认为这一体量是国内最理想的规模，而少数区位优势明显的项目规模可在 20 万方左右。随着一线和新一线城市租金成长的逐渐上涨，5 万方以下的小体量商业逐渐增多，而经济欠发达的下沉市场受限于人口消费能力和商业辐射范围，则主要以社区商业为主，具有贴近社区居民生活、顾客粘性高、营销费用低等优势。

图 32：近五年全年商业项目开业数量对比



数据来源：联商网，山西证券研究所

图 33：商业体量分布及占比

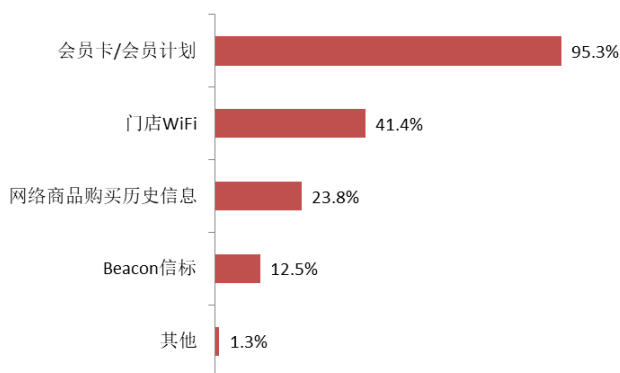


数据来源：联商网，山西证券研究所

随着市场的逐渐饱和，获取增量流量的成本越来越高昂，为了挖掘顾客的存量价值百货公司借助数字

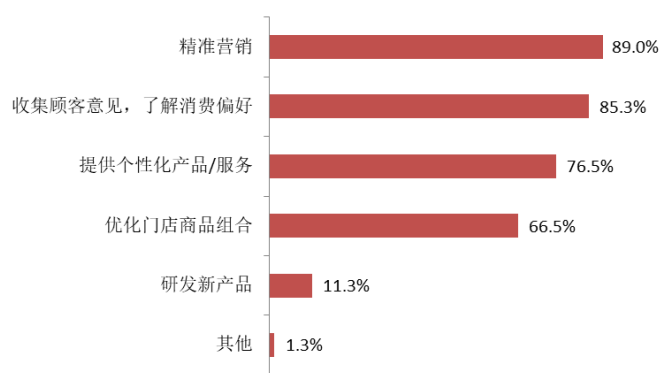
化技术发力会员营销。包括通过渠道手段完成的会员注册，灵活多样的会员激活，标签化的会员留存和分析，以及赠送多种电子权益的沉睡会员唤醒。数字化的技术不仅仅停留在重构消费场景和丰富购物体验上，大数据的累积成为企业深耕消费需求进而推动供需精准匹配的技术途径。随着数字化技术的快速发展，百货公司的会员管理能力也得到了提升，通过技术工具基本可以实现数据采集、会员激活、客户标签、精准营销等一系列举措。越来越多的百货企业在营销过程中对消费者数据进行收集整理，并利用新技术将其作为分析和决策的工具，通过优化商品组合及为顾客提供个性化产品和服务，以实现精准营销。

图 34：百货收集消费者数据方式



数据来源：中国百货商业协会，山西证券研究所

图 35：百货收集消费者数据用途



数据来源：中国百货商业协会，山西证券研究所

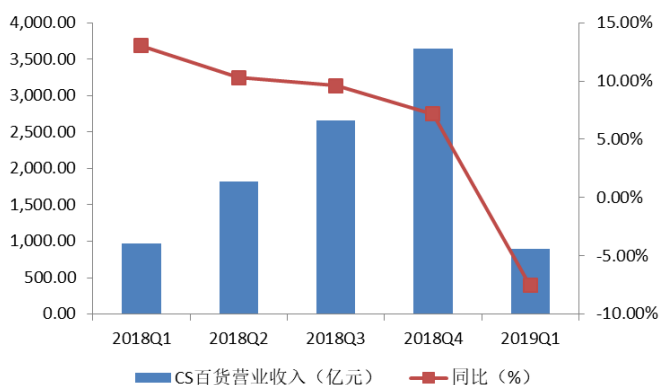
接近九成的百货企业当前有收集消费者数据，其中 95.3%的企业通过会员卡/会员计划来收集消费者数据，41.4%通过门店 WiFi，23.8%通过网络商品购买历史信息，12.5%通过 Beacon 信标。企业收集得来的消费者数据，主要用作精准营销和了解消费者的消费偏好，分别有 89%和 85.3%；其次是为顾客提供更个性化产品/服务和为门店优化商品组合，分别有 76.5%和 66.5%，还有 11.3%是为了研发新产品。百货上市公司天虹对于数字化会员体系的运作成效显著，经历多年的发展后逐渐形成了“虹领巾 APP+天虹微信+虹领巾 PC 端”的全渠道模式，截至 2018 年底天虹整体会员人数达 1800 万；天虹数字化会员人数达 1644 万，其中天虹 APP 会员人数达 840 万，微信粉丝 645 万，微信小程序会员 159 万。

5.1 经营情况：19Q1 收入利润增速企稳，费用上涨压缩利润空间

2018 年 CS 百货营收为 3549.69 亿元，同比+2.27%，归母净利润 120.82 亿元，同比-6.84%，扣非后归母净利润 50.57 亿元，同比-52.12%；2019Q1CS 百货营收 897.68 亿元，同比-6.84%，归母净利润 43.86 亿元，同比-0.78%，扣非后归母净利润 39.90 亿元，同比+3.04%。收入端呈现为收入增速逐季降低，至 19Q1 增速转负；而归母净利端在 18Q3 达到高位，Q4 显著回落，至 19Q1 未能止跌，增速同样转负但降幅较小，但扣非后归母净利润却小幅抬升。受到 Q1 可选消费增速企稳复苏的影响，归母净利端的降幅窄于收入端的降幅，行业内仍存优质企业能够在激烈的市场竞争中即时做出调整。

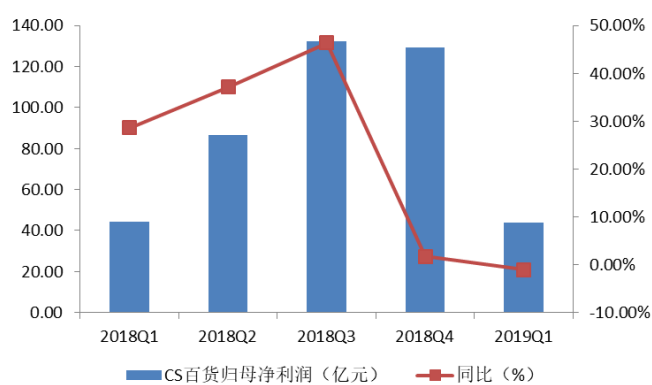
百货行业的运行与宏观经济息息相关，2018Q2 以来宏观经济增速逐渐趋缓，社零累计增速也逐季回落，百货主要品类中的服装以及可选消费各品类增速多呈现不同程度的回落。居民可支配净收入持续走低，消费观念与消费结构也发生明显变化，大多传统零售企业未能及时把握消费需求调整销售策略，再加上持续受到线上的冲击，造成市场越来越被动，百货的转型之路还有待市场验证。但龙头企业在市场转型期仍能引领变革方向，并保持一定的规模扩张速度，持续提升市场占有率。

图 36：CS 百货 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

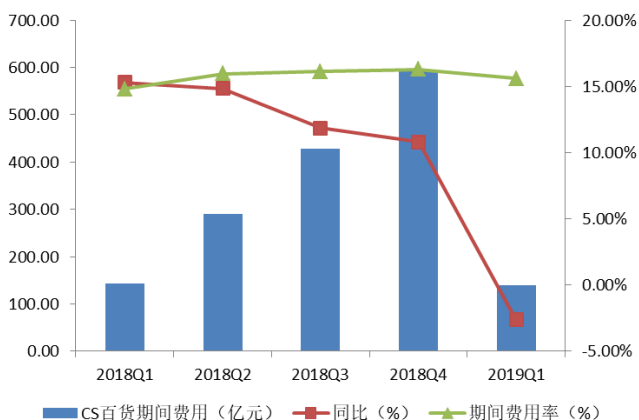
图 37：CS 百货 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

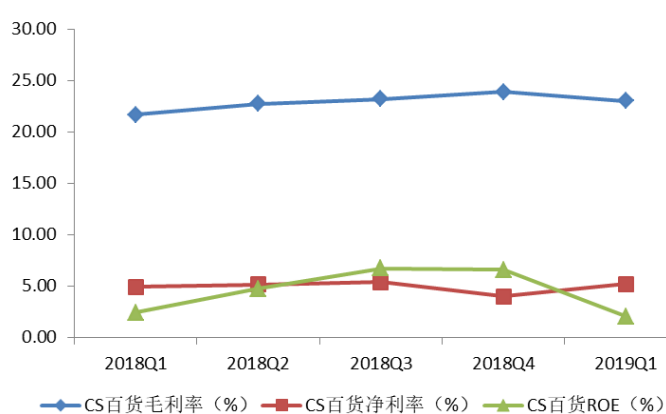
2018 年 CS 百货期间费用为 571.54 亿元，同比+4.9%，比收入增速高出 2.63pct，18 年期间费用率为 16.10%，比去年同期提升 0.4pct，基本持平；2019Q1 CS 百货期间费用为 140.88 亿元，同比-0.85%，窄于收入降速 5.99pct，19Q1 期间费用率为 15.69%，比去年同期提升 0.95pct。百货行业上市公司的转型方式之一是百货购物中心化，购物中心以轻资产模式运营，经营主要以租赁方式为主。虽然降低了公司的资本投入，但难以抵御房地产租赁价格的不断上涨，同时人力、物流、水电等商业成本的持续上调，进一步压缩了实体百货的利润空间，致期间费用率水平持续上升。

图 38：CS 百货 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 39：CS 百货 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

18-19Q1 CS 百货毛利率水平持续稳健提升，百货企业积极拥抱数字化，一定程度上提升了企业整体的运营效率。2018Q1-Q3 CS 百货 ROE 水平持续提升，至 Q4 有所回落，主要受到净利率降低的影响。19Q1 ROE 水平低于去年同期 0.36pct，但净利率水平抬高 0.27pct，则主要受到总资产周转率的-0.05 次的影响。

5.2 投资策略及个股推荐

实体百货基点较高，在压力之下谋求转型，百货购物中心化成为顺应消费升级趋势的良好选择。电商冲击对于百货影响的峰值已过，当前百货行业的发展主要顺应消费升级趋势和促销费政策的利好，《电商法》对于无序的海外代购进行了限制，促进了高端商品的消费回流。对于实体商业来说，线上线下融合是大趋势，线上技术使得商业空间更为广泛，能够更有效的链接人货场。技术手段应用上也更加多样化，不仅有电商平台，也包括公众号、小程序、APP 和社群营销等。当前零售行业整体集中度较低，市场的增量空间有限，更多是存量资源的整合，龙头通过并购重组来实现规模扩张，集中度提升是必然趋势。百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前处于转型发展期，龙头企业选择发展购物中心等业态丰富客户体验、提升客流及坪效，基于此我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会。

5.2.1 天虹股份（002419.SZ）

公司拥有涵盖百货、购物中心、超市及便利店等多种业态资源，2018 年持续升级业态提升实体店体验。百货门店实行街区化调整后效果明显，推进主题陈列与主题编辑营销，关联品牌销售贡献同比增长 18.8%；购物中心聚焦家庭生活与儿童主题街，并因地制宜推广复制，通过开展营销活动等方式优化购物中心内容，增强客流拉动销售增长，带来购物中心可比店营收增长 5.55%，利润总额增长 64.41%。公司通过数字化技术提高服务顾客的效率，持续优化“天虹到家”业务。公司坚定推进数字化、体验式、供应链三大面向未来的发展战略，基于数字化智能化的业态创新和全国供应链整合能力初现成效，公司对内夯实运营管理能力，加强门店体验式升级，对外继续铺设门店网络扩张，打造新的利润增长点。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88/1.02/1.16 元，维持“买入”评级。

5.2.2 王府井（600859.SH）

2018 年公司共运营 51 家连锁门店，销售网络覆盖全国七大经济区域，在全国连锁发展战略方面具有先发优势。公司已形成包含百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局，打造处于不同发展阶段的门店梯次。2018 年公司各个业态继续推进专业化管理，落实一店一策，不断提升商品和顾客经营能力以及自营能力的建设。公司在业态建设方面偏重购物中心和奥莱业态，百货业态也进一步拓展经营范围，通过增加购物中心功能，引进奥莱元素来调整经营模式，奥莱业态则是抓住窗口期，加快低线城市

布局。公司持续铺设全渠道建设，通过建立完善的品牌体系，积累规模庞大的会员资产，形成稳固的业绩平台和多种业态主力，全国连锁布局保持良好发展的态势。我们看好公司推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.60/1.80/1.81 元，维持“增持”评级

6.传统电商红利见顶 社交电商流量裂变

社交电商行业崛起于 2015 年前后，受制于传统电商渠道流量红利的逐渐消退和高昂的获客成本，越来越的实体经济开始转向社交电商。2018 年中国社交电商行业融资规模超过 250 亿元。随着社交行为逐渐渗透到消费者的生活中，社交行为能够激发购物需求，熟人信任机制提升了购买效率，社交还有助于进一步的传播推广。传统电商按需生产，消费者在购买前已经有购买目标，社交电商则创造一种非计划性的消费需求，随着购物场景的碎片化程度的加深，社交一定程度上刺激了冲动消费的可能性。传统电商以搜索式购物为主，平台多呈现货架式陈列，信息冗余复杂，而社交电商则以发现式购买为主，在社交分析和内容驱动之下，在社交过程中发现商品，对产品的体验感和针对性更强，且社交的信任关系简化了产品的选择难度，更易做出购买决策。推广方面，传统电商主要通过一定的利益回馈促使消费者扩散推荐，而社交电商则具有主动传播的基因，社交关系天然形成了口碑传播，信任基础有效提升了传播的效率。

表 2：传统电商与社交电商的特点对比

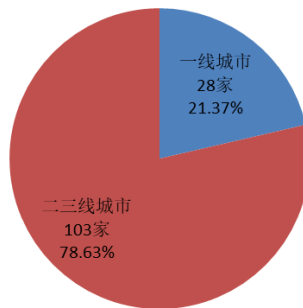
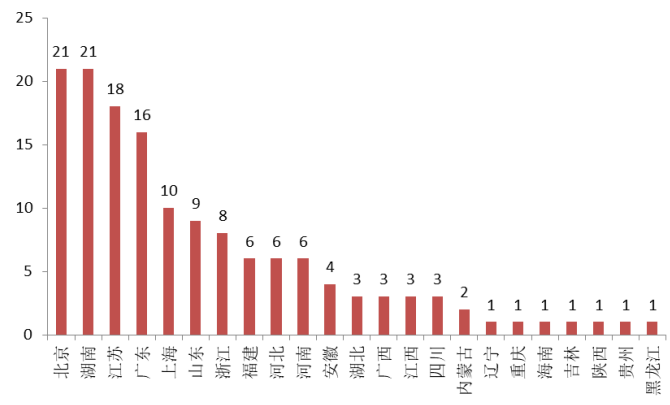
	传统电商	社交电商
流量中心	具有统一流量中心，商家需争取平台流量	去中心化，通过玩法模式创新获取流量
运营传播	以广告传播为主，商家需积极引流	用户体验式消费传播为主，平台口碑更重要
渠道情况	平台具有强大的物流体系，稳定性较强	进入门槛低，渠道稳定性若，依赖于平台管理能力
用户类型	综合电商平台用户分布广泛，特征较为分散	依靠熟人或社群传播，用户分类更加精准细化
用户粘性	用户粘性较弱，用户更关注产品性价比和品质	基于社交互动传播，用户信任度高粘性强
获客成本	用户红利消退，营销和获客成本居高	传播模式拓展更广，增长式营销有效降低获客成本
消费类型	用户先产生需求，再到电商平台消费	基于兴趣或社交关系，先刺激需求再引导消费

数据来源：艾媒咨询，山西证券研究所

社交电商也是线下社区流量裂变的载体，社区拼购是一种基于微信和轻社交关系的新型电商渠道，是社交电商的一个细分领域，主要以生鲜等高频消费品类切入，依靠社区和团长的资源实现商品流通。在社区电商中，社交关系的枢纽是团长，围绕团长进行“人、货、场”的重构。社区团购平台雇佣团长，并为其提供商品、物流、系统、运营、品牌、售后等全方位的支持。团长主要进行线下流量的维护，负责建群运营、产品推荐和售后服务。因为社区具有天然的地理位置优越性、社群沟通和分享的频繁与便利性，使得社区电商流量迅速裂变。

图 40：主流社区团购平台（个）地区分布，截止 2019Q1

图 41：社区团购平台城市分布（不含服务型）



数据来源：亿欧智库，山西证券研究所

数据来源：亿欧智库，山西证券研究所

相比于一线城市，社区团购在二三线城市的快速发展具有一定必然性。二三线城市市场体量虽然不及一线，但具有较大的发展空间，市场竞争相对和缓，存在巨大红利。首先社区电商基于社区社群，天然对用户有更强的链接能力，社群不需要重新建立信用关系，订单转化的成本较低，且二三线城市更容易招募团长，因其房价挤出效应较弱，低成本给予运营模式更多的试错空间。其次社区团购电商主要针对社区流动性小、追求性价比、熟悉移动支付的人群，二三线城市消费者的用户画像与社区团购的主打消费群体十分贴合，且消费品类主要以生鲜和米面粮油等生活必需品为主，线上电商在这些品类的渗透率较低。最后，随着供应链物流设施的日渐完善，二三线城市的硬件设施逐渐升级，形成对顾客需求的快速响应能力，这样减少了供应链节点企业之间的交易成本，提高了供应链的效率。

6.2 投资策略及个股推荐

三线及以下城市电商的渗透率相比一二线城市还处于较低水平，市场仍有一定待发掘的空间，而低线城市的熟人社交则催动了社交电商的衍生发展，双重驱动下社交电商蓬勃发展。社交电商具有一定的社群基础，获客成本低，用户粘性高。在社交电商的产业链中，用户和生产商的双向沟通节奏加快，消费者更愿意去反馈产品信息。随着社交电商平台逐渐向服务提供商方向转型，对于从业者的需求也更加多样化，社交电商的商业模式逐步完善，使得消费者、平台和生产商的信息距离更近，迭代速度更快。同时社交电商十分重视数字化程度的提高，早期就已有投入，现金的基础设施建设是订单处理、销售预测及产品管理的关键。在消费升级背景下，三四线及以下城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度。

6.2.1 苏宁易购（002024.SZ）

公司构建的全场景智慧零售生态系统实现了从线上到线下，从城市到乡镇的全覆盖，截止 2018 年末公

公司拥有自营门店 8881 家，苏宁易购零售云加盟店 2071 家，苏宁易购广场 16 个，迪亚天天便利店加盟店 112 家，店面形态涵盖家电 3C、母婴、超市、便利店等。2018 年公司在推进家电 3C 家居生活专业店的同时，加快拓展城市社区市场的苏宁小店，同时通过自营与加盟的方式推进三四级市场苏宁易购直营店和苏宁易购零售云加盟店的开设。苏宁小店是公司线下场景中最贴近用户的一环，也是公司在用户获取、全品类发展以及 O2O 生活服务方面的重要战略布局。公司持续围绕场景互联网、智能供应链，坚定推进实施智慧零售战略，通过推进商品结构调整和优化商品供应链改善毛利率水平。我们看好公司通过丰富商品品类、优化供应链来提升内生运作效率，以及全渠道布局尤其是对低线市场和社区市场布局的延展能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.12/0.39/0.42 元，维持“买入”评级。

6.2.2 南极电商（002127.SZ）

公司专注于品牌综合服务及经销品牌授权服务业务，该项业务是公司按发放商标辅料的批次为授权生产商提供品牌授权、供应链服务等综合服务，并收取品牌综合服务费，2018 年品牌综合服务经销品牌授权收入合计 9.34 亿元，同比增长 46.09%，2019Q1 这部分收入是 1.29 亿元，同比+55.36%。公司在电商平台流量红利期积极发展经销商形成规模优势，2018 年经销商数量达 4186 家，线上店铺数量为 5535 个，不仅在销售端大幅增加公司品牌产品的展示机会，而且在供应端形成了规模经济。公司的核心竞争要素是其多梯度的品牌集群，公司自有品牌涵盖家纺内衣、男装女装童装、母婴个护、箱包服饰鞋品等，品牌定位差异化逐渐明晰，且品牌采用多品类发展策略，能够覆盖不同的消费人群，满足大部分日常生活的基本需求。公司结合品牌特点和电商渠道的累积优势，定位平价、优质的大众消费品，坚持新快消品战略，做好高频次、高性价比的标准品。我们看好公司品牌综合服务的规模优势和移动互联网营销业务持续稳健发展的能力，以及公司基于整条价值链的赋能服务优势，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49/0.65/0.79 元，给予“买入”评级。

7.风险提示

- 1) 国际经济环境波动风险，国内宏观经济下行风险；
- 2) 消费升级、促消费政策落地效果不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。
- 4) 创新业态具有不确定性，短期内影响业绩；
- 5) 新区拓展存在前期成本投入过大风险。

分析师承诺：

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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

