

## 商贸零售

报告原因：定期报告

2019年6月28日

## 商贸零售行业月报

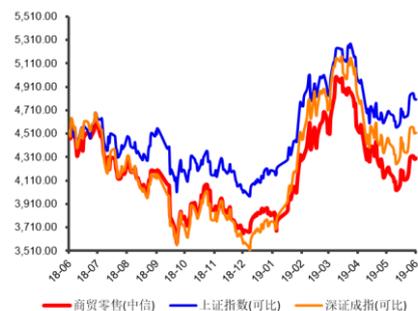
假日消费提振社零增速 布局稳健持续关注超市板块

## 评级

中性

行业研究/定期报告

### 商贸零售行业近一年市场表现



### 相关报告：

商贸零售行业月度投资策略：社零数据企稳回暖，低估值百货龙头估值修复可期

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

#### 市场回顾

➢ 2019年5月CS商贸零售行业下降9.03%，与2018年同期相比跌落15.96ct，跑输大盘1.79pct。5月份中信一级29个行业中仅有色金属为上涨状态，其余均呈下跌，市场表现较为平淡。CS商贸零售行业5月市场表现不及去年同期，在中信29个行业排名第27位，处于下游水平，较上月大幅回落。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。

#### 行业月度数据跟踪

➢ 2019年5月，CPI同比上涨2.7%，涨幅比上月扩大0.2pct。其中，食品价格上涨7.7%，非食品价格上涨1.6%。食品中的效果价格处于历史高位，为8年以来的高位，同比上涨26.7%，涨幅比上月扩大14.8pct，影响CPI上涨约0.48pct。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。鲜果、鲜菜和猪肉等食品类的价格在短期内持续高企，对超市板块的Q2业绩和同店增速将具有一定提振效应。环比来看，CPI由上月的上涨0.1%转为持平，其中食品价格上涨0.2%，非食品价格持平。天气转暖带来的需求变动影响了部分品类的价格走势。

➢ 5月社零总额同比增长8.6%，增速比上月回升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。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，必选品类中持续稳健较快增长，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。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。1-5月全国网上零售额累计同比增长17.8%，增速较1-4月持平，其中实物商品网上零售额累计同比增长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。

#### 行业动态新闻

➢ 家乐福中国出售80%股权给苏宁，苏宁全场景智慧零售生态系统再度扩张



- 步步高集团参与国企混改，拟入股重庆百货控股股东
- 日本高岛屋百货退出中国市场

#### 投资策略

- 5月份社零总额的增速呈现明显加快，假日消费对于社零增速回升具有较强的提振效应。伴随居民收入的持续增长，中等收入群体规模稳步增加，消费需求也在持续扩大。鲜菜鲜果价格高企持续推升食品CPI走高，提升了市场对于零售行业尤其是超市行业营收持续增长的预期。但由于外部的不稳定和不确定性因素在增加，我们建议投资思路转向防御性思维，稳健布局，重点关注具有一定抗周期性的行业，关注以下几条主线：1) 在温和和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健较快增长、食品CPI季节性走高，超市板块具有一定的防御性：永辉超市、家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前仍处转型探索期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升客流及坪效，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会：天虹股份、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：苏宁易购、南极电商、豫园股份。

**风险提示：**宏观经济增速放缓；政策落地效果不及预期；市场竞争加剧。

## 目录

1. 行业市场表现回顾 .....	5
1.1 一级行业概况 .....	5
1.2 细分行业市场表现 .....	5
1.3 个股表现 .....	6
1.4 行业资金流向 .....	6
1.5 行业估值情况 .....	8
2. 行业数据跟踪 .....	8
2.1 居民消费价格指数（CPI） .....	8
2.2 社会消费品零售数据 .....	9
2.3 全国大中型零售企业销售额数据 .....	11
3. 行业动态新闻 .....	11
4. 投资建议 .....	12
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1：2019 年 5 月中信一级行业涨跌幅（%） .....	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 5 月涨跌幅 .....	6
图 3：CS 零售子版块 2018 年 5 月涨跌幅 .....	6
表 1：2019 年 5 月个股涨跌幅情况（%） .....	6
表 2：2019 年 5 月个股资金流向情况 .....	7
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM） .....	8
图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE（TTM） .....	8
图 7：CPI 当月同比、环比（%） .....	9
图 8：CPI 当月同比：分类别（%） .....	9



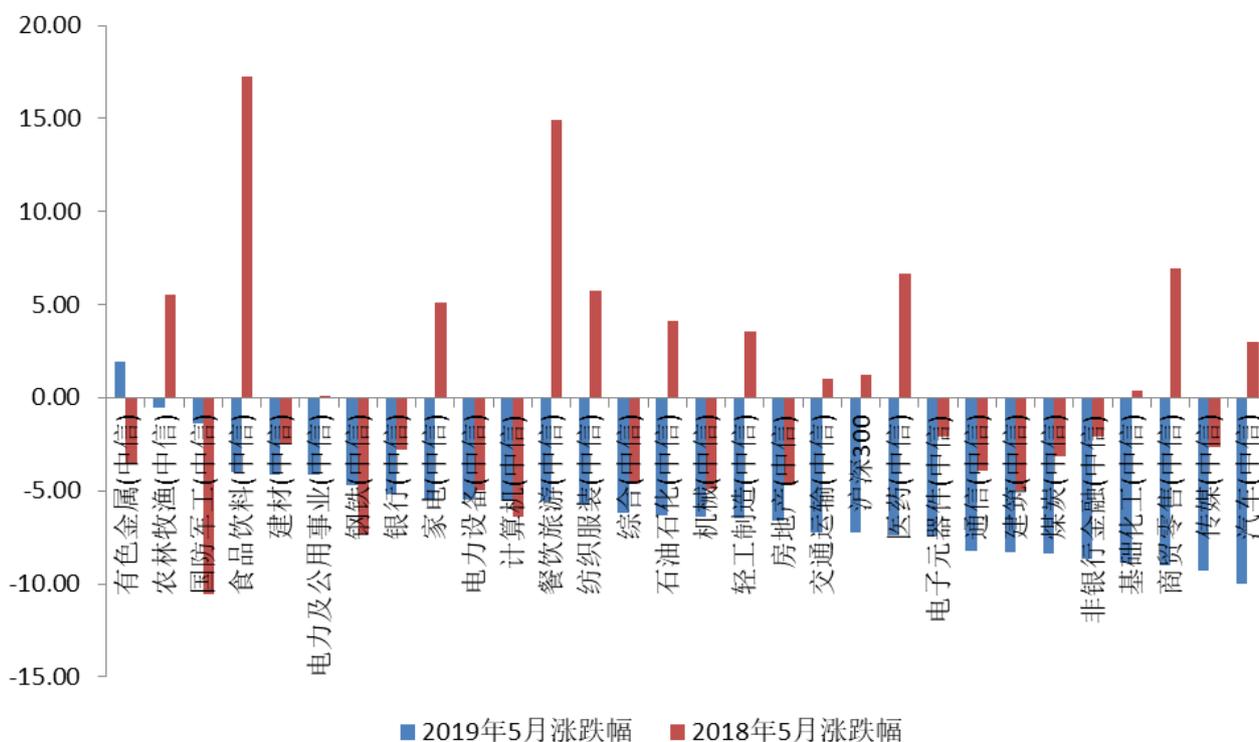
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） .....	10
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） .....	10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	10
图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	10
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） .....	11
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%） .....	11

## 1. 行业市场表现回顾

### 1.1 一级行业概况

2019年5月，沪深300指数下降7.24%，与2018年同期相比回落8.45 pct。CS 商贸零售行业下降9.03%，与2018年同期相比跌落15.96ct，跑输大盘1.79pct。5月份中信一级29个行业中仅有有色金属为上涨状态，其余均呈下跌，市场表现较为平淡。CS 商贸零售行业5月市场表现不及去年同期，在中信29个行业排名第27位，处于下游水平，较上月大幅回落。

图1：2019年5月中信一级行业涨跌幅（%）

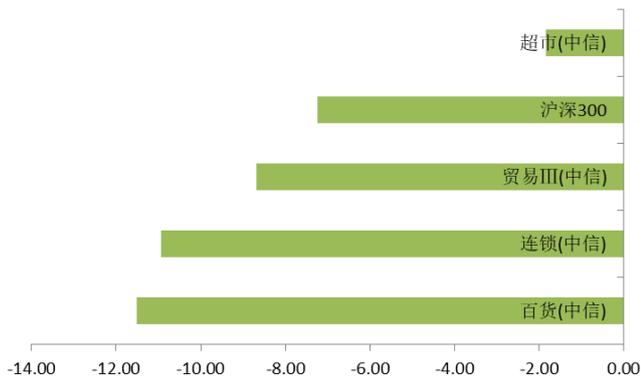


数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.2 细分行业市场表现

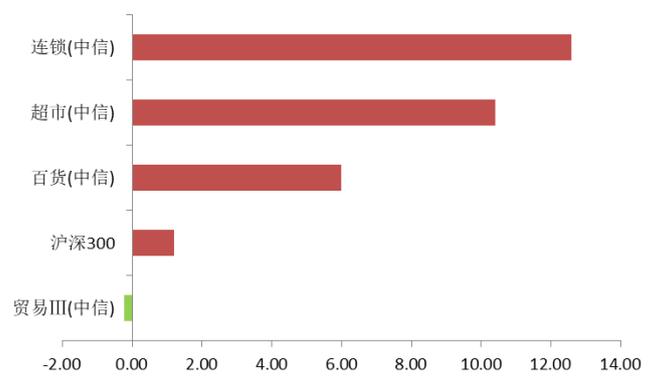
从子版块来看，在5月CS零售的三级子行业中，超市、贸易III、连锁、百货的涨跌幅分别为-1.84%、-8.68%、-10.95%和-11.5%。在消费市场整体表现平淡的时期，具有一定防御性、表现稳健的超市板块跌幅最浅。虽然5月社零数据企稳回暖，但外部的不稳定、不确定性因素增加导致市场整体波动性较大，对行业具有一定的冲击性，造成百货及连锁板块表现均不及沪深300。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 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 5 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.3 个股表现

从个股来看，5 月有 11 家上市公司收涨，但涨幅均落在 0-10% 区间内，涨幅最大的为商业城，为 9.51%；共有 85 家上市公司收跌，秋林集团、南京新百、跨境通、\*ST 成城、供销大集和金洲慈航的月跌幅均超过 20%，其中秋林集团跌 44.7%，萃华珠宝跌 30.79%。

表 1：2019 年 5 月个股涨跌幅情况 (%)

5 月涨幅前十的个股			5 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
600306.SH	商业城	9.51	600891.SH	秋林集团	-44.70
603101.SH	汇嘉时代	6.64	600682.SH	南京新百	-30.79
603708.SH	家家悦	4.46	002640.SZ	跨境通	-23.81
603031.SH	安德利	3.92	600247.SH	*ST 成城	-23.29
601828.SH	美凯龙	1.94	000564.SZ	供销大集	-21.80
000632.SZ	三木集团	1.59	000587.SZ	金洲慈航	-21.40
600857.SH	宁波中百	1.51	600122.SH	宏图高科	-17.83
600120.SH	浙江东方	1.39	000560.SZ	我爱我家	-17.70
601010.SH	文峰股份	1.36	600859.SH	王府井	-17.49
603214.SH	爱婴室	0.55	002091.SZ	江苏国泰	-17.22

数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.4 行业资金流向

从行业资金流向来看，5 月 SW 商业贸易主力净流入额为 -59.29 亿元。5 月 SW 商贸三级行业主力资金均为流出状态，其中 SW 一般物业经营资金净流出额为 3058.42 万元，是主力净流出资金最少的子行业，SW 超市净流出额为 8.80 亿元，位于中间位置；SW 贸易III板块主力净流出额最多，为 19.7 亿元，其次是 SW

专业连锁，净流出额为 10.86 亿元。

图 4：SW 商业贸易子行业 2019 年 5 月主力净流入额（万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

从个股资金流向来看，5 月主力资金净流入额超过 5000 万元的个股仅有红旗连锁一家，其主力资金净流入额为 7818.81 万元，还有大商股份、深赛格、王府井等 5 家净流入额超过 1000 万元；主力资金净流出额超 5 亿元的个股仅有永辉超市，其净流出额为 5.37 亿元，还有苏宁易购、南京新百、申达股份等 5 家公司净流出额超过 2 亿元。

表 2：2019 年 5 月个股资金流向情况

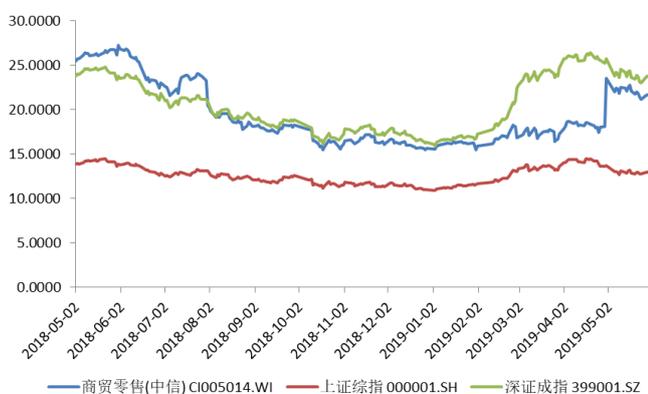
5 月资金流入前十的个股			5 月资金流出前十的个股		
代码	简称	主力净流入额(万元)	代码	简称	主力净流入额(万元)
002697.SZ	红旗连锁	7,818.81	601933.SH	永辉超市	-53,703.46
600694.SH	大商股份	3,687.30	002024.SZ	苏宁易购	-47,406.83
000058.SZ	深赛格	2,105.15	600682.SH	南京新百	-46,279.74
600859.SH	王府井	1,628.35	600626.SH	申达股份	-36,398.09
000560.SZ	我爱我家	1,520.91	600755.SH	厦门国贸	-32,285.44
603101.SH	汇嘉时代	1,287.82	600287.SH	江苏舜天	-24,390.94
600723.SH	首商股份	680.49	600739.SH	辽宁成大	-18,343.62
600861.SH	北京城乡	365.45	601116.SH	三江购物	-17,967.36
002416.SZ	爱施德	307.84	002127.SZ	南极电商	-17,846.61
000861.SZ	海印股份	56.43	601828.SH	美凯龙	-17,340.74

数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.5 行业估值情况

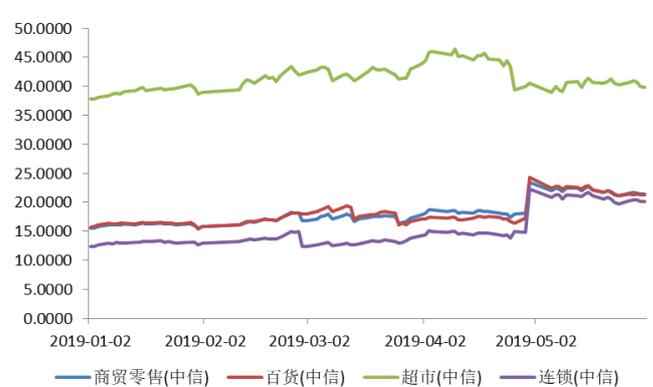
2019年1-5月CS商贸零售估值水平整体维持上行趋势，平均估值水平为18X，4月底开始估值水平回升至20X以上，随后小幅震荡调整。截止5月31日，CS零售估值水平23.28X，为年内较高位置，但整体估值水平仍处历史低位。子板块方面，截止5月31日，百货板块PE走势与CS零售基本吻合，4月震荡回落后5月触底反弹，月均估值水平22X左右，较上月继续提升；超市板块PE起伏较大，月度整体呈现震荡上扬趋势，月均估值水平40X左右，较上月持平；连锁板块PE相对较低，但月中跌幅较大，至下旬小幅触底反弹，月均估值水平在20X左右，较上月明显提升。

图 5：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 6：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

## 2. 行业数据跟踪

### 2.1 居民消费价格指数 (CPI)

2019年5月，CPI同比上涨2.7%，涨幅比上月扩大0.2pct。其中，食品价格上涨7.7%，非食品价格上涨1.6%。食品价格涨幅较上月提升1.6pct，影响CPI上涨约1.48pct。食品中的鲜果价格处于历史高位，为8年以来的高位，同比上涨26.7%，涨幅比上月扩大14.8pct，影响CPI上涨约0.48pct。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。由于北方水果的秋熟性质，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，再次导致鲜果供需关系较为紧张。鲜菜价格上涨13.3%，涨幅比上月回落4.1pct，影响CPI上涨约0.31pct，供给量增加导致鲜菜价格增长放缓。猪肉、鸡蛋和禽肉价格分别上涨18.2%、8.7%和6.4%，涨幅分别较上月扩大3.8pct、6.1pct和1.4pct，三项合计影响CPI上涨约0.5pct。非食品价格涨幅较上月小幅回落0.1pct，影响CPI上涨约1.26pct。教育文化和娱乐、医疗保健、居住价格分别上涨2.6%、2.5%和1.8%，合计影响CPI上涨约0.90pct。据测

算，5月份2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.5pct，新涨价影响约为1.2pct。鲜果、鲜菜和猪肉等食品类的价格在短期内持续高企，对超市板块的Q2业绩和同店增速将具有一定提振效应。

图7：CPI当月同比、环比（%）

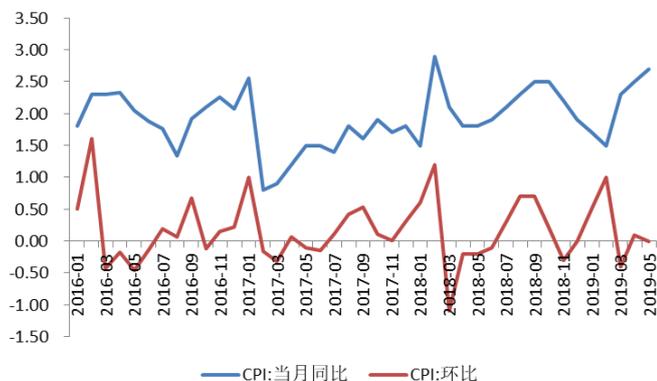
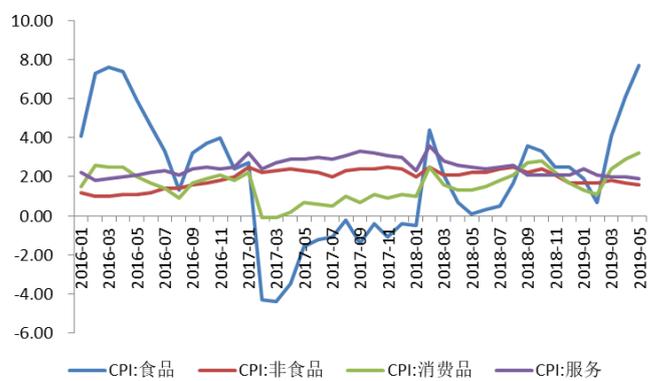


图8：CPI当月同比：分类别（%）



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

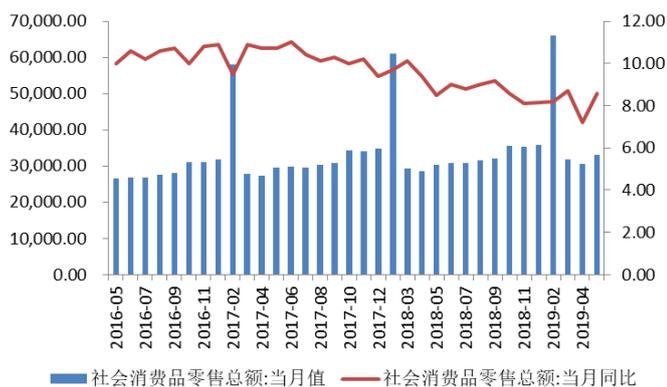
环比来看，CPI由上月的上涨0.1%转为持平，其中食品价格上涨0.2%，非食品价格持平。食品价格涨幅较上月提升0.3pct，影响CPI上升约0.03pct。鲜果价格环比上涨10.1%，影响CPI上涨0.2pct，由于去年主要产区天气原因导致苹果和梨减产，今年库存不足，加之今年南方阴雨天气较多，时令鲜果市场供应减少；鸡蛋供应偏紧导致价格上涨7.6%，影响CPI上涨约0.04pct；天气逐渐炎热，鲜菜大量上市导致价格下降7.9%，猪肉也受到天气变热等因素的影响，消费需求有所减弱，导致价格下降0.3%，两项合计影响CPI下降0.23pct。非食品价格涨幅与上月持平。受成品油调价等因素影响，汽油和柴油价格分别上涨2.0%和2.2%，合计影响CPI上涨约0.04pct；受出行需求减弱影响，飞机票和旅行社收费价格分别下降6.5%和1.5%，合计影响CPI下降约0.04pct。天气转暖带来的需求变动影响了部分品类的价格走势。

## 2.2 社会消费品零售数据

2019年5月，社会消费品零售总额32956亿元，同比增长8.6%，增速比上月回升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。总体来看，1-5月社零总额累计同比增长8.1%，较1-4月回升0.1pct。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，必选品类中持续稳健较快增长，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。5月粮油食品类同比增长11.4%，增速较上月提升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、针纺织品类同比转正并回升至4.1%，4月增速为-1.1%；日用品类同比增长11.4%，增速较快且继续保持双位数增长，但增速较4月回落1.2pct，但比去年同期高出1.1pct。

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5月增速转正，为2.1%，是11个月以来首次转正，应是受到政策端刺激汽车购车需求释放；5月化妆品类同比增长16.7%，较上月大幅提升10pct，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；金银珠宝类受益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；通讯器材、家具及家电音像这三大品类同比分别增长6.7%、6.1%和5.8%，较上月增速分别提升4.6pct、1.9pct和2.6pct。

图9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



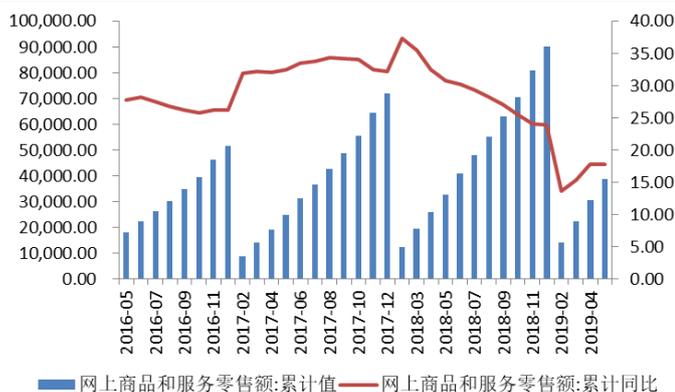
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



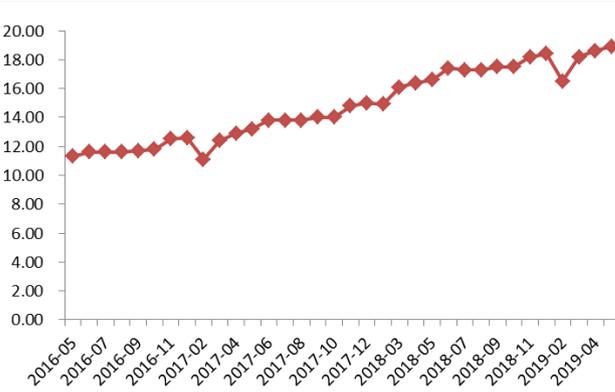
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图11：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12：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

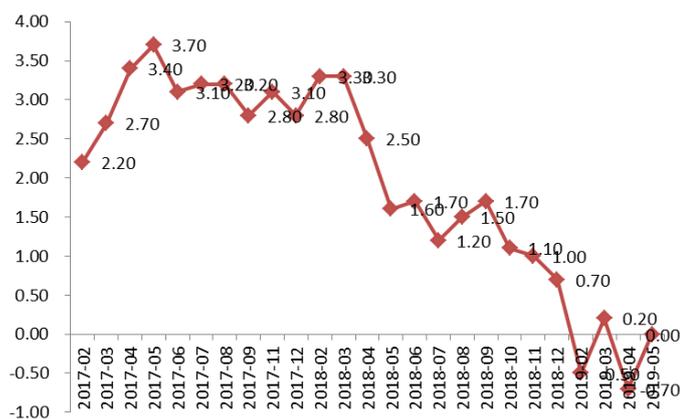
2019年1-5月，全国网上零售额38641亿元，累计同比增长17.8%，增速较1-4月持平，网上零售继续保持快速增长。其中实物商品网上零售额30414.5亿元，累计同比增长21.7%，比同期社零增速高出13.6pct，占社零总额的比重为18.8%，较1-4月提升0.3pct，较去年同期提升2.3pct。新兴业态继续保持快速增长态势，线上销售占比持续稳步提升。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长28.5%、21.2%和21.2%。

## 2.3 全国大中型零售企业销售额数据

中华全国商业信息中心的监测数据显示，1-5月实体店消费品零售额同比增长5.4%，增速较1-4月提升0.2pct，其中5月同比增长6.2%，增速比上月大幅提升2.9pct。1-5月全国百家重点大型零售企业零售额与去年同期持平，增速较1-4月提升0.7pct。其中，粮油食品商品零售额增长3.4%，日用品类累计增长0.8%，化妆品同比增长9.6%，金银珠宝类增速与去年同期持平，增速大多有所放缓；受Q2实体促销淡季及电商购物节预热的冲击，服装商品零售额累计下降5.8%，家电商品零售额累计下降5.9%。

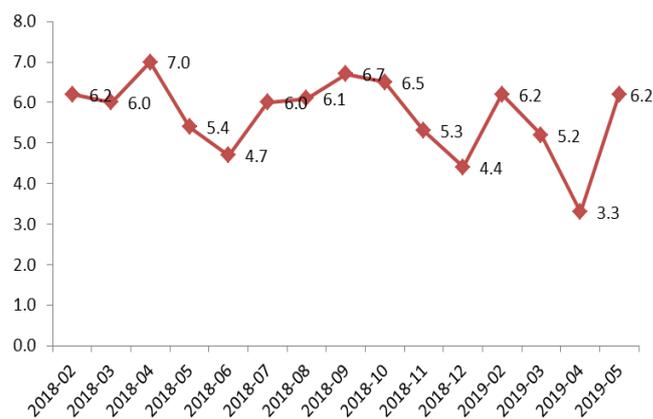
大众消费品市场平稳增长。1-5月限额以下单位和个体户商品零售额实现89553亿元，同比增长10.9%，增速与1-4月份持平。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额的贡献率为82.3%，占商品零售总额的比重为62.3%。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

## 3. 行业动态新闻

### ➤ 家乐福中国出售 80% 股权给苏宁 苏宁全场景智慧零售生态系统再度扩张

6月22日，苏宁易购发布公告称，公司全资子公司苏宁国际与 Carrefour Nederland B.V.（“转让方”）及家乐福集团签订《股份购买协议》，苏宁国际向转让方以现金 48 亿元人民币等值欧元收购家乐福中国 80% 股份。交易完成后，苏宁易购将成为家乐福中国控股股东，家乐福集团持股比例降至 20%。根据公告，家乐福中国 100% 股份的估值为 60 亿元人民币。

苏宁方面表示，家乐福中国庞大的线下场景资源，能够进一步完善苏宁全场景业态布局。苏宁易购将通过输出智慧零售场景塑造能力，与线上超市频道打通，实现 O2O 数字化经营。在商品品类方面，此次收

购一方面能够实现苏宁易购大快消类目的跨越式发展，产品品类将得到极大的丰富，有效提升全品类经营能力；另一方面，有助于苏宁易购强化快消领域的自有品牌研发能力、市场推广能力以及食品质量控制能力，推动供应链赋能。（联商网）

#### ➤ 步步高集团参与国企混改 拟入股重庆百货控股股东

6月21日晚重庆百货发布公告确认，步步高将参与重庆商社(集团)有限公司混合所有制改革，以增资方式受让商社集团10%股权。步步高表示，愿配合国家改革的浪潮，积极参与国有企业混改，为全面深化改革工作的落实出一份力。2018年10月，重庆百货公告披露，公司控股股东商社集团增资项目在重庆联交所公开挂牌征集投资方。

2019年6月21日，商社集团依相关程序召开董事会，确认商社集团混合所有制改革以增资方式引入的45%股权投资方为物美集团、10%股权投资方为步步高。此次混改投资人间接享有重庆百货股份权益的价格为25.52元/股。此次混改完成后，商社集团将由重庆市国资委持股100%变更为重庆市国资委持股45%、物美集团持股45%、步步高持股10%，商社集团及重庆百货控制权将发生重大变化，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和重庆百货的实际控制。

#### ➤ 日本高岛屋百货退出中国市场

6月25日下午，日本高岛屋百货宣布，将清算并解散其海外子公司上海高岛屋百货有限公司，将于8月25日召开相关的临时股东大会，店铺预定于同日关闭。高岛屋方面称，上海高岛屋受国内消费结构、行业竞争加剧以及实体店西消费低迷等诸多因素影响，导致门店经营难以为继，最终做出歇业决定。

据了解，上海高岛屋百货于2012年开业，已营业近7个年头。入沪7年来，高岛屋进行了几轮大调整，只是收效甚微。如加大餐饮、咖啡、儿童业态比例，下调服饰品牌比例，调整自营品牌，拟转型自营买手制，新增日本馆、杂货区、新鲜市集超市等全新业态。据高岛屋公布的信息显示，过去三年以来长期处于亏损状态，自2017年起，业绩期的营业利润为亏损98万、114万、866万人民币。上海高岛屋百货年营业额约5亿左右，但亏损由来已久，歇业传闻已有2-3月。

## 4.投资建议

5月份社零总额的增速呈现明显加快，假日消费对于社零增速回升具有较强的提振效应。伴随居民收入的持续增长，中等收入群体规模稳步增加，消费需求也在持续扩大。鲜菜鲜果价格高企持续推升食品CPI走高，提升了市场对于零售行业尤其是超市行业营收持续增长的预期。但由于外部的不稳定和不确定性因素在增加，我们建议投资思路转向防御性思维，稳健布局，重点关注具有一定抗周期性的行业，关注以下几条主线，

1) 在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健较快增长、食品 CPI 季节性走高，超市板块具有一定的防御性。建议以现代物流为支持，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础，要约收购中百集团 10.14% 股份，进一步促进双方业务协同，拓展公司在湖北地区供应链网络布局的**永辉超市**；以及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建设，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**家家悦**；

2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前仍处转型探索期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升客流及坪效，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会，建议关注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，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**天虹股份**；以及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，同时持续推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的低估值国企**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，包括把握低线市场消费崛起和社交电商风口的市场机会，打造了覆盖各市场级别以及线上线下的全渠道网络，坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力的提升，头部规模优势十分显著的**苏宁易购**；以及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，拥有品牌综合服务的规模优势，并且移动互联网营销业务持续稳健发展，具有较高 GMV 增速和马太效应的**南极电商**；还有以家庭智造快乐时尚生活为使命，践行产业运营+投资双轮驱动，构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”战略，通过发展多元化的优势产业，满足新兴中产消费者的丰富需求，2019 年持续深耕产业做好产品，升级品牌提升价值的**豫园股份**。

## 5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 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。

### 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

