

商业贸易

商贸零售 8 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 08 月 13 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业投资策略

CPI 高位利好超市，金价上涨提振珠宝

相关研究报告:

- 《商贸零售中报前瞻暨 7 月投资策略: 食品 CPI 维持高位, 超市同比改善可期》——2019-07-15
- 《商贸零售中期暨 6 月投资策略: 追求创新与盈利的平衡》——2019-06-24
- 《商贸零售年报一季报总结暨 5 月投资策略: 19Q1 增速放缓, 预期环比改善》——2019-05-15
- 《商贸零售 4 月投资策略: 通胀回升, 消费回暖, 期待龙头估值修复》——2019-04-12
- 《商贸零售 3 月投资策略: 减税政策逐步落地, 成长与弹性并重》——2019-03-15

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407  
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060002

● 自上而下: 食品 CPI 维持高位, 利好超市板块

2019 年以来, 社零数据整体表现偏弱, 这和我们年初的预期是一致的: 外部环境贸易战影响扰动, 以及经济增速下行致使社零增速下行是大势所趋。增值税降税在一定程度上对消费形成支撑, 这一影响在超市等必选品类上表现的更加明显。上半年, 我国社会消费品零售总额 195,210 亿元, 同比增长 8.4%。其中, 6 月份单月社会消费品零售总额 33878 亿元, 同比增长 9.8%, 增速环比改善 1.2pct, 限额以上企业商品零售总额增速达到 9.8%。统计局数据显示, 19 年 7 月份, CPI 同比上涨 2.8%; 食品价格上涨 9.1%, 对超市板块同店增速、毛利额增速产生积极影响。

● 市场行情: 板块跑输大盘, 超市小幅回调

19 年 7 月, SW 商贸指数下跌 4.31%, 沪深 300 上涨 0.26%, 商贸零售行业跑输大盘。分子行业来看, 一般零售(二级)表现最好, 月度下跌 3.82%, 而专业零售(二级)表现不佳, 下跌幅度达到 6.10%; 三级子行业中, 百货零售表现较好, 跌幅仅为 1.60%, 超市板块出现一定幅度回调, 月度跌幅达到 3.56%; 而多业态连锁录得 7.09 的跌幅。

● 投资建议: CPI 高位利好超市, 金价上涨提振珠宝

七月商贸零售板块跑输大盘, 前期表现较好的超市板块出现一定程度回调, 可选属性的百货表现不佳。我们重点推荐的周大生受益于金价上升取得较好收益, 区域超市龙头家家悦也表现较好; 永辉超市、苏宁易购出现一定幅度回调, 相对行业仍然拥有一定超额收益; 而天虹股份作为百货龙头, 在悲观情绪影响下出现一定程度错杀, 我们建议积极关注。中长期看, 消费升级仍然是长期趋势——消费者仍然愿意为独特的体验和产品支付溢价。然而消费者的消费决策将更加精明, 体现在选择加价率较低、性价比更高的产品; 因此前台经营策略更适应消费者需求、后台供应链优势明显的龙头企业将有望受益。短期受益于食品 CPI 维持高位, 超市有望持续录得较好表现, 重点关注近期回调明显的永辉超市; 继续期待当前估值水平较低的细分行业龙头苏宁易购、周大生的估值修复。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、苏宁易购。

● 风险提示

社零增速持续放缓导致企业同店增速放缓; 企业展店不及预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601933	永辉超市	买入	9.47	90,632	0.24	0.32	39.46	29.59
603708	家家悦	买入	23.71	14,425	0.81	0.88	29.36	27.04
002867	周大生	买入	23.20	16,958	1.39	1.62	16.73	14.32
002024	苏宁易购	买入	10.21	95,056	1.89	0.33	5.40	30.94
002419	天虹股份	买入	12.01	14,416	0.90	1.08	13.37	11.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

自上而下：食品 CPI 维持高位，利好超市板块 .....	4
市场行情：板块跑输大盘，超市小幅回调 .....	6
板块行情：7 月零售跑输大盘 .....	6
板块估值：行业估值仍处低位 .....	7
个股行情：商贸零售整体表现不佳 .....	7
七月投资组合回顾与八月投资组合 .....	8
投资建议：CPI 高位利好超市，金价上涨提振珠宝 .....	9
超市行业：建议关注永辉超市、家家悦 .....	9
百货行业：推荐天虹股份，关注王府井长线布局机会 .....	9
黄金珠宝：短期金价上涨提振情绪，推荐周大生 .....	10
专业连锁：高速增长、弹性较大的细分龙头 .....	11
国信证券投资评级 .....	13
分析师承诺 .....	13
风险提示 .....	13
证券投资咨询业务的说明 .....	13

## 图表目录

图 1: 社会消费品零售总额同比变化情况 (%) .....	4
图 2: 限额以上企业商品零售总额及必需消费品类当月同比情况 (%) .....	5
图 3: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%) .....	5
图 4: 5000 家重点零售企业零售指数 (%) .....	5
图 5: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%) .....	5
图 6: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%) .....	5
图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%) .....	5
图 8: 近年来 CPI 当月同比情况 (%) .....	6
图 9: 近年来 CPI 环比情况 (%) .....	6
图 10: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%) .....	6
图 11: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%) .....	6
图 12: 7 月板块指数 (申万二级) 走势变化 (%) .....	7
图 13: 7 月板块指数 (申万三级子行业) 走势变化 (%) .....	7
图 14: 2019 年 7 月申万一级行业市盈率 (截至 7 月 31 日) (TTM, 整体法) .....	7
图 15: 2019 年 7 月申万一级行业涨跌幅 (截至 7 月 31 日) (总市值加权平均) .....	7
表 1: 商贸零售板块 19 年 7 月个股涨跌幅排行榜 (截至 7 月 31 日) .....	8
表 2: 策略组合各月收益情况 .....	8

## 自上而下：食品 CPI 维持高位，利好超市板块

上半年，我国社会消费品零售总额 195,210 亿元，同比增长 8.4%，增速比一季度加快 0.1 个百分点。其中，6 月份单月社会消费品零售总额 33878 亿元，同比增长 9.8%，增速环比改善 1.2pct，限额以上企业商品零售总额增速达到 9.8%。社零增速环比改善非常明显，主要受益于 1) 限额以上单位汽车类销售增长超过了 17%：国标由国 5 转国 6 的切换，汽车的销售在 6 月份加大了促销的力度；2) 618 网购消费活动带动化妆品等可选品类增速提升。

按经营单位所在地分，上半年城镇消费品零售额 166924 亿元，同比增长 8.3%；乡村消费品零售额 28286 亿元，增长 9.1%。其中，6 月份城镇消费品零售额 28959 亿元，同比增长 9.8%；乡村消费品零售额 4919 亿元，增长 10.1%。

上半年，全国网上零售额 48161 亿元，同比增长 17.8%。其中，实物商品网上零售额 38165 亿元，增长 21.6%，占社会消费品零售总额的比重为 19.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 29.3%、21.4%和 20.9%。

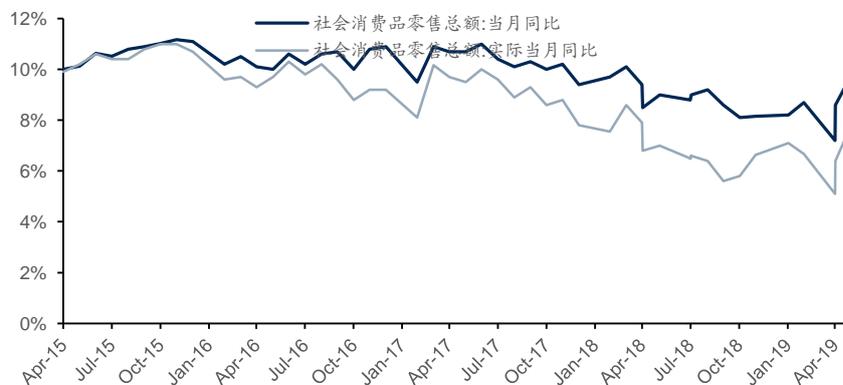
分品类数据来看，受益于 CPI 上涨，必选消费增速表现良好，部分可选品类环比提速。食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为 9.8/5.2/12.3%；增速环比 -1.60/+1.10/+0.90pct；可选消费中，化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为 22.50/7.8/7.70%；环比+5.80/+3.10/+1.90pct。化妆品、家电等可选品类环比提速。

随着经济增速的下行，社零增速个位数时代将常态化。我们预计下半年食品 CPI 仍将维持高位，必选品类如粮油食品有望维持较高增速；部分可选品类如化妆品类、家用电器和音像器材类月度波动较大，然而在消费升级大趋势下长期有望维持较好表现。

统计局数据显示，19 年 7 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.8%。其中，城市上涨 2.7%，农村上涨 2.9%；食品价格上涨 9.1%，非食品价格上涨 1.3%；消费品价格上涨 3.4%，服务价格上涨 1.8%。

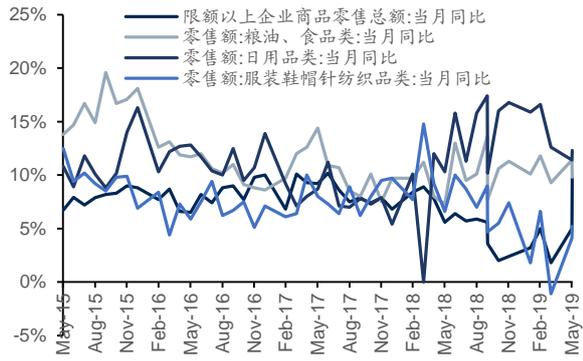
7 月份，食品烟酒价格同比上涨 6.7%，影响 CPI 上涨约 1.95pct。其中，鲜果价格上涨 39.1%，影响 CPI 上涨约 0.63pct；畜肉类价格上涨 18.2%，影响 CPI 上涨约 0.75 pct（猪肉价格上涨 27.0%，影响 CPI 上涨约 0.59 pct）；鸡蛋价格上涨 11.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 pct；禽肉类价格上涨 7.6%，影响 CPI 上涨约 0.09 pct；鲜菜价格上涨 5.2%，影响 CPI 上涨约 0.12 pct；粮食价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.01 pct。

图 1：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



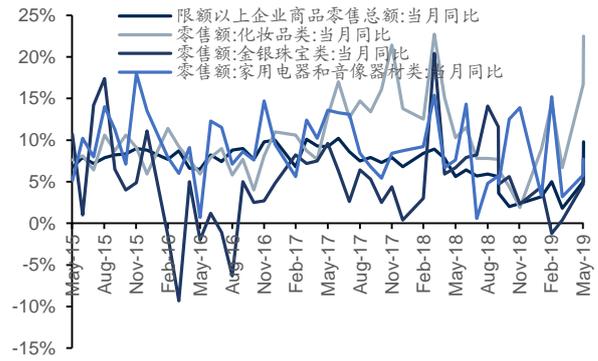
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 限额以上企业商品零售总额及必需消费品类当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

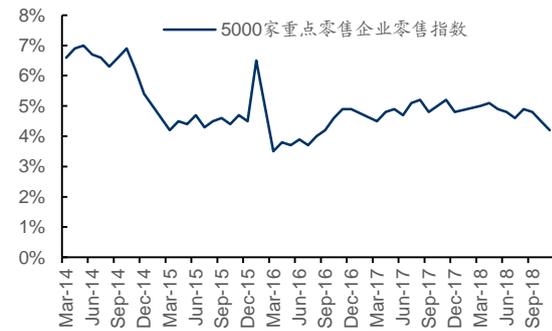
图 3: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

按零售业态分,上半年限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年同期分别增长 7.4%、1.5%、5.3%和 3.0%。6 月重点流通企业销售额中,超市、百货、专卖店行业同比增速分别为 5.4/1.5/3.0%,超市板块维持较高景气度。

图 4: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



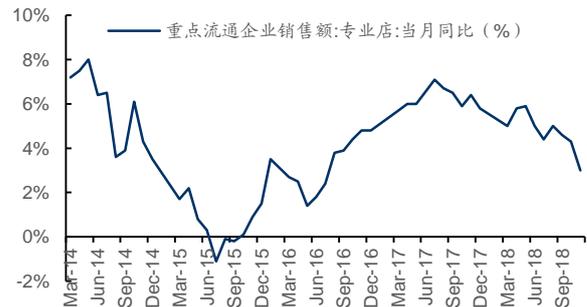
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



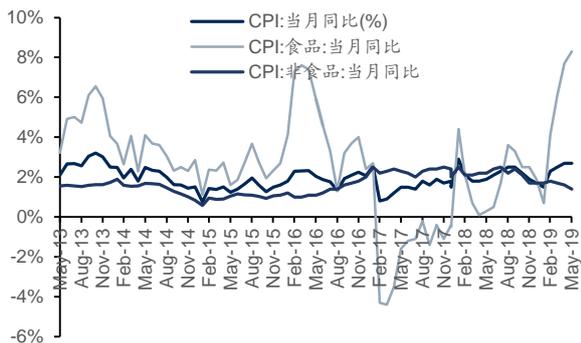
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)



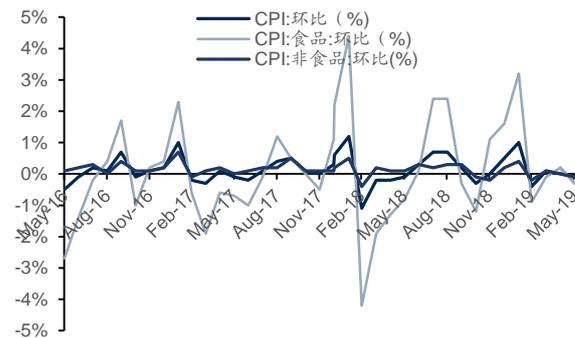
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)



数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 9: 近年来 CPI 环比情况 (%)



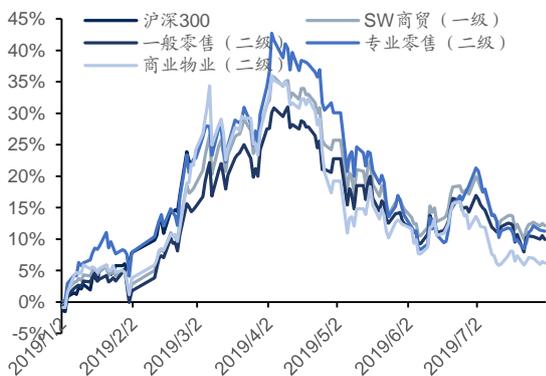
数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

## 市场行情: 板块跑输大盘, 超市小幅回调

### 板块行情: 7月零售跑输大盘

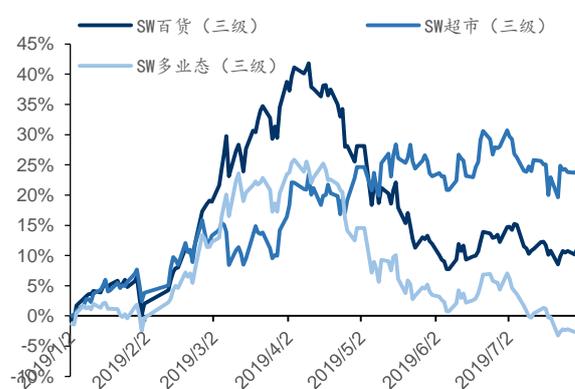
19年7月, SW 商贸指数下跌 4.31%, 沪深 300 上涨 0.26%, 商贸零售行业跑输大盘。分子行业来看, 一般零售 (二级) 表现最好, 月度下跌 3.82%, 而专业零售 (二级) 表现不佳, 下跌幅度达到 6.10%; 三级子行业中, 百货零售表现较好, 跌幅仅为 1.60%, 超市板块出现一定幅度回调, 月度跌幅达到 3.56%; 而多业态连锁录得 7.09 的跌幅。今年以来, 沪深 300 涨幅达 27.39%, SW 商贸指数上涨 12.10%, 行业跑输大盘; 二级子行业中, 专业零售表现较好, 累积涨幅达到 11.23%。

图 10: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)



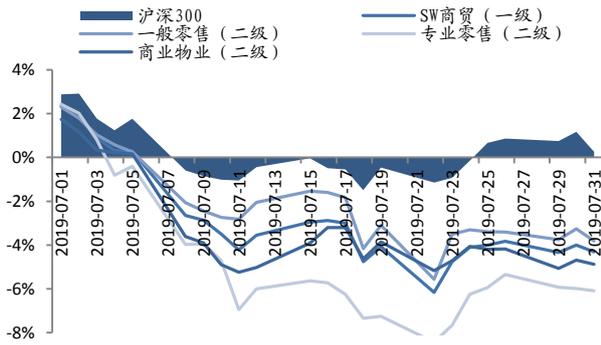
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)



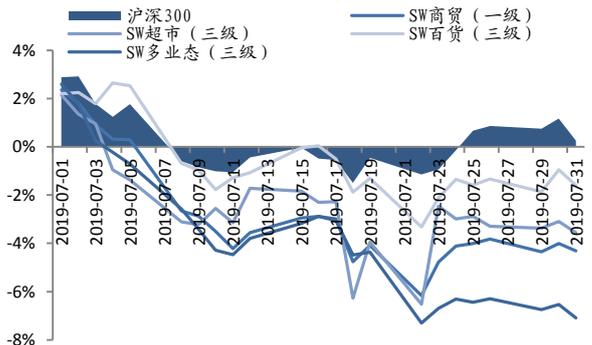
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 7月板块指数(申万二级)走势变化(%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 7月板块指数(申万三级子行业)走势变化(%)

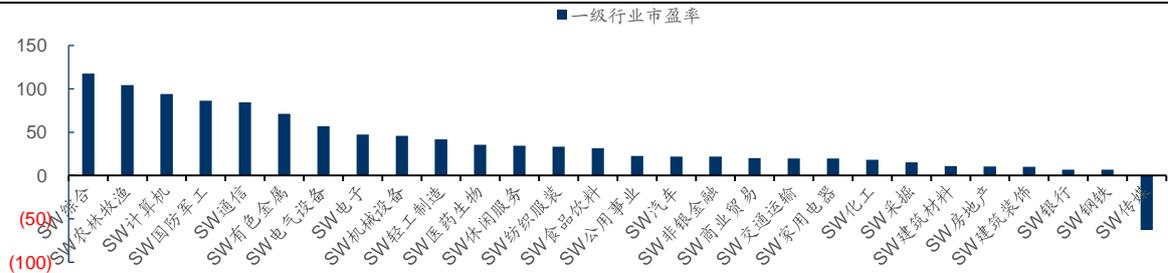


数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 板块估值: 行业估值仍处低位

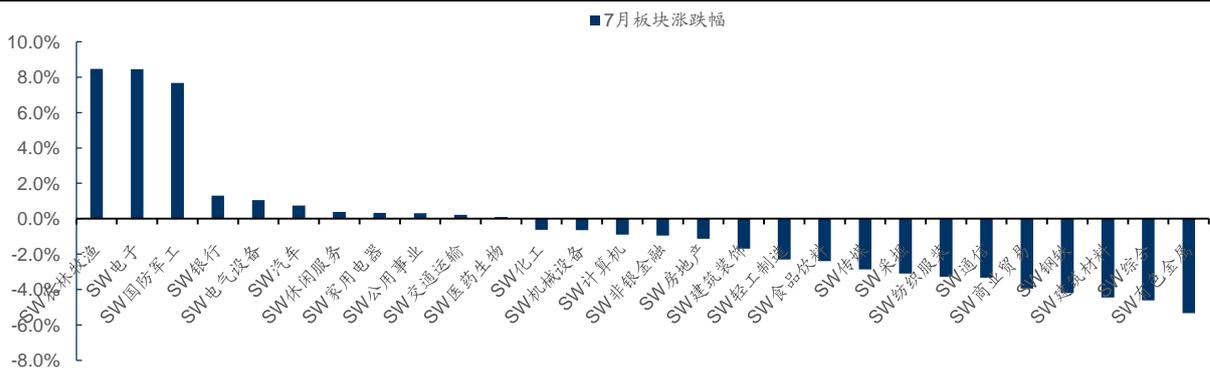
估值方面,截至7月31日,商业贸易行业动态市盈率(TTM,整体法)为19.98倍。2019年7月,商贸行业月度跌幅为3.90%,在28个行业中排行第24位。

图 14: 2019年7月申万一级行业市盈率(截至7月31日)(TTM,整体法)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 15: 2019年7月申万一级行业涨跌幅(截至7月31日)(总市值加权平均)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

### 个股行情: 商贸零售整体表现不佳

7月在商贸零售行业共99家上市公司中,26家公司录得月度上涨。当月涨幅排名前三位的公司为博士眼镜、汇通能源、新世界。我们重点关注的超市企业家悦涨幅跃居板块前十。

**表 1: 商贸零售板块 19 年 7 月个股涨跌幅排行榜 (截至 7 月 31 日)**

涨幅前十					涨幅后十				
证券代码	证券名称	上月收盘价	最新收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券名称	上月收盘价	最新收盘价	涨跌幅%
300622.SZ	博士眼镜	13.80	17.10	23.91%	600306.SH	商业城	8.03	6.31	-21.42%
600605.SH	汇通能源	10.80	12.26	13.52%	300022.SZ	吉峰科技	5.28	4.27	-19.13%
600628.SH	新世界	7.26	7.88	8.54%	600738.SH	兰州民百	7.26	6.15	-15.29%
603031.SH	安德利	13.66	14.56	6.59%	002640.SZ	跨境通	8.29	7.05	-14.96%
002697.SZ	红旗连锁	6.47	6.85	5.87%	600981.SH	汇鸿集团	4.63	3.95	-14.74%
300755.SZ	华致酒行	35.21	36.93	4.88%	603101.SH	汇嘉时代	6.96	6.08	-12.64%
600682.SH	南京新百	11.31	11.85	4.77%	000715.SZ	中兴商业	10.61	9.36	-11.82%
600278.SH	东方创业	12.04	12.57	4.40%	000861.SZ	海印股份	2.92	2.59	-11.22%
600861.SH	北京城乡	8.45	8.78	3.88%	600122.SH	宏图高科	3.21	2.86	-10.90%
002336.SZ	人人乐	5.31	5.51	3.77%	000151.SZ	中成股份	11.80	10.57	-10.42%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 七月投资组合回顾与八月投资组合

七月商贸零售板块跑输大盘，前期表现较好的超市板块出现一定程度回调，由于贸易战影响、市场相对悲观，可选属性的百货表现不佳。我们重点推荐的周大生受益于金价上涨，取得较好的超额收益，区域超市龙头家家悦也表现较好；永辉超市、苏宁易购出现一定幅度回调，相对行业仍然拥有一定超额收益；而天虹股份作为百货龙头，在悲观情绪影响下出现一定程度错杀，我们建议积极关注。

中长期我们认为行业集中度提升仍然是商贸零售的主旋律，从整合集中提速的角度推荐高速展店、竞争优势明显的细分行业龙头。受益于通胀水平提升，我们认为超市企业有望持续录得较好表现，重点关注近期回调明显的永辉超市；继续期待当前估值水平较低的细分行业龙头苏宁易购、周大生的估值修复；此外，百货龙头天虹股份近期出现一定程度错杀，中长线布局机会显现。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、苏宁易购。

**表 2: 策略组合各月收益情况**

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	零售板块收益率
2018 年 12 月-2019 年 1 月 (2018/12/13-2019/2/12)	永辉超市	9.62%	5.04%	0.95%
	家家悦	4.06%		
	周大生	0.66%		
	天虹股份	3.75%		
	王府井	7.27%		
2019 年 2 月 (2019/2/13-2019/3/14)	永辉超市	-3.51%	11.05%	13.43%
	家家悦	3.17%		
	周大生	4.50%		
	天虹股份	1.73%		
	美凯龙	12.95%		
2019 年 3 月 (2019/3/15-2019/4/11)	永辉超市	11.15%	8.09%	9.59%
	家家悦	12.05%		
	周大生	15.68%		
	苏宁易购	14.62%		
	美凯龙	-0.92%		
2019 年 4 月 (2019/4/12-2019/5/14)	永辉超市	4.69%	-8.82%	-10.21%
	家家悦	13.29%		
	周大生	-6.76%		
	苏宁易购	-18.62%		
	美凯龙	-9.10%		
2019 年 5-6 月 (2019/5/15-2019/7/14)	永辉超市	5.78%	4.49%	-4.92%
	家家悦	5.89%		
	周大生	-0.96%		
	苏宁易购	-4.54%		
	天虹股份	5.44%		

2019年7月 (2019/7/15-2019/8/12)	永辉超市	-4.98%	-4.60%	-7.04%
	家家悦	4.04%		
	周大生	9.36%		
	苏宁易购	-5.66%		
	天虹股份	-11.29%		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议: CPI 高位利好超市, 金价上涨提振珠宝

我们维持前期观点, 投细分板块方面, 我们建议持续关注必选消费含量较高的超市板块; 可选品类的百货板块、黄金珠宝板块则选择定位中端、具备更好竞争优势的企业。受益于通胀水平提升, 我们认为超市企业有望持续录得较好表现; 重百混改方案落地, 国企改革推动下部分企业盈利端将有望改善。对自下而上看, 百货板块推荐定位中产家庭生活的天虹股份, 黄金珠宝推荐三四线渠道强大、高性价比定位的周大生; 此外, 关注细分龙头苏宁易购、美凯龙的估值修复。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、苏宁易购。

### 超市行业: 建议关注永辉超市、家家悦

#### 永辉超市 (601933.SH):

公司7月23日发布半年度业绩快报, 19H1公司实现营业收入411.73亿元, 同比增长19.70%; 归母净利润13.53亿元, 同比增长45.02%。其中股权激励费用1.36亿元; 联营公司云创、彩食鲜和上蔬永辉投资亏损2.17亿元; 剥离彩食鲜确认了投资收益1.26亿元

公司基于全国布局的超市龙头地位持续加强, 积极展店提升市场份额, 区域规模化优势显现, 叠加优秀的供应链体系以及科技赋能管理的实现。我们认为中国超市进入集中度提升的关键时期, 公司通过内生+外延加速展店; 另一方面降本增效, 规模效应下盈利能力与周转率长期存在较大改善空间。

预计2019/2020/2021年净利润分别为23.01/31.02/38.74亿元, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

同店增速持续下滑; 社零增速持续下行。

**家家悦 (603708.SH):** 2018年, 公司实现营业收入127.31亿元, 同比增长12.36%; 归母净利润4.30亿元, 同比增长38.35%; 扣非后归母净利润3.82亿元, 同比增长26.94%, 业绩符合预期。公司拟每10股派发现金红利5.60元(含税), 每10股转增3股。公司2019年维持积极展店计划, 山东中西部扩张将提速; 供应链物流、中央厨房的网络化布局为公司扩张提供有力支持。

预计2019/2020/2021年公司净利润分别为4.89/5.34/5.86亿元, 消费预期呈现复苏向上, 受益于减税降费和通胀预期上升, 基于公司区域密集布局优势, 继续维持“买入”评级。

#### 风险提示

山东西部及省外扩张状况不及预期; 盈利能力优化不及预期。

### 百货行业: 推荐天虹股份, 关注王府井长线布局机会

**天虹股份 (002419.SZ):** 2018年公司实现营业收入为191.38亿元, 同比增长3.25%; 归母净利润为9.04亿元, 同比增长25.92%; 扣非后净利润7.92亿元, 同比增长24.76%, EPS为0.7535元。其剔除地产业务影响, 公司2018年营业收入同比增长4.45%, 利润总额同比增长30.58%。公司百货/购物中心业态

体验式定位符合当今主流消费趋势，“一店一策”+“面向家庭、贴近生活”，多业态并举，数字化、体验式、供应链三大战略。我们预计公司 2019 年仍将维持较快开店速度。2019 年 1 月推出第二期员工持股计划，彰显管理层对未来发展的信心

**预计公司 19-21 年净利润分别为 10.78/12.91/14.69 亿元，维持“买入”评级。**

#### 风险提示

同店增长不及预期，门店扩张不及预期。

**王府井 (600859.SH):** 2018 年公司实现营业收入为 267.11 亿元，同比增长 2.38%，归母净利润为 12.01 亿元，同比增长 66.95%；扣非后净利润 10.65 亿元，同比增长 42.02%，EPS 为 1.54 亿元。收入增速略低于预期，主要因：宏观经济走势影响，以及交易次数及客单价增幅均较前期均呈回落态势。公司已形成集百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局。年内加快推进超市资本运作模式发展，与首航合作成立了合资公司，年内首个王府井首航超市开业公司控股股东王府井东安与首旅集团实施战略重组，企业文化和制度建设得到有效融合，有望提高资源配置效率。

**预计公司 19-21 年净利润分别为 12.37/13.41/14.35 亿元，维持“增持”评级。**

#### 风险提示

门店扩张不及预期；同店增长状况不及预期。

### 黄金珠宝：短期金价上涨提振情绪，推荐周大生

**周大生 (002867.SZ):** 2018 年，公司实现营业收入 48.70 亿元，同比增长 27.97%；归母净利润 8.06 亿元，同比增长 36.15%；扣非后归母净利润 7.52 亿元，同比增长 32.53%，业绩基本符合预期。公司拟每 10 股派发现金股利 6.5 元（含税），以资本公积每 10 股转增 5 股。分产品构成来看，2018 年公司镶嵌品类销售收入 30.83 亿元，同比大幅增长 33.17%，其中加盟渠道/自营渠道镶嵌产品收入同比分别增长 38.83%/-3.75%，素金及其他品类收入为 11.37 亿元，同比增长 15.15%，电商、供应链业务也取得良好增长。

受益于市场份额稳步提高、产品结构持续优化、品牌建设加强以及精细化运营能力提升以及优秀的激励机制，公司经营业绩持续超预期。当前竞争格局对公司更为有利，我们认为 19 年公司仍将维持高速展店趋势，加速抢占市场份额，龙头优势持续加强。

**预计 2019/2020/2021 年净利润分别为 10.08/11.89/14.06 亿元**，我们认为，基于公司的高增长龙头地位，综合绝对估值额相对估值，公司合理估值区间为 38.13-41.46 元，维持“买入”评级。

#### 风险提示

自营门店改善状况不及预期；股票减持压力。

**老凤祥 (600612.SH):** 2018 年公司实现营业收入 437.84 亿元，同比增长 9.98%；归母净利润 12.05 亿元，同比增长 6.02%，基本符合预期。2019Q1，公司实现营业收入 150.05 亿元，同比增长 6.23%；归母净利润 3.74 亿元，同比增长 11.94%。公司拟每股派发人民币 1.10 元现金红利。其中，镶嵌首饰、彩宝、珍珠等非黄金类全年累计实现销售 58.49 亿元，同比增长 4.54%；K 金类首饰实现销售 11.93 亿元，同比增长 28.29%；黄金全年销售量 113.68 吨，同比增长 14.32%。公司是我国黄金珠宝行业龙头企业，业绩增长稳健，品牌优势显著。

公司子公司股改方案出台，利于优化股权架构，改善经营效益。

**预计 2019/2020/2021 年公司利润分别为 13.21/14.91/16.69 亿元，维持“买入”评级。**

#### 风险提示

黄金珠宝消费增速放缓；国改进度不及预期。

#### 专业连锁：高速增长、弹性较大的细分龙头

专业连锁板块，我们建议关注高速增长、弹性较大的细分龙头，具体标的是美凯龙、苏宁易购。

**美凯龙 (002867.SZ)**：2018 年公司实现营业收入为 142.40 亿元，同比增长 29.93%，收入增速略超预期；归母净利润 44.77 亿元，同比增长 9.80%；扣非后净利润 25.66 亿元，同比增长 11.31%。扣非后净利润略低于预期。收入超预期主要受益于：1) 精细化管理推动可租面积增加（2018 年持续推动面积复测工作，实现 22 家商场可租面积的增加。）；2) 展店进展超预期：18Q4 开店进展超预期：自营/委管 Q4 开店分别为 5 家/32 家。

2018 年，公司零售额占连锁家居商场市场份额为 15.2%，占连锁+非连锁渠道的市场份额为 6.0%。分业态来看：自营业态：2018 年底共计 80 家自营商场，当年新开 6 家，委管转自营 3 家，共有 30 家筹备中的自营商场。自营商场平均出租率 96.2%，成熟商场同店增速达到 8.1%。委管业态：2018 年底共计 228 家委管商场，当年新开 50 家，委管转自营 3 家，关闭 4 家，共有 361 家已取得土地使用权证/已获得地块。自营商场平均出租率 95.0%，同比小幅下降，主要系 Q4 开店较多，地产周期下行。

公司是家居渠道行业绝对龙头，规模优势+品牌优势持续加强，在手项目重组市场规模、盈利能力存在持续提升的预期。阿里巴巴入股后，公司家居新零售建设有望提速。我们认为公司合理估值区间 13.80-15.73 元。

**预计公司 19-21 年扣非后净利润分别为 32.59/37.91/43.26 亿元，维持“买入”评级。**

#### 风险提示

地产波动将对开店进度带来影响；公司资产负债率居于较高水平；港股股价低迷。

**苏宁易购 (002024.SZ)**：公司公布 2019H1 业绩快报，上半年公司预计实现归属于上市公司股东的净利润为 21.00 亿元—23.00 亿元。若扣除苏宁小店上半年的经营亏损及其股权转让带来的净利润增加，则预计公司归属于上市公司股东的净利润为 8.7 亿元-10.7 亿元。

2018 年营业收入为 2449.57 亿元，同比增长 30.35%；归母净利润 133.28 亿元，扣非后归母净利润-3.59 亿元；调整后扣非后净利润达到 3.12 亿元（含投资理财收益）。实现 EBIT 45.78 亿元，同比去年增加 43 亿元。2018 年全渠道商品销售规模为 3367.57 亿元，同比增长 38.39%。我们测算公司核心利润，将净利润剔除上述投资收益（不剔除理财收益）、以及金融、重庆猫宁电商、天天快递等影响，2018 年核心业务利润 29.06 亿元，同比修复明显。2018 年，公司综合毛利率为 15.00%，同比提升 0.90pct，主要因：1) 商品价格管控提高日销毛利，推进商品结构调整，供应链优化；2) 开放平台、物流、金融业务方面的增值服务收入增加。期间费用率为 14.19%，同比提升 0.46pct，营运用率增幅得到较好控制。财务费用率同比+0.34pct 达到 0.50%，主要供应链融资、消费金融业务发展加快等因素影响。

暂不考虑账面现金价值，我们拟按照线下、线上平台、物流、金融、自有物业进行分部估值。其中，线下业务估值为 620-827 亿元，线上业务按照  $P/GMV = 0.1-0.15x$  测算，估值区间为 208.3 - 312.45 亿元；物流业务估值区间 228 亿-380 亿元；金融业务估值为 230.44 亿元；自有门店物业价值为 62.73 亿元。综上所述我们认为公司合理估值区间为 1349-1812 亿元，对应股价 14.48-19.46 元，当前股价具有安全边际，维持“买入”评级。

预计 19-21 年公司净利润分别为 173.27/30.85/48.11 亿元，维持买入评级。

#### 风险提示

GMV 增速不及预期；多业态高度展店经营难度加大。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933	永辉超市	买入	9.47	0.15	0.24	0.32	63.13	39.46	29.59	4.54
603708	家家悦	买入	22.79	0.92	1.05	1.14	24.77	21.70	19.99	5.38
002867	周大生	买入	23.20	1.11	1.39	1.62	20.96	16.73	14.32	4.40
002024	苏宁易购	买入	10.21	1.43	1.89	0.33	7.14	5.40	30.94	1.17
002419	天虹股份	买入	12.01	0.75	0.90	1.08	15.94	13.37	11.16	2.25

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032