

**必需消费仍是配置主旋律，维持推荐核心组合**

**——8月行业动态报告**

**核心观点**

**零售行业**

**推荐 维持评级**

**分析师**

**李昂**

☎: (8610) 83574538

✉: [liang\\_zb@chinastock.com.cn](mailto:liang_zb@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

✉: [zhenweixuan\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn)

章鹏

✉: [zhangpeng\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangpeng_yj@chinastock.com.cn)

**行业数据**

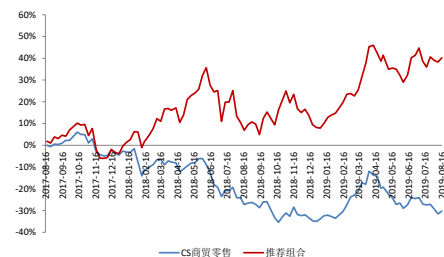
2019.08.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**核心组合表现**

2019.08.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**相关研究**

【中国银河研究院\_李昂团队】行业洞察报告\_零售行业\_零售行业景气度回暖趋势仍旧缓慢, 降速周期中仍具结构性亮点\_20190327

【中国银河研究院\_李昂团队】行业月度报告\_零售行业\_零售行业景气度回暖趋势仍旧缓慢, 端午假日消费与电商年中大促助力零售额提升\_20190625

**最新观点**

1) 总量观点: 首先, 我们认为消费是个与国家宏观经济同周期的行业, 零售总额增速与 GDP 基本保持同周期的变化趋势。自 2009 年以来, 消费市场整体滑入降速增长区间, 景气度进入缓慢回落周期。

2) 结构观点: 回落周期中仍具结构性亮点。从消费品结构上看, 社消增速的下行主要受汽车类产品的拖累, 但食品粮油等必需品消费表现相对优异; 从地域结构上看, 东部沿海虽为消费基本盘重镇, 但中西部地区消费在加速崛起; 从企业结构看, 规模以下的小型零售商户市场规模庞大, 增长潜力不容小觑。

3) 行业发展态势: 与发达经济体的成熟零售市场相比, 我国在零售新业态方面发展速度超国际水准, 但在传统业态方面发展较为迟缓, 主要体现为行业集中度偏低, 各领域并未产生绝对龙头。当前行业基本特点: 我国零售线下门店渗透率极低, 行业集中度提升尚处初级阶段; 线上行业发展高度集中, 寡头垄断格局基本稳定。

4) 消费的未来: 首先是基于行业领头羊企业的持续的纵向深度发展以及在恰当时机对行业的横向整合, 使得原来零散无序的零售个体成为机动化较强的有序一体。其次, 5G 等数字化时代的到来给予零售商更多施展空间, 将商品服务化, 将服务商品化, 开展有效的洞察, 获得有效的绑定。

**投资建议**

九月初迎来开学季, 同时中下旬中秋节与十一小长假将至, 预计消费氛围较过去两个月将有提振改善。当前的经济环境与市场环境之下, 维持前期全渠道配置的逻辑不变, 同时建议增持抗周期能力较强的必需消费渠道超市以及注重体验式消费的购物中心。公司方面维持周报和月报的推荐组合: 家家悦 (603708.SH), 天虹股份 (002419.SZ), 周大生 (002867.SZ), 苏宁易购 (002024.SZ), 永辉超市 (601933.SH)。

**核心组合**

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
603708.SH	家家悦	7.14	32.69	146.93
002419.SZ	天虹股份	-9.95	15.05	138.76
002867.SZ	周大生	-3.19	18.68	156.79
002024.SZ	苏宁易购	0.65	10.55	998.04
601933.SH	永辉超市	1.45	49.50	940.78

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**风险提示**

政策推行效果不及预期的风险; 中美贸易战升级的风险; 消费者信心不足的风险; 行业竞争加剧的风险。

## 目 录

<b>一、零售行业景气度回暖趋势仍就缓慢，降速周期中仍具结构性亮点</b> .....	<b>3</b>
(一) 消费是个与经济同周期的行业.....	3
(二) 消费增速下行阶段整体零售市场表现分化，但仍不乏积极因素.....	4
1. 汽车类商品拖累整体增速，食品粮油等必需品消费相对表现优异.....	5
2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待.....	5
3. 规模以下零售商市场庞大，增长潜力不容小觑.....	6
4. 人均可支配收入稳步上涨，消费者信心逐渐回升，购买力攀升.....	6
<b>二、与发达国家的成熟消费市场相比，中国零售行业发展进程较快，行业集中度有待进一步发展</b> .....	<b>7</b>
(一) 线下门店渗透率极低，行业集中度提升尚处初级阶段.....	7
(二) 线上行业发展高度集中，寡头垄断格局基本稳定.....	9
(三) 行业财务分析：规模与业绩增速放缓回落，资产结构逐步优化，销售净利率助力 ROE 提升.....	10
(四) “新零售”拉开数字化科技驱动大幕，“科创板”将重新定义未来零售.....	12
<b>三、零售行业当前存在的问题及建议</b> .....	<b>13</b>
<b>四、零售行业在资本市场中的表现</b> .....	<b>15</b>
(一) 行业累计涨跌幅跑输全市场，估值指标处于较低的历史百分位点.....	15
(二) 市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持.....	15
<b>五、投资建议</b> .....	<b>18</b>
(一) 六月配置建议.....	18
(二) 核心关注组合表现回顾.....	19
<b>六、风险提示</b> .....	<b>20</b>

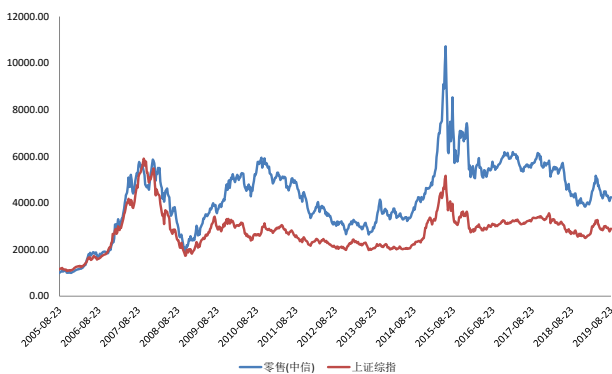
## 行业导语

零售行业在于向最终消费环节的购买者提供所需的商品或者服务,全产业链需要联合中游的交通运输物流将上游的农业工业产品逐步传导到消费者的手中。零售行业的重要性主要体现在以下几个方面中:首先,在拉动 GDP 增长的三驾马车中,除了消费会通过零售行业直接得以实现,投资和进口的部分也会逐步转化成销售额,间接的通过零售渠道展现价值;目前居民消费支出在国家总体 GDP 中占比极高,对于国民经济发展具有重大的影响力,社会经济发展和的和谐与否会首先表现在消费品流通市场中体现。

其次,消费零售行业作为一个劳动密集型行业,自身因为门店分散、渠道繁多、进入门槛低,对于人力的需求数量要求较高,对一个国家和地区的劳动就业也具有巨大贡献,社会劳动力得以相应的发展;此外,零售行业与居民的生活息息相关,零售的多业态发展与消费者多层次、多元化的消费需求相匹配,零售行业的发展与变革不仅仅是消费水平的提升,也是居民生活质量和生活方式的改变与进步。未来,随着经济水平以及居民消费水平的不断改善,消费者结构主力军更替交换,零售行业会与消费需求的改变共同发展。

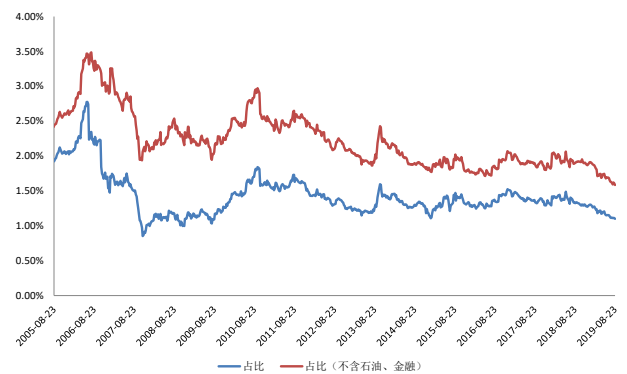
目前 A 股共有零售行业上市公司 74 家,目前市值占比全市场市值比重为 1.15%,扣除金融行业与石油行业的影响后市值占比为 1.58%。美股中零售贸易分类(不含餐饮)共有上市公司 120 家,其中亚马逊占比零售行业市值的 50%左右,市值高达 8654.60 亿美元,对应 2018 年总营收 2328.87 亿美元;中国零售板块的市值龙头为苏宁易购,其市值占比零售板块比例为 15%,对应市值为 998.04 亿元人民币,2018 年营收 2449.57 亿元人民币。

图 1: CS 零售与上证综指的走势变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

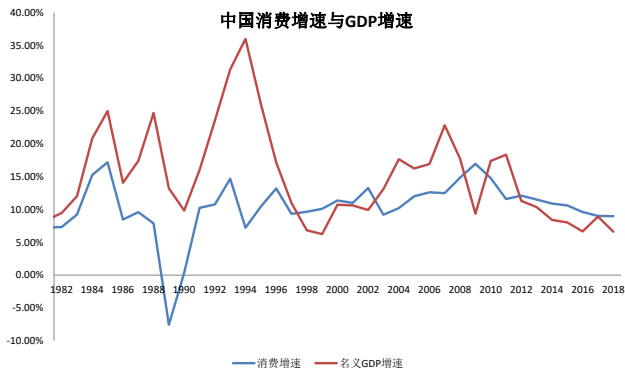
## 一、零售行业景气度回暖趋势仍就缓慢, 降速周期中仍具结构性亮点

### (一) 消费是个与经济同周期的行业

对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出, 两者出现涨跌转折的时间点基本

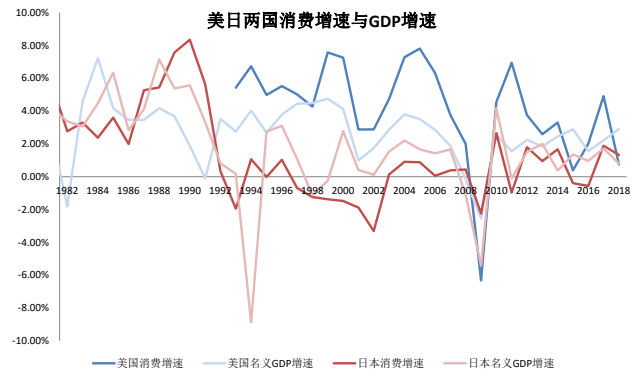
一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

图 3：中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势

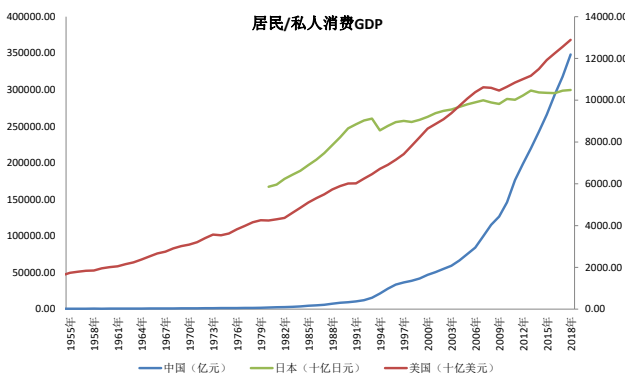


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

我们认为消费增速和 GDP 指标可以表现为相似的周期变动主要受到以下两个方面因素的影响：

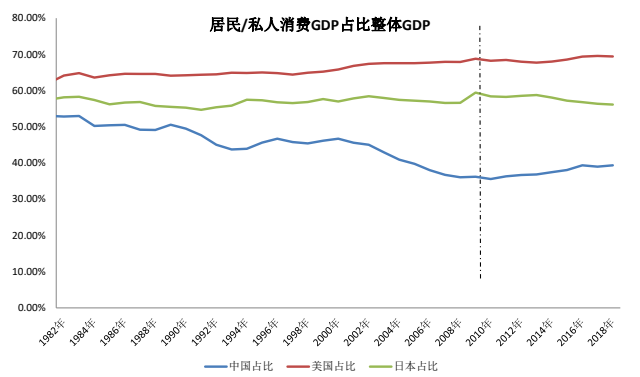
1.居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平，并呈现出缓慢上升趋势，居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。

图 5：中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2.人口对于经济发展和消费带来的影响结果相似：其数量的不断扩张不仅是劳动力和生产力水平上升的基础，同时也是消费需求扩张的必要条件之一；近年来人口结构变化所带来的影响更为受到关注，老龄化趋势的加重一方面可能会拉低经济增长的潜力，另一方面会改变原有的消费能力水平和偏好。

## （二）消费增速下行阶段整体零售市场表现分化，但仍不乏积极因素

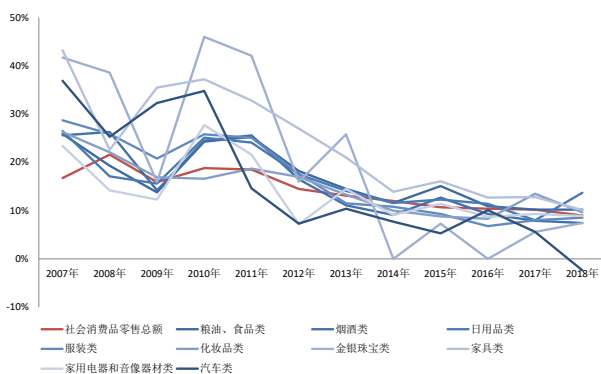
## 1. 汽车类商品拖累整体增速，食品粮油等必需品消费相对表现优异

从社会消费品零售的品类成分来看，各品类的零售额在 2009 年之后基本都表现为增速放缓趋势。其中，家具类产品持续保持增速高于总体增速水平；粮油、食品、日用品等必选品类表现次之，表现基本优于总体水平；金银珠宝类在 2008 年危机之后表现异军突起，避险优势凸显；烟酒、服装、化妆品、电器等可选品类从 2013 年开始走弱跑输整体增速；汽车类表现最弱，持续跑输整体社零增速。

从贡献占比情况来看，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大，占比逐年下滑至 2018 年占比为 10.22%；粮油、食品、日用品、化妆品和家具类商品的占比基本呈现上升趋势，烟酒、服装、黄金珠宝和电器类商品的比例自 2014 年开始便表现出下滑。

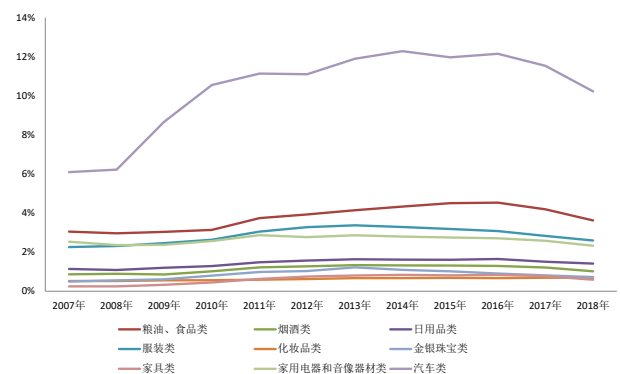
综合来看，一方面我国社零总体情况受汽车类产品拖累下滑，同时占比较高的服装类（占比约 3%）和电器类（占比超过 2.5%）表现亦不尽人意；另一方面，粮油食品类和日用品类（分别占比超过 4%和 1.5%）虽表现相对优异，但难以撬动整体，拉升零售总额水平积极上涨。

图 7：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

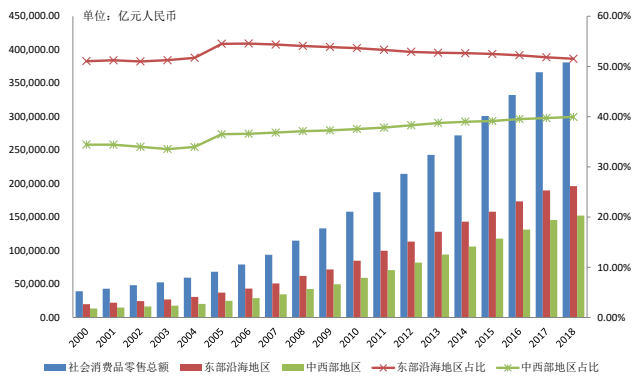
## 2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待

从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50%以上；浙江、福建、海南、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 57%左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。

中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，2018 年的占比已接近 40%；其中中部地区占比约为 21%，西部地区占比剩余的 19%。中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川省的表现较为优异，2017 年同比增速高达 11.10%，贡献中西部地区约 12%左右的零售额。

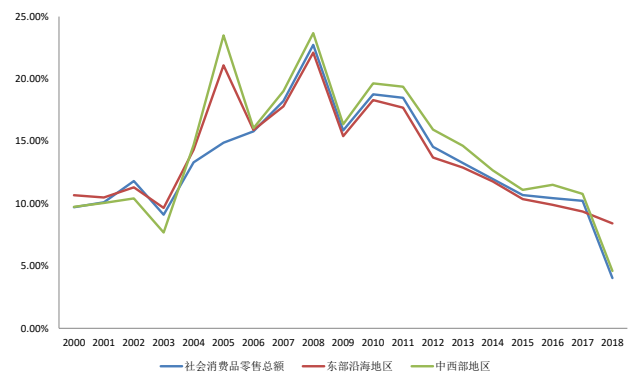


图 9：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



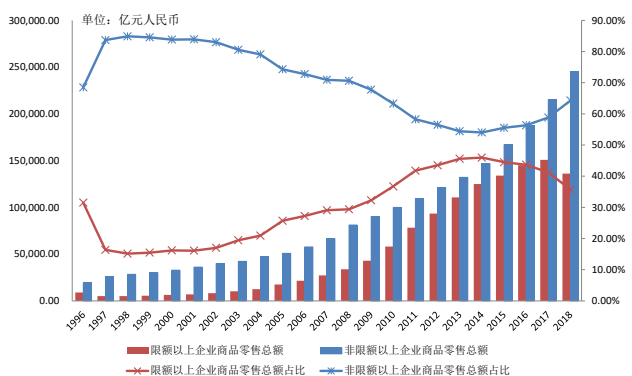
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 规模以下零售市场庞大，增长潜力不容小觑

从规模的角度来看，限额以上的单位（年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业）占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势，2017 年的占比仅为 41.19%，2018 年份额占比下滑至 35.49%，剩余的销售零售额贡献均来自于规模以下的单位企业。

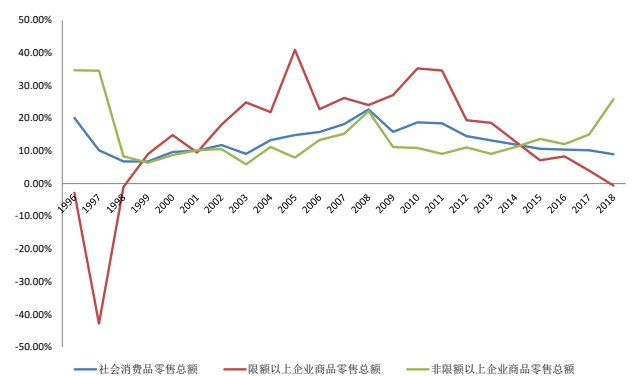
增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升，2017 年增速高达 15.04%，表现明显优于整体的 10.20%；2018 年社消总额累计增速下滑至 9.1%，同期规模以下企业增速维持在 14.4% 的高位。

图 11：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分规模）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分规模）



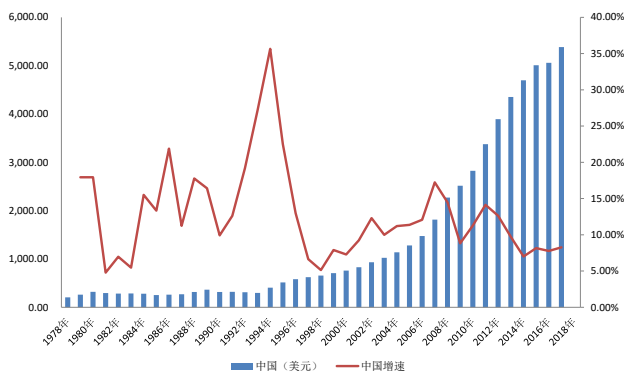
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 4. 人均可支配收入稳步上涨，消费者信心逐渐回升，购买力攀升

在物价水平平稳的环境之下，人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用，因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危

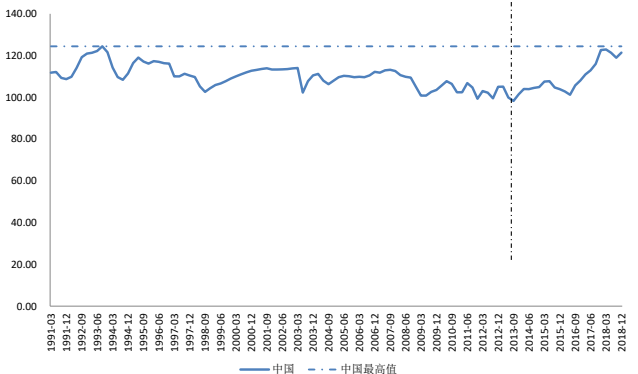
机之后，中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升，截至 2018 年 9 月的表现，消费者信心指数已接近历史的最高值水平。由此可见，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势，利于未来的消费发展。

图 13：中国人均可支配收入变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：中国消费者信心指数变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、与发达国家的成熟消费市场相比，中国零售行业发展进程较快，行业集中度有待进一步发展

与美国相比，中国零售行业的发展进程较快。其中连锁经营兴起时与美国相差 125 年，而到无店铺销售兴起的两国相差时间仅仅 4 年，双方线下实体门店与线上网络零售的差距逐步缩小，中国出现反超。

表 1：中美零售业态兴起时间线对比

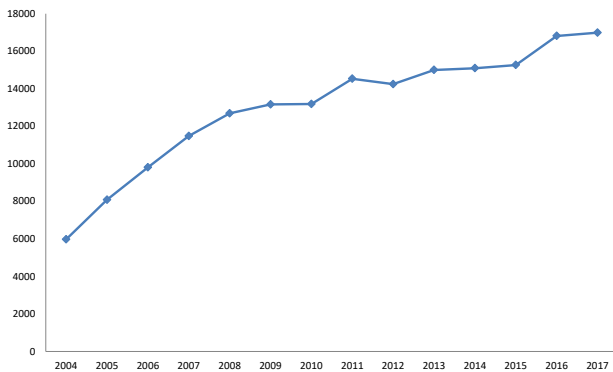
	美国兴起时间	中国兴起时间	中美兴起差距年限
连锁经营	1859	1984	125
超级市场	1930	1983	53
购物中心	1974	2000	26
无店铺销售（含电商）	1995	1999	4

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

### （一）线下门店渗透率极低，行业集中度提升尚处初级阶段

从线下零售企业渗透率角度看，由于门店数量的增速不及人口总数的增速，渗透率逐年显示出下降的趋势，截止 2017 年，渗透率为 16985 人/个门店（门店种类包括专卖店、超市、大型超市、百货、便利店等），未来人均保有量的上升空间极大。

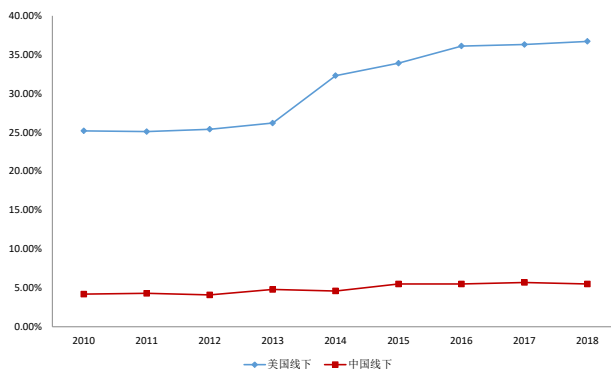
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

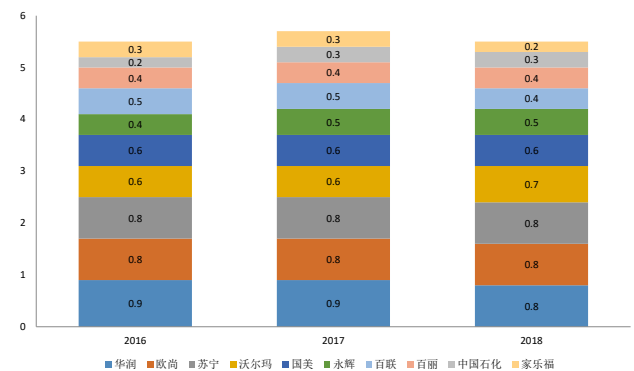
从行业集中度方面来看,目前中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大的差距,美国的 CR10 自 2013 年开始出现明显的提升,2018 年维持超过 35%,其中超市龙头沃尔玛优势明显,自 2010 年开始市占率稳定超过 13%,远超第二名克罗格(市占率约为 4%);相比之下,中国的 CR10 持续在 5%左右波动,龙头公司的表现差异不大,华润、欧尚(高鑫)、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.7%-0.8%。

图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 17: 中国线下门店市占率 (%) 前十的公司

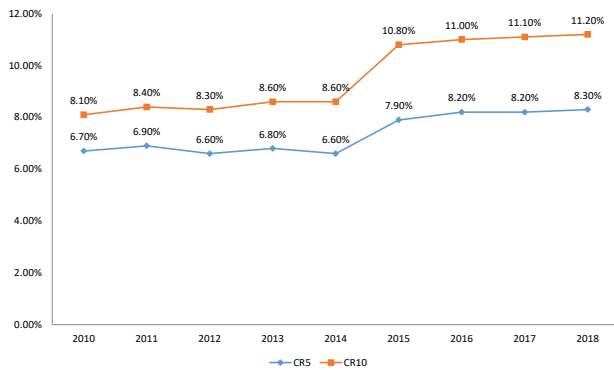


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

从不同的子行业角度来看,超市行业的集中度稳步提升,2018年CR5和CR10 分别为 11.20% 和 8.3%,二者表现差值相对稳定,但龙头公司优势并不显著,超市行业占比市场份额最大的华润仅为 2.2%;百货行业的集中度略高于超市行业,但 CR10 基本保持稳定,CR5 出现轻微下滑趋势,2018 年分别为 14.2%和 8.3%,市占率最高的王府井占比为 2.5%。

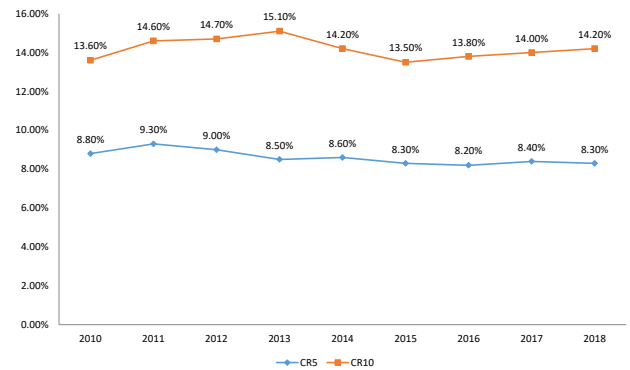


图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现

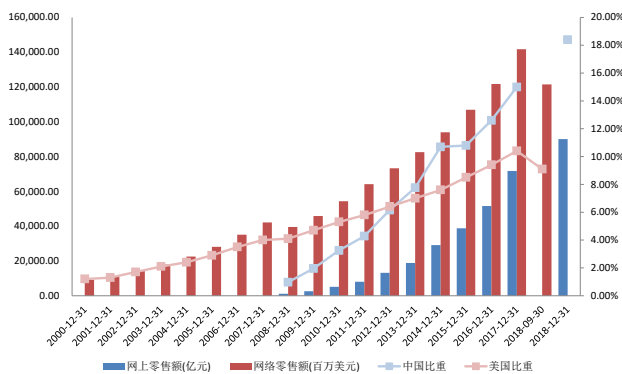


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## (二) 线上行业发展高度集中, 寡头垄断格局基本稳定

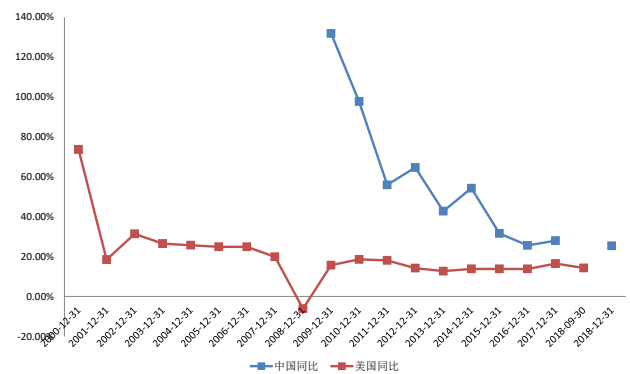
从零售总额的结构分析, 中美市场线上渠道占比都在提升。2008 年美国网络零售总额占零售总额比例就达到 4.1%, 相应的中国这一比例为 0.98%。到 2018 年美国的网络零售占比依旧仅在 10%左右波动, 中国这一数字为 18.4%。美国虽然是网络零售新业态最早的引领者, 中国却加速发展出现了行业发展的反超。从同比增速的角度来看, 排除行业发展前期高增速的大规模增长, 中国网络零售的同比增速维持在 25%以上, 而美国的同比增速已经逐步下滑至不及 15%, 二者差距明显。

图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

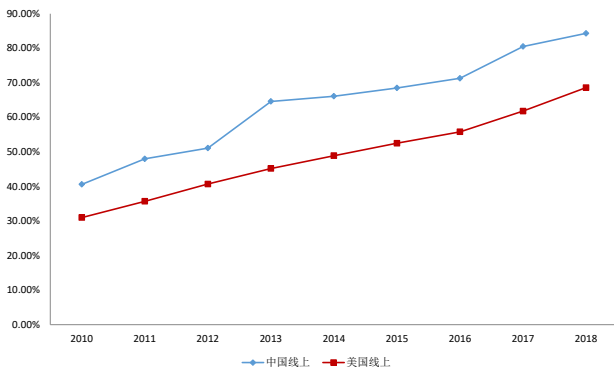
图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

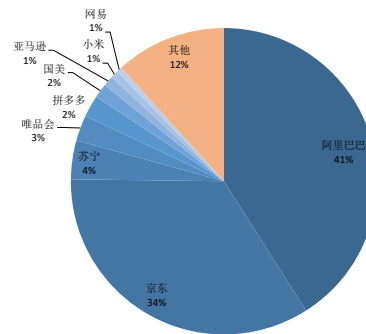
从竞争格局的角度来看, 自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来, 中美线上渠道的行业集中度提升已经进入后期, CR10 逐年稳步攀升, 基本形成线上巨头垄断格局。美国 Amazon 一家独大, eBay、Walmart、Apple 等其他公司市占率仅为个位数; 2018 年美国电子商务销售额 Amazon 占 52.5% 的市场份额, 与占比 6.20% 的第二名 eBay 拉开了极大差距, 且近年来 Amazon 的市占率还处于上升趋势。中国网络零售集中度更甚美国, 线上渠道双寡头垄断的基本格局无可撼动, 2018 年阿里巴巴和京东两巨头占据了超过 75% 的市场份额, 唯品会、苏宁、拼多多等第二梯队各自占比不到 5%。

图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2018 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司



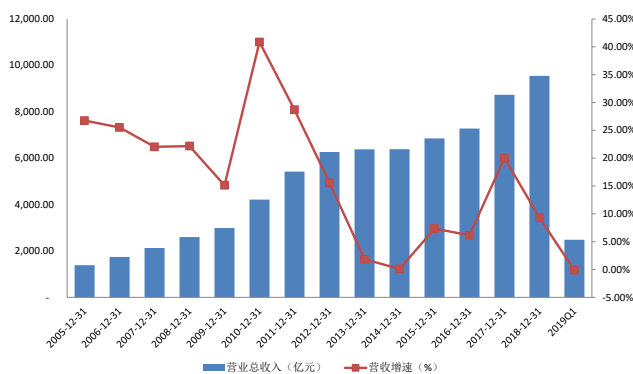
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

### (三) 行业财务分析: 规模与业绩增速放缓回落, 资产结构逐步优化, 销售净利率助力 ROE 提升

#### 1. 利润表: 营业收入与净利增速出现回落, 与社消增速走势趋同

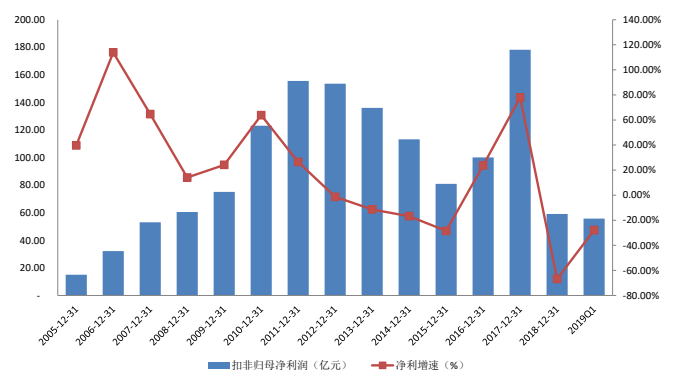
截止 2018 年零售行业合计实现总营业收入 9545.68 亿元, 同比增速为 9.32%, 行业总体增速自 2014 年触底之后开始出现回升, 2017 年达到阶段性峰值后开始出现减速趋势; 2019Q1 零售行业实现总营业收入 2482.11 亿元, 同比轻微下滑 0.14%。2018 年行业合计实现归母扣非净利润为 59.12 亿元, 同比增速为 -66.82%, 下滑较为明显, 较多公司上一财年记账非经常性损益 (实际净利润合计达到 309.62 亿元, 同比上升 12.23%) ; 2019Q1 零售行业的扣非净利润为 55.72 亿元, 同比下降 27.85%。从营业收入和净利润的表现来看, 行业整体经营与社消保持同周期变化趋势, 皆呈现出放缓减速趋势。

图 24: 零售行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 零售行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

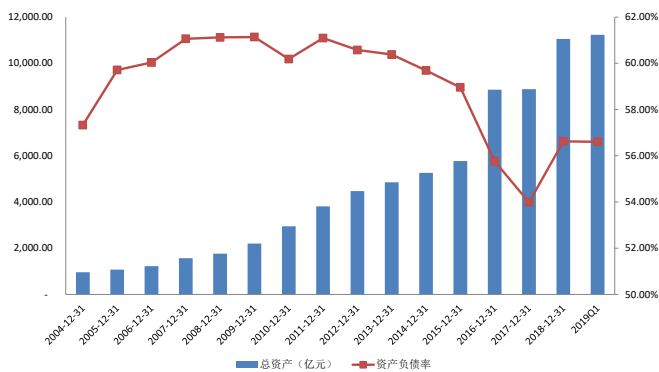
#### 2. 资产负债表: 资产结构逐步优化, 存货经营管理效率有待提升

截止 2019Q1 零售行业公司总资产合计为 11230.49 亿元, 排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响, 整体保持稳定的扩张, 体现了零售行业的规模逐步扩大, 门店、物流等线

下建设日益完善稳步发展。行业总体的资产负债率从 2011 年开始逐渐呈现出下滑的趋势，尽管 2018-2019Q1 出现回升，上浮至 56%左右，其距离 2011 年的峰值 61.09%依旧下滑了超过 5 个百分点，整体资产结构得到优化，流动性有所提升。

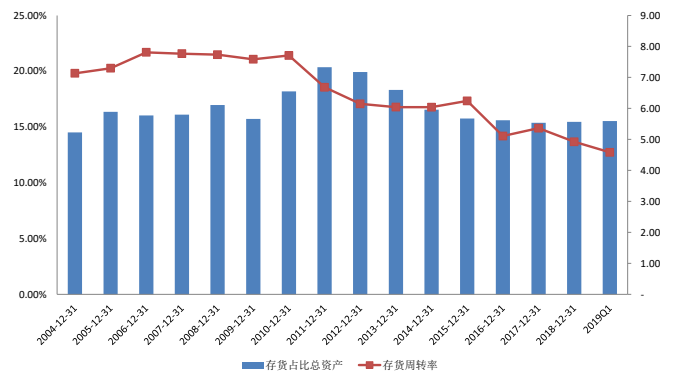
对于零售企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，自 2012 年开始存货占比情况逐年稳定下降，2019Q1 仅为 15.54%，但存货周转效率并没有明显改善，同样出现了下滑趋势，零售行业内的上市公司的销售效率有待进一步提升。

图 26：零售行业公司历年总资产（亿元）与资产负债率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 27：零售行业公司历年存货占比（%）与存货周转率（次）

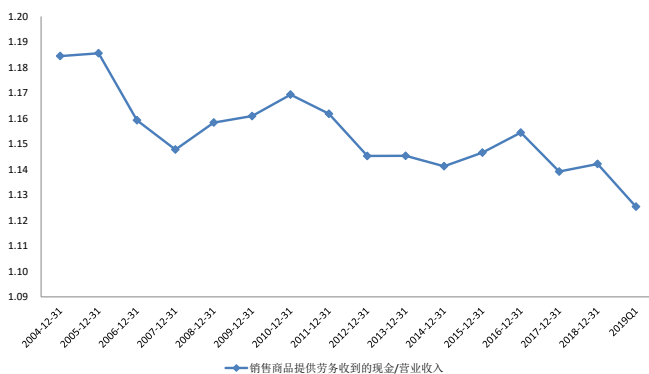


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 现金流量表：经营回款效率较高，收入现金比例趋于稳定

零售行业的收入现金比例持续在 1.15 左右波动，并整体呈现出缓慢下降趋势；表现出零售行业剔除了应收账款带来的风险之后，现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配，行业整体不仅当期收入全部现金，并且收回前期应收账款，盈利质量较好。

图 28：零售行业公司历年收入现金比例情况（%）



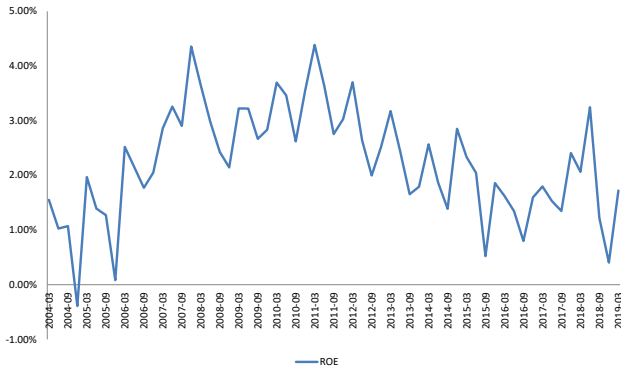
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 4. 杜邦分析：主要依靠销售净利率上升助力 ROE 走势转好

零售行业的 ROE 在波动中呈现出触底回升趋势，表现情况自 2015 年开始有所好转。将

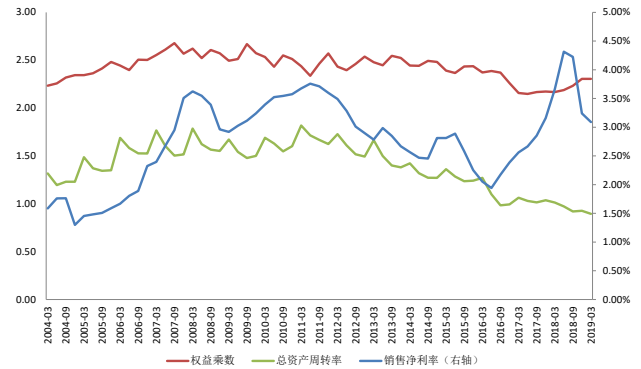
ROE 进行拆分, 权益乘数和净资产周转情况均表现的较为平缓, 并存在一定的下滑趋势; ROE 的变动更多的受到销售净利率的影响, 截止 2019 年第一季度, ROE 季节性波动提升至 1.72%, 其中权益乘数为 2.30 倍, 总资产周转率为 0.89, 销售净利率水平轻微滑落至 3.09%。

图 29: 零售行业公司历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (四) “新零售” 拉开数字化科技驱动大幕, “科创板” 将重新定义未来零售

2019 年政府工作报告中提出未来需要“发展消费新业态新模式, 促进线上线下消费融合发展。”目前零售行业对于这一概念的主要践行体现在“新零售”概念方面。新零售定义为企业以互联网为依托, 通过运用大数据、人工智能等先进技术手段, 对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造, 进而重塑业态结构与生态圈, 并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。在大数据时代, 零售企业偏向利用数据应对消费者个性多样的消费需求并协调供应链的高效运作, 目前较为普遍的运用主要体现在以下几个方面: 包括利用大数据分析对消费者进行精准营销, 协同线下门店发展线上商品的及时物流配送, 在实体门店通过科技手段和互联网技术提升消费者的购物体验等等。实体店受到电商的冲击, 网络零售的流量红利难以维系, 二者更加需要联手实现共赢发展, 优势互补。未来零售市场利用数字化技术将打破零售行业在时间和空间上的局限性, 为线上线下全客群提供渠道、商品服务品类的消费延伸。

2019 年 3 月提出的科创板同样利好零售行业, 支持商品服务型零售商将成未来零售市场的主流。我们认为未来零售将会更加聚焦“软实力”的系统搭建, 由商品实物的生产、流通转型成为商品内容的生产、功能咨询、以及流量派发的泛社区型大零售体系; 而科创板旨在支持以科技创新为驱动的、领先型消费品制造或消费服务型企业。目前, 实物型零售领域巨头林立, 竞争极为激烈, 且其自身产品的发展主要依托上游制造业的供给, 很难形成难以逾越的科技壁垒; 商品服务型零售更看重对于消费者认知的提升, 在于对商品、特别是可选消费品的相关信息派发, 容易针对消费者多元化的认知基础和需求形成差异化, 同时需要科技发展作为支撑, 因此前景广阔, 将成为未来零售的主流形态。短期来看, 科创板落地, 有望疏通具备产业模式创新、大数据支持特点的商品服务型新零售企业二级市场直接融资障碍, 为公司的持续经营提供充足的资金支持。长期来看, 服务未来的科创板将推动未来零售的主流商品服务型零售企业

的持续发展，助力未来零售变革。

### 三、零售行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前零售行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理：

**表 2：零售行业当前存在的问题及建议**

问题具体描述与解决建议	
<p><b>1. 线下行业集中度低，平行整合能力有待进一步激发</b></p> <p><b>关键词：行业集中度如何提升？</b></p> <p><b>龙头未来如何扩大市场份额？</b></p>	<p>目前零售行业最主要的问题部分集中在线下环节，其中最突出的问题是行业集中度偏低，向上向下形成全闭环的能力还处于成长阶段，龙头企业核心竞争力仍在验证期，未来平行整合能力有待进一步的激发。目前我国线下的零售企业之中尚未出现全国性的垄断龙头，更多的以区域性的巨头模式发展；对比海外的行业发展模式，国内的零售巨头一方面可以考虑不断的新开门店以进入新的市场，打开地理隔离的屏障，但这种方法对于企业的现金流要求较高，需要有充足的资金和项目储备基础支撑公司的快速扩张；另一方面公司可以考虑以收购或是合作经营的方式进行扩张，巧妙利用当地原有零售企业的进货渠道以及消费者基础打开市场，不断的进行行业整合。</p>
<p><b>2. 行业准入门槛较低，小而美的公司天花板易见度极高</b></p> <p><b>关键词：潜在竞争对手或替代渠道的影响？</b></p> <p><b>小而美的公司如何发展？</b></p>	<p>对于渠道零售和品牌零售而言，传统模式下的消费门槛越来越低，消费者新增的需求创造了很多小而美的公司，以垂直品类或是专营专卖为主，可以直击消费者的需求；而且这类公司成长速度极快，容易抢占某一特定需求的消费市场份额；但同时由于特定消费需求的局限性而非全市场覆盖，所以其自身很难做大，天花板易见度极高。对于传统零售而言，更多的需要反思所提供的商品和服务是否过于同质化，大而全的规模效应不应该是针对性和差异化发展的障碍，公司需要规划如何改善自身的产品结构和服务框架，做到尽善尽美；对于小而美的后起之秀而言，更需要步步为营，不断为消费者提供真正有价值的产品，明确把握细分的消费需求，获得忠诚稳定的顾客群体。</p>
<p><b>3. 零售企业与上游供应商和下游消费者的议价能力相比都处于弱势地位</b></p> <p><b>关键词：如何提升零售商的议价能力？</b></p>	<p>由于传统零售渠道的同质化过高，对于上游的供应商而言，同一类型的产品可以有诸多可供选择的销售渠道，而且零售商和供应商之间通常不存在排他协议，二者之间没有稳定的纽带绑定；同时对于下游的消费者而言，购买的商品同样具有同质性，渠道之间的差别极小，因为他们在各个渠道之间的转化成本极低。综合来看，零售企业面对两端的议价能力都比较弱，暂时只能通过让利于供应商和消费者的方式在激烈的竞争中获得一定的市场份额。我们认为改变和上游议价的局面一方面是减少对上游的依赖，例如提供自有品牌商品或是减少经销商环</p>



节，通过直采的方式进货；另一方面是通过改善中游环节来提升整个链条的运作效率。对于和下游消费者的议价环节，更多的是依靠高性价比的商品和服务，或是通过会员制的方法来提提升顾客的复购率和忠诚度。

#### 4.部分传统零售企业由于向全产业链蔓延发展而偏离本质的核心零售业务

**关键词：零售行业公司如何排除外界因素影响坚守主营业务的发展？**

目前零售行业的发展不再是一个孤立的商品销售环节，而是要依靠制造、物流、金融、科技等各个环节的支撑，形成系统性的全产业链。但是有些零售公司在自身零售业务发展尚不成熟稳定的时候就开始向其他行业蔓延，丰富自己的业务类型，反而会出现本末倒置的情形。例如有的公司主营从百货、购物中心等业态的经营逐渐转换成身为物业的“二房东”收取租金获利，或是重点发展消费金融和云计算业务而忽视了这些业务的初始目的只是为了给消费者提供更好的服务与体验。我们建议零售企业更多的还是应该关注主营零售业务，对应的其他业务更多的只是支撑和完善零售业态的更好发展。

#### 5.零售企业发展自有品牌更偏向关注短期毛利率忽视长期名牌构建

**关键词：零售企业如何打造品牌影响力？**

目前零售企业发展自有品牌主要出于提升利润的考虑，店内所售的自有品牌产品价格通常低于其他品牌的同类产品，自给自足的产品在质量上更易掌控，可以有效的提升公司的毛利率；企业通过售卖自有品牌产品还可以节约相关的通道费用以及广告推广所需的营销费用。简单的通过在符合自身要求的商品上“贴牌”将商品定义为自己的自有品牌，实际消费者购买的时候可能只是受到了相对低价的影响，对于零售企业长期的品牌构筑没有实质性帮助。公司更需要的是体现出商品差异化的竞争优势，强化高性价比、全范围覆盖的商品矩阵，树立品牌形象。

#### 6.无人零售难以取代传统零售，零售人才的培养有待挖掘

**关键词：劳动密集型的零售企业为什么应该看重人力资源行业与人才培养？**

我们认为无人零售难以取代传统零售中“人”发挥的重要作用，在消费环节中，服务和体验更多的还是依靠员工才能得以实现；机器可以在一定程度上提升效率，但购物体验的营造更需要人性化。未来更应该注重管理人员和专业人员，包括采购人员、门店经营人员的培养；目前许多零售企业为了应付季节性员工短缺会选择以临时工的方式雇佣许多较低学历的、未经过专业统一培训的员工，从成本端考虑这的确可以缓解企业在经营环节的员工薪酬等支出，但实际不利于公司的长远稳定发展。建议零售企业针对自身需求招聘和培养不同类型的稳定人才，用对的人比用便宜的人更有效，从源头上提高人效，降低经营压力。

#### 7.高租金的门店不应该是黄金选址的首要标准，权衡考虑顾客定位和实际收益

排除人力成本因素的影响，零售企业的主要经营压力来自于门店店租、水电、交通运输仓储等高额成本的问题，其中门

**关键词：零售行业如何权衡成本与收益？**

店房租带来的影响极大。零售门店的扩张不容忽视，多数企业都希望人流集中的繁华地带开设门店，但这样的选址通常伴随着高昂的租金成本；同时普通区位的租金也会随着房地产市场的发展水涨船高。零售企业在选址门店的时候更多的应该考虑的是自身所瞄准的消费者群体定位，并考虑实际收益，以盈利为主要目的，而非一味的追求所谓的“黄金地带”可以带来的客流红利；建议零售企业规避不必要的额外租金支出，合理选址，更多的可以通过提高坪效和人效来实现营收的有效增长。

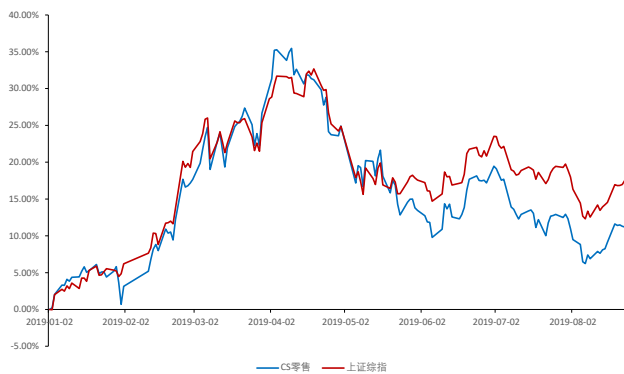
资料来源：中国银河证券研究院整理

## 四、零售行业在资本市场中的表现

### （一）行业累计涨跌幅跑输全市场，估值指标处于较低的历史百分位点

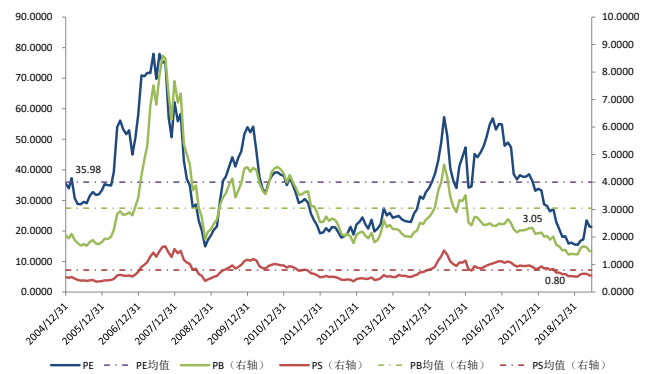
2019 年年初至今（20190823）中信零售指数上涨 10.62%，跑输上证综指（16.18%）和深证成指（29.32%）；同期新零售指数累计上涨 17.08%，表现优于零售指数。零售行业总体表现与其 PS 变化趋势较为契合，但 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平，属于被市场低估的阶段。

图 31：CS 零售指数 2019 年年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32：CS 零售行业指数与估值指标

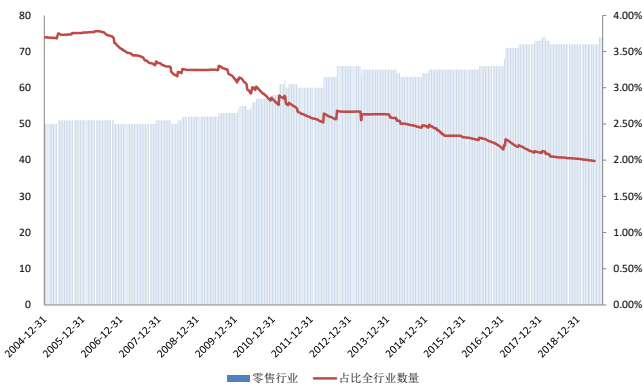


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### （二）市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持

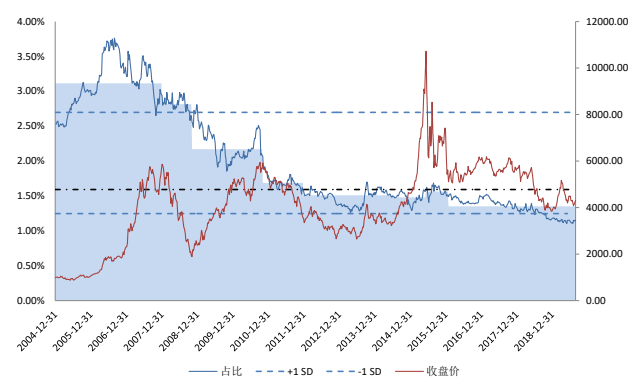
零售行业的上市公司数量增长不及行业整体，因此零售行业的上市公司数量占比自 2013 年开始明显处于下滑趋势，截止 2019 年 8 月，零售行业上市公司为 74 家，占比全市场比例为 2.02%；零售行业与全行业市值的比值分别为 1.15%，目前处于偏低的历史百分位水平，市值占比不断收缩，板块规模持续下降，当前表现不及全时间段范围的中位数水平。

图 33: CS 零售行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: CS 零售行业市值与全行业比例情况



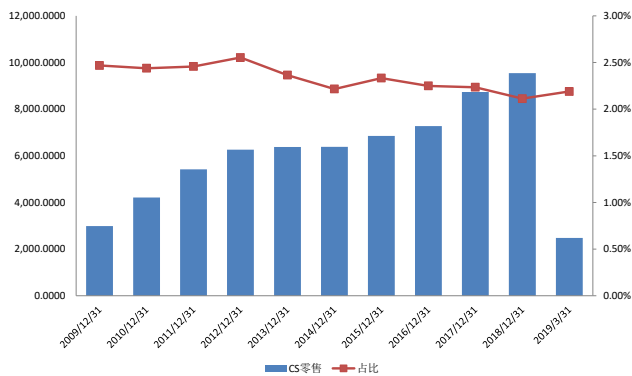
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

零售行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体保持稳定趋势，结合考虑市值占比的下滑，实际零售行业贡献营收比重呈现出向好态势；2018 年零售行业上市公司共实现营收 9545.68 亿元，贡献全市场营收比例为 2.11%；2019Q1 零售行业实现总营收 2482.11 亿元，占比全市场比例上升至 2.19%。零售行业净利润的贡献占比情况自 2016 年开始出现回升趋势，但由于行业整体净利率水平较低，截止 2018 年底零售行业上市公司合计贡献业绩 309.62 亿元，占比全市场仅为 0.84%；该比例在 2019Q1 下滑至 0.75%。

目前（2019.08.23）零售行业占全行业成交金额的比值为 0.70%，换手率与全行业的比值为 0.83 倍，二者和中位数水平相比处于较低的百分位水平。此外，我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率，由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益，当前零售行业的风险溢价为 0.12%，高于中位数，低于+1 个标准差，到达本年度低点。

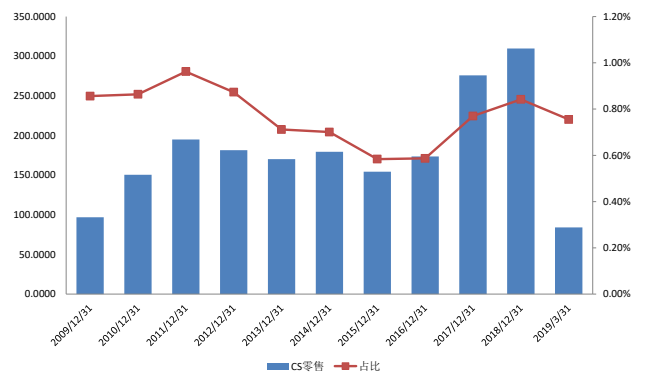
Beta 值衡量了零售行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。零售行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，中位数为 0.92，说明零售行业具有较强抗风险和抗周期能力；连锁板块前期风险偏高，但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势。目前（2019.08.23）零售行业和全行业 beta 值的比值为 0.86，处于相对底部水平。

图 35: CS 零售行业营业收入与全行业比例情况



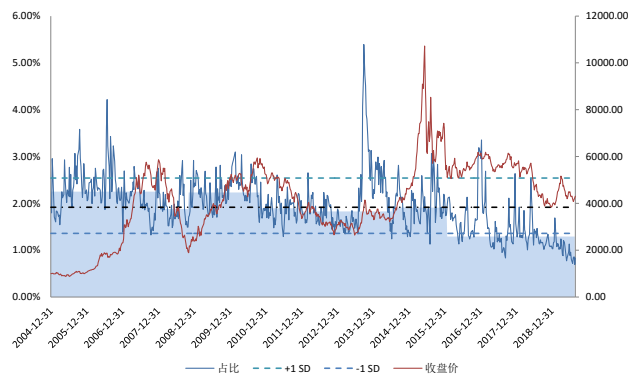
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: CS 零售行业净利润与全行业比例情况



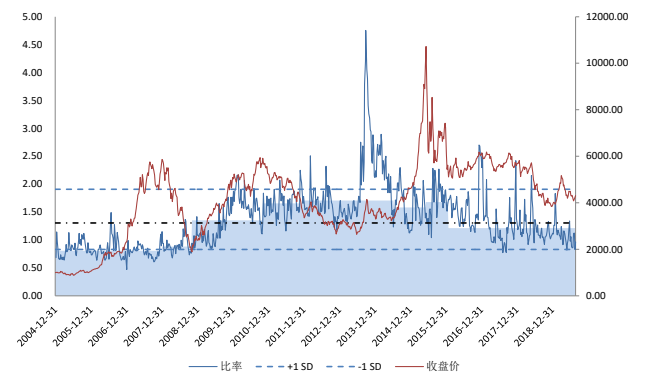
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: CS 零售行业成交额与全行业比例情况



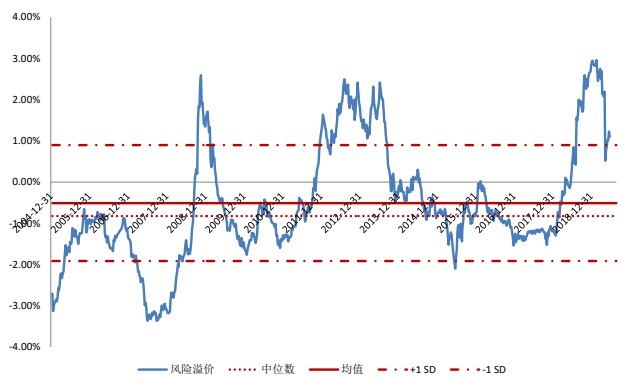
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: CS 零售行业换手率与全行业比例情况



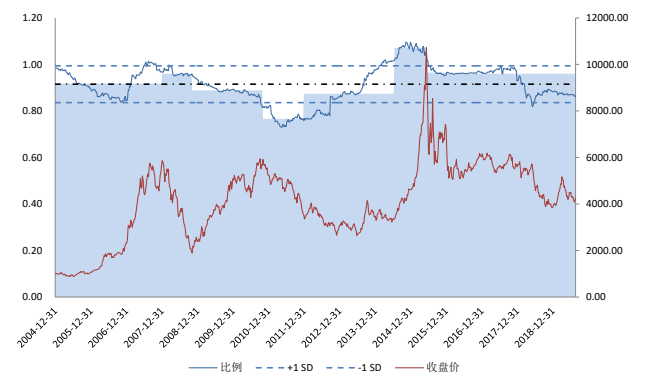
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: CS 零售行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: CS 零售行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

### (一) 九月配置建议

下半年进入经济拐点验证阶段，7月底的政治局会议明确了当前下行风险较大；同时在消费层面提到需要深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。短期不将房地产作为刺激经济的手段也将在一定程度上影响家电、家具等房地产相关商品的销售情况。同时正值暑期缺少刺激消费的节假日，线上仅有818电商活动造势，消费者主要集中在为放暑假的学生群体；行业整体开始步入7-8月份的夏季消费淡季，消费也更多体现在旅游、文娱等体验式服务消费层面。九月初迎来学生群体的开学季，同时九月中旬中秋节将至，九月底至十月初还将出现“十一小长假”，预计消费氛围较过去两个月将有明显提振改善。此外，7-8月中期财报集中披露，市场对于公司全年乃至未来的规模及业绩表现都会出现进一步的认识。当前的经济环境与市场环境之下，我们维持前期（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持超市和购物中心：超市是消费者购买必需品的主要渠道，CPI中食品粮油类与日用品类商品价格上涨（尤其是果蔬肉禽蛋价格上升）将利好超市同店营收表现；购物中心的发展与消费者追求体验式和个性化的消费需求相匹配，同时相比百货业态，购物中心收入韧性较强，在经济下行时期的抗周期能力凸显。公司方面维持周报和月报的推荐组合：家家悦（603708.SH），天虹股份（002419.SZ），周大生（002867.SZ），苏宁易购（002024.SZ），永辉超市（601933.SH）。

全渠道配置层面，实体零售渠道和线上零售渠道的无缝衔接符合消费者对于购物体验的升级需求，通过在消费者接触商品、搜集信息、商品比较、商品购买、售后服务等各个环节实现零售渠道和信息渠道的融合，零售企业可以及时全面的跟踪消费者的动态，为之提供个性化的服务体验。全渠道可以帮助零售企业和消费者打通时间和空间的限制，更大程度的丰富现有的消费场景；推荐组合中重点关注：①天虹股份（002419.SZ）：公司持续推进百货的“购物中心化”升级，力推体验式消费，提升门店聚客能力，延长消费者到店时间，推动百货可比同店营收和利润同比增长；购物中心打造特色生活中心，实现可比店销售额与利润双增长；线下购物中心、超市、百货、便利店等业态搭配线上天虹APP不断推进全渠道数字化进程，公司持续优化超市“天虹到家”、百货增加数字化专柜、“超级导购”等数字化服务，运营效率稳步提升。②苏宁易购（002024.SZ）：公司线下门店加速布局，苏宁小店便利店和零售云加盟店快速推进网点扩张，直营店强化店面经营管理，结合市场需求推进店面的调整升级，丰富店面商品品类，家电3C家居生活专业店、直营店和母婴店同店营收出现不同幅度的高涨；线上聚焦流量、会员，加强社交电商运营，加大资源推进苏宁拼购、苏宁推客等互联网营销产品，实现全渠道会员权益的打通。③永辉超市（601933.SH）：线下超市门店数量加速扩张，BRAVO和MINI店互补搭建完善的消费场景，同时部分门店与京东合作为消费者提供到家服务，满足从到店到到家的延伸；公司另有大科技部板块业务致力于建设全渠道运营营销平台，支撑到家业务的C端应用及线上中台建设与优化，永辉已经完成社区团购、永辉超市小程序的开发落地与推广，并全面落地与应用永辉辉腾2.0。



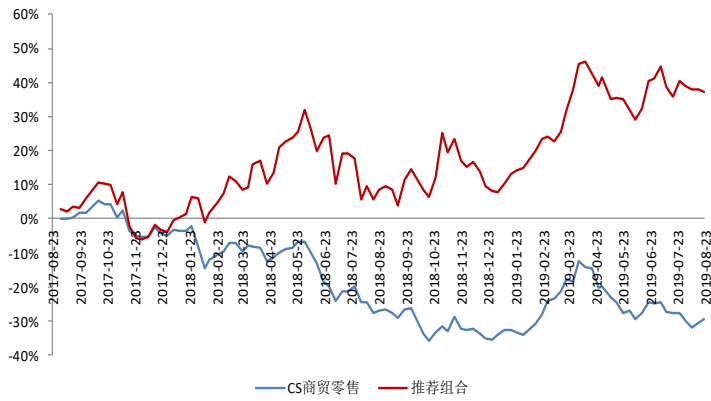
## (二) 核心关注组合表现回顾

表 3: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	权重	年初至今累计涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	入选时间
603708.SH	家家悦	山东区域超市龙头，自有完善的生产加工产业链和供应链，看好其快速开店扩张能力和持续发力的大卖场、综合超市业务；同时公司开始推进全国性战略布局，进一步完善供应链和物流布局。	20%	56.47	7.14	2018.7.23
002419.SZ	天虹股份	升级商业模式、增强门店体验、优化零售业态，优化业态组合复制和开发特色主题街区，提高客流和收益，实现可比店利润的较好增长，亏损店大幅减亏扭亏，新店开店效果提升。全面推进购物中心和便利店业务，稳步布局与数字化改造双管齐下，供应链优化升级，业态创新升级，体验式消费优势逐步显现，业绩增长可期。	20%	8.44	-9.95	2017.10.16
002867.SZ	周大生	加盟模式助力门店数量快速扩张，在珠宝首饰行业集中度提升阶段抢占三四线市场份额，在消费升级的大背景下业绩增长可期。	20%	18.75	-3.19	2018.6.4
002024.SZ	苏宁易购	线下价值凸显，门店数量与可比门店营收稳步增长；线上高速增长持续，会员数量攀升，零售+物流+金融三线并进，基本面持续改善。	20%	9.97	0.65	2017.6.1
601933.SH	永辉超市	公司扩大线下门店规模的同时，不断进行业态升级，新开门店数量显著提升。在主营业务方面，公司聚焦云超主业，必选消费渠道的优势显现；搭配回归本源、节能增效的战略目标，看好其未来业绩增长空间。	20%	26.21	1.45	2019.8.14

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 核心组合近两年收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

政策推行效果不及预期的风险; 中美贸易战升级的风险; 消费者信心不足的风险; 行业竞争加剧的风险。

## 插图目录

图 1: CS 零售与上证综指的走势变化趋势	3
图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势	3
图 3: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 4: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 5: 中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨	4
图 6: 中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升	4
图 7: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	5
图 8: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	5
图 9: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	6
图 10: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	6
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	6
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	6
图 13: 中国人均可支配收入变化趋势	7
图 14: 中国消费者信心指数变化趋势	7
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)	8
图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比	8
图 17: 中国线下门店市占率 (%) 前十的公司	8
图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现	9
图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现	9
图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况	9
图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况	9
图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比	10
图 23: 2018 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	10
图 22: 零售行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	10
图 23: 零售行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	10
图 26: 零售行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	11
图 27: 零售行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)	11
图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况 (%)	11
图 29: 零售行业公司历年 ROE	12
图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分	12
图 31: CS 零售指数 2018 年年初至今累计涨跌幅	15
图 32: CS 零售行业指数与估值指标	15
图 33: CS 零售行业上市公司数量与全行业比例情况	16
图 34: CS 零售行业市值与全行业比例情况	16
图 35: CS 零售行业营业收入与全行业比例情况	17
图 36: CS 零售行业净利润与全行业比例情况	17
图 37: CS 零售行业成交额与全行业比例情况	17
图 38: CS 零售行业换手率与全行业比例情况	17
图 39: CS 零售行业风险溢价走势情况	17

图 40: CS 零售行业 beta 值与全行业比例情况 ..... 17  
图 41: 核心组合近两年收益率变动 ..... 20

## 表格目录

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比 ..... 7  
表 2: 零售行业当前存在的问题及建议 ..... 13  
表 3: 核心关注组合 ..... 19

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

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

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

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

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

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

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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

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



## 免责声明

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

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

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

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

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

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

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)