

商贸零售

商贸零售行业月度投资策略

评级

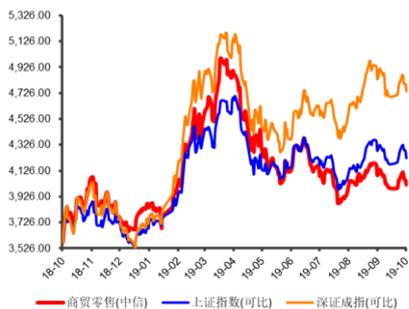
报告原因：定期报告

可选增速加快促进社零回暖，关注三季度业绩超预期个股 看好

2019年10月21日

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 9 月投资策略：除汽车外社零增速加快，关注中报业绩超预期个股

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 9 月 CS 商贸零售行业下降 1.36%，与上年同期相比减少 1.74pct，跑输大盘 1.76pct。9 月份中信一级 29 个行业有半数呈上涨状态但涨幅均为个位数，市场表现较为平淡。CS 商贸零售行业 9 月市场表现弱于去年同期，在中信 29 个行业排名第 24 位，处于下游水平，较上月有所下降。9 月 CS 商贸零售估值水平整体呈现 M 型走势，平均估值水平为 28.0X。上月呈现平稳上涨态势，月中回落至月初位置后小幅反弹，下旬开始承压下行，至月末回落至 27X 左右。截止 9 月 30 日，CS 零售估值水平 30.15X，为年内较高位置，月均估值水平较上月有所提升。

行业月度数据跟踪

➤ 9 月 CPI 同比上涨 3.0%，涨幅较上月扩大 0.2pct。其中，食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 1.0%。食品中的猪肉价格上涨 69.3%，涨幅较上月扩大 22.6pct，为 12 年以来的最高位置。目前 CPI 上涨受食品 CPI 上涨影响较多，食品价格的贡献率超过 70%，食品中猪肉近 70%的涨幅对 CPI 的拉动为 1.65pct，贡献率达 55%。猪肉价格高涨主要受前期非洲猪瘟疫情影响，目前已得到较好的控制，中央到地方也都出台了一系列稳定生猪生产的政策，随着政策效果的不断显现，猪肉的供求关系会逐步得到缓解，价格经过一段时间会回归到常态区间，不具备长期趋势的条件。结构性因素导致的食品 CPI 短期持续走高，将对超市板块的全年业绩及同店增速带来持续的正向影响。环比看 CPI 上涨 0.9%，较上月扩大 0.2pct。其中食品价格上涨 3.5%，非食品价格上涨 0.2%。暑期结束及换季影响等因素带来的供需变动继续影响部分品类的价格走势。

➤ 9 月社会消费品零售总额同比增长 7.8%，增速较上月提升 0.3pct，除汽车以外的消费品零售额 31097 亿元，增长 9.0%。消费市场受汽车类负增速的影响较大，9 月汽车类零售额同比下降 2.2%，但降幅环比收窄 5.9pct，很大程度上拉动了社零当月增速的回暖。前三季度社零总额累计同比增长 8.2%，较 1-8 月持平，除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.1%。从限上商品零售增速来看，满足居民基本生活类商品增速均有所回落。粮油食品/日用品/服装鞋帽类同比分别上涨



10.4%/12.0%/3.6%，增速较上月均回落 2.1pct/1pct/1.6pct，主要受到去年同期基数较高影响。可选品类中的部分消费升级类商品增长加快，细分赛道化妆品类维持高景气度。化妆品/家电音像/通讯器材类类同比分别增长 13.4%/5.4%/8.4%，增速较上月分别提升 0.6pct/1.2pct/4.9pct。网上零售继续保持快速增长态势，前三季度全国网上零售额累计同比增长 16.8%，增速较 1-8 月持平，其中实物商品网上零售额累计同比增长 20.5%，占社零总额的比重为 19.5%，占比较去年同期提升 2pct。

行业动态新闻

- 麦德龙中国花落物美，物美两年并购消费超 150 亿
- 出口小包邮费上涨，V 方案利于我国邮政
- 盒马自有品牌占比超 10%，将推动形成“盒马牌”行业标准

投资策略

- 今年以来全球经贸增长持续放缓，国内经济下行压力依然较大。前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率超过 60%，随着居民收入持续增长，消费环境不断改善，消费的基础性作用进一步提升。此外，今年以来国家出台一系列减税降费政策，税收收入自 5 月份以来连续下降，前三季度个人所得税同比下降 29.7%，同时增加地方专项债的规模和加快发行进度，其效果正在不断显现。我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性，景气度较高的细分行业，同时关注三季报期业绩符合预期及超预期的实体零售企业，主要关注以下几条主线：1) 当前食品类价格对 CPI 的贡献超过 70%，因供给偏紧带来的猪肉价格增长影响食品 CPI 涨幅扩大，以食品为主的必选消费品保持稳健增长态势，与 CPI 正相关的超市板块具有一定布局价值：永辉超市、家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响最为明显，在人均可支配收入持续放缓及电商不断分流的消费环境里，行业积极挖掘体验式新型消费亮点，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升坪效客流，我们认为低估值龙头具备估值修复的机会：天虹股份、王府井；3) 在消费升级潮流下，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，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，提升行业集中度和细分领域景气度：苏宁易购、南极电商。

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	7
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	12
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：2019 年 9 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 9 月涨跌幅	5
图 3：CS 零售子版块 2018 年 9 月涨跌幅	5
表 1：2019 年 9 月个股涨跌幅情况（%）	6
表 2：2019 年 9 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



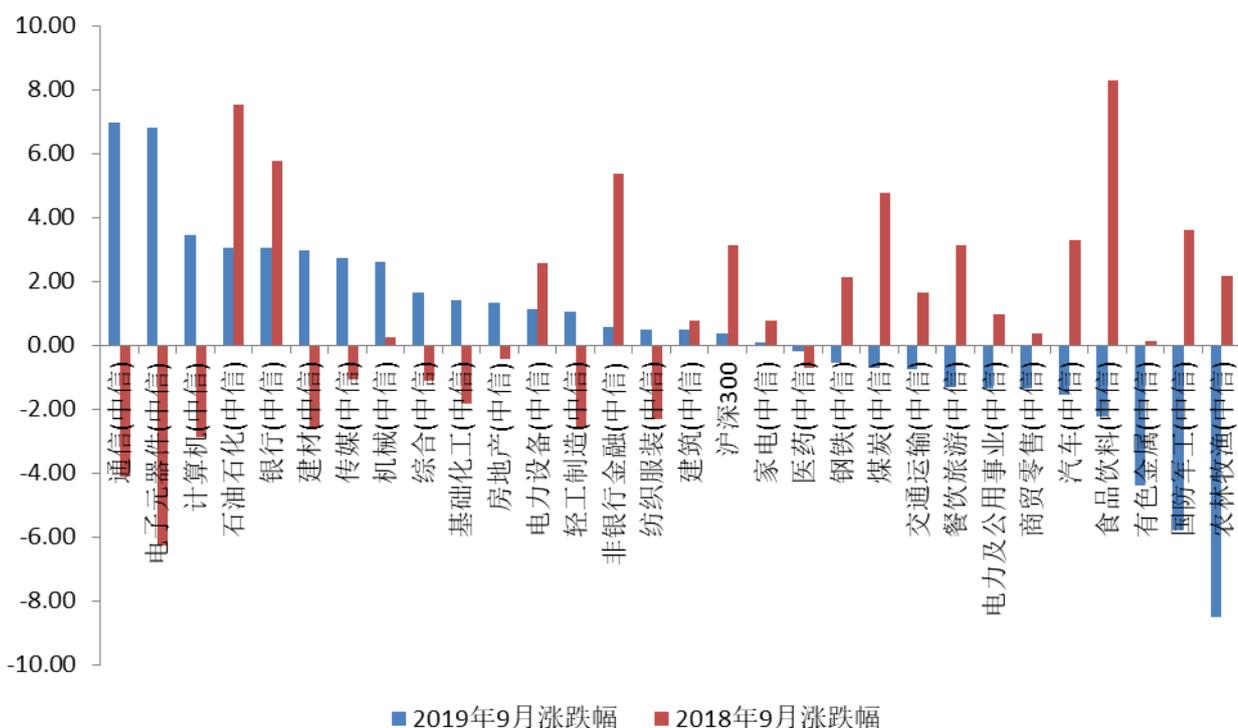
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	10
图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	10
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	11
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	11

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年9月，沪深300指数上涨0.39%，与2018年同期相比回落2.74pct。CS商贸零售行业下降1.36%，与上年同期相比减少1.74pct，跑输大盘1.76pct。9月份中信一级29个行业有半数呈上涨状态但涨幅均为个位数，市场表现较为平淡。CS商贸零售行业9月市场表现弱于去年同期，在中信29个行业排名第24位，处于下游水平，较上月有所下降。

图1：2019年9月中信一级行业涨跌幅（%）



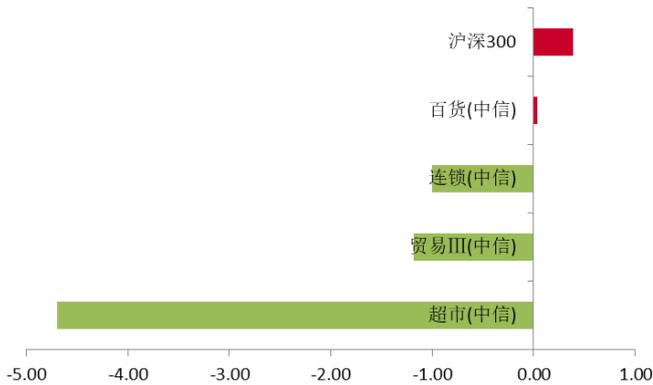
数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

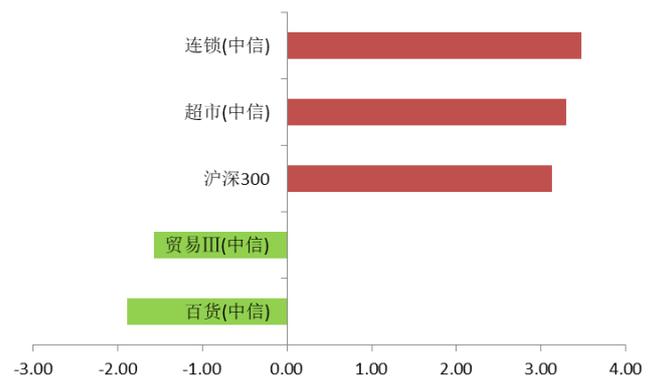
从子板块来看，在9月CS零售的三级子行业中，百货、连锁、贸易III、超市的涨跌幅分别为0.04%、-1.0%、-1.18%、-4.7%。9月子板块表现均不及沪深300，除百货微涨以外，其余均为下跌状态，其中超市板块跌幅最深，子板块表现均不及去年同期。

图2：CS零售子版块2019年9月涨跌幅

图3：CS零售子版块2018年9月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，9月有4家上市公司收涨，涨幅居前的有华致酒行、津劝业、新世界和宏图高科，涨幅均超过10%，其中华致酒行涨幅最高，达到23%；共有59家上市公司收跌，跌幅较高的有萃华珠宝、金洲慈航、东方金钰和安德利，收跌幅度均超过-10%，其中萃华珠宝收跌-14.29%跌幅最大。

表 1：2019 年 9 月个股涨跌幅情况（%）

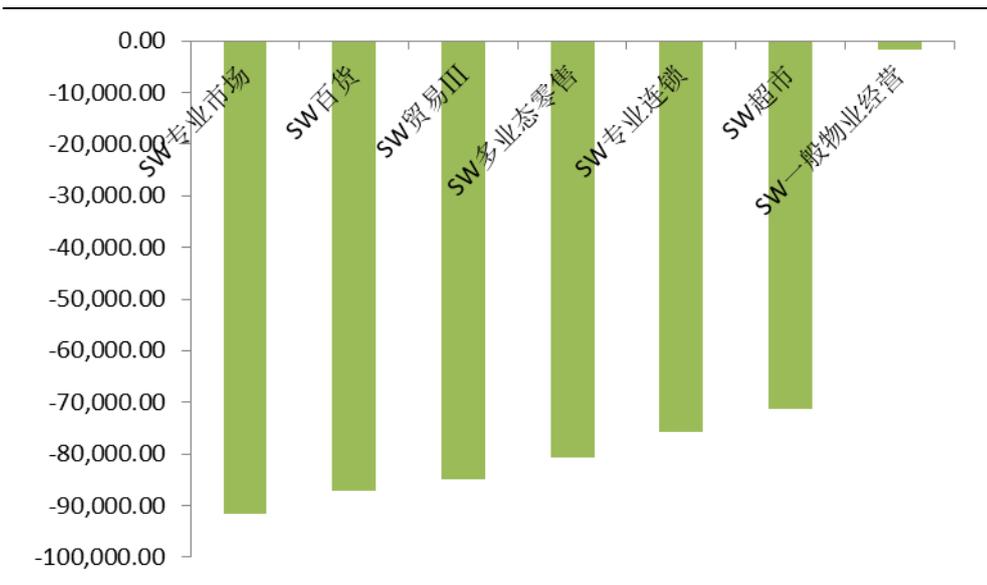
9 月涨幅前十的个股			9 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
300755.SZ	华致酒行	23.00	002731.SZ	萃华珠宝	-14.29
600821.SH	津劝业	18.99	000587.SZ	金洲慈航	-12.29
600628.SH	新世界	17.80	600086.SH	东方金钰	-12.28
600122.SH	宏图高科	14.29	603031.SH	安德利	-11.25
002697.SZ	红旗连锁	9.24	601933.SH	永辉超市	-9.75
000829.SZ	天音控股	8.71	600712.SH	南宁百货	-9.09
000564.SZ	供销大集	7.76	600612.SH	老凤祥	-8.75
000861.SZ	海印股份	7.49	002345.SZ	潮宏基	-8.46
600735.SH	新华锦	6.82	600710.SH	苏美达	-8.22
603708.SH	家家悦	6.57	000632.SZ	三木集团	-6.74

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，9月SW商业贸易主力净流入额为-49.33亿元，在申万28个行业中位列第8。9月SW商贸三级子行业主力资金均为流出状态，其中SW一般物业经营主力资金净流出额为1758.12万元，是主力净流出资金最少的子行业，其次是SW超市净流出额为7.13亿元；SW专业市场板块主力净流出额最多，为9.16亿元，其次是SW百货，净流出额为8.72亿元。

图 4：SW 商业贸易子行业 2019 年 9 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，9 月主力资金净流入额超过 2000 万元的个股有南极电商、美凯龙、新世界和红旗连锁，其中南极电商的净流入额最高，为 1.29 亿元，还有 ST 沪科、国美通讯、轻纺城、汇通能源及北京城乡 5 家公司净流入额超过 1000 万元；主力资金净流出额超 3 亿元的个股有深赛格、永辉超市、苏宁易购和南京新百 4 家，其中净流出额最多的是深赛格，为 7.64 亿元。

表 2：2019 年 9 月个股资金流向情况

9 月资金流入前十的个股			9 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)
002127.SZ	南极电商	12,921.56	000058.SZ	深赛格	-76,380.74
601828.SH	美凯龙	6,858.24	601933.SH	永辉超市	-44,797.24
600628.SH	新世界	5,161.16	002024.SZ	苏宁易购	-37,137.11
002697.SZ	红旗连锁	2,192.37	600682.SH	南京新百	-33,846.89
600608.SH	ST 沪科	1,915.82	002640.SZ	跨境通	-28,298.77
600898.SH	国美通讯	1,580.33	002505.SZ	大康农业	-26,361.50
600790.SH	轻纺城	1,379.16	601113.SH	ST 华鼎	-25,732.51
600605.SH	汇通能源	1,375.21	600821.SH	津劝业	-21,736.57
600861.SH	北京城乡	1,280.55	600710.SH	苏美达	-12,762.34
603123.SH	翠微股份	997.69	600729.SH	重庆百货	-12,161.26

数据来源：wind，山西证券研究所

1.5 行业估值情况

2019 年 9 月 CS 商贸零售估值水平整体呈现 M 型走势，平均估值水平为 28.0X。上旬呈现平稳上涨态

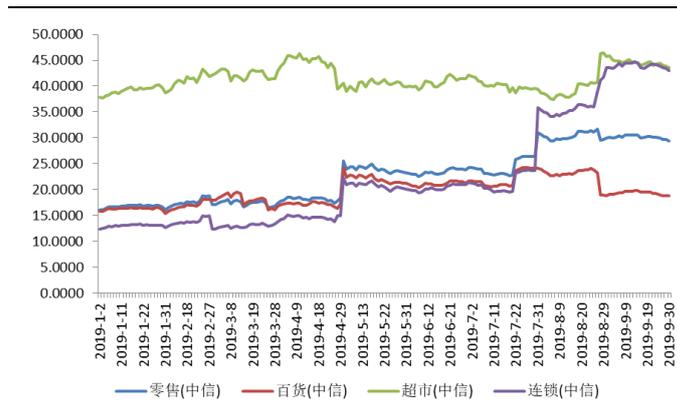
势，月中回落至月初位置后小幅反弹，下旬开始承压下行，至月末回落至 27X 左右。截止 9 月 30 日，CS 零售估值水平 30.15X，为年内较高位置，月均估值水平较上月有所提升。子版块方面，截止 9 月 30 日，百货板块估值波动较大，月中冲高后月末回落，平均估值水平区间整体低于 CS 零售，月末 PE 在 18.8X 附近，较上月小幅回落；超市板块估值水平相对较高，月度整体呈现震荡下沉趋势，月末估值水平持续下探，月末估值水平 44.5X，较上月大幅降低；连锁板块估值水平走势与 CS 零售基本吻合但估值区间与 CS 超市相同，月中两度冲高月末开始回落，月末估值水平跃升至在 43X 左右，较上月基本持平。

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 9 月，CPI 同比上涨 3.0%，涨幅较上月扩大 0.2pct。其中，食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 1.0%。食品价格涨幅较上月提升 1.2pct，影响 CPI 上涨约 2.21pct。在食品中，猪肉价格上涨 69.3%，涨幅较上月扩大 22.6pct，为 12 年以来的最高位置，影响 CPI 上涨约 1.65pct；相关替代品牛羊鸡鸭肉和鸡蛋的价格涨幅在 9.4%—18.8%之间，还有鲜果价格上涨 7.7%，涨幅回落 16.3pct，此六项合计影响 CPI 上涨约 0.49pct。鲜菜价格下降 11.8%，影响 CPI 下降约 0.33pct，降幅较上月增大。非食品价格涨幅较上月小幅回落 0.1pct，影响 CPI 上涨约 0.82pct。其中医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨 2.2%、1.7%和 1.6%，三项合计影响 CPI 上涨约 0.51pct。交通和通信价格下降 2.9%，影响 CPI 下降约 0.35pct。据测算，在 9 月份 3.0%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1pct，新涨价影响约为 3.1pct。目前 CPI 上涨受食品 CPI 上涨影响较多，食品价格的贡献率超过 70%，食品中猪肉近 70%的涨幅对 CPI 的拉动为 1.65pct，贡献率达 55%。猪肉价格高涨主要受前期非洲猪瘟疫情影响，目前已得到较好的控制，中央到地方也都出台了一系列稳定生猪生产的政策，随着政策效果的不断显现，猪肉的供求关系会逐步得到缓解，价格经过一段

时间会回归到常态区间，不具备长期趋势的条件。结构性因素导致的食物 CPI 短期持续走高，将对超市板块的全年业绩及同店增速带来持续的正向影响。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)

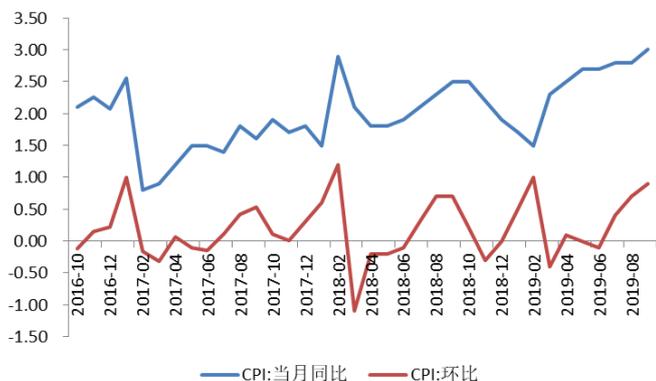
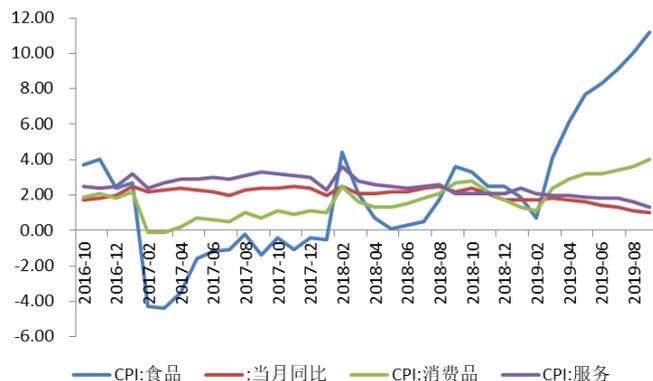


图 8：CPI 当月同比：分类别 (%)



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 上涨 0.9%，较上月扩大 0.2pct。其中食品价格上涨 3.5%，非食品价格上涨 0.2%。食品价格涨幅较上月提升 0.3pct，影响 CPI 上涨与 0.73pct。受非洲猪瘟疫情的持续影响，猪肉供应依然偏紧，价格继续上涨 19.7%，涨幅较上月回落 3.4pct，影响 CPI 上涨约 0.65pct；受秋季来临天气转凉以及消费替代的影响，鸡蛋、牛羊鸡鸭肉价格上涨 4.0%-7.7%，合计影响 CPI 上涨约 0.16pct；鲜菜供应充足导致价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.06pct；苹果、梨等时令水果大量上市导致鲜果价格下降 7.6%，降幅环比收窄 2.5pct，影响 CPI 下降 0.15pct。非食品价格涨幅较上月扩大 0.1pct，影响 CPI 上涨约 0.15pct。受新学期开学影响，教育服务价格上涨 1.8%，环比提升 1.8pct；受换季天气转凉影响，服装价格上涨 0.9%，上月则为下降 0.3%，这两项合计影响 CPI 上涨约 0.17pct；暑期结束导致出行人数减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 14.8%、6.0%和 1.5%，三项合计影响 CPI 下降约 0.14pct。暑期结束及换季影响等因素带来的供需变动继续影响部分品类的价格走势。

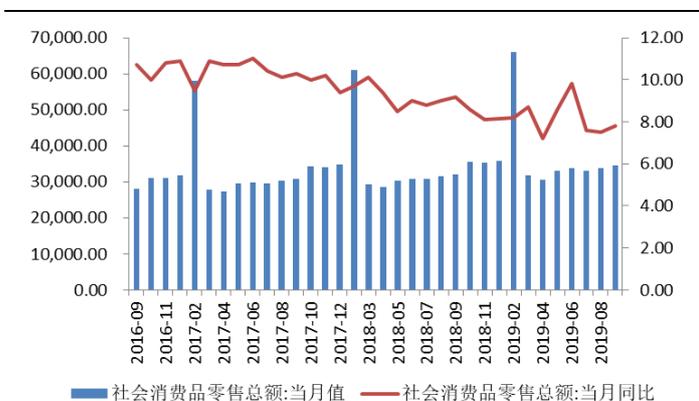
2.2 社会消费品零售数据

2019 年 9 月，社会消费品零售总额 34495 亿元，同比增长 7.8%，增速较上月提升 0.3pct，除汽车以外的消费品零售额 31097 亿元，增长 9.0%。消费品市场受汽车类负增速的影响较大，9 月汽车类零售额同比下降 2.2%，但降幅环比收窄 5.9pct，很大程度上拉动了社零当月增速的回暖。去年 5 月以来汽车销售数据出现回落，汽车生产持续放缓，但从保有量来讲，国内仍有增长的空间和潜力。当前从政策面上推动二手车市场加快流转，将逐步取消地方限制性政策，通过二手车盘活带动新车市场成长壮大。经过一段时间的调整，未来空间和潜力仍存。整体来看市场销售总体平稳，前三季度社零总额累计同比增长 8.2%，较 1-8 月持平，除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.1%。按经营单位所在地分，前三季度城镇消费品零售

额 253524 亿元，同比增长 8.0%；乡村消费品零售额 43150 亿元，增长 9.0%，乡村零售增速继续高于城镇，Q3 以来增速差距逐渐扩大。

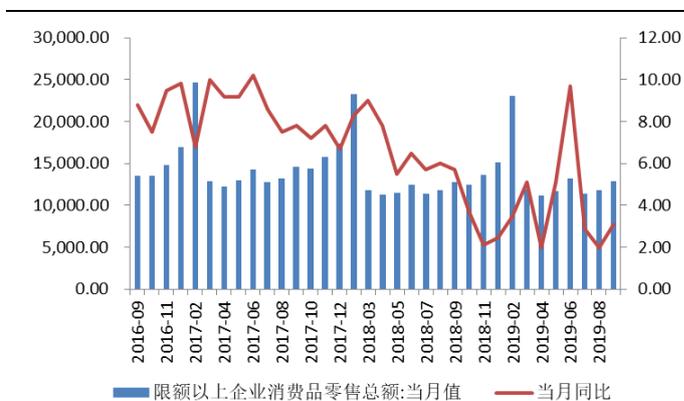
从限上商品零售增速来看，满足居民基本生活类商品增速均有所回落。9 月粮油食品类同比增长 10.4%，增速较上月下降 2.1pct 但保持了双位数增长，其中鲜菜价格降幅扩大，粮食丰收供给增加为粮价稳定奠定基础，虽然猪肉供给偏紧带来自身及替代品类价格上涨，但政策层面对生猪生产起到稳定作用，一定程度上平抑了价格上涨带来的影响；日用品类同比增长 12.0%，增速较快且继续保持两位位数增长，增速较上月回落 1pct。服装鞋帽、针纺织品类同比上涨 3.6%，增速较上月回落 1.6pct；此外，上述三项必选消费品 9 月增速回落均有受到去年同期基数较高的影响。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



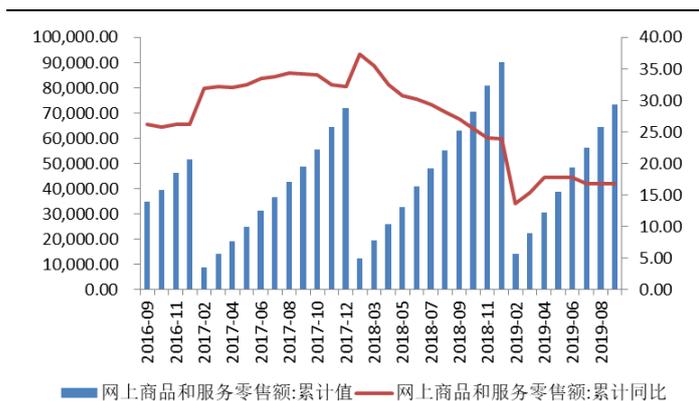
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



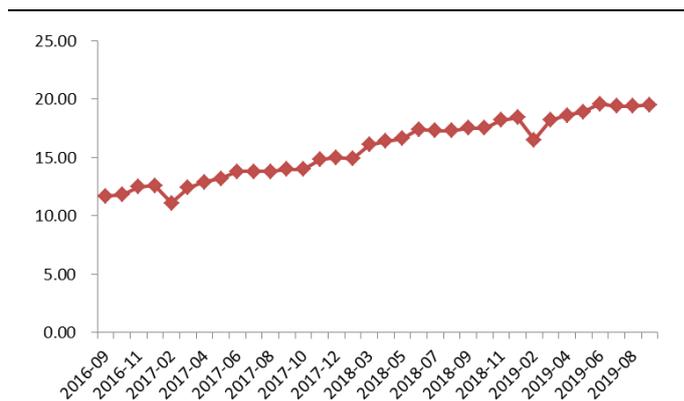
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

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

可选品类中的部分消费升级类商品增长加快，细分赛道化妆品类维持高景气度。经历过 8 月的消费淡季后，9 月多数可选消费品零售额增速均有回暖，化妆品、家电音像、通讯器材类同比分别增长 13.4%、5.4% 和 8.4%，增速较上月分别提升 0.6pct、1.2pct、4.9pct。9 月化妆品类持续保持双位数增速水平回暖，一定程

度上受到换季气候变化影响；Q3 以来，家电印象类增速持续回暖，应是受到地产后周期的联动影响；9 月华为、苹果等多家公司推出新款机型，且在 5G 时代的风口下，通讯器材同比增速提升较大。金银珠宝类增速仍未扭转，受去年高基数效应影响，9 月增速为-6.6%，但降幅收窄 0.4pct。

2019 年前三季度全国网上零售额 73237 亿元，累计同比增长 16.8%，增速较 1-8 月持平，网上零售保持快速增长。按业态分，前三季度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同比分别增长 7.0%、1.5%、3.8%和 1.4%。1-9 月实物商品网上零售额 57777 亿元，累计同比增长 20.5%，占社零总额的比重为 19.5%，占比较去年同期提升 2pct。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 28.9%、18.6%和 20.3%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

根据中华全国商业信息中心统计，1-8 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 0.2%，增速较 1-7 月份加快 0.1pct。其中粮油食品类/化妆品类/日用品类分别累计增长 2.9%/9.0%/0.6%，增速虽然较 1-7 月份分别增长-0.1pct/0.2pct/0pct，化妆品品类依然保持相对较高的增速，但有所放缓。

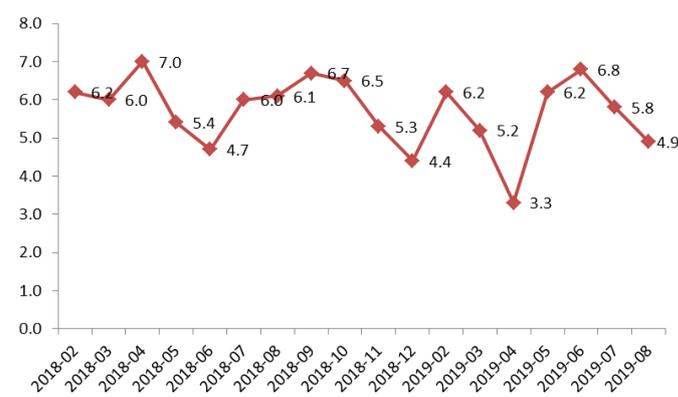
前三季度，全国 50 家重点大型零售企业零售额同比下降 0.5%，增速比上年同期下降 1.4pct，其中 9 月单月同比下降 2.0%，零售额实现同比正增长的企业有 13 家。分品类看，2019Q3 仅化妆品类、粮油食品类零售额实现同比正增长，同比增速分别为 9.8%、2.3%，增速较上年同期提升 0.2pct、1.5pct。而日用品零售额同比下降 0.5%，但降幅比去年同期收窄了 1.2pct，服装类、金银珠宝类、家用电器类零售额分别同比下降 4.0%、2.6%、5.6%，降幅相比去年同期分别扩大了 6.7pct、3.3pct 和 5.3pct。前三季度在市场整体增速放缓、多品类增速同比下滑的形势下，化妆品行业仍能保持较高速增长，是实体零售企业深耕细分行业的重要增量市场。

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

实体店消费保持平稳增长。1-8 月份实体店消费品零售额增长 5.6%，增速较 1-7 月份放缓 0.1pct。其中，

8月同比增长4.9%，增速较上月放缓0.9pct。1-7月份限额以下单位和个体户商品零售额累计同比增长10.7%，增速与1-7月继续持平。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额增长的贡献率为80.2%，占商品零售总额的比重为62.4%。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。

3.行业动态新闻

➤ 麦德龙中国花落物美，物美两年并购消费超150亿

10月11日晚间，麦德龙集团、物美集团和多点 Dmall 联合宣布，物美就收购麦德龙中国控股权已与麦德龙集团签订最终协议。交易完成后，物美集团将在双方设立的合资公司中持有80%股份，麦德龙继续持有20%股份。此外，多点将成为麦德龙中国的技术合作伙伴。物美集团将通过多点 Dmall 专用的运营系统，进一步提高麦德龙中国的运营效率和优化客户的购物体验。物美集团和多点 Dmall 将带来融合了线下和线上服务与技术的数字化零售专长，并将帮助麦德龙中国提升数字化能力并加快在中国零售市场的发展。

近十年来物美一直都在不断的收购。据不完全统计，仅2018年至今，包括此番收购麦德龙中国在内，物美在收购方面已经花费超150亿元。此前拿下百安居的14亿，收购乐天玛特14.2亿，入股重百的27亿，加上此次收购麦德龙中国费用预计在15-20亿欧元（约合117亿-157亿元人民币）左右，收购金额预计超过150亿元人民币。同时，也使物美的负债规模极速增长。（北京商报）

➤ 出口小包邮费上涨，V方案利于我国邮政

10月15日，国家邮政局召开新闻通气会，向媒体通报日前举行的万国邮联第三次特别大会做出的国际小包终端费改革有关决定及其背景和影响，并介绍了我国邮政管理部门的应对思路。据了解，万国邮联第三次特别大会于9月24日至26日在瑞士日内瓦举行，如何平衡各方诉求是本次会议的焦点。大会否决了美国主张的完全自定义终端费方案B，一致通过了融合各方诉求的方案V，美国宣布放弃“退群”，继续留在万国邮联。本次大会起到了减小自定义终端费体系初始阶段给我国带来的市场冲击的作用，但当前改革方案只是一个过渡安排，从长远看，国际小包市场化改革和自定义终端费势在必行。（亿邦动力网）

➤ 盒马自有品牌占比超10%，将推动形成“盒马牌”行业标准

10月20日，在盒马自有品牌战略升级发布会上，据盒马全国标品采购总经理赵家钰介绍，“盒马牌”商品的占比已经超过10%。此外，盒马还给自己设立了一个小目标：自有品牌三年内达到全球零售领先水平，推动“盒马牌”成为行业标准和现代农业升级。目前盒马已经初步形成了自有品牌的商品体系，盒马牌已经拥有近1000种商品，涉及10多个品类，基本满足日常型、改善型和极致型消费需求。如盒马蓝标、

盒马工坊、盒马日日鲜主要满足大众日常生活，主打进口食材的帝皇鲜和盒马金标则面向追求高品质的人群，盒马黑标比较少，主要是全球稀缺商品，比如巴掌大的黑虎虾等。（联商网）

4.投资建议

商务部数据显示，2019年十一黄金周餐饮和零售企业销售额为1.52万亿元，同比增长8.57%，较上年同期小幅回落0.93ct。整体来看黄金周消费增速持续放缓，但传统消费百花齐放，商品消费亮点纷呈，体验式消费广受青睐。新兴消费蓬勃发展的趋势下，夜间经济、首店经济成为新亮点，个性化、品质化、智能化引领消费升级潮流，生活必需品市场供应充足价格平稳。假日期间，集购物、餐饮、娱乐等功能于一体的综合消费业态受到欢迎，绿色食品、时尚服饰、智能家电、新型数码产品等商品销量较高。分区域看，中西部的下沉市场黄金周消费录得双位数增速，明显好于东部发达地区，消费下沉趋势逐渐得到验证。

今年以来全球经贸增长持续放缓，国内经济下行压力依然较大。纵观前三季度经济指标，经济运行总体平稳，结构调整稳步运行。前三季度GDP增速6.2%，较上半年放缓0.1pct；前九个月CPI平均涨幅2.5%，处于温和上涨区间内；居民人均可支配收入增速6.1%，与GDP增速基本持平。前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率超过60%，随着居民收入持续增长，消费环境不断改善，消费的基础性作用进一步提升。此外，今年以来国家出台一系列减税降费政策，税收收入自5月份以来连续下降，前三季度个人所得税同比下降29.7%，同时增加地方专项债的规模和加快发行进度，其效果正在不断显现。我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性，景气度较高的细分行业，同时关注三季报业绩符合预期及超预期的实体零售企业，主要关注以下几条主线，

1) **当前食品类价格对CPI的贡献超过70%，因供给偏紧带来的猪肉价格增长影响食品CPI涨幅扩大，以食品为主的必选消费品保持稳健增长态势，与CPI正相关的超市板块具有一定布局价值，建议关注集中聚焦超市主业放权十大战区，核心地区创新业态有所突破，各战区有均衡发展之势，并坚持以智能中台为基础打造食品供应链，要约收购中百股份，提升湖北市场份额的永辉超市；以及持续完善在区域密集布局、多业态互补、一体化物流、供应链建设、生鲜经营等方面的优势，在巩固成熟区域的同时加快新区拓展速度，推动业态精细分级，同店收入行业居前，持续提升供应链效率，支撑连锁业务拓展的家家悦；**

2) **百货行业受宏观经济波动影响最为明显，在人均可支配收入持续放缓及电商不断分流的消费环境里，行业积极挖掘体验式新型消费亮点，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升坪效客流，我们认为低估龙头具备估值修复的机会，建议关注深入推进数字化、体验式、供应链三大发展战略，通过推进各业态数字化增强顾客洞察和中后台改造，公司对内夯实差异化经营特色，增厚门店服务价值，对外持续铺设门店网络扩张，推进各业态供应链整合，下沉三四线优势显著的天虹股份；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) 在消费升级潮流下，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，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，提升行业集中度和细分领域景气度，建议关注持续推进全场景零售发展，加快社区、农村市场布局，强化社交、社群运营，进一步提升非电器品类的专业化经营能力，加快物流基础设施建设和用户体验的提升，通过丰富商品品类、优化供应链来提升内生运作效率，推进全渠道布局尤其是对低线市场和社区市场布局的**苏宁易购**；以及以电商渠道为主，用品牌授权和产业链服务打造领先的消费品创新企业，基于品牌庞大的用户基数、极具竞争力的产品性价比、丰富的供应链，下半年 GMV 仍将保持较高速增长，拥有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，叠加公司基于整条价值链的赋能服务优势的**南极电商**。

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

