

商业贸易行业

3Q19 季报总结：口红效应下的分化态势

核心观点：

三季报披露完毕，我们对行业的总体判断如下：1) 经济仍面临放缓压力，线下多个业态的龙头公司收入或盈利低于预期，即便是阿里巴巴 FY2Q20 天猫实物电商增速亦放缓；2) 电商的分流冲击仍在持续，且电商越来越成为传统品牌主要增长亮点的驱动因素；3) 口红效应释放，化妆品是增长最快确定性最强的品类，高端靓丽、国货分化；4) 性价比消费崛起，庞大的用户基数和中国丰富的供应链资源，是大众消费品企业最好的孵化土壤。

● 商超：板块逐季复苏，行业整合重塑持续演化

超市板块 3Q19 营收同比增长 13%，增速环比提升与 CPI 提升拉动同店增长相关；单季归母净利润和经营性利润分别同比增长 2.4% 和 267%，板块盈利能力持续改善。同时，具有扩张性的龙头公司持续享有高于行业整体的增速水平，同时行业整合兼并持续涌现，未来龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额。

● 百货：宏观压力仍未减轻，关注估值修复机会

我们选取 19 家主流百货公司为样本，3Q19 合计收入等权平均下降 1.25%（其中 6 家实现增长），宏观消费尤其是可选消费景气度较低、高端消费向线上转移等因素带来百货同店压力。百货整体业绩依然表现出较强的 beta 属性，行业回暖仍有待大环境复苏。行业承压阶段，建议关注积极修炼内功、加快业态调整转型的百货龙头。

● 化妆品：红利赛道，格局分化

化妆品仍是成长确定性最强的品类，但行业资本化率较低，A 股上市公司仅有 4 家。上海家化关注其边际改善迹象，今明两年重点关注佰草集的明星系列策略是否能成功。珀莱雅关注其电商成长的可持续性，以及多品牌、品类布局的进展。丸美定位中高端，关注其面对国际大牌竞争，能否保持眼部护理优势，以及电商运营策略变化和品类拓展情况。

● 黄金珠宝：景气度维持低位，龙头公司逆势扩张

三季度珠宝行业景气程度维持低位，但龙头公司不改逆势扩张。尽管宏观经济走向仍不明朗，但行业竞争格局愈加清晰，龙头公司品牌和产品差异化凸显，运营和管理日益精细化，行业正逐步从 β 驱动转向 α 驱动。

● **风险提示：**经济复苏的节奏低于预期；人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧。

行业评级

买入

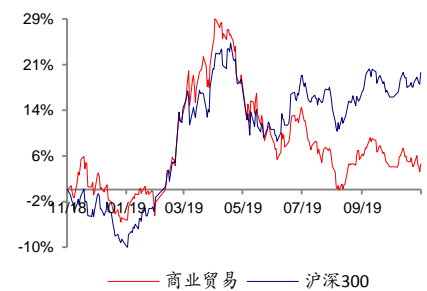
前次评级

买入

报告日期

2019-11-03

相对市场表现


分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

高峰



SAC 执证号：S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

商业贸易行业:从值得买三季 2019-10-27

报看电商导购景气度变化

商业贸易行业:零售行业 2019-10-26

3Q2019 公募基金持仓分析

商业贸易行业:天猫美妆“双十一”预售点评 2019-10-22

联系人：

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	11.53	2019/10/17	买入	14.3	0.51	0.67	22.61	17.21	20.79	15.93	25.10	24.90
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.72	2019/10/31	买入	14.06	2.13	0.39	5.03	27.49	19.70	12.50	19.80	3.80
永辉超市	601933.SH	CNY	8.57	2019/10/30	增持	10.58	0.24	0.31	35.71	27.65	28.18	19.19	10.90	12.10
家家悦	603708.SH	CNY	26.25	2019/10/30	增持	28.78	0.82	0.98	32.01	26.79	17.32	14.62	14.90	15.10
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.20	2019/10/24	买入	12.8	0.75	0.80	13.60	12.75	6.11	5.84	14.20	13.90
王府井	600859.SH	CNY	13.17	2019/10/31	买入	18.5	1.42	1.48	9.27	8.90	2.10	1.95	10.90	10.70
重庆百货	600729.SH	CNY	28.14	2019/10/20	买入	39.8	2.38	2.74	11.82	10.27	5.90	5.33	14.50	15.60
周大生	002867.SZ	CNY	17.90	2019/10/30	买入	26.8	1.34	1.62	13.36	11.05	10.03	8.00	20.10	19.60
老凤祥	600612.SH	CNY	51.38	2019/10/27	买入	63.0	2.72	3.15	18.89	16.31	9.39	8.04	18.60	17.80
上海家化	600315.SH	CNY	33.35	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	35.48	30.32	30.15	23.68	11.10	11.50
珀莱雅	603605.SH	CNY	90.20	2019/10/30	买入	101.2	1.92	2.53	46.98	35.65	34.86	26.49	18.80	19.50
丸美股份	603983.SH	CNY	74.21	2019/10/30	增持	72.2	1.30	1.51	57.08	49.15	52.49	44.33	19.00	18.10
爱婴室	603214.SH	CNY	46.15	2019/10/22	买入	55.8	1.52	1.86	30.36	24.81	17.42	14.83	15.40	16.30
红旗连锁	002697.SZ	CNY	8.44	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	24.82	20.59	20.07	18.25	13.30	13.70
阿里巴巴	BABA.N	USD	176.46	2019/10/23	买入	225	6.51	8.35	27.11	21.13	22.89	17.65	13.50	13.80
京东	JD.O	USD	31.49	2019/10/23	买入	37.7	0.84	1.18	37.49	26.69	31.77	20.75	9.30	7.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 1)表中估值指标按照最新收盘价计算;2)阿里巴巴 2019E 指 FY2020E(2019/3/31 至 2020/3/31),采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3)京东采用 non-GAAP 口径 EPS

目录索引

一、商超：板块逐季复苏，行业整合重塑持续演化.....	6
（一）商超行业持续复苏，龙头持续领跑行业.....	6
（二）毛利率同比提升，费用率有所下降，整体盈利能力逐季优化.....	7
（三）整体盈利质量有所下降，龙头公司的资产负债率仍将提升.....	8
二、百货：宏观压力仍未减轻，关注估值修复机会.....	10
（一）业态结构调整+宏观压力，收入端仍有下滑.....	10
（二）费用控制良好，ROE有所回升.....	10
（三）周转、流动性、负债率健康.....	11
三、化妆品：红利赛道，格局分化.....	12
（一）三季度上市公司收入端表现呈现分化.....	13
（二）爆款产品、营销投入等因素导致盈利能力季度波动较大.....	14
（三）营运能力和盈利质量.....	15
（四）化妆品是红利赛道，不同公司关注点有所差异.....	16
四、黄金珠宝：景气度维持低位，龙头公司逆势扩张.....	16
（一）品类结构、商业模式差异导致龙头公司收入增长分化.....	18
（二）受益金价上涨和品类结构优化，毛利率延续上涨趋势.....	18
（三）营运能力和资产结构.....	19
（四）行业趋势有待观察，关注龙头公司结构性机会.....	20

图表索引

图 1: 超市行业的收入增速变化情况	6
图 2: 分季度超市行业的收入增速变化情况.....	6
图 3: 超市行业的归母净利润增速变化情况.....	7
图 4: 分季度超市行业归母净利润增速变化情况	7
图 5: 超市行业的经营性利润增速变化情况.....	7
图 6: 分季度超市行业经营性利润增速变化情况	7
图 7: 超市行业的毛利率和净利率情况.....	8
图 8: 分季度超市行业的毛利率和净利率情况.....	8
图 9: 超市行业的三项费用率变化情况.....	8
图 10: 分季度超市行业的三项费用率变化情况.....	8
图 11: 超市行业的平均资产负债率变化情况	9
图 12: 分季度超市行业的平均资产负债率变化情况.....	9
图 13: 超市行业的总资产及货币资金情况	9
图 14: 分季度超市行业的总资产及货币资金情况	9
图 15: 超市行业的整体净现金流覆盖投资支出	9
图 16: 分季度超市行业的净现金流有季度波动	9
图 17: 19 家百货等权平均收入整体下滑	10
图 18: 重点百货利润端绝对金额持续向好	10
图 19: 重点百货毛利率情况.....	11
图 20: 销售及管理费用率基本保持平稳.....	11
图 21: 百货净利率同比略有提升.....	11
图 22: 百货等权平均 ROE (%) 有所回升	11
图 23: 经营性现金流略有下降	12
图 24: 百货公司货币资金/总资产占比稳定.....	12
图 25: 百货公司存货周转能力有所改善.....	12
图 26: 百货公司计息资产负债率仍处于低位	12
图 27: 化妆品行业景气程度持续向上	13
图 28: 欧莱雅集团整体和亚太地区可比收入增速	13
图 29: 上海家化季度营收和 YOY	14
图 30: 珀莱雅季度营收和 YOY	14
图 31: 丸美股份营收和 YOY.....	14
图 32: 御家汇季度营收和 YOY	14
图 33: 4 家化妆品公司毛利率	15
图 34: 4 家化妆品公司销售费用率	15
图 35: 4 家化妆品公司管理费用率	15
图 36: 4 家化妆品公司净利率	15
图 37: 4 家化妆品公司等权平均周转天数.....	16
图 38: 4 家化妆品公司经营净现金流 (百万元)	16
图 39: 3Q19 珠宝行业景气程度维持低位	17

图 40: 今年二季度以来金价持续上涨 (元/g)	17
图 41: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地)	17
图 42: 珠宝公司季度营业收入 YoY.....	18
图 43: 珠宝公司季度累计净利润 YoY.....	18
图 44: 珠宝公司毛利率	19
图 45: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率	19
图 46: 珠宝公司存货周转天数	20
图 47: 珠宝公司平均资产负债率.....	20
图 48: 珠宝公司平均计息负债率.....	20
图 49: 珠宝公司平均 ROE	20

一、商超：板块逐季复苏，行业整合重塑持续演化

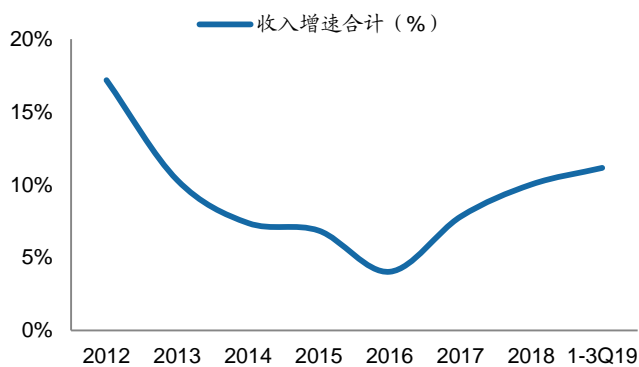
（一）商超行业持续复苏，龙头持续领跑行业

1-3Q19我们重点跟踪的9家商超公司整体收入同比增长11.2%（由于各商超上市公司的盈利能力差异较大，本文延用整体法对商超板块进行考量），行业自2017年起持续复苏。分季度看，1Q19、2Q19和3Q19商超行业收入增速分别为9.4%、11.2%和13%，其中3Q19环比加速与CPI提升拉动同店增长相关。

具有扩张性的龙头公司持续享有高于行业整体的增速水平，同时行业整合兼并持续涌现。3Q19永辉超市的收入增速为22.3%，区域龙头家家悦的收入增速20.1%，均高于行业增速，其余7家超市公司合计收入增速仅为2.0%。门店方面，三季度永辉超市新开34家，新开Mini店112家；家家悦新开门店13家，二者均保持快速扩张趋势。同时，商超行业仍处于整合兼并的浪潮中，6M19苏宁以现金48亿元收购家乐福中国80%股权，10M19物美收购麦德龙中国80%的股权（估值19亿欧元），零售行业是规模效应极强的行业，未来龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度将缓慢提升。

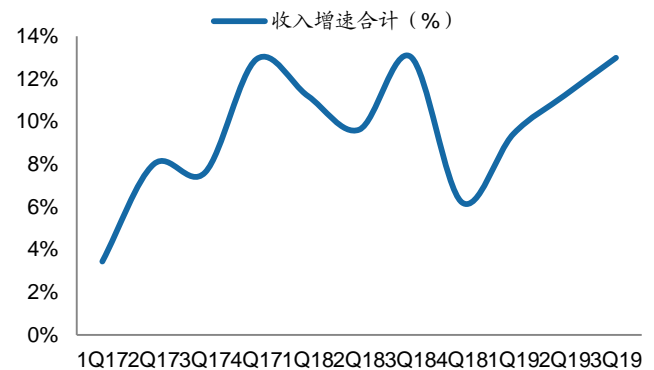
商超板块盈利水平持续优化。我们从公司归母净利润和经营性利润两个维度来考量商超板块的盈利水平，其中，1-3Q19商超板块归母净利润（体现整体盈利能力）同比增长1.87%；经营性利润（体现经营性盈利能力）同比增长69.94%。分季度看，1Q19、2Q19和3Q19商超行业的归母净利润增速分别为36%、-51%和2.4%；若剔除中百集团、新华都，则归母净利润增速分别为37%、35%和34%；1Q19、2Q19和3Q19的经营性利润增速分别为40%、109%和267%，主要系各公司均聚焦主业，并持续进行数字化提效，行业整体盈利能力向好。

图 1：超市行业的收入增速变化情况



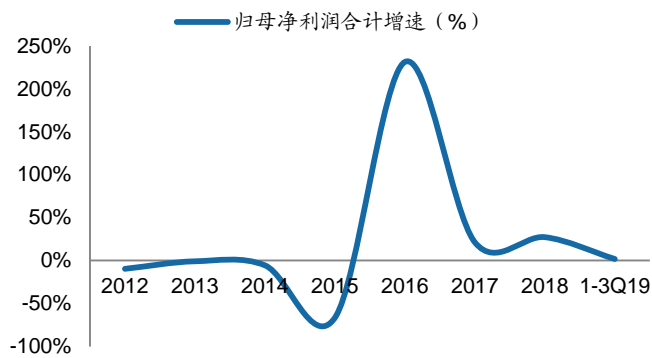
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：分季度超市行业的收入增速变化情况



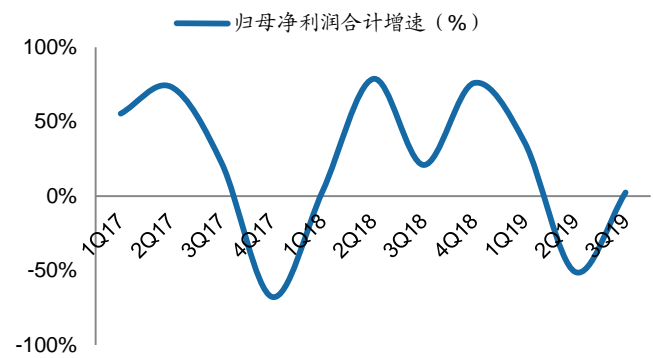
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 超市行业的归母净利润增速变化情况



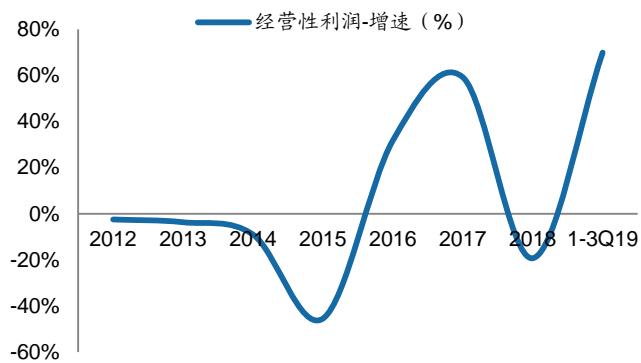
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 分季度超市行业归母净利润增速变化情况



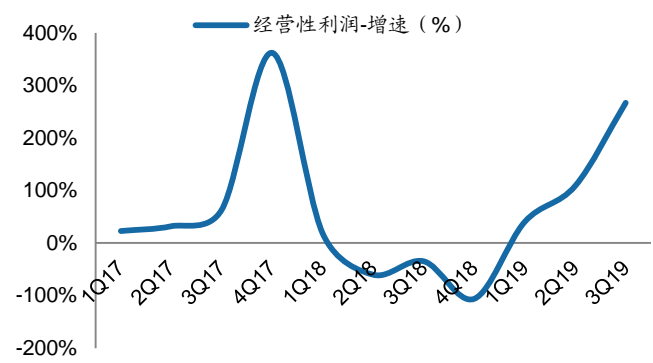
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 超市行业的经营性利润增速变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-研发费用-资产减值损失)

图 6: 分季度超市行业经营性利润增速变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-研发费用-资产减值损失)

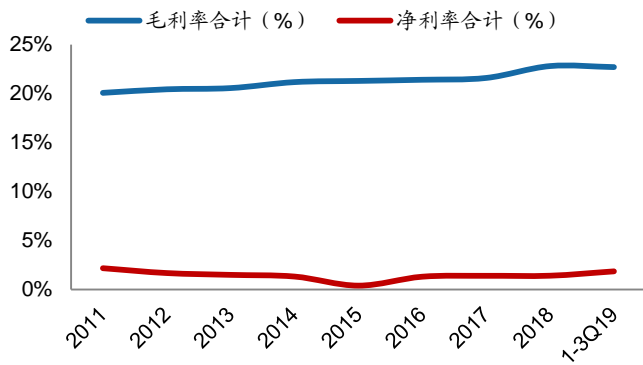
(二) 毛利率同比提升, 费用率有所下降, 整体盈利能力逐季优化

1-3Q19商超板块的整体综合毛利率为22.7%, 同比提升0.2pp, CPI提升对商超公司提振毛利率影响有限。分季度看, 1Q19、2Q19和3Q19的毛利率为23%、22.5%和22.5%, 季度间较为平稳, 分别同比提升0.4 pp、下降0.4 pp和提升0.5 pp。

从费用端看, 1-3Q19商超板块的销售管理费用率为19.83%, 同比下降0.61 pp, 其中永辉的销售管理费用率同比下降1.79 pp, 带动板块费用率下降。分季度看, 3Q19的销售管理费用率为20.6%, 同比下降0.4 pp; 其中3Q19的销售费用率为17.6%, 同比提升0.2pp, 主要系永辉3Q19销售费用率同比提升0.7pp所致; 3Q19的管理费用率为3.0%, 同比下降0.7pp。

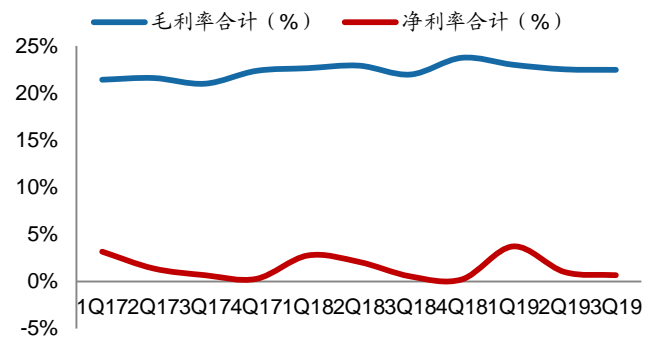
各公司盈利能力均有所改善。从净利率角度看, 1-3Q19商超板块的净利率为1.85%, 同比提升0.05 pp。从经营性利润率角度看, 1-3Q19商超板块的利润率为2.44%, 同比提升0.85 pp。分季度看, 3Q19的净利率分别为0.7%, 同比提升0.2 pp; 经营性利润率为1.6%, 同比提升1.1 pp, 整体盈利能力逐季改善, 主要系各商超公司均聚焦主业, 夯实终端运营能力, 盈利能力改善所致, 如3Q19永辉超市、家家悦的经营性利润率分别同比提升2.1pp和0.6pp。

图 7：超市行业的毛利率和净利率情况



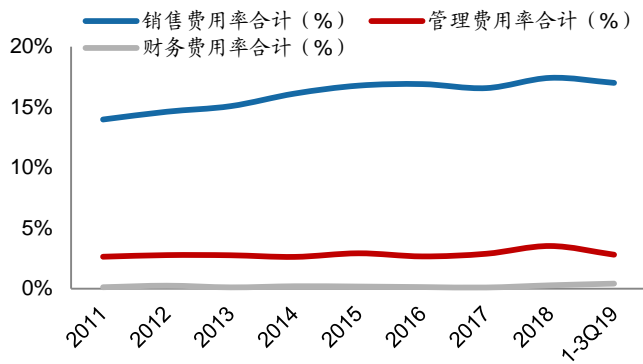
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：分季度超市行业的毛利率和净利率情况



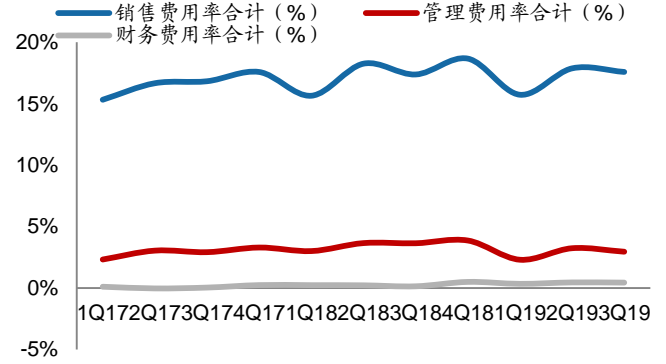
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：超市行业的三项费用率变化情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：分季度超市行业的三项费用率变化情况



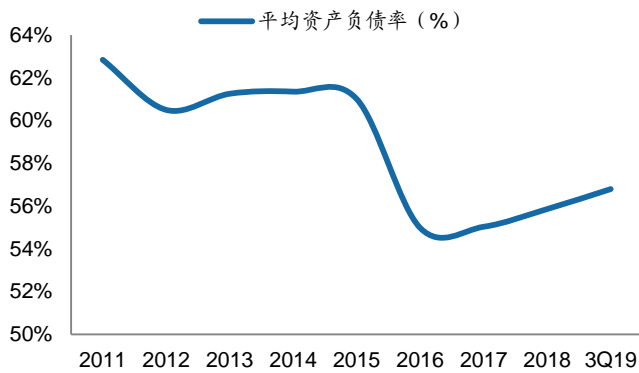
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）整体盈利质量有所下降，龙头公司的资产负债率仍将提升

1-3Q19商超板块整体经营性净现金流/营业收入为4.39%，同比下降0.52 pp；经营性净现金流/净利润为237%，同比下降36pp，整体盈利质量有所下降，主要系三季度永辉超市经营性净现金流大幅下降所致。分季度看，3Q19商超板块整体经营性净现金流/营业收入为3.5%，同比下降3.4pp；若剔除永辉超市，则3Q19商超板块的经营性净现金流/营业收入为5.8%，仅同比下降1.9pp。同时，1-3Q19经营性净现金流/固定资产投资为3.2倍，各板块仍可依靠自身输血支撑开店扩张。

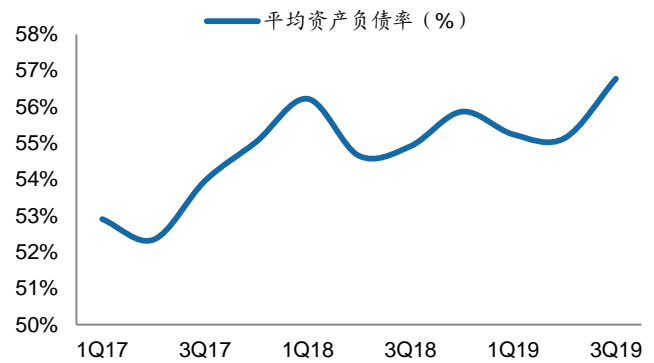
3Q19末商超板块的整体资产负债率为56.8%，同比提升1.9 pp，处于历史较高水平；其中货币资金/总资产为18.8%，同比下降1.9 pp。随着龙头公司加速扩张步伐，收购兼并持续涌现，预计未来龙头公司的资产负债率水平将会有所提升。

图 11: 超市行业的平均资产负债率变化情况



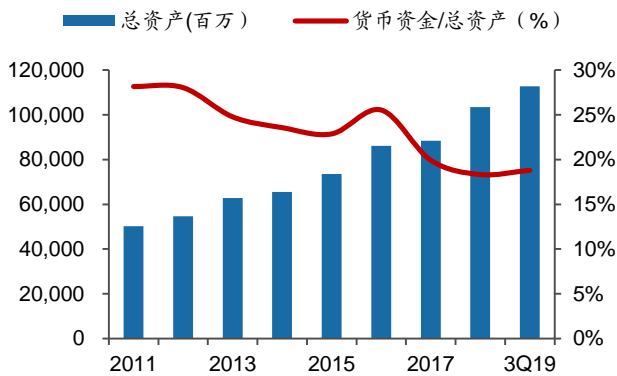
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 分季度超市行业的平均资产负债率变化情况



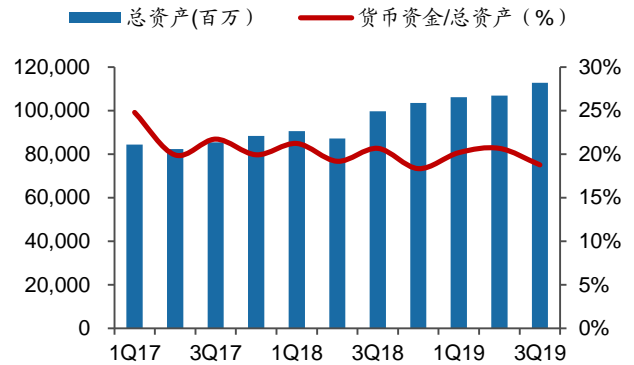
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 超市行业的总资产及货币资金情况



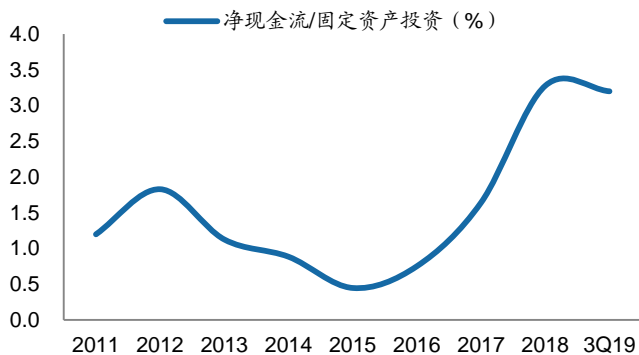
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 分季度超市行业的总资产及货币资金情况



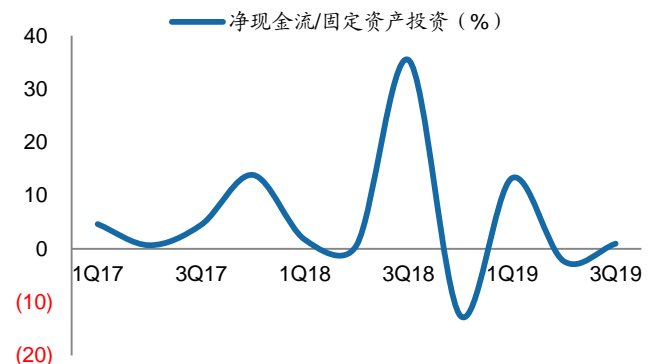
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 超市行业的整体净现金流覆盖投资支出



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 分季度超市行业的净现金流有季度波动



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

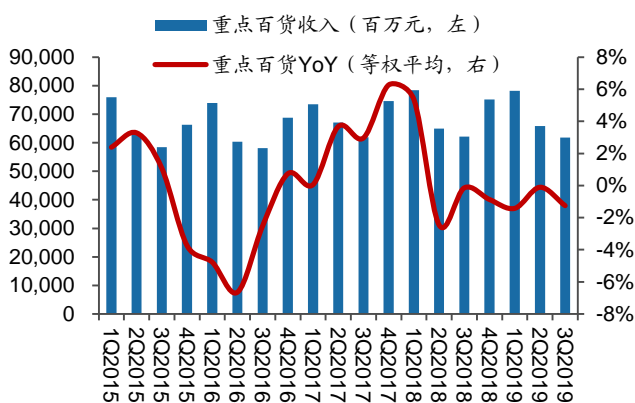
二、百货：宏观压力仍未减轻，关注估值修复机会

（一）业态结构调整+宏观压力，收入端仍有下滑

收入端增速自2Q18起大幅回落，3Q19略有下降。我们选取19家主流百货公司作为样本，3Q19合计收入等权平均下降1.25%（其中6家实现增长）；2Q18以来宏观经济压力加大，百货自身业态结构调整（联营、自营向租赁模式转变，收入记法变化使数值减小）整体消费疲软、叠加电商持续分流线下消费，百货整体收入处于持续小幅下滑状态。

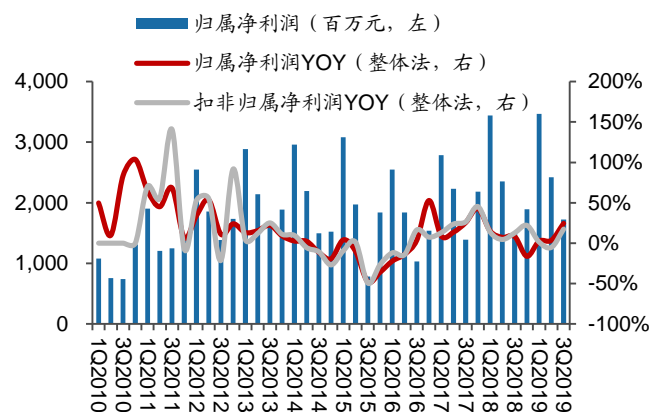
宏观消费景气度降低、化妆品等高端消费向线上转移带来百货同店压力。2019年7-9月，服装纺织限额以上同比增速分别为2.9%/5.2%/3.6%，化妆品分别增长9.4%/12.8%/13.4%，金银珠宝分别下降1.6%/7.0%/6.6%。百货/购物中心作为服装、化妆品、珠宝等可选消费的最重要销售渠道，业绩与可选消费增速的变动相关程度较高，以天虹股份为例，Q1-3百货/购物中心累计同店分别下滑5.64%/0.17%。

图17：19家百货等权平均收入整体下滑



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图18：重点百货利润端绝对金额持续向好



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

利润端增速回升。样本主流百货公司3Q19归属净利润增长24.6%，扣非归属净利润增长17.4%，增速对比去年同期有明显回升，2018年下半年起基数降低是重要原因。收入端与利润端改善节奏的不同步，主要来自体验类业态占比提升，租赁模式逐步替代联营扣点模式带来报表口径的差异。

（二）费用控制良好，ROE有所回升

盈利能力方面，样本百货公司毛利率同比持平，19家百货公司等权平均毛利率维持在22.3%。2014年以来，百货行业整体毛利率呈持续提升趋势，一方面反映出百货公司自身的业态变革，从联营模式更多地向高毛利的租赁模式转移；另一方面也反映出在线上商业的冲击下，线下门店调整自身品类结构，更专注于高端及体验性更强的高毛利商品销售，与线上形成错位竞争。

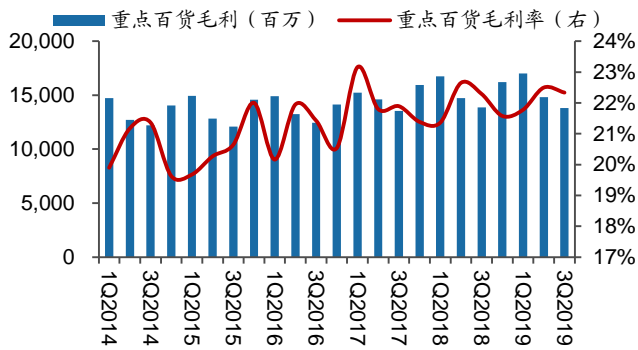
销售及管理费用率略有提升。销售费用率0.1pp至10.7%，管理费用率同比提升0.4pp至6.3%，整体波动仍在可控范围之内，主要来源于收入增长动力缺失抬高费

用率，考虑销售费用金额，3Q19同比3Q18几乎持平，管理费用同比略微增长1.7%。

3Q19百货行业平均归母净利率为2.79%，同比略微提升0.22pp，扣非归母净利率2.25%，亦同比提升0.22pp。

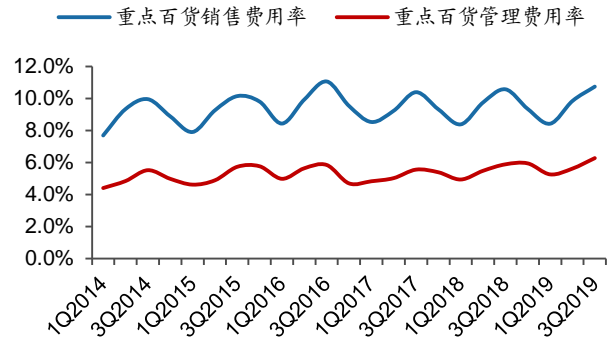
行业扣非ROE有所回升。3Q19摊薄扣非ROE为2.99%，同比提升1.7pp，恢复至正常波动范围。

图19: 重点百货毛利率情况



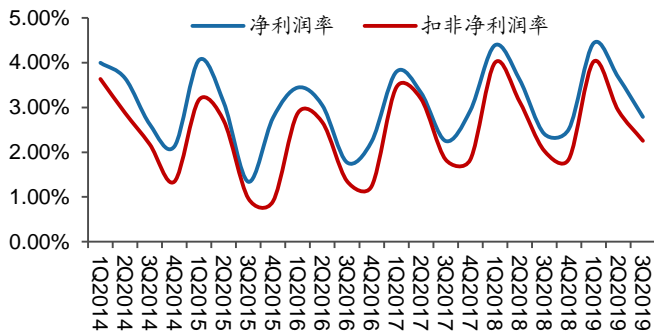
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图20: 销售及管理费用率基本保持平稳



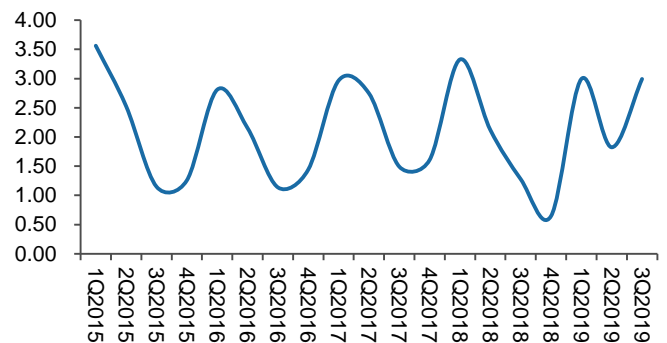
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图21: 百货净利率同比略有提升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图22: 百货等权平均ROE (%) 有所回升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

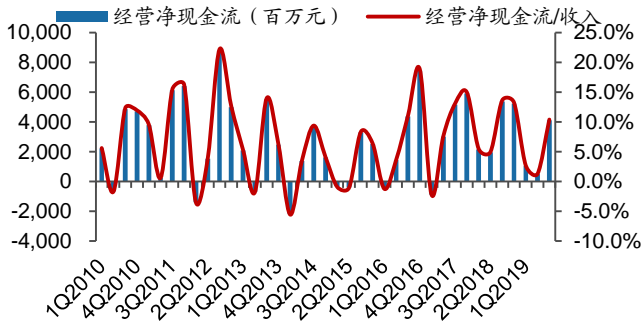
（三）周转、流动性、负债率健康

存货周转天数继续改善，应付账期延长，现金流健康。从营运能力上看，行业存货周转天数自16年达到顶峰后持续改善，3Q19同比下降2.8天至72.2天；尽管百货行业收入与利润端均受宏观景气度影响表现不佳，库存周转的改善代表着管理效率、营运能力的提升，为后续业绩改善的基础。3Q19年19家百货公司等权平均经营净现金流/收入为10.4%，同比微降3pp；货币资金/总资产维持在19.3%，流动性充足；资产负债率持续下降，3Q19为52.1%；计息负债率为14.9%，11年以来整体呈略上升趋势但维持于较低水平。

总体来看，3Q19百货整体业绩依然表现出较强的beta属性，在宏观消费景气度较低的情况下，同店未见明显改善，仍有待大环境（尤其是可选消费）的复苏。行业承压阶段，百货龙头积极修炼内功，加快业态调整转型：天虹股份继续自身数字

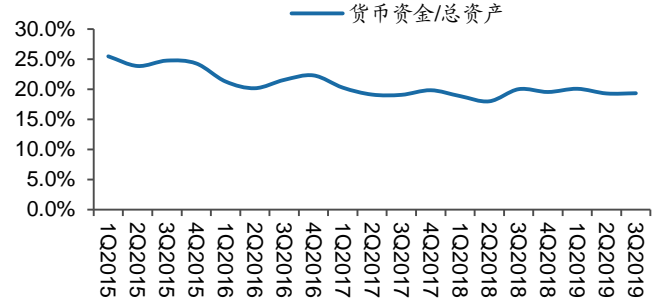
化变革、开业首家社区生活中心，王府井关闭调整经营不善的百货门店、奥莱业态不断布局，重庆百货国改落地后有望持续释放经营活力，将有望在后续行业回暖中获得更多市场份额。

图23: 经营性现金流略有下降



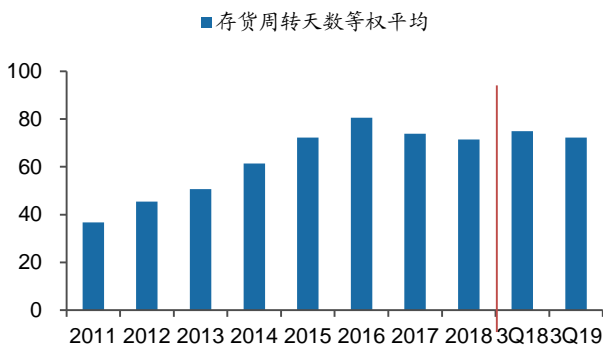
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图24: 百货公司货币资金/总资产占比稳定



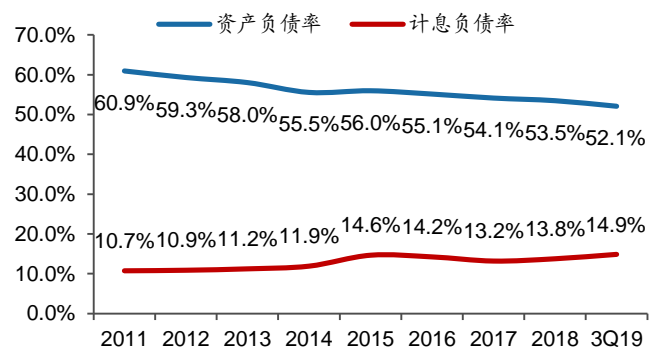
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图25: 百货公司存货周转能力有所改善



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图26: 百货公司计息资产负债率仍处于低位



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

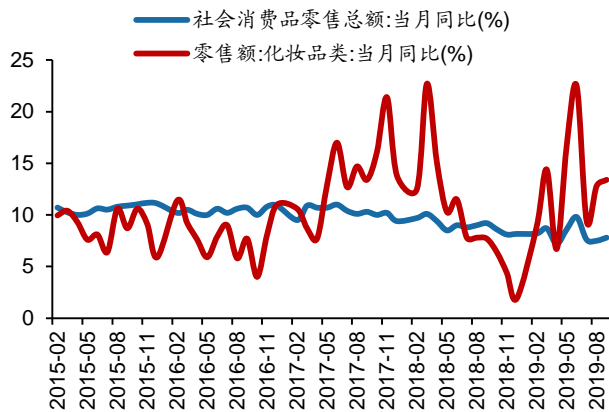
三、化妆品: 红利赛道, 格局分化

根据国家统计局数据, 19年三季度我国化妆品零售额同比增长11.87%, 其中8、9月增幅均达双位数。行业延续17年以来的景气度周期, 成为各项消费品中最为靓丽的品类之一。

从行业竞争格局来看, 外资品牌全线靓丽, 高端线尤甚。根据公司财报, 3Q19欧莱雅集团亚太区可比销售额增速达22.6%, 兰蔻、YSL、科颜氏、乔治阿玛尼等高端品牌延续强劲增长。从天猫双十一预售情况来看, 今年外资品牌参与数量更多, 活动力度更大, 雅诗兰黛“小棕瓶”、兰蔻“粉水”、欧莱雅“小黑瓶”、Olay“小白瓶”等明星单品吸引了主要火力, 外资品牌更加重视电商渠道, 实现品牌下沉和数字化转型。新锐品牌受益新群体、新渠道、新营销, 近几年快速崛起: 90后、95后、00后成为化妆品消费主力, 化妆品消费场景和传播媒介向电商、社交媒体转移, 流量红利在不断重构。新锐品牌最先做出反应, 抓住KOL、直播、口碑种草等新型营销红利, 以完美日记、花西子等为代表的国产新锐品牌呈现爆发式增长。

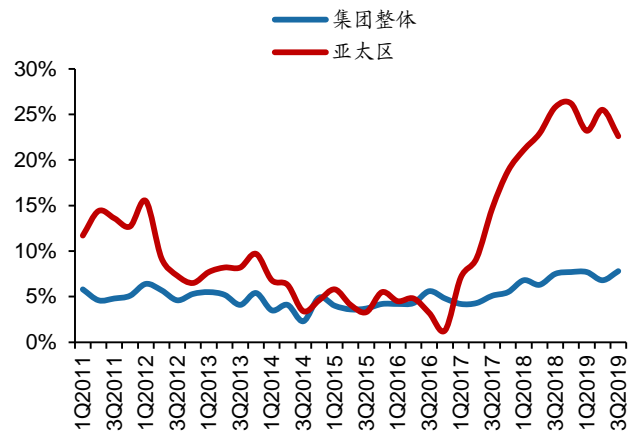
在外资品牌和新锐品牌的双重夹击之下，叠加线下渠道红利消退，传统国货整体压力增加。但国产品牌中仍不乏期待，珀莱雅重建电商团队、引领新营销，线上重启高速增长，今年成功打造泡泡面膜等爆款产品。上海家化今年重点投入佰草集，聚焦明星系列和明星单品，积极跟进新营销。丸美精准卡位眼部护理和抗衰老，眼霜领域优势地位巩固，未来电商发展、品类拓展仍有巨大空间。

图 27: 化妆品行业景气程度持续向上



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 欧莱雅集团整体和亚太地区可比收入增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们选取了上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇四家以化妆品为主营业务的A股上市公司，对其三季报情况进行总结分析。

(一) 三季度上市公司收入端表现呈现分化

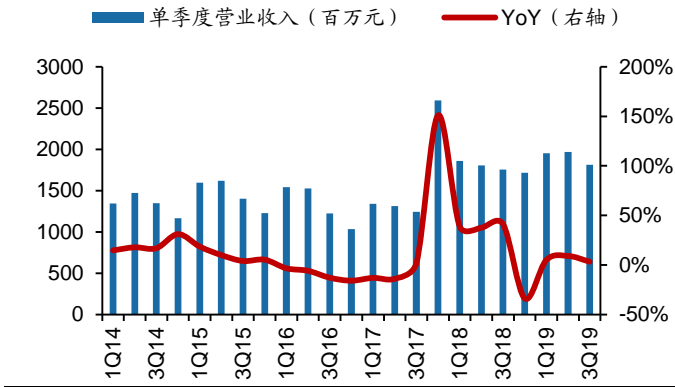
上海家化: 佰草集蓄力明星单品, 六神有待调整, 三季度收入增长放缓。 3Q19实现营业收入18.13亿元, 同比增长3.3%; 实现扣非净利润1.19亿元, 同比降低11.3%。**分品牌看**, 佰草集基本持平, 蓄力明星单品太极日月精华、主动调整导致增速环比回落; 六神低个位数增长, 系气温偏低、竞争加剧所致。高夫略有下滑, 美加净基本持平, 汤美星个位数增长, 新品牌玉泽、家安、启初等增速达30%以上。**分渠道看**, 今年更换代运营公司, 电商边际改善明显, 前三季度电商GMV增长27%, 收入增长近20%; 商超、母婴、CS渠道低个位数增长, 百货渠道有所下滑, 特殊渠受益低基数增速达60%以上。

珀莱雅: 成功打造爆款产品, 带动收入增速大幅提升。 3Q19单季度实现营业收入7.52亿元, 同比增长45.2%; 实现归母净利润6663万元, 同比增长26.1%。3Q19收入增速大幅提升, 得益于成功打造爆款泡泡面膜, 我们依据阿里巴巴数据, 估测三季度贡献收入约2亿元。**分渠道看**, 前三季度线上收入累计增长60%以上, 线下个位数增长; 爆款带动3Q19电商增速提升明显。

丸美股份: 收入增速环比改善, 净利润大幅提升。 3Q19单季度实现营收3.97亿元, 同比增长21.3%; 实现归母净利润1.03亿元, 同比大幅增长150.61%。**分品牌看**, 主品牌丸美仍是增长主要驱动力。**分渠道看**, 前三季度电商增速约20%, 三季度改善明显; 百货和美容院渠道实现20%以上增长, 受益高端系列拉动; CS渠道10%左右增长。

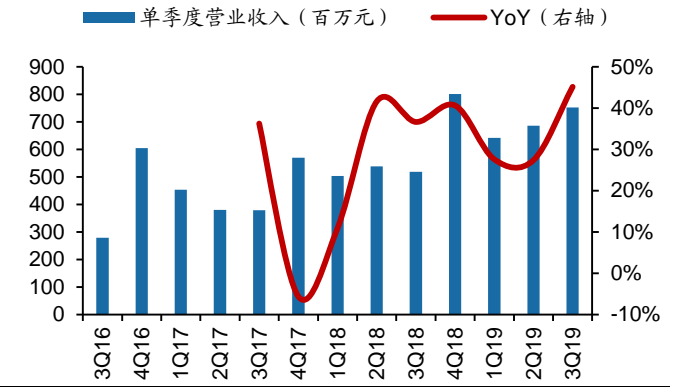
御家汇：过度依赖面膜品类，竞争加剧导致业绩下滑。3Q19实现营收6.04亿元（YoY-3.48%），实现归母净利润200万元（YoY-96.57%）。公司品类以面膜为主，但该品类品牌忠诚度较低、其他品牌又多以面膜作为引流品，导致竞争加剧，线上流量争夺尤其激烈。公司收入增长停滞，毛利率下滑的同时销售费用率上升，业绩大幅下滑。

图 29：上海家化季度营收和 YOY



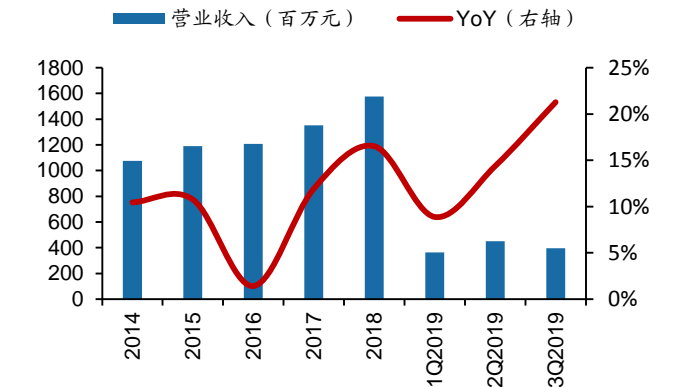
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：珀莱雅季度营收和 YOY



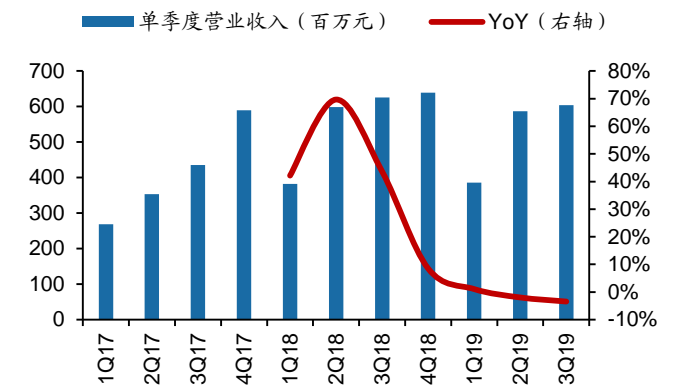
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 31：丸美股份营收和 YOY



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：御家汇季度营收和 YOY



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）爆款产品、营销投入等因素导致盈利能力季度波动较大

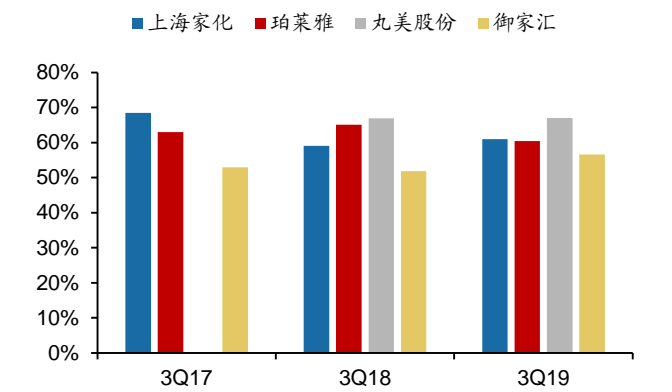
2019年三季度行业毛利率等权平均为61.2%，同比上升0.5pp。其中珀莱雅毛利率降低4.6pp，主要由于爆款泡泡面膜毛利率较低以及公司新增的跨境购代理业务毛利率较低。上海家化毛利率上升1.9pp，主要由于原材料价格下跌和品类结构变化。丸美股份毛利率相对稳定（+0.07pp）。御家汇毛利率同比提升4.7pp。化妆品公司毛利率的变化一方面受品牌、品类结构影响（如成熟品牌毛利率较高，护肤品高于洗护用品，眼霜高于面霜又高于面膜），一方面受渠道结构影响（如自营毛利率较高），同时体现出公司上游议价能力和终端销售竞争能力。

销售费用率方面，丸美股份、御家汇季度波动较大，上海家化佰草集营销投入在费用端开始显现。三季度4家化妆品公司平均销售费用率为39.9%，同比下降0.8pp。其中丸美股份大幅下降13.8pp，主要由于去年同期基数过高；珀莱雅小幅下降1.8pp；上海家化上升1.5pp，主要系明星单品营销投入增加所致；御家汇上升11.1pp。4家

化妆品公司平均管理费用率为7.7%，珀莱雅同比下降0.5pp外，丸美股份、上海家化和御家汇同比上升1.5pp、0.6pp和0.3pp。

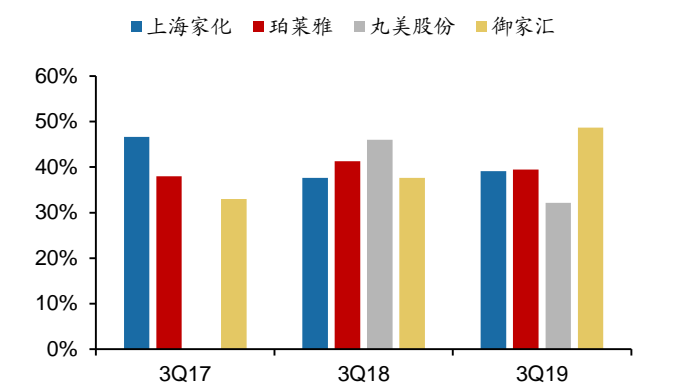
净利率方面，丸美股份得益于产品（眼部护理毛利率较高）和品牌定位（中高端定位），净利率显著高于可比公司，同时3Q19销售费用率大幅下降带动公司净利率上升14.06pp至25.8%。御家汇则由于销售费用率大幅上升，净利率大幅下滑6.9pp，3Q19净利率仅为0.21%。上海家化和珀莱雅净利率相对较为平稳。

图 33: 4家化妆品公司毛利率



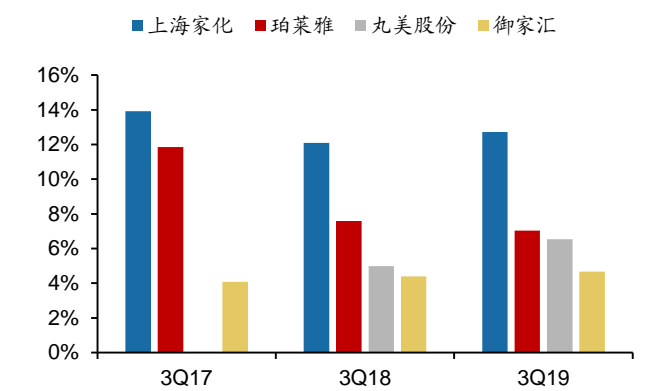
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 34: 4家化妆品公司销售费用率



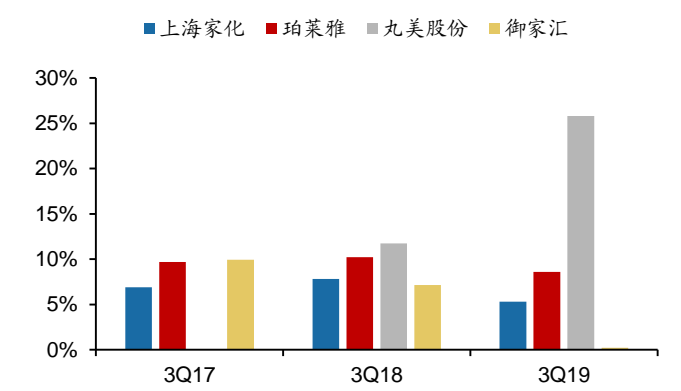
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 35: 4家化妆品公司管理费用率



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 36: 4家化妆品公司净利率



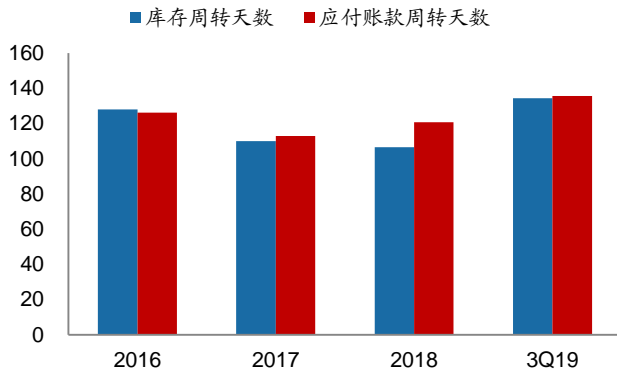
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

(三) 营运能力和盈利质量

存货周转天数来看，御家汇库存周转天数上升49.5天，周转能力明显下降，与销售不佳的表现相符。其他三家公司库存周转保持健康，上海家化和珀莱雅分别同比下降7.7天和11.9天。应收账款周转天数来看，上海家化、御家汇和珀莱雅分别上升1.9、2.4和5.0天。丸美股份存货周转天数环比增加15.16天至105.25天。应收账款周转天数环比下降0.2天至0.5天；净营业周期为-82天，反应公司上下游议价能力强大。

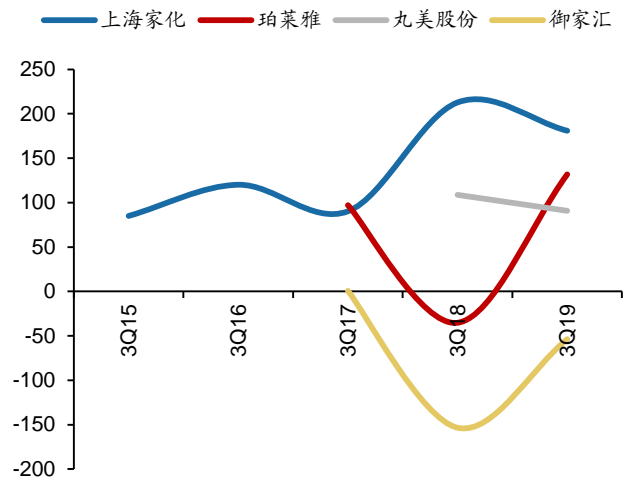
现金流方面，珀莱雅3Q19实现经营性现金流1.32亿元，今年以来首次转正。丸美股份和上海家化经营性现金流与净利润基本匹配，盈利质量良好。御家汇3Q19经营性现金流为-5400万元，主要由于线下业务增长导致的应收账款增加。

图 37: 4家化妆品公司等权平均周转天数



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 38: 4家化妆品公司经营净现金流 (百万元)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

(四) 化妆品是红利赛道, 不同公司关注点有所差异

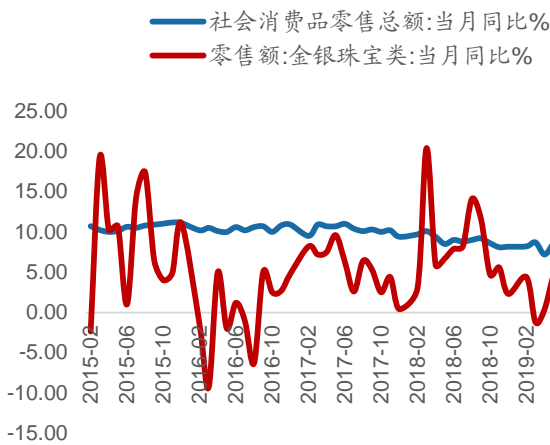
化妆品行业是红利赛道, 一方面, 随着居民可支配收入的提升, 化妆品成为消费升级的首选品类, 体现为越用也多、越用越好, 且升级是不可逆的过程。另一方面, 抖音、小红书、直播等新媒体的流行行为化妆品增添了社交属性和公众效应, 电商的繁荣则打破了购买的地域限制。我们看好化妆品行业的长期发展。

当其他品类面临增长放缓的压力, 化妆品仍是成长确定性较高的行业, 市场情绪高涨。但行业资本化率较低, A股上市公司仅有4家。每家公司各有特色, 核心关注点也有所不同。上海家化已经拥有完善的品牌矩阵, 增长和估值较为稳定, 我们关注其边际改善迹象, 今年和明年重点关注佰草集的明星系列策略是否能成功。珀莱雅具有较为充分的高成长预期, 我们关注其成长的可持续性, 比如是否能通过不断推出爆品带动线上增速, 以及多品牌、品类布局的进展。丸美定位中高端, 在眼部护理领域具有优势地位, 未来的关注点在于面临国际大牌竞争眼部护理领域优势是否能够保持, 以及电商运营策略变化和品类拓展情况。

四、黄金珠宝: 景气度维持低位, 龙头公司逆势扩张

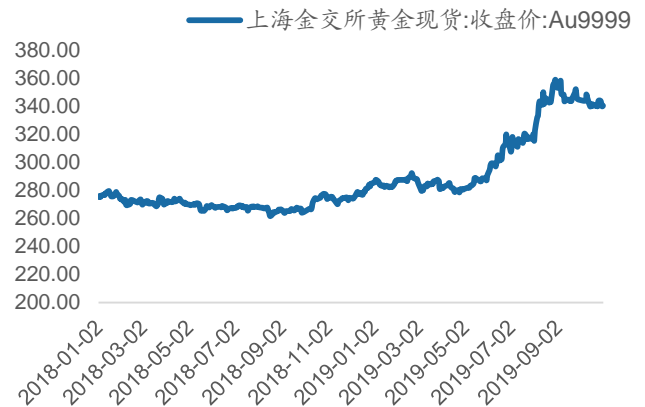
2019年三季度珠宝行业景气程度维持低位。黄金珠宝的可选消费属性使其与经济周期呈现较高的相关性, 这在2019年三季度进一步得到验证; 叠加三季度金价高位上涨, 对终端消费产生一定抑制作用。**从社零数据来看,**2019年7到9月金银珠宝零售额累计同比下降5.07%, 增速同比下滑16.37pp。**从港股公司同店数据来看,**3Q19周大福内地同店下滑7%, 其中黄金下滑15%, 珠宝镶嵌持平; 六福内地同店下滑25%, 其中黄金下滑28%, 珠宝首饰下滑18%。**从中国黄金协会数据来看,**3Q19黄金消费量为244.77吨, 同比下滑20.65%, 其中黄金首饰同比下降12.05%, 金条/金币同比下滑42.47%/42.86%。

图 39: 3Q19珠宝行业景气程度维持低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

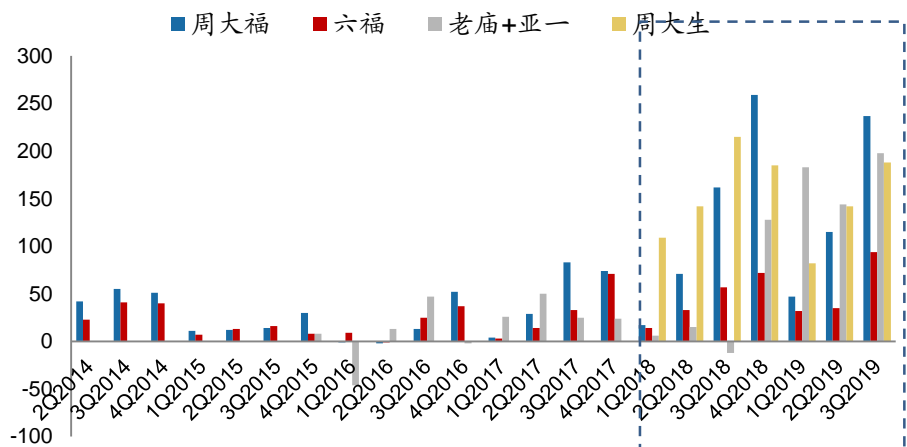
图 40: 今年二季度以来金价持续上涨 (元/g)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

尽管低迷持续,但珠宝行业并非毫无亮点可循。首先,品类结构更新迭代加快,这在黄金产品中表现更明显。终端疲软背景下,品牌公司和加盟商推动品类结构从传统克重黄金向新工艺黄金转型,3D硬金、古法金、5G黄金等精品黄金层出不穷。新工艺黄金在美观度、时尚度、精致度上优于传统黄金,且盈利能力大大高于传统黄金。这使得虽然终端珠宝销量增速缓慢,加盟商的盈利能力却有所提升。其次,龙头公司延续逆势扩张。根据公司财报,3Q19周大福与六福中国内地分别净增加237个、94个零售点,周大福推出“新城镇计划”,港资品牌继续向三四线城市下沉。周大生保持高速展店,3Q19门店净增加188家至3787家,在国内珠宝公司中门店跃居首位。老凤祥3Q19门店净增加133家至3722家,豫园股份(老庙+亚一)3Q19门店数量净增加198家至2615家。行业疲软态势下,小品牌更快出清,趋势指向行业集中度加速提升。

图 41: 龙头企业门店季度净增加数量(内地)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (周大生季度门店净增加数自1Q18开始披露)

我们选取了老凤祥、周大生、豫园股份(珠宝业务)、莱绅通灵、明牌珠宝、萃华珠宝等7家公司作为样本,并对老凤祥、周大生等龙头公司进行重点分析。可以

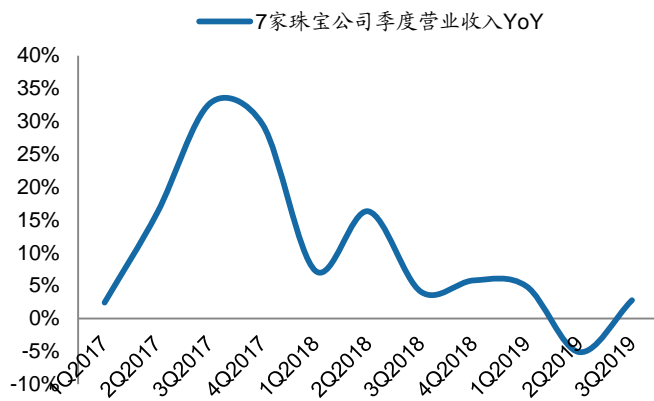
发现，无论是成长性还是报表质量，龙头公司均显著优于同行。

（一）品类结构、商业模式差异导致龙头公司收入增长分化

珠宝公司收入端验证行业疲软态势，3Q19增速维持低位：根据公司年报，2019年三季度7家公司平均营收增速为2.77%，增速同比降低1.27pp，环比上升7.90pp。

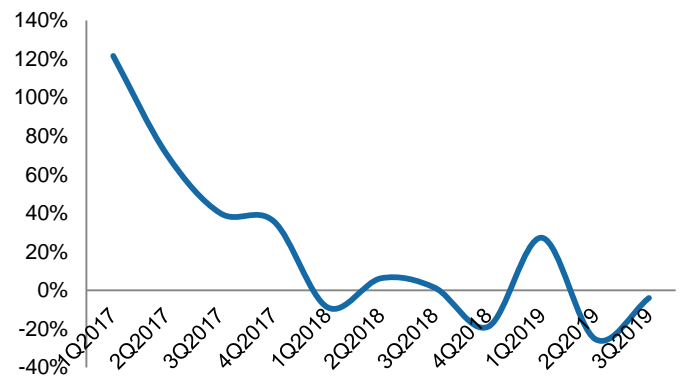
龙头公司收入增长分化主要由于品类结构、商业模式差异。三季度金价延续二季度上涨趋势，黄金为主、批发模式的公司更加受益。老凤祥3Q19收入增长24.59%，呈现环比加速态势，主要受益于金价上涨对价格端的带动，叠加金价上涨趋势下加盟商积极备货。豫园股份珠宝业务3Q19收入增长15.48%，同样受益于金价上涨。**收入构成以镶嵌为主的公司则表现较弱**，周大生3Q19收入增长0.22%，较上半年增速明显放缓。周大生与老凤祥的分化原因在于：1）周大生收入构成以钻石镶嵌为主，而钻石镶嵌表现整体弱于黄金；2）周大生黄金加盟模式下仅收取固定的品牌使用费，与黄金销量直接挂钩，享受不到金价上涨红利。同样以镶嵌为主的莱绅通灵表现亦不佳，3Q19收入下滑18.37%。

图 42：珠宝公司季度营业收入YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 43：珠宝公司季度累计净利润YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

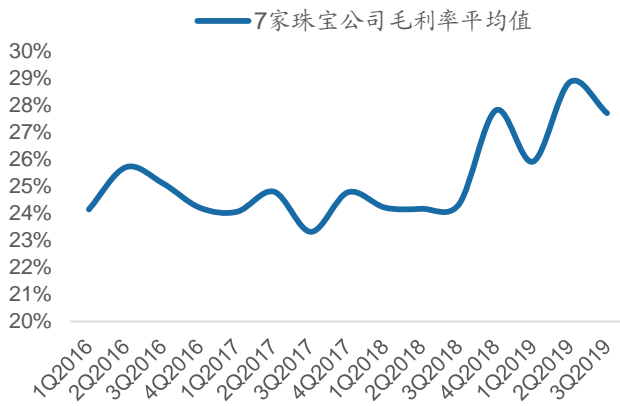
（二）受益金价上涨和品类结构优化，毛利率延续上涨趋势

受益金价上涨和品类结构优化，3Q19毛利率显著提升。2019年三季度7家珠宝公司毛利率同比提升3.36pp至27.7%，主要得益于：1）金价上涨区间销售商品金价高于采购金价，对于毛利率有提振作用；2）珠宝公司推动克重黄金向高毛利率的5G黄金、古法金、3D硬金等精品黄金转型，提升盈利能力。

2019年三季度7家珠宝公司平均销售+管理费用率同比提升0.95pp至16.38%，其中莱绅通灵同比大幅提升6.23pp（收入下滑而费用端未缩减），其他公司期间费用率均较为平稳。国内珠宝公司多数以加盟模式为主，销售管理费用主要是总部层面的投入，以员工薪酬为主，广宣费其次（大部分营销推广费由经销商在各自区域内自行投入），因此经营杠杆显著。另外，多家公司采取激励机制，如周大生的限制性股票激励及员工持股计划、老凤祥试行职业经理人制度，在一定程度上增加管理费用，但有利于经营红利的释放。

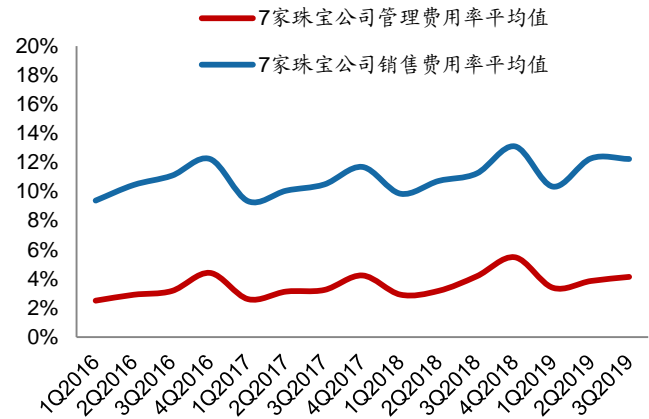
剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2019年三季度6家珠宝公司平均净利率同比提升0.66pp至7.45%。龙头公司盈利能力保持良好，周大生净利率同比提升0.7pp，老凤祥净利率同比提升0.04pp。莱绅通灵则由于费用率增加净利率同比下滑4.83pp。

图 44: 珠宝公司毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 45: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率



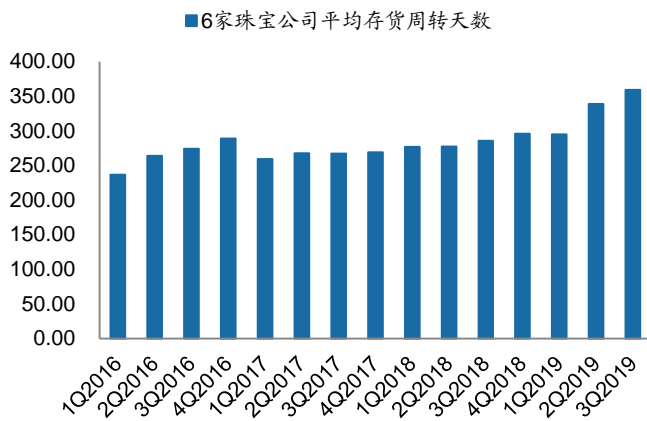
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）营运能力和资产结构

剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2019年三季报6家珠宝公司平均存货周转天数同比提升74天至359天，主要受莱绅通灵经营恶化拖累（同比大幅提升301天至976天）。周大生受钻石动销放缓拖累，三季报存货周转天数同比增加39天至298天；老凤祥存货周转天数同比增加4.1天至59.7天。经营性现金流来看，老凤祥3Q19实现经营性现金流-34.83亿元，主要由于黄金采购增加，应收账款增加所致；周大生3Q19单季经营性现金流入3.4亿，盈利质量良好。

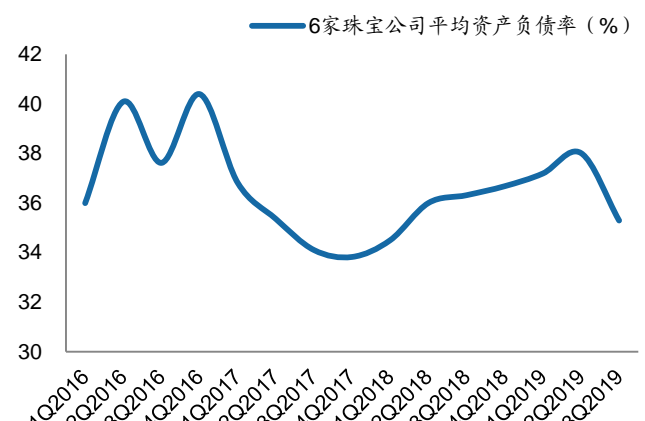
从资产负债状况来看，6家珠宝公司2019年三季度平均资产负债率为35.3%，同比下降1.0个百分点；平均计息负债率为22.01%，同比下降1.04%。6家珠宝公司三季报平均ROE（平均）同比下降0.45pp至8.66%，周大生和老凤祥ROE（平均）分别为17.37%和17.98%，同比分别上升0.62pp和1.04pp。

图 46: 珠宝公司存货周转天数



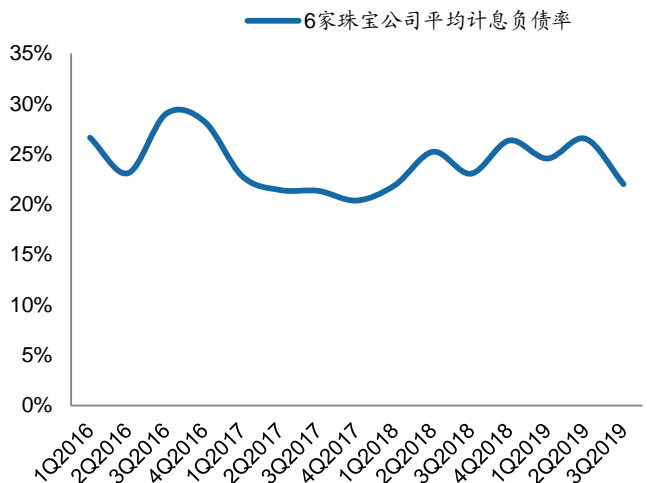
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 47: 珠宝公司平均资产负债率



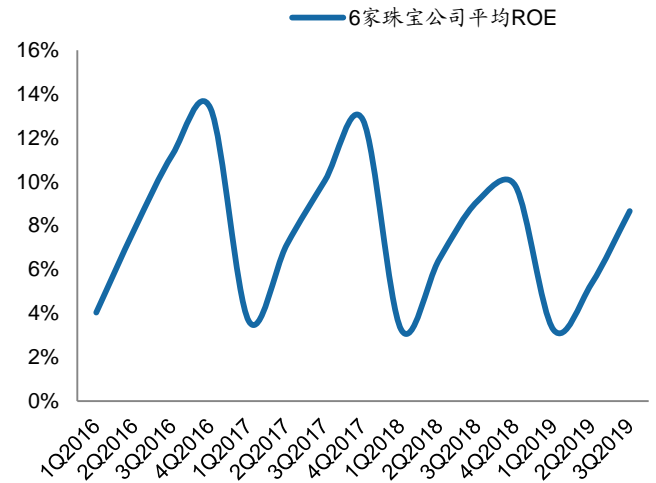
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 48: 珠宝公司平均计息负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 49: 珠宝公司平均ROE



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(四) 行业趋势有待观察, 关注龙头公司结构性机会

珠宝行业景气程度与经济周期高度相关, 我们对于未来珠宝行业趋势的判断仍主要基于宏观经济形势, 我们认为行业景气度拐点与经济周期拐点相匹配。宏观经济走向不明朗, 行业景气度趋势不确定情况下, 行业竞争格局则愈加清晰, 龙头公司享受品牌集中度提升红利, 快速展店态势依然强劲。同时, 龙头公司品牌和产品差异化凸显, 运营和管理日益精细化, 行业正逐步从β驱动转向α驱动。建议投资者更多把握龙头公司的α机会, 重点关注周大生、老凤祥。

风险提示

经济复苏的节奏低于预期;

人工租金成本持续上涨,带来运营成本提升的压力;

互联网巨头持续加码线下,行业竞争不断加剧。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。