

商业贸易行业

海外巡礼之麦德龙——聚焦 B 端客户的德国批发巨头

分析师： 洪涛

分析师： 高峰



SAC 执证号: S0260514050005



SAC 执证号: S0260518050003



021-60750633



021-60750604



hongtao@gf.com.cn



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。

核心观点：

● 海外巡礼之麦德龙：聚焦 B 端客户的德国批发巨头

麦德龙集团于 1964 年在德国成立，并于 2017 年拆分为两家独立上市公司：CECONOMY 和麦德龙，其中麦德龙专注于食品批发和服务领域。公司官网显示，麦德龙在全球共拥有 1048 家门店，经营面积 715 万平方米，服务约 2400 万专业用户，FY2018 实现营收 365 亿欧元，同比下降 1.6%，其中批发及配套服务实现收入 295 亿欧元，占总收入的 80.7%。

总结麦德龙崛起因素有三点：1) 公司批发业务聚焦商业客户，采取现购自运模式，配合店仓一体的布局，增加商品展示功能，货架间距大进而提高选采效率，优化消费者体验。2) 丰富的 SKU 叠加高自有品牌占比，满足多层次客户一站式购齐需求。3) 以现购自运为主要模式将业务覆盖欧亚大陆，且西欧和东欧（除俄罗斯）的店效优于德国整体。

2019 年 10 月，公司出售麦德龙中国的 80% 股权给物美集团，并继续持有余下的 20% 股权，我们认为此次麦德龙中国的股权转让并非经营不善下的仓惶出售，而是在中国市场新零售不断推进和线上线下融合加速背景下的寻求合作。国内商超行业正处于整合兼并的浪潮中，未来龙头公司凭借优秀的前后端运营能力，将持续提升市场份额。

● 月度观点：经济低迷期的口红效应持续释放

三季度报陆续披露，传统零售龙头公司面临较大的经营压力，百货、超市、家电等各个业态龙头均表现收入或盈利端的不达预期，而电商产业链仍然是成长速度最快的红利赛道，也是孵化成长股的优质土壤，无论是电商平台、电商品牌还是产业链服务公司（导购、代运营等）都表现出不同程度的超预期。从品类来看，美妆的高景气延续，尤其是高端进口品牌的爆发增长，似乎进一步印证了经济低迷期的口红效应。我们有两个对行业的判断：1) 经济压力可能比预期更大，口红效应、必需消费品以及性价比消费仍将占主导；2) 电商对于线下的分流和渗透仍在加强。

11 月投资策略继续围绕估值切换展开，优选经济低迷阶段具备穿越周期能力的品类和产品，尤其是能够借助电商渠道持续抢夺存量份额的公司。

推荐组合：南极电商、周大生、珀莱雅、永辉超市、红旗连锁。

● 风险提示

宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下。

相关研究：

全球观察之雅诗兰黛:中国内地增长加速，美国彩妆市场疲软	2019-11-08
全球观察之欧莱雅:3Q19 增长加速，收购娇韵诗旗下香水品牌	2019-11-05
商业贸易行业:3Q19 季报总结：口红效应下的分化态势	2019-11-03

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

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	11.05	2019/10/17	买入	14.3	0.51	0.67	21.67	16.49	19.92	15.26	25.10	24.90
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.77	2019/10/31	买入	14.06	2.13	0.39	5.06	27.62	19.78	12.55	19.80	3.80
永辉超市	601933.SH	CNY	8.04	2019/10/30	增持	10.58	0.24	0.31	33.50	25.94	26.46	18.02	10.90	12.10
家家悦	603708.SH	CNY	25.64	2019/10/30	增持	28.78	0.82	0.98	31.27	26.16	16.85	14.23	14.90	15.10
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.34	2019/10/24	买入	12.8	0.75	0.80	13.79	12.93	6.23	5.95	14.20	13.90
王府井	600859.SH	CNY	13.01	2019/10/31	买入	18.5	1.42	1.48	9.16	8.79	2.04	1.89	10.90	10.70
重庆百货	600729.SH	CNY	28.48	2019/10/20	买入	39.8	2.38	2.74	11.97	10.39	6.00	5.42	14.50	15.60
周大生	002867.SZ	CNY	17.52	2019/10/30	买入	26.8	1.34	1.62	13.07	10.81	9.81	7.82	20.10	19.60
老凤祥	600612.SH	CNY	49.40	2019/10/27	买入	63.0	2.72	3.15	18.16	15.68	9.14	7.83	18.60	17.80
上海家化	600315.SH	CNY	32.24	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	34.30	29.31	29.13	22.87	11.10	11.50
珀莱雅	603605.SH	CNY	90.81	2019/10/30	买入	101.2	1.92	2.53	47.30	35.89	35.10	26.68	18.80	19.50
丸美股份	603983.SH	CNY	69.97	2019/10/30	增持	72.2	1.30	1.51	53.82	46.34	49.30	41.63	19.00	18.10
爱婴室	603214.SH	CNY	45.05	2019/10/22	买入	55.8	1.52	1.86	29.64	24.22	16.95	14.43	15.40	16.30
红旗连锁	002697.SZ	CNY	8.14	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	23.94	19.85	19.28	17.53	13.30	13.70
阿里巴巴	BABA.N	USD	187.16	2019/11/04	买入	225	6.53	8.15	28.66	22.96	24.15	18.61	13.50	13.80
京东	JD.O	USD	33.23	2019/10/23	买入	37.7	0.84	1.18	39.56	28.16	33.40	21.82	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、麦德龙：聚焦 B 端客户的德国批发巨头	6
（一）会员制和仓储式现购自运模式，造就批发行业龙头	8
（二）丰富的 SKU 叠加高自有品牌占比，满足客户一站式购齐需求	11
（三）历时半世纪，业务覆盖欧亚大陆	12
（四）麦德龙中国：本土化下的突围尝试	14
（五）取精用宏，内外资商超的兼收并蓄	17
二、月度投资策略：经济低迷期的口红效应持续释放	19
三、月度行业数据	22
四、月度聚焦	24
（一）3Q19 季报总结：口红效应下的分化态势	24
（二）南极电商 3Q19：收入利润如期增长，南极生态体系茁壮成长	25
（三）周大生 3Q19：业绩低于预期，高基数+经济疲软是主要原因	26
风险提示	26

图表索引

图 1: 麦德龙集团结构	6
图 2: 麦德龙集团发展历程	6
图 3: 麦德龙公司营收整体保持相对平稳	7
图 4: 由于收购和剥离业务, 公司净利润波动较大	7
图 5: 麦德龙批发业务收入及增速	7
图 6: 麦德龙批发业务营业利润及增速	7
图 7: 麦德龙全球的网点数量及增长情况	7
图 8: 麦德龙全球的整体营业面积情况	7
图 9: 卖场采用仓店一体式布局, 高重型货架需要叉车作业	8
图 10: 麦德龙批发业务客户构成占比稳定 (FY2018)	9
图 11: 麦德龙 B 端核心客群销售额可比增速 (%)	9
图 12: FY2018 各公司店均员工及店均面积	9
图 13: FY2018 仓店一体可显著提升门店效率	9
图 14: 麦德龙、Costco、Walmart 的毛利率对比	10
图 15: 麦德龙 SG&A 费用率自 2016 年起亦有所下降	10
图 16: 麦德龙的批发业务盈利能力优于零售业务	10
图 17: 麦德龙、Costco、Walmart 的净利率情况	10
图 18: 各类卖场的单支 SKU 销售额 (百万欧元)	11
图 19: FY2018 麦德龙库存周转率回升	11
图 20: 麦德龙的海外扩展节奏及进驻时间	12
图 21: FY2018 麦德龙各地区门店及营收占比情况	13
图 22: 麦德龙各地区的店效情况 (万欧元/店/年)	13
图 23: 麦德龙的海外门店分布情况 (FY2018)	13
图 24: FY2018 麦德龙分地区门店数及占比	14
图 25: 麦德龙中国门店布局	14
图 26: 我国各外资卖场品牌的销售规模对比	15
图 27: 我国各外资卖场品牌的门店数对比	15
图 28: 我国各外资卖场品牌的店效对比情况 (亿元/店/年)	15
图 29: 麦德龙中国配送业务的收入可比增速持续提升 (%)	16
图 30: 供应商通过率保持稳定增长	17
图 31: 餐饮业客户在销售额中贡献较高	17
图 32: 亚太地区网络零售额占零售总额比例最高	18
图 33: 2015 年中国千人汽车保有量低于欧洲、北美	18
图 34: 10M19 各板块月涨幅 (%)	20
图 35: 10M19 按主题子板块涨幅	20
图 36: 10M19 按市值子板块涨幅	20
图 37: 10M19 主要电商公司月涨幅	20
图 38: 申万行业估值横向对比 (2019 年 11 月 8 日)	21
图 39: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法, 2019 年 11 月 8 日)	21

图 40: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速	22
图 41: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比	22
图 42: 社零分地区: 城镇与农村同比增速	23
图 43: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速	23
图 44: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比	23
图 45: 实物电商社零与累计同比情况	24
图 46: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况	24

表 1: 麦德龙三大业务板块解构, 随着 Real 零售业务寻求出售, 麦德龙的批发业务占比将提升至 100%	8
表 2: 中国麦德龙的 6 大自有品牌	12
表 3: 龙头公司加速对外扩张, 行业整合兼并持续涌现	18
表 4: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)	24

一、麦德龙：聚焦 B 端客户的德国批发巨头

麦德龙集团 (METRO GROUP) 于1964年在德国成立，总部位于德国德塞尔多夫，主营消费电子及食品批发零售业务，集团在2017年拆分为2家独立上市公司：CECONOMY (欧洲消费电子龙头) 和麦德龙 (METRO B4B GR, 法兰克福证券交易所上市公司，专注于食品批发和服务领域)。

麦德龙聚焦B端客户，为餐饮酒店和独立小型零售商等提供食品与非食品类商品，客户可前往实体店采购，或在线订购并选择自提或配送服务。公司官网显示，麦德龙在全球共拥有1048家门店，经营面积约715万平米，服务2400万专业客户，员工人数达15.2万名。根据德勤发布的2019年度全球零售商力量报告，麦德龙的整体实力排名第26位。

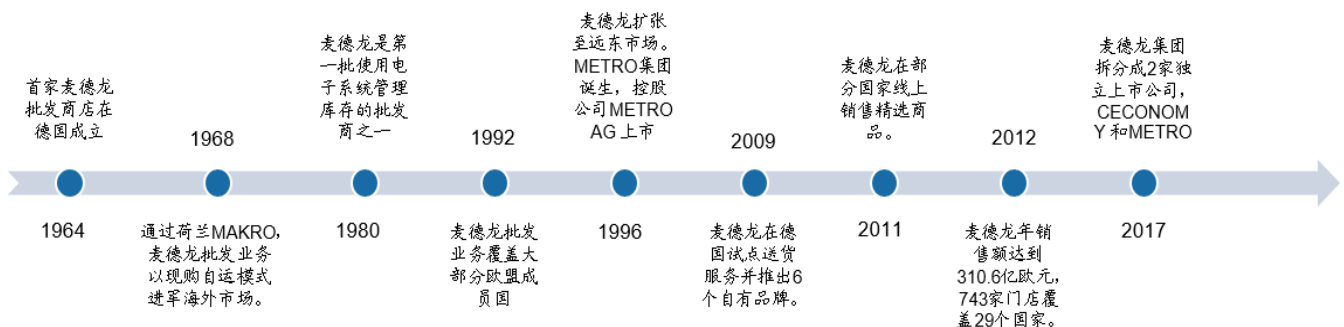
麦德龙FY2018实现营收365亿欧元，同比下降1.6%，收入整体保持相对稳定(汇率因素成为收入下降的主要原因)。其中，批发及配套服务业务实现营收295亿欧元，同比下降1.4%，占总收入比例的80.7%；而Real零售业务实现营收70.6亿欧元，同比下降2.5%。麦德龙FY2018实现净利润3.48亿欧元，同比增长0.9%。其中，批发及配套服务业务实现净利润4.58亿欧元，同比增长0.9%；Real零售业务则亏损1.1亿元，亏损持续扩大(FY2017亏损0.34亿欧元，目前Real零售业务正在寻求出售)。

图1：麦德龙集团结构



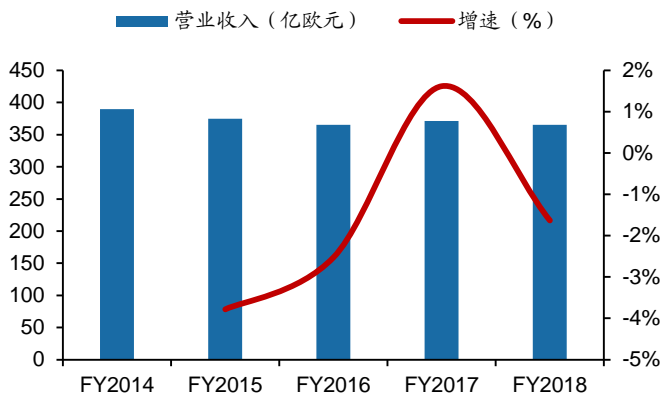
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图2：麦德龙集团发展历程



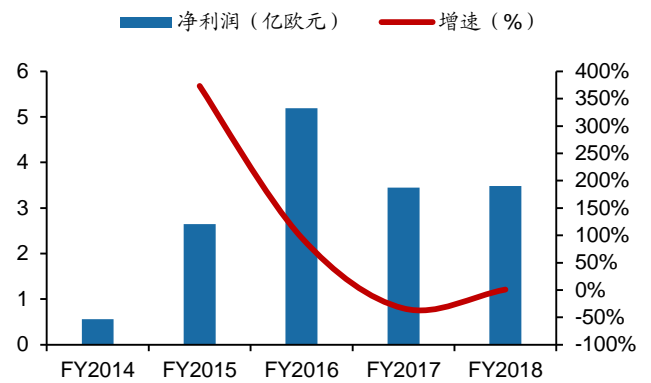
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图3: 麦德龙公司营收整体保持相对平稳



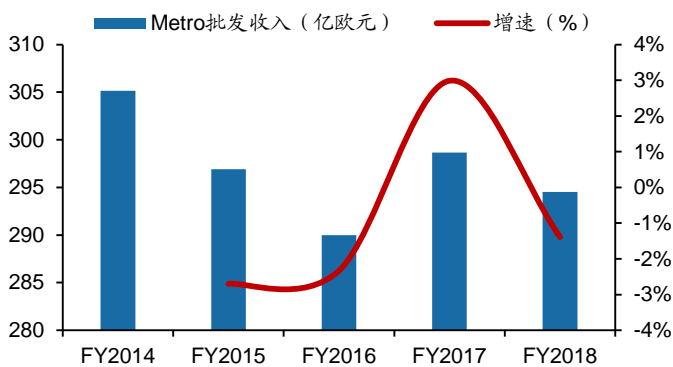
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图4: 由于收购和剥离业务, 公司净利润波动较大



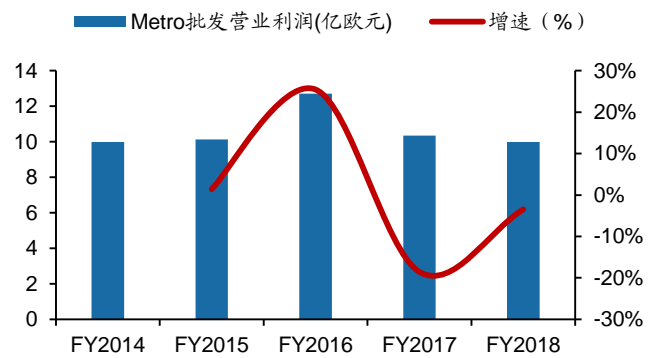
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (注: FY2014 净利润显著较低系剥离 Real 土耳其亏损业务所致)

图5: 麦德龙批发业务收入及增速



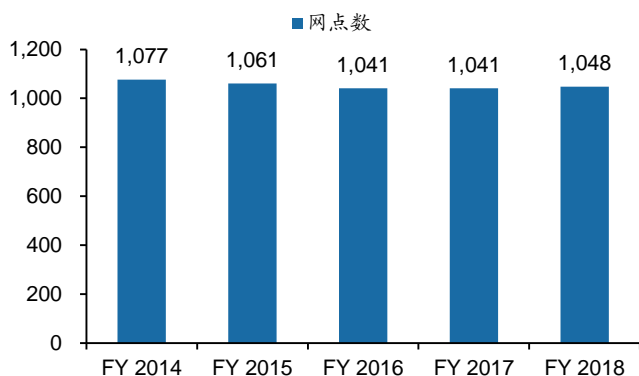
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图6: 麦德龙批发业务营业利润及增速



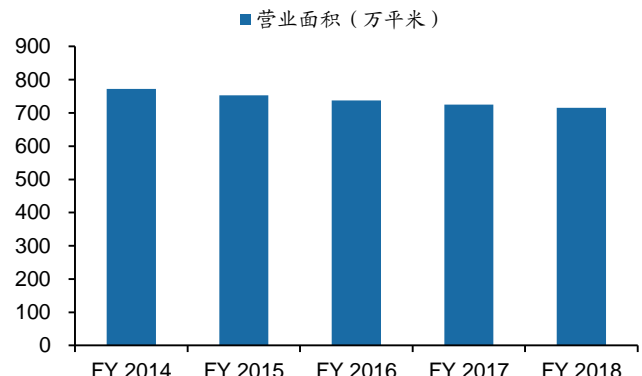
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图7: 麦德龙全球的网点数量及增长情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 麦德龙全球的整体营业面积情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 麦德龙三大业务板块解构, 随着 Real 零售业务寻求出售, 麦德龙的批发业务占比将提升至 100%

	Metro	Real	Others
平台类型	批发 (B2B)	零售 (B2C)	服务支持部门
范围	全渠道, 包括现代仓储式门店、 食品服务配送服务等	零售, 提供食品和非食品类目 商品	房地产、物流、IT、广告和采购 等
覆盖国家	欧亚共 35 个国家	德国	-
递送服务	25 个国家	15 个城市	-
客户数	2400+万	-	-
商品数	约 5 万	8 万+	-
线上商品数	-	1200 万+	-
门店数量	769	279	-
员工数	10.4 万	3.37 万	7251

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(一) 会员制和仓储式现购自运模式, 造就批发行业龙头

麦德龙的批发业务采取现购自运模式, 即客户前往麦德龙门店进行采买, 并自行将选购的商品运走。因此, 麦德龙门店采用仓店一体的布局, 与以Costco为代表的仓储式超市相似, 相比于普通的批发仓库, 增加了商品展示功能, 其货架层高远高于一般卖场, 充分利用货架的纵向空间进行仓储, 而货架间距大, 可利用叉车高效补货, 整体流畅的购物环境满足了商业客户高效的购物体验。

麦德龙的批发业务聚焦商业客户, 直接过滤了C端消费者, 剥离了以家庭为单位, 以“逛”为目的的结伴休闲式购物。同时, 与Costco、Sam's Club为代表的付费会员制仓储超市不同, 麦德龙的会员无需缴纳固定年费, 但对客户身份做出进一步要求: 注册会员需提供1年内的营业执照和商业税号。商业客户具有单一货品需求量大且进货频率较为固定的特点, 冲动消费概率较小, 稳定可预测的消费量, 有利于优化供应链效率。

图9: 卖场采用仓店一体式布局, 高重型货架需要叉车作业

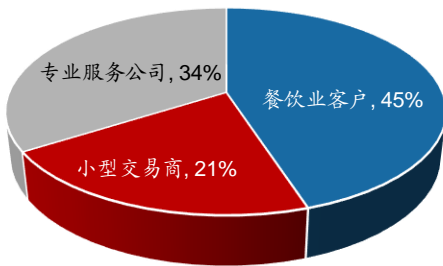


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

麦德龙的B端客户主要由餐饮业客户（HoReCa）、小型交易商（Traders）和专业服务公司（SCO）组成，FY2018占比为45%、21%、34%。其中，餐饮业客户销售额自2014年起增长稳定，增速保持在3%-5%；小型交易商销售额增速在2014至2016年间较为疲软，在2017年反弹后稳定在约3.5%-4.5%区间。

图10: 麦德龙批发业务客户构成占比稳定 (FY2018)

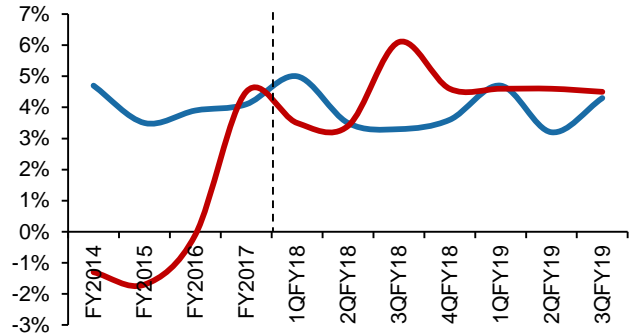
■ 餐饮业客户 ■ 小型交易商 ■ 专业服务公司



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图11: 麦德龙B端核心客群销售额可比增速 (%)

— 餐饮业客户 — 小型交易商



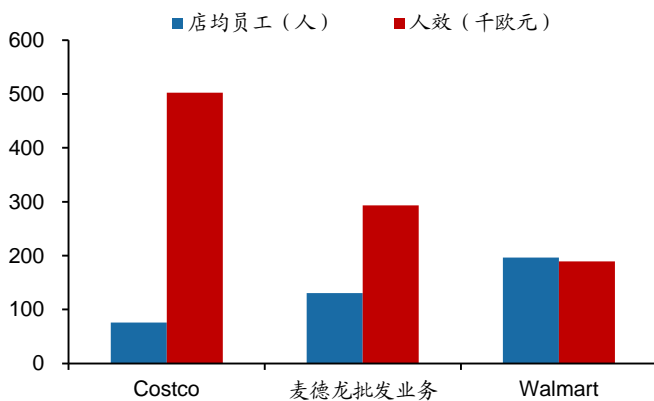
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (小型交易商统计范围不包括俄罗斯)

麦德龙采取仓储批发的业务模式大幅优化了门店的运营效率，较大的SKU体量反而对坪效和人效形成拖累。我们对沃尔玛、Costco、麦德龙这三家公司的经营效率进行梳理，可明显发现三者经营效率的高低排序为：Costco、麦德龙、沃尔玛。

从店均员工数和人效来看，2018年麦德龙批发业务的店均面积约6806平方米，店均员工为131人，人效达29.4万欧元/人/年；同为仓储会员制的Costco店均面积约1.35万平方米，店均员工为76人，人效高达50.3万欧元/人/年；而以大卖场零售业态为主的沃尔玛则店均面积为9288平方米，店均员工为196人，人效约为18.9万欧元/人/年。从坪效来看，麦德龙的坪效为5626欧元/平/年，Costco的坪效为1.02万欧元/平/年，而沃尔玛的坪效则为3449欧元/平/年。

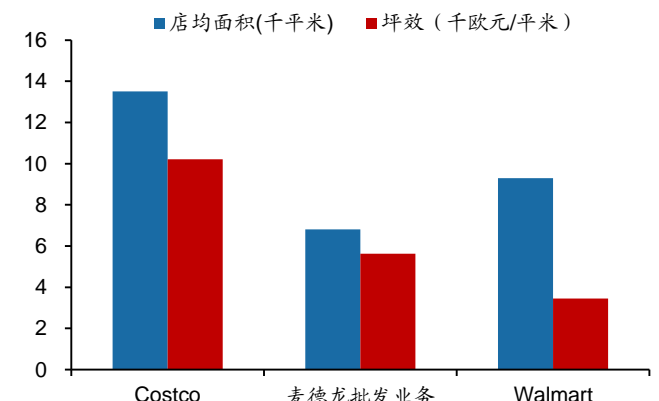
从SKU角度看，麦德龙、Costco和沃尔玛典型门店的SKU数量分别为5万、3700、9.7万支，因此，为满足B端客户需求的多样性，麦德龙上架了丰富的SKU（仍大幅低于沃尔玛），一定程度拖累了门店的运营效率。

图12: FY2018各公司店均员工及店均面积



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图13: FY2018仓店一体可显著提升门店效率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

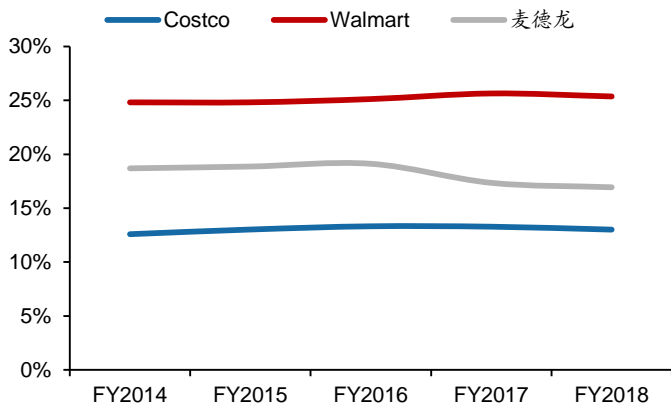
麦德龙FY2018的综合毛利率为16.9%，同比下降0.42pp。麦德龙的毛利率自2016年起呈下降趋势，主要系公司Real零售业务的毛利率高于批发业务，随着各地区Real业务的相继出售（如Real的西欧业务、土耳其业务分别于2012年、2014年出售），一定程度拖累了公司整体毛利率水平。

与同类型公司相比，2018年Costco的综合毛利率为13%，其中商品销售的毛利率为11%；而主打“天天低价”的沃尔玛毛利率则为25.4%。因此可以看出麦德龙已较大幅度让利给商业客户，但商品加价率仍高于将性价比做到极致的Costco，未来仍有望在保障盈利能力稳定的前提下，通过提效降低毛利率的空间。

麦德龙FY2018的销售管理费用率为15.7%，同比下降0.2pp，自2016年起有所下降，主要系零售业务占比下降所致。与同类型公司相比，2018年Costco的销售管理费用率为9.8%，沃尔玛的销售管理费用率为21.3%，相比于Costco，麦德龙的控费能力仍有提升空间，麦德龙的多SKU模式一定程度拖累了销售管理费用率。

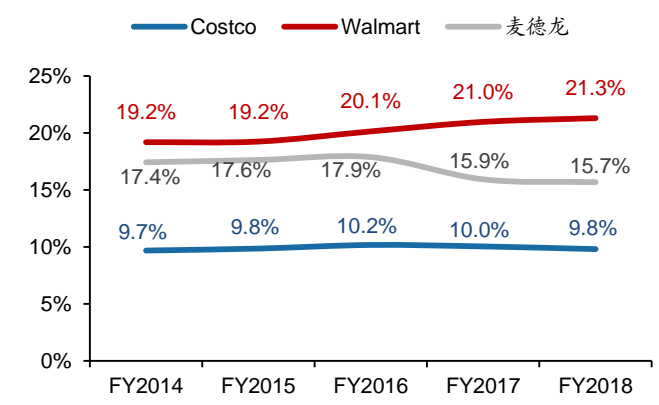
麦德龙FY2018的净利润3.48亿欧元，同比增速为0.9%；净利率1.2%，低于同期的Walmart（2.1%）和Costco（2.2%）。分业务来看，批发业务的盈利能力较强且稳定，FY2018批发业务和零售业务的营业利润率分别为3.4%和-1.1%。

图14: 麦德龙、Costco、Walmart的毛利率对比



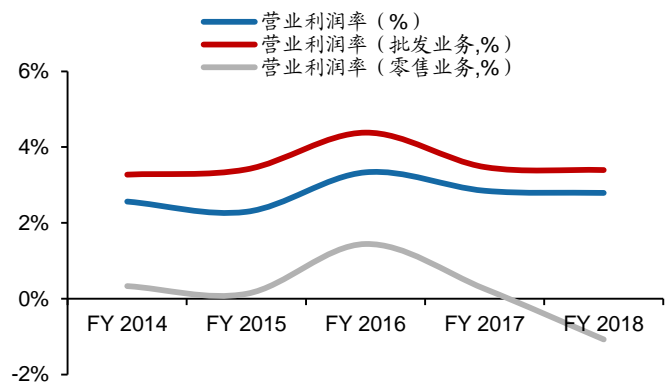
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 麦德龙SG&A费用率自2016年起亦有所下降



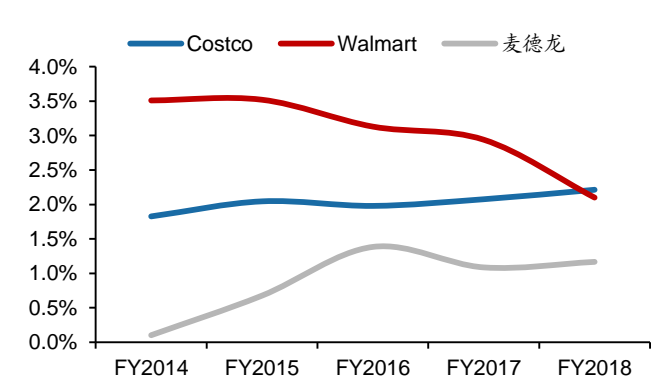
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图16: 麦德龙的批发业务盈利能力优于零售业务



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图17: 麦德龙、Costco、Walmart的净利率情况



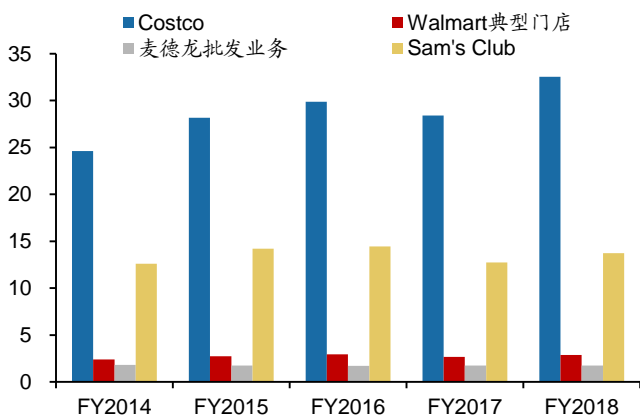
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

（二）丰富的 SKU 叠加高自有品牌占比，满足客户一站式购齐需求

公司官网显示，针对B端商业客户，麦德龙提供约5万种SKU，可选范围广，品质可靠性高，满足客户“一站式购齐”的需求，其中食品与非食品占比分别为40%和60%。卖场的单店SKU数往往与定位相关，如2C的仓储会员制卖场聚焦中产阶级，单个品类精选2-3个SKU即可满足消费者需求，如Costco单店SKU约3700支、Sam's Club单店SKU约为3500-4000支；而面向多层次客群的2C大卖场则拥有海量SKU，如Walmart典型门店单店SKU约为9.7万支。

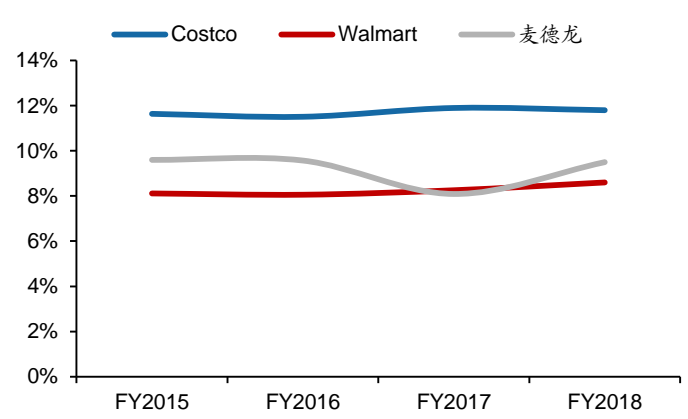
从单支SKU销售体量来看，FY2018麦德龙的单SKU销售额为170万欧元，而Costco、Sam's Club和Walmart则分别为3250万欧元、1370万欧元和290万欧元，单SKU销售额越高，对供应商的议价能力越强，麦德龙与零售龙头仍有差距。同时，精选SKU有助于提高产品的周转率，如FY2018麦德龙的库存周转率为9.5%，优于沃尔玛的8.6%，但弱于Costco的11.8%。

图18：各类卖场的单支SKU销售额（百万欧元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图19：FY2018麦德龙库存周转率回升









数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

自有品牌往往专注于核心客户群体，为其提供定制化产品以更好满足具体需求或偏好，其核心是渠道方通过洞察终端需求，成为产品制造的主导，定制化生产，提高终端产品性价比，同时渠道方替代传统品牌方对产品背书。据尼尔森的调查显示，自有品牌渗透率与经济体成熟度呈正相关，2014年欧洲消费品的自有品牌渗透率达31.4%，同期亚太仅为4.2%。细分品类上，乳品肉类等生鲜食品渗透率最高，在欧美渗透率超过40%，其次是日用杂货。

针对不同的品类差异，麦德龙于2009年共推出6个自有品牌，据《2019麦德龙中国可持续发展报告》显示，麦德龙自有品牌商品数达到3500种，涵盖200余商品品类。麦德龙自有品牌商品的价格比同类型商品平均低15%，通过砍除品牌溢价让利下游客户，实现商品的高性价比。同时，麦德龙的自有品牌还与商户开展紧密合作，例如自由品牌Rioba与咖啡店展开合作，为商家提供咖啡豆、饼干及相应设备，现在约有25家只使用麦德龙自有品牌产品的咖啡馆成立。

表 2: 中国麦德龙的 6 大自有品牌

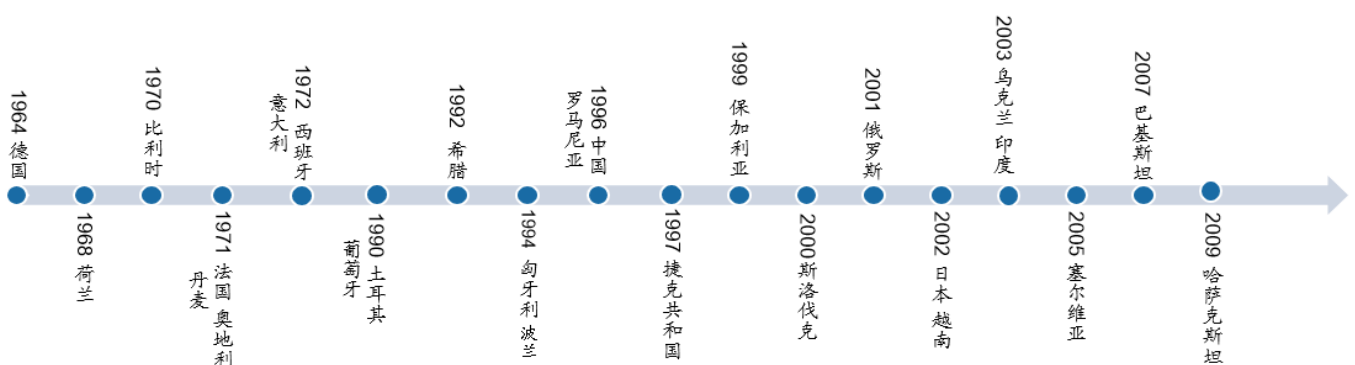
品牌	METRO Chef	METRO Professional	AKA/Fairline 宜客/宜信	Fine Life 荟食	Tarrington House 亭轩	Sigma 喜迈
						
级别	旗舰	旗舰	入门级	独有	独有	独有
品类	食品类产品。	非食品及洗化类产品	食品和非食品基础商品	零食类食品系列及个人护理系列	家居产品和季节性商品	办公与文具产品
系列	香辛料系列、100%果汁系列、粮油系列	不锈钢不沾煎盘系列、保鲜盒系列	宜客水果罐头系列、宜客办公用品、宜客白瓷系列、宜信劳保系列	Fine Life 坚果系列、Fine Dreaming 卫生用纸系列	床品系列、毛巾系列	喜迈复印纸系列、喜迈文件夹系列
自有品牌的SKU占比	36%	18%	20%	16%	2%	7%

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）历时半世纪，业务覆盖欧亚大陆

麦德龙自1968年起进军海外市场，以5年7国的速度迅速覆盖西欧，1994年业务已扩张至大部分欧盟成员国。1996年，麦德龙首次进入远东市场，首站落于中国上海。截至2018年9月30日，麦德龙共拥有1048家门店，其中海外市场共拥有666家门店，覆盖欧亚大陆德国以外的34个国家和地区，海外门店数约占整体门店数量的63.5%。

图 20: 麦德龙的海外扩展节奏及进驻时间



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

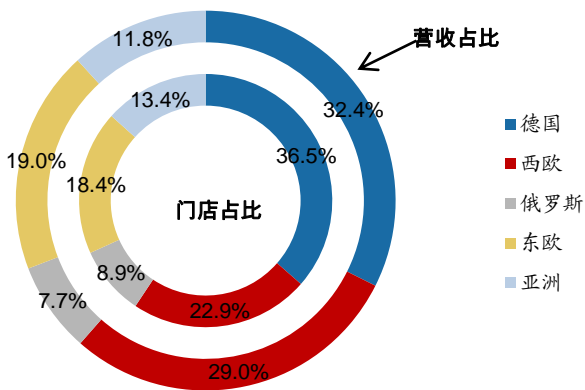
德国作为麦德龙大本营，拥有门店382家(含103家批发门店和279家零售门店)，是唯一门店数量过百的国家，法国、中国、俄罗斯分别以98、94、93家的门店数紧随其后。分区域来看，2018年欧洲市场(德国以外)拥有门店数量526家，同比增加4家，整体数量保持相对稳定，约占总门店数量的50.2%；亚洲市场仅布局中国、印度、日本和巴基斯坦4国，门店数量共140家，同比增加7家，仍保持扩张趋势，

约占总门店数量的13.4%。

从收入角度来看，德国实现收入118.3亿欧元，同比下降1.4%，占总收入的比重下降4.1pp至32.4%；海外市场方面，西欧实现营收106.1亿欧元，占比约为29%；东欧（含俄罗斯）实现营收97.7亿欧元，占比约为26.7%；亚洲地区实现营收43亿欧元，占比同比下降1.2pp至11.8%。

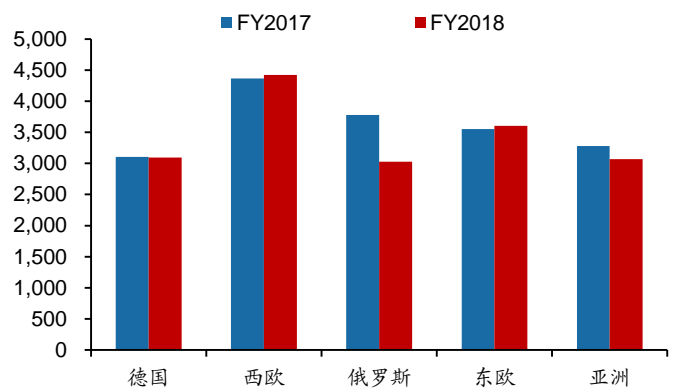
从店效角度来看，2018年各地区的店效由高至低依次为西欧（4420万欧元/店/年）、东欧（3602万欧元/店/年）、德国（3096万欧元/店/年）、亚洲（3070万欧元/店/年）和俄罗斯（3027万欧元/店/年）。其中，德国店效低于西欧和东欧主要系零售业务占比较高所致，而俄罗斯市场的店效则在2018年有较大幅度的下降（2018年俄罗斯同店销售额同比下滑7%）。

图21: FY2018麦德龙各地区门店及营收占比情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图22: 麦德龙各地区的店效情况 (万欧元/店/年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图23: 麦德龙的海外门店分布情况 (FY2018)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

（四）麦德龙中国：本土化下的突围尝试

1996年麦德龙进军中国市场，首家门店落户上海，是中国首批引进的外资零售企业之一。目前麦德龙中国共拥有97家门店，覆盖59个城市的800万名专业客户，提供约2.5万个SKU，其中包括4000余种进口商品，FY2018营现营收26.9亿欧元（约合213亿人民币），同比增长2.7%，中国区业务占麦德龙全球总营收的7.4%。

FY17/FY18麦德龙中国同店增速分别为3.1%和1.8%，EBITDA利润率分别为5.5%和5.7%（欧元计量下，地产收益除外）。中国连锁经营协会数据显示，2018年麦德龙中国的销售金额在中国连锁企业中排名第31位。

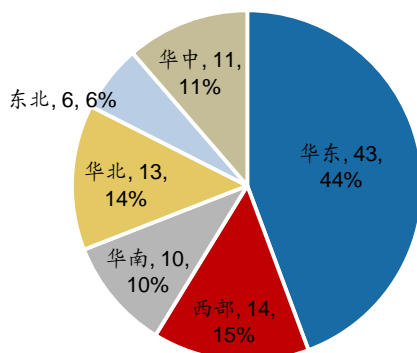
2019年10月，公司出售麦德龙中国的80%股权给物美集团，并继续持有余下的20%股权。我们认为此次麦德龙中国的股权转让并非经营不善下的仓惶出售，而是在新零售不断推进和线上线下融合加速背景下的寻求合作：1）物美曾收购英国百安居、韩国乐天、日本大荣等在华门店，具有丰富的外资门店整合经验；2）物美将借助Dmall的数字化能力，进一步提高麦德龙中国的运营效率和优化客户购物体验，带动C端客户增长，联商网数据显示，物美超市联想桥店在引入Dmall后线上订单已达10%。3）麦德龙中国的全球供应链、自有品牌体系、B端客户资源、全国布局的门店资源，均一定程度弥补了物美集团相应的短板，而物美的本地采购优势又丰富了麦德龙的商品结构。

纵观麦德龙在中国展开现购自运业务的20余年，门店网络布局广泛，业务模式变革积极，并针对B端客户提供定制化服务，是销售额增长和客群稳步提升的保证。

1、麦德龙中国门店网络布局广，但密度低

麦德龙中国门店网络布局广泛，但密度较低。从地域上看，门店密度与各地经济发展水平高度相关，以华东为中心向外辐射，东部沿海门店密度较大，华东地区拥有门店43家，占全国门店的比例为44%，西部和华北分别拥有14和13家门店，各占15%和14%。

图24：FY2018麦德龙分地区门店数及占比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图25：麦德龙中国门店布局



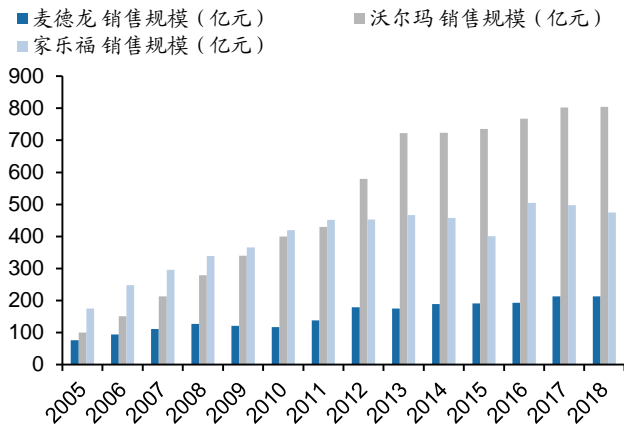
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

截止2018年底，与同期进入的中国的沃尔玛和家乐福相比，麦德龙在门店数量上是沃尔玛（441家）的21%，家乐福（302家）的31%。麦德龙扩张速度慢于外资竞争对手的原因有二：1）自持物业是麦德龙传统的门店建设方式，麦德龙中国在门店建设上同样坚持“买地自建”的重模式，致使新开门店初期投入成本较高，目前

麦德龙中国约有47家自有物业门店,约占门店总数的一半。2)麦德龙专注批发业务,仓储式门店的覆盖半径亦高于以零售为主的大卖场,部分中小型城市仅需配备一家门店即可满足需求。

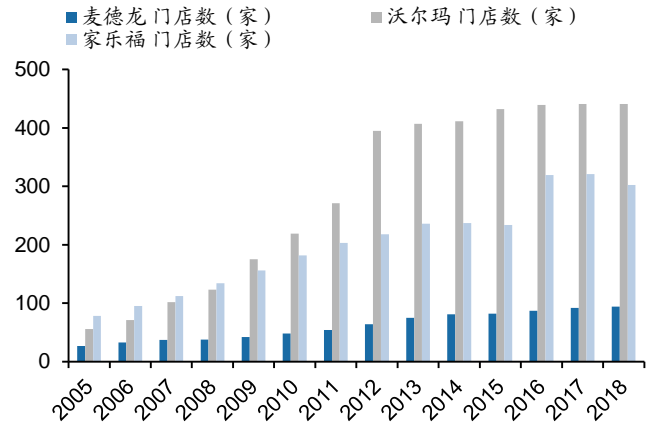
缓慢的扩张速度同样抑制了麦德龙中国收入的增长,2018年麦德龙中国的销售额约为213亿人民币,约为沃尔玛的24%和家乐福的45%。但基于单店的营业面积和覆盖范围,麦德龙中国的店效始终高于沃尔玛和家乐福。2018年麦德龙店均销售额为2.3亿元,高于沃尔玛的1.8亿元和家乐福的1.6亿元。

图26: 我国各外资卖场品牌的销售规模对比



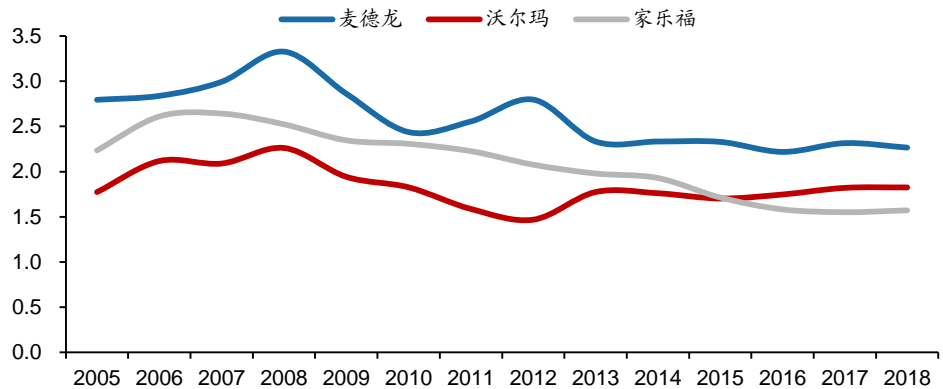
数据来源: 中国连锁经营协会, 广发证券发展研究中心

图27: 我国各外资卖场品牌的门店数对比



数据来源: 中国连锁经营协会, 广发证券发展研究中心

图28: 我国各外资卖场品牌的店效对比情况 (亿元/店/年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2、业务模式多渠道发展

麦德龙经常因地制宜,在各地推出创新型业态,如曾在巴黎、罗马、马德里等地成功推出市中心商店模式。而麦德龙中国为提升销售额,阶段性地向C端客户开放会员卡服务,不再只专注于商业客户。同时麦德龙亦尝试针对不同的客群发展多种业态模式。

1) “合麦家”便利店

2014年,麦德龙中国尝试向小型零售业态转型,打造“合麦家”品牌试水便利店模式,在上海开出的首家门店面积仅100平方米左右,SKU品类包括生鲜、熟食和

零食等。但受限于日益高昂的租金成本且门店销售额不达预期，2017年9月，4家合麦家门店全面关闭。

2) 优品汇

优品汇是麦德龙中国的创新型门店，该类紧凑型门店面积约2500-3500平米，商品组合更灵活，约有8000支SKU，90%以上产品为本地采购，其他为进口商品，食品和非食品的占比分别为75%和25%。为方便客户采购，优品汇延长营业时间为早八晚九，全年无休。2018年，优品汇上海虹口江湾店是麦德龙中国首家尝试使用自助收银机和电子价签的商场。

3) O2O商场

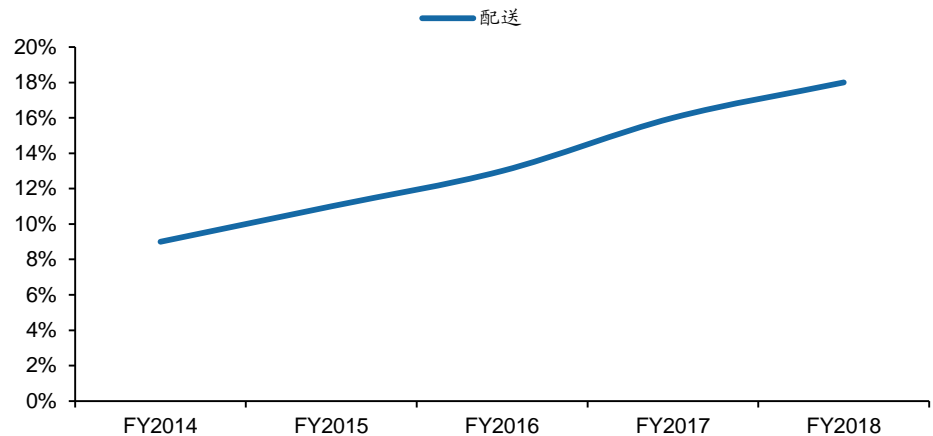
为更快实现中国本土化，麦德龙中国自2015年起探索电商业务，包括自建网上商城、入驻天猫国际等，并在供应链、跨境电商和大数据方面与阿里巴巴展开合作；同时面向C端客户，麦德龙中国与多家O2O平台展开合作，但由于起步较晚，其电商业务未能显著提升销售额。

3、麦德龙中国针对B端客户开展定制化服务

1) 食品配送服务

食品配送已成为麦德龙中国的四大支柱业务之一，主要针对酒店、餐饮、中小零售商和企业食堂等专业客户开展配送业务，麦德龙中国配送业务的可比增速已连续4年保持双位数增长，2018年提升2pp至18%。据联商网数据显示，预计未来三年中国餐饮业客户贡献的销售额增幅约为4%-9%，而其中约60%的客户需要配送业务。2018年麦德龙中国与菜鸟达成合作，继续提升供应链效率，降低配送成本。

图29：麦德龙中国配送业务的收入可比增速持续提升（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2) 开发企事业单位的福利礼品

麦德龙以高品质的全球供应链著称，其可溯源的商品供应链体系为企事业单位的商品供给提供保证。福利礼品业务是专为中国市场提供，为B端客户定制礼品满足客户员工及合作伙伴送礼的需求，由于符合国情，发展速度很快。新零售研究智库数据显示，该业务在FY2017的营收增速约为30%。FY2018，麦德龙中国福利礼品销售金额约25亿元，同比增长28%。

（五）取精用宏，内外资商超的兼收并蓄

当麦德龙、沃尔玛等外资超市首次进入中国时，连锁大卖场模式、高效的供应链体系和先进的管理经验曾对本土零售业造成了巨大的冲击，即便部分外资企业因经营不善被迫出售股权，麦德龙中国也将80%的股权出售给物美集团，但麦德龙的业务模式仍有值得学习的独到之处。

1、搭建高品质可溯源的全球供应链体系

1) 完备的电子库存管理系统

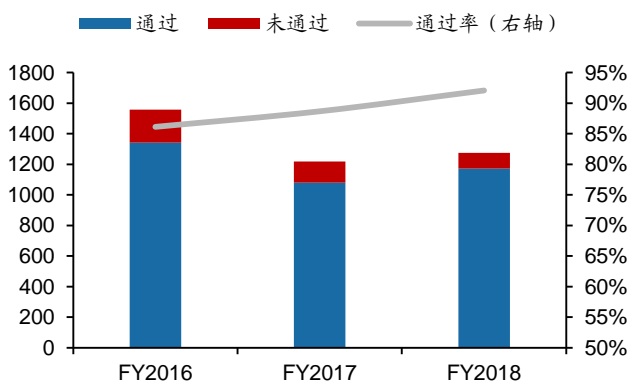
麦德龙始终坚持数字化发展，是世界上第一批数字化库存的批发商之一。公司拥有自己的IT和物流公司，量身定制合适的供应链和采购系统，可以有效地控制库存量并展开物流跟踪，进而精简冗余库存，提高商品周转效率，同时节约人工，降低经营成本。另一方面，会员制度绑定商户采购的详细信息，建立完善的客户信息库，专注目标客群的需求，集中采购，降低终端销售价，形成正向循环。

2) 多方把控保证商品品质

麦德龙要求生产基地执行Global GAP（全球良好农业操作规范），同时按照Amfori BSCI或同等级标准进行供应链管理。中国经营报报道，为了保证可持续发展，麦德龙至今已对数百家企业、1.2万名食品加工人员和2万名农民进行了针对食品安全和质量风险的专业培训。2018年，1274家生产供应商被审核，其中1173家通过，占总体的92%，通过率逐年稳步提升。经济观察网报道，在中国，由德国专家组成的“质量管控委员会”对自有品牌加工企业质量、供应链环节的卫生安全、卖场运营标准进行全面的质管控，每年进行数百次定期和不定期的检核，严格审查是否符合SOP要求。

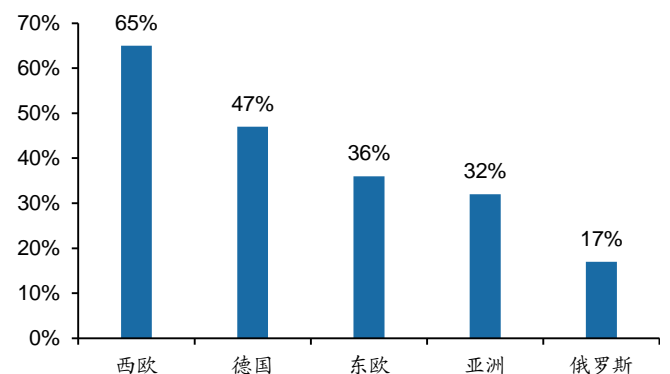
麦德龙于2007年建立了麦咨达食品可追溯系统，可查阅商品从产地到市场各环节的记录，该类商品已占生鲜产品销售额的一半以上，预计在2020年实现生鲜商品100%可追溯。麦德龙对于食品质量和安全的高标准符合中国消费者消费升级后对食品品质的进一步追求。麦德龙的顾客满意度一直保持在高位水平，餐饮业客户是对食品品质要求最高，也是麦德龙最大的B端客户，销售额占比约为45%，侧面体现出餐饮客户对麦德龙食品质量的认可。

图30：供应商通过率保持稳定增长



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图31：餐饮业客户在销售额中贡献较高



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

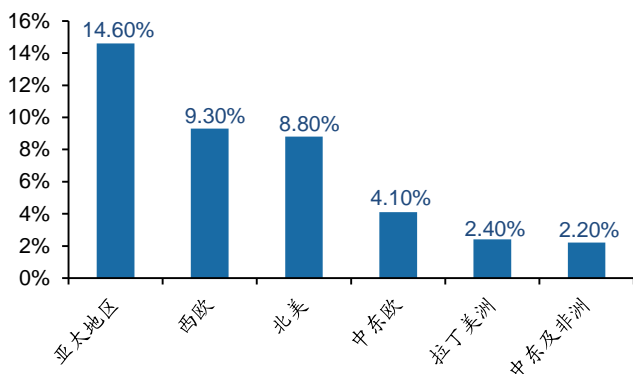
2、龙头跨区域扩张背景下，需因地制宜发展

纵观麦德龙中国业务，对中国国情和消费习惯的判断不充分，导致其没有因地制宜地改变经营模式，一味照搬海外经验是经营不善的最大原因。会员制批发业务在海外为餐饮客户和中小企业提供了便捷、一体化的采购渠道，但在中国，早期传统接地气的农贸市场，后期强大的电商平台都可以满足中国商户的进货需求。据《2017世界电子商务报告》显示，中国拥有全球规模最大、活跃度最高的电商市场，2017年交易总额达29.2万亿元，同比增长11.7%。因此在中国，定位B端批发业务的麦德龙失去其不可替代性，客户不断被分流。

在2B业务出现瓶颈后，麦德龙曾将目光转向2C业务，试图2B和2C双轨发展以获取更多客流，但是，麦德龙从门店选址到产品布局并不能很好地契合C端消费者的需求：麦德龙的门店选址多远离市中心，且商品多为大包装量贩制，并不符合国人少量多次的消费习惯。同时，中国的人均汽车保有量远低于欧洲、北美，则导致部分客户受限于自驾出行，舟车劳顿地前往麦德龙进行批量采购并非明智之选。

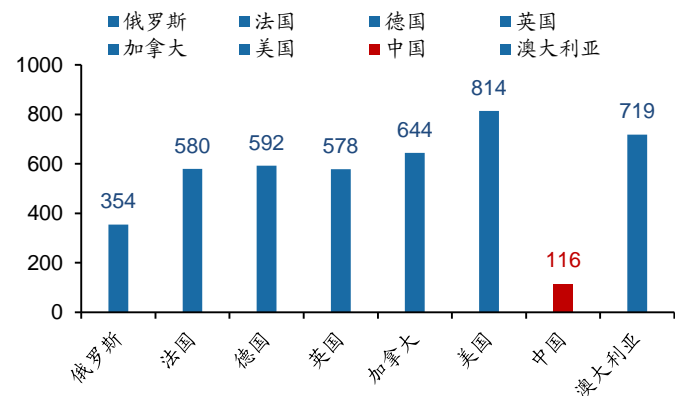
同时，麦德龙自身对中国市场的定位摇摆不定，致使会员制一度管理混乱，会员办理标准时松时紧，如在何哲伟任期内，麦德龙中国向零售客户开放准入门槛，但后期又被取消，零售客户出入卖场变得无矩可循，降低了客户满意度。综合来看，我们认为零售龙头在跨区域扩张时需因地制宜，遵循当地消费习惯与风俗，制定相关经营策略，引入合适销售品类，以实现与当地文化的融合发展。

图32: 亚太地区网络零售额占零售总额比例最高



数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

图33: 2015年中国千人汽车保有量低于欧洲、北美



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3、行业整合兼并的浪潮中，市场集中度将稳步提升

2018年以来，商超行业处于整合兼并的浪潮中，收购重组的事件持续发生（见附表），其中不乏全球零售龙头出售其在华资产，如4M18和8M18，物美和利群分别收购乐天玛特在华北和华东市场的门店资产；6M19苏宁易购以48亿人民币收购家乐福中国80%股权等。在合理利润率的水平，注重规模和效率的提升，是我们对零售行业的解读，商超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，未来行业集中度将缓慢提升。

表3: 龙头公司加速对外扩张，行业整合兼并持续涌现

扩张主体	时间	事件
华润万家	2014年5月	母公司华润啤酒（原“华润创业”）与英国TESCO成立合资公司，华润持有80%股份，TESCO持有20%股份。TESCO

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

包括“乐购”在内的所有中国业务及现金注入合资公司，“乐购”品牌在中国将不复存在，其所有门店全部改为“华润万家”。

物美	2004年9月	1) 物美全资收购天津大荣在天津的 12 家超市，时双方未公开收购的具体金额。此次收购天津大荣开了民族零售企业接管外资超市的先河。
	2014年12月	2) 物美集团与英国翠丰集团签署协议，物美 14 亿收购翠丰旗下百安居 70% 股权，另外 30% 股权仍由翠丰集团持有。
	2018年4月	3) 物美以约 15 亿元收购乐天玛特华北区 21 家门店，其中 17 家店在北京，两家在天津、燕郊和涿州各 1 家。
	2019年10月	4) 物美出资 19 亿欧元收购麦德龙中国控股权，双方设立的合资公司，物美集团持有 80% 股份，麦德龙持有 20% 股份。新合资公司将继续以“麦德龙”品牌保持独立经营。
永辉超市	2018年10月	1) 公司与百佳中国、腾讯三方共同出资 12.49 亿元成立合资公司，其中，永辉持股 50%。
	2019年3月	2) 公司拟要约收购中百集团不超过 6906 万股股份，占总股本的比例为 10.14%，若完成要约收购，则永辉持股比例有望提升至 40%，将超越武商联成为中百的第一大股东
家家悦	2018年11月	1) 公司以自有资金 1.56 亿元通过受让股权及增资方式收购张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权。
	2019年3月	2) 公司与华润集团签署协议，拟托管华润在山东的 7 家门店，托管期内享有门店经营权、资产管理权等。
利群股份	2018年8月	1) 公司完成对乐天玛特华东地区的 72 家门店的收购，并更名为利群时代，进入华东市场。
	2019年	2) 沃尔玛于 2019 年 3 月关闭青岛台东店，并撤出青岛，利群股份接收超市门店并完成开业。
红旗连锁	2019年4月	公司拟以自有资金 2800 万元收购 9010 超市的相关资产，强化在成都地区的领先优势。
苏宁易购	2019年9月	公司全资子公司“苏宁国际”以现金 48 亿元人民币收购家乐福中国 80% 股权。

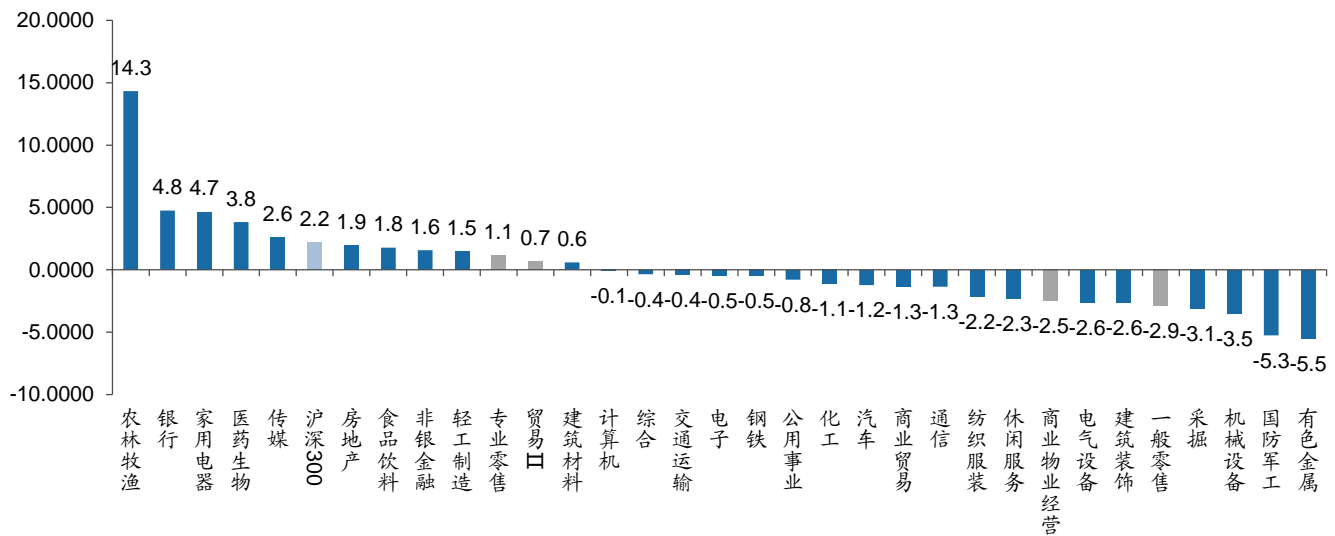
数据来源：36 氪，公司公告，广发证券发展研究中心

二、月度投资策略：经济低迷期的口红效应持续释放

10月大盘整体下跌，截至10月31日收盘，上证综指收于2929.06点，上涨0.82%；沪深300指数上涨2.19%，其中商贸板块指数下跌1.33%。

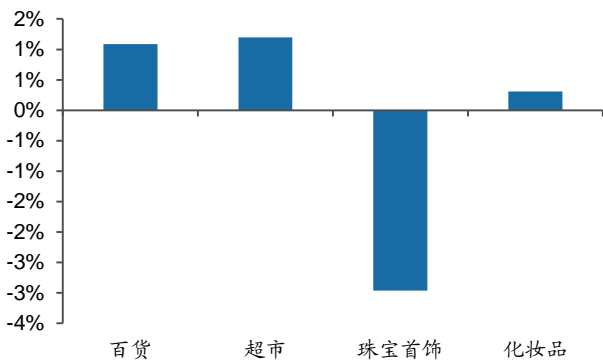
分主题来看，百货板块上涨1.08%，超市板块上涨1.20%，珠宝首饰板块下跌2.97%，化妆品板块上涨0.31%，大市值板块上涨0.69%，中市值板块下跌0.46%，小市值板块上涨0.68%，电商板块一致上涨，唯品会、拼多多涨幅领先，唯品会(34.08%)、拼多多(26.88%)、京东(12.34%)、阿里巴巴(6.16%)、南极电商(6.01%)、苏宁易购(1.83%)。

图34: 10M19各板块月涨幅 (%)



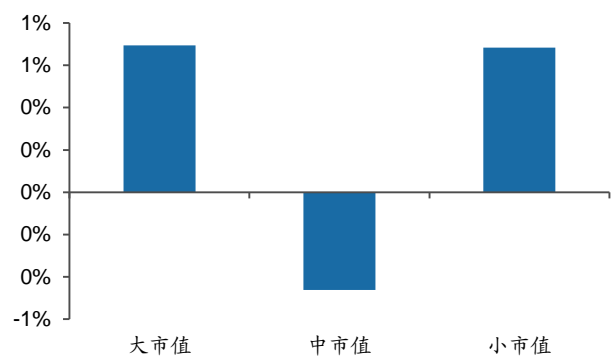
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图35: 10M19按主题子板块涨幅



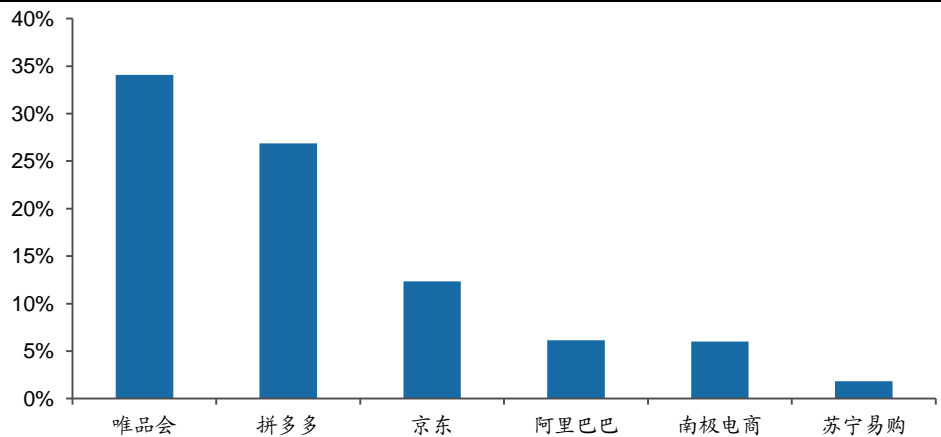
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图36: 10M19按市值子板块涨幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图37: 10M19主要电商公司月涨幅



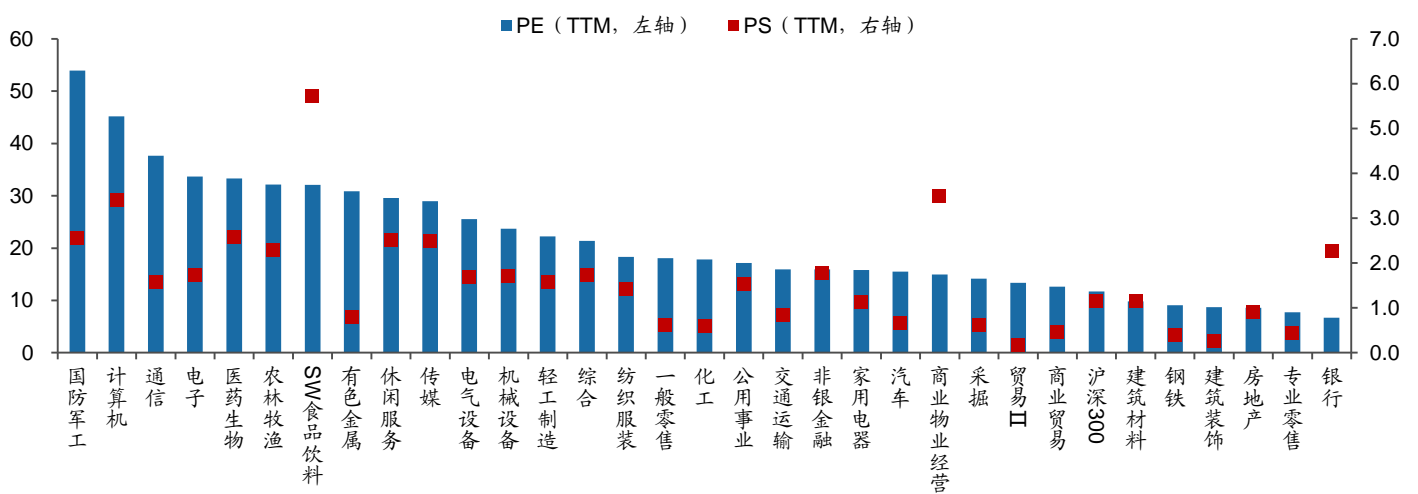
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三季度报陆续披露，传统零售龙头公司面临较大的经营压力，百货、超市、家电等各个业态龙头均表现收入或盈利端的不达预期，而电商产业链仍然是成长速度最快的红利赛道，也是孵化成长股的优质土壤，无论是电商平台、电商品牌还是产业链服务公司（导购、代运营等）都表现出不同程度的超预期。从品类来看，美妆的高景气延续，尤其是高端进口品牌的爆发增长，似乎进一步印证了经济低迷期的口红效应。我们有两个对行业的判断：1) 经济压力可能比预期更大，口红效应、必需消费品以及性价比消费仍将占主导；2) 电商对于线下的分流和渗透仍在加强。

11月的投资策略继续围绕估值切换展开，优选经济低迷阶段具备穿越周期能力的品类和产品，尤其是能够借助电商渠道持续抢夺存量份额的公司。

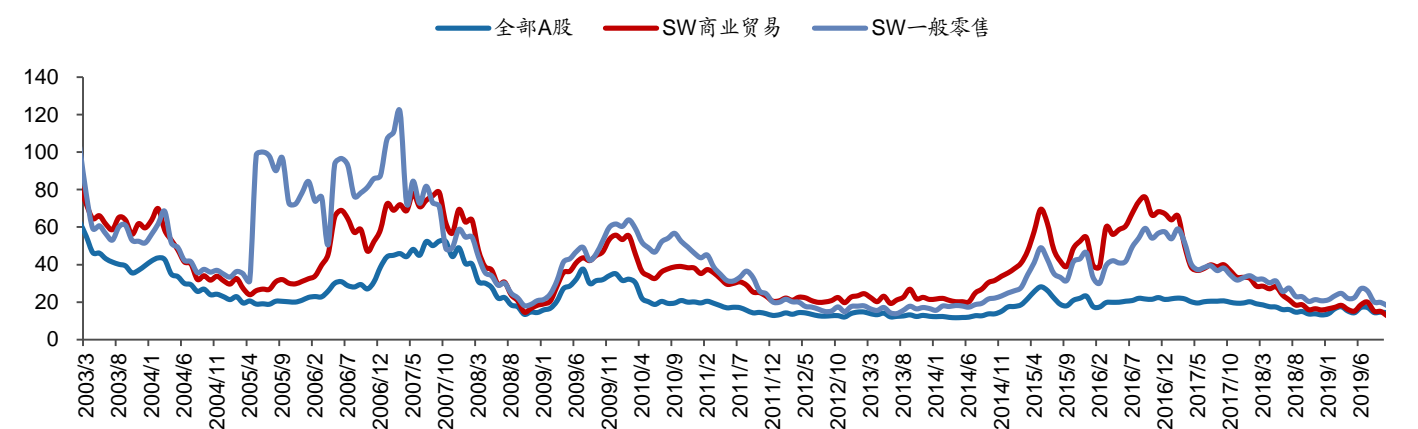
推荐组合：南极电商、周大生、珀莱雅、永辉超市、红旗连锁。

图38: 申万行业估值横向对比 (2019年11月8日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属归母净利润或营业收入之和)

图39: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法, 2019年11月8日)



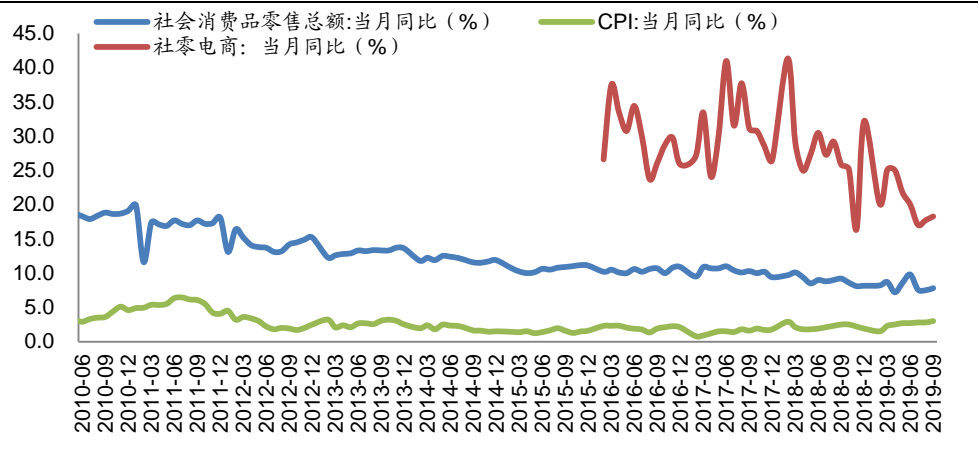
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

三、月度行业数据

9月社零同比增长7.8%，电商依旧是最好的红利赛道

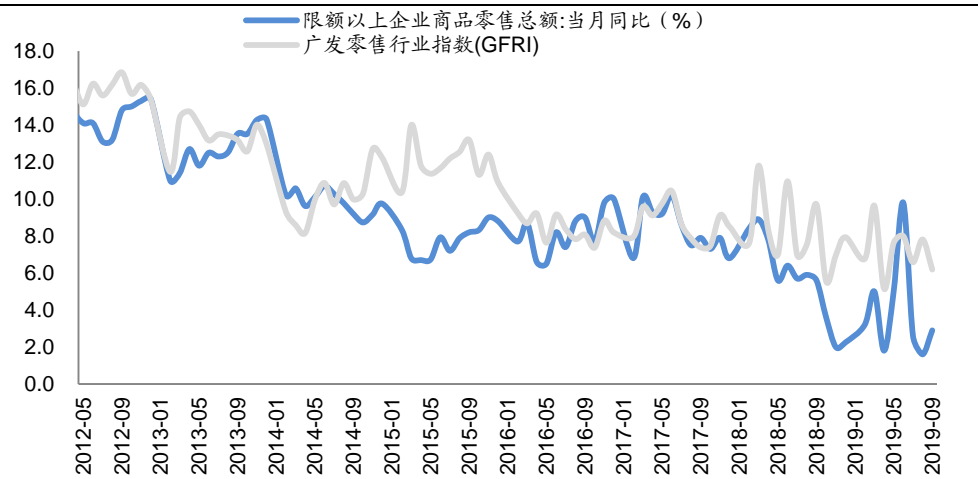
据国家统计局数据，9M19我国社零总额为3.45万亿元，同比增长7.8%，增速环比提升0.3pp，主要得益于9月汽车消费回暖，对社零整体增速有所拉动。若基于广发零售指数（GFRI），测算9月消费品零售同比增速为6.2%（统计局限额以上社零商品增速为2.9%），较8月回落1.6pp。2019年前三季度我国社零总额为29.67万亿元，同比增长8.2%，扣除价格因素实际增长为6.4%。

图40：社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图41：广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比



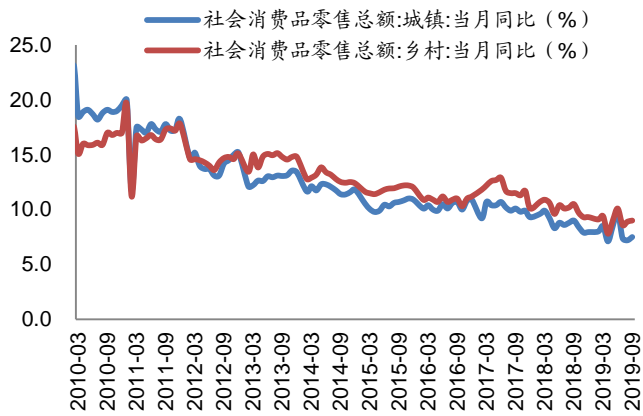
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分地区，乡村增速依旧领先于城镇：9M19城镇零售额2.9万亿元，同比增长7.5%，较8M19增加0.3pp；乡村零售额0.54万亿元，同比增长9.0%，较8M19增长0.1pp。分类型，餐饮增速高于商品零售：9月餐饮收入0.38万亿元，同比增长9.4%，较8M19下降0.3pp；商品零售3.1万亿元，同比增长7.6%，较8M19上升0.4pp。

分品类看，基础消费品增速整体回落，9M19食品粮油、饮料类、日用品、服装鞋帽增速分别为10.4%、8.9%、12.0%和3.6%，分别环比下降2.1pp、1.5pp、1.0pp和1.6pp。可选消费增速继续分化，9M19金银珠宝增速为-6.6%，环比回升0.4pp，

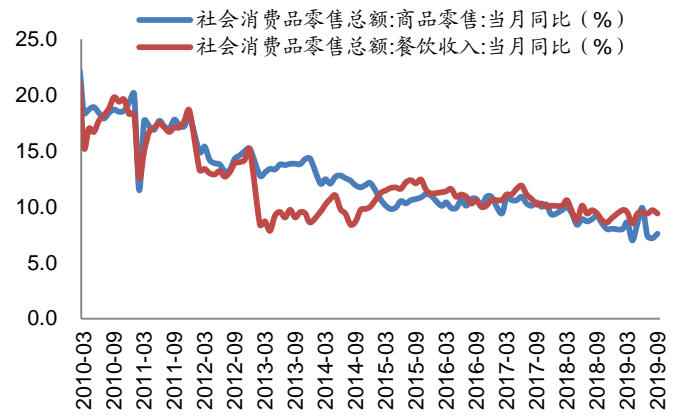
化妆品增速为13.4%，环比上升0.6pp。地产系整体增速小幅抬升，9M19家电和家具的增速分别为5.4%和6.3%，分别环比上升1.2pp和0.6pp。消费电子类产品与汽车零售环比表现靓丽，呈现回暖趋势，9M19通讯器材增速为8.4%，环比拉升4.9pp，汽车增速为-2.2%，环比上升5.9pp。

图42: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

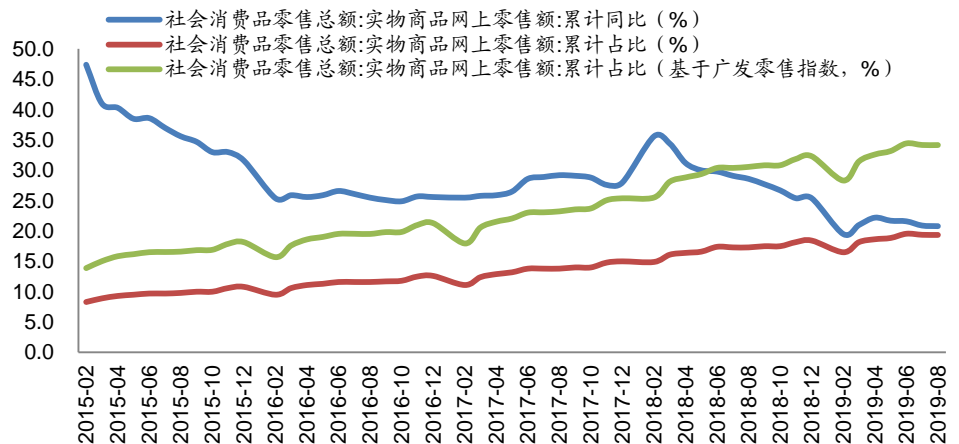
图43: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

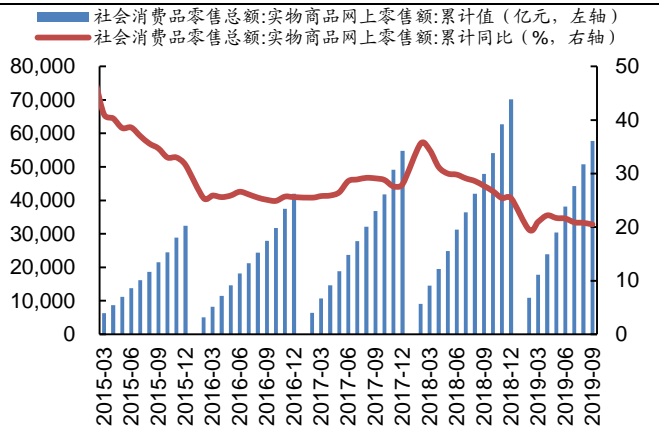
9月电商增速略有下滑, 渗透率有所回升。1-9月全国实物商品网上零售额为5.78万亿元, 同比增长20.5%, 电商渗透率环比上升0.1pp至19.5%。分月度看, 9月份电商零售额为0.70万亿元, 同比增长18.3%, 环比上升0.6pp, 主要受益于国定节假日消费红利与“聚划算”等电商活动; 若基于广发零售指数, 则1-9月份电商渗透率达34.3%。1-9月超市、百货店、专业店和专卖店限额以上零售额同比分别增长7.0%、1.5%、3.8%和1.4%。

图44: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



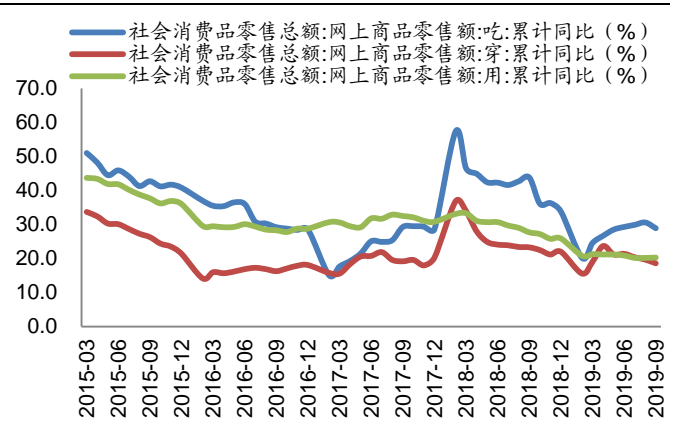
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018 年				2019 年							
	9 月	10 月	11 月	12 月	1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
食品粮油	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	10.4
服装鞋帽纺织品	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	(1.1)	4.1	5.2	2.9	5.2	3.6
化妆品	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4
金银珠宝	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4	(1.2)	0.4	4.7	7.8	(1.6)	(7.0)	(6.6)
日用品	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4	12.3	13.0	13.0	12.0
家用电器和音像器材	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8	7.7	3.0	4.2	5.4
文化办公用品	4.9	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8	(4.0)	3.6	3.1	6.5	14.5	19.8	(0.2)
家具类	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1	8.3	6.3	5.7	6.3
通讯器材	16.9	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2	13.8	2.1	6.7	5.9	1.0	3.5	8.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、月度聚焦

(一) 3Q19 季报总结: 口红效应下的分化态势

三季度披露完毕, 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。

（二）南极电商 3Q19：收入利润如期增长，南极生态体系茁壮发展

收入利润如期增长，报表质量进一步改善

公司发布三季报，3Q19实现营业收入10.1亿元，同增24.9%；归母净利润2.16亿元，同比增长36.9%；经营性净现金流1.42亿元，同比增长43.1%。主业方面，3Q19本部业务实现营收2.55亿元，同比增长33.1%；归母净利润1.82亿元，同比增长42.1%，符合市场预期。

公司3Q19实现GMV约58.3亿元，同比增长55.4%；3Q19实现品牌授权+服务收入2.32亿元，同比增长42.5%；货币化率为4.0%，同比下降0.3pp（Q2同比下降1.5pp）。分渠道看，阿里、京东、拼多多、唯品会的GMV增速分别为42.5%、34.5%、133%和257%。分品牌看，南极人和卡帝乐的GMV增速分别为60%和37.7%。

同时，公司报表质量进一步改善，1-3Q19的经营性净现金流为2.92亿元，同比增长43%；其中时间互联为0.15亿元，同比转正。3Q19末应收款为9.63亿元，同比下滑10%，其中保理、时间互联均有所减少，主业应收款增幅亦大幅低于收入端。

盈利预测及投资建议

公司在品牌授权的基础上，致力于提升供应链效率，包括自主研发了数据管理工具“南极数云”，推出一键代发服务，建立图库统一品牌形象，加大商家督察和品质管控的投入等，并顺应阿里渠道趋势，推行大店策略，效果显著。公司推出股权激励，对主业收入和整体利润提出明确目标（19-21年目标增速分别为40%/30%/30%，36%/28%/28%），我们预计公司19-20年归母净利润为12.5亿和16.5

亿元，19-21年业绩复合增速为34%，给予19年28X PE估值，对应合理价值14.3元/股，维持“买入”评级。

风险提示：高速扩张过程中的人才瓶颈；阿里流量的获取成本增加；多品牌、多渠道的扩张战略受阻；未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

（三）周大生 3Q19：业绩低于预期，高基数+经济疲软是主要原因

3Q19业绩低于预期，高基数+经济疲软是主要原因

公司公告三季报，1-9月实现收入38.1亿元（同比+7.6%），归母净利润7.27亿元（同比+22.31%）；分季度来看，3Q19较上半年经营明显放缓，实现收入14.2亿元（同比+0.22%），归母净利润2.52亿元（同比+4.3%），低于市场预期，上半年收入和利润增速分别为12.5%和34.6%。3Q19公司加盟店净增加188家至3498家，自营店净减少6家至289家，行业龙头逆势扩张势头不减（老凤祥三季度同样开店加速）。

客观来看，去年单三季度收入增长36%，净利润增长58.7%的高基数是今年三季度增速放缓的重要原因，但经济疲软导致的终端销售压力也是不争的事实，7-9月社零限额以上珠宝销售同比增速由正转负（平均-5%）。公司过去一年净增加600家加盟网店（占门店比例约20%），但1-9月加盟业务收入仅增长4%，意味着一年以上成熟门店的同店压力较大。此外，钻石采购金额同比减少，也导致境外采购钻石退税有所减少。

报表质量优化，负债率大幅下降，龙头地位凸显

3Q19单季度毛利率35.14%，同比提升0.89pp；销售+管理费用率下降0.69pp，财务费用率下降1.06pp，我们认为得益于加盟占比的进一步提升。尽管经营增长放缓，但整体报表质量仍然优秀，3Q19单季经营性现金流入3.4亿，季度末资产负债率22.9%，计息负债占比7.5%（去年同期33%）。

经济与珠宝消费的强相关性，意味着龙头公司的同店回暖需要等待经济复苏的信号，但行业集中度仍在持续提升。考虑去年季度间的基数影响，我们判断公司3Q19是全年业绩增速的低点，四季度有望回暖。我们预计公司19-20年净利润分别为9.8亿和11.8亿元，对应增速分别为21.4%和20.8%，综合考虑公司业绩增速和可比公司估值水平，给予19年20XPE，合理价值为26.82元/股，维持买入评级！

风险提示：宏观经济低迷；市场竞争加剧；中小品牌出清速度低于预期。

风险提示

1. 宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
2. 资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
3. 人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
4. 电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
5. 资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

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	北京市西城区月坛北 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

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。