

上海家化三季报略低预期，佰草集逐季改善六神低于预期

商贸零售周报

核心观点

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周下跌 24.30，跌幅 0.60%。板块本周上涨前五名分别是大连友谊(10.50%)、百大集团(9.24%)、萃华珠宝(8.42%)、上海物贸(7.78%)、安德利(7.12%)。

二、行业动态

据联商网零售研究中心统计，今年第三季度全国新开业各类商业项目 120 个（不含专业市场、游乐园、酒店及写字楼裙房，且商业面积≥2 万㎡），新增商业体量 1117.68 万方，平均商业体量 9.31 万方。

从近五年三季度开业的情况来看，整体呈现有涨有跌的趋势。以 2016 年为分界点，2017 年和 2018 年三季度虽然都维持在百个以上的开业量，但已经出现下滑的态势，说明开发商的态度越来越谨慎。

从同比增减度角度看，剔除 2015 年（2014 年三季度无数据参照，故以 0% 标备，无参考意义），近五年中有两年的开业数量是同比上增的，且在经历了两年的同比下跌后，2019 年三季度逆势上涨了 15%，2016 年三季度的大幅度放量，让 2017 和 2018 两年的同期比略有下滑，但开业量同样保持在百个的水平。

华东称霸，华南稳健：华东和华南以沿海城市为主，经济发达、人口密集、消费潜力大，一直都是商业地产非常活跃的地区。

其中华东以上海为代表，联合浙江和江苏并称为“三驾马车”，山东的人口和经济都很强大，也是开发商青睐的区域，加上福建、安徽、江西，三季度华东就贡献了 56 个购物中心，远远领先于其他区域。

华南地区三季度商业开发趋向理性，开 23 个购物中心。西南“三省一市”均有新项目入市，合力贡献 15 个购物中心，表现也很稳健。其他地区：西北 9 个、华中 7 个、华北 6 个、东北 5 个。

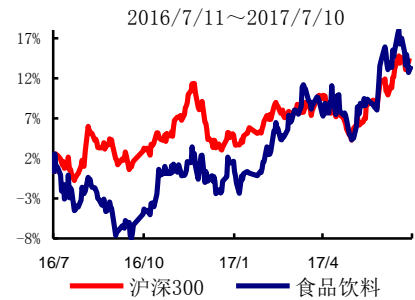
新一线城市表现抢眼：从城市上看，四个一线城市北京、上海、广州、深圳的开业数量均在 2 个及其以上的水平，一定程度上彰显了经济发达、商业氛围好、消费水平高、人口多的城市具备的优势，其中尤以上海最为突出，共 12 个项目开业，深圳也以 7 个开业量紧随其后，北京和广州均为 2 个。

以开业量≥3 个为标准的城市 TOP13 中，一线城市占比 15%，新一线城市占比 62%，二线城市占比 15%，三线城市仅临沂一个上榜，占比 8%。反映出，近年来经济发展较快、人口流量较大、营商环境越来越好的新一线城市受到开发商的青睐。

其他诸如香港、佛山、东莞、南宁、徐州、哈尔滨、富阳、黔南等城市的开业量也均在 2 个及其以上的水平。

体量规模集中在 5-10 万方：新开商业项目中，规模在 5 至 10 万方（含 5 万方，不含 10 万方）数量最多，占比约 34%；2 至 5 万方（含 2 万方，不含 5 万方）占比约 27%；10 至 15 万方（含 10 万方，不含 15 万方）占比约 23%；15 万方以上（含 15 万方）占比约 16%。

行业表现对比图



相关报告

研究员 韩保倩

电话：010-87413610

Email: hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

可见，目前全国商业项目开发仍以涵盖零售、餐饮、超市、影院、儿童乐园及其他生活服务的一站式中大型购物中心为主。同时，面积相对较小的（5万方以内）的社区型商业逐渐放量，是当下典型的商业类型，而大多位于深圳、上海、南京、苏州、福州等强经济城市，主要因这些城市老物业翻新较多和拿地成本相对较高。

三季度面积在 20 万方以上的超大型购物中心仅 6 个，分别是绍兴和悦城市奥莱、钦州吾悦广场、云尚·武汉国际时尚中心、重庆来福士购物中心、黔南州摩都娱购公园、大庆让胡路万达广场。

这反映出：一来以凯德、万达等为代表的外资和全国知名开发商企业的财力雄厚，开发和运营经验丰富，能更大承受拿地成本高和后期高难度运营的压力；二来，一线和二线城市商业发展趋向饱和，土地成本较高，偏向精致运营的项目，反之三四线等经济欠发达的城市，商业发展空间大、拿地成本压力小，偏向体量大的项目。

知名开发商集体涌入 标杆项目居多：统计后发现，三季度除了开业数量之多，还有个主要趋势是全国知名商业地产开发企业的集体涌入，且以大中型项目为主。以开业量≥2 的 TOP12 企业中，万达、华润置地、新城控股、爱琴海商业、龙湖商业、百联、万科等均在榜。

其中万达最为抢眼，开出 8 个，且以万达广场为主；华润置地在万象城和万象汇两条产品线齐发力，也开出 6 个项目；新城控股第三季度也开出 5 个吾悦广场，按照规划，四季度将有 18 座吾悦广场开业。

此外，以凯德集团、铁狮门为代表的外资企业，以恒隆地产、新鸿基地产为代表的港资企业，以复星国际、光大安石、苏宁置业、天河城集团、南国置业、天虹、金地商置、金鹰、华地国际、弘阳商业、花样年商业、云南城投、云泰商业等为代表的国内知名企业在三季度均有项目开业。

9 月份迎来开业集中期：三季度是全国下半场的开端，向来是开业高峰期，尤其是临近国庆节的 9 月份，2019 年三季度的情况符合这一规律。

据统计数据显示，三季度新开的商业项目中，国庆和中秋“双假”共同作用下的 9 月是开业集中期，有 69 家购物中心开业，占比约 58%；7 月开出 29 家，占比 24%；8 月开出 22 家，占比 18%。

接下来的四季度也是开业高峰期，购物中心开业量预计将略高于三季度（但不少项目将延期至明年），优质项目将逐步放量。

三、投资关注

1、上海家化 (600315)：2019 年 1-9 月，其实现营业收入 57.35 亿元，同比增长 5.8%；净利润 5.4 亿元，同比增长 19.09%；实现扣非净利润 3.79 亿元，同比增长 2%。单季度营收 18.13 亿元，同比增长 3.28%，归母净利润 0.96 亿元，同比下降 29.55%，业绩压力主要来自于 Q3 营销等费用率加速提升以及公允价值变动带动非经损失 3054 万。

主品牌佰草集前三季度营收持平，逐季改善，今年上半年推出利用休眠舱冻干科技的冻干面膜，并完成部分招新和存量用户盘活后，第三季度又上市了运用中法联合研制 R.N.A 科技的第二代太极日月精华，双十一预售表现优良，太极精华成为公司预售排名第二产品，自 9 月推出以来占佰草集营收比重超过 15%，有望助力品牌新客的吸纳和老客的盘活，目前线下新客占比已过半，其他品牌在稳步推新下预计将实现稳步成长。六神受天气等因素影响增速放缓至低个位数增长；美加净营收微跌但 Q3 已基本持平；高夫因产品转型影响营收微跌；此外，玉泽/家安/启初等成长品牌预计保持快速增长；汤美星 Q3 增速放缓主要系海外业务因英镑贬值及国外竞品促销力度加大影响。

2019 年 1-9 月公司电商全网 GMV 同比增长 27%，电商开票收入增速 19%，特渠实现 60%+ 的恢复性增长，目前线上收入占比约达到 22.5%；商超、母婴渠道均实现个位数增长；百货渠道双位数下跌，但 Q3 跌幅同比收窄。

公司现已形成多品牌多品类多渠道矩阵，抗风险能力较强，协同效率明显。前三季度公司业绩略低于预期，将看太极精华是否能帮助佰草集品牌重回增长轨道。

2、南极电商 (002127)：天虹股份(002419.SZ)发布 2019 年第三季度报告，实现营业收入 43.99 亿元，同比增长 2.05%；归属于上市公司股东的净利润 1.49 亿元，同比下降 20.75%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.10 亿元，同比下降 30.44%；基本每股收益 0.1239 元。

前三季度，实现营业收入 140.75 亿元，同比增长 1.75%；归属于上市公司股东的净利润 6.52 亿元，同比下降 3.15%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.61 亿元，同比下降 4.86%；基本每股收益 0.5432 元。

业绩承压的主要原因来自于门店的持续调整，费用压力较大，Q3 新开首家社区中心松瑞天虹和水韵城购物中心（加盟），独立超市 sp@ce 民治优城店，便利店新开 23 家关闭 11 家。各业态同店收入较中报有所改善，超市便利店利润改善，百货购物中心同店利润恶化，利润增速下滑。百货行业仍没有最优解的标准模式，各家百货公司根据自身特点进行不断尝试，天虹网络不断调整拓展，后续有望增强低线市场竞争力。

四、风险提示

需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoysin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	朱天辉	机械	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shiyingchao@guodu.com	傅达理	轻工、医疗服务	fudali@guodu.com
王义	医药	Wangyiyj@guodu.com			