

商业贸易

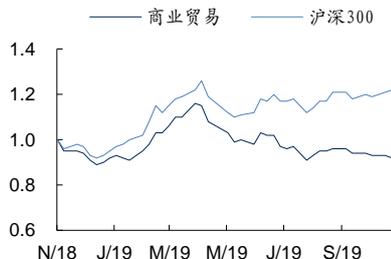
商贸零售 11 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 11 月 14 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业投资策略

受益通胀必选确定性高，关注超跌
可选龙头

相关研究报告:

《商贸零售 10 月投资策略: 必选超市稳健, 关注可选底部配置良机》——2019-10-14
《商贸零售 8 月投资策略: 受益通胀营收靓丽, 关注可选底部配置良机》——2019-09-16
《母婴零售行业深度: 存量时代的“单客经济”》——2019-09-16
《商贸零售 8 月投资策略: CPI 高位利好超市, 金价上涨提振珠宝》——2019-08-13
《商贸零售中报前瞻暨 7 月投资策略: 食品 CPI 维持高位, 超市同比改善可期》——2019-07-15

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

● 食品 CPI 维持高位, 必选稳定, 可选回落

2019 年 9 月, 社会消费品零售总额 34495 亿元, 同比名义增长 7.80%, 除汽车以外增长 9.0。必选消费增速虽小幅下滑仍然维持高增速, 部分可选品类环比提速。食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为 9.00/3.60/12.00%; 增速环比 -3.50/-1.60/-1.00pct; 可选消费增速环比下滑, 化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为 13.40/-6.60/1.20%; 环比+0.60/+0.40/-1.00pct。

● 三季报总结: 必选稳健, 可选高度分化

整体: 3Q19 商贸零售行业营业收入 1808.84 亿元, 同比增长 6.96%; 归母净利润 125.71 亿元, 利润端同比大幅增长主要系苏宁金服出表确认大额利润。3Q19 剔除苏宁影响, 收入/利润增速为 8.08/7.06%, 相对于 2Q19 收入/利润增速 10.94/6.99%, 收入端环比增速下滑, 利润端增速维持。尽管通胀水平较高对超市企业收入端积极影响明显, 然而可选消费疲弱, 导致整体收入增速放缓。

超市板块: 受益高通胀, 营收持续环比提升。 3Q19 超市板块重点观察 9 家上市公司营业收入 443.03 亿元, 同比提升 12.99%, 受益于高通胀水平带来高同店增长; 归母净利润 3.37 亿元, 同比增长 2.42%。9 家企业中, 6 家公司收入录得正增长, 其中永辉超市收入增速 22.26%, 家家悦收入增长 20.14%, 增速远超行业。利润增速方面, 永辉超市、家家悦、红旗连锁主业表现稳健, 步步高大幅减亏。

百货板块: 3Q 收入负增长, 经营承压。 3Q19, 百货板块重点观察 10 家上市公司营业收入 390.62 亿元, 同比下降 1.64%, 归母净利润 10.35 亿元, 同比提升 11.58%, 收入增速较 2Q19 转正后再次下探, 而利润端由于重庆百货的投资收益贡献录得较大增长, 然而龙头天虹股份、王府井仍然表现不佳。

黄金珠宝: 量跌价升, 业绩分化。 剔除豫园股份, 3Q19 收入/利润增速分别为 17.44/28.11%, 环比 2Q19 剔除豫园后板块收入/利润增速分别为 5.15/22.29%。个股分化明显, 黄金品类占比较高的老凤祥收入增速高达 24.59%, 而镶嵌品类占比较高的周大生收入增速仅为 0.22%。

● 投资建议: 受益通胀必选确定性高, 关注超跌可选龙头

受益于高通胀水平, 超市企业业绩确定性高, 表现稳健; 此外, 前期超跌的可选类龙头天虹股份、周大生等有望估值修复, 新加入母婴行业区域龙头爱婴室, 主要受益于展店提速及同店稳健。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、爱婴室。**重点公司盈利预测及投资评级**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601933	永辉超市	买入	7.79	74,554	0.24	0.32	32.46	24.34
603708	家家悦	买入	24.65	14,997	0.83	0.99	29.70	24.90
002867	周大生	买入	17.76	12,981	1.38	1.63	12.87	10.90
002419	天虹股份	买入	10.16	12,183	0.83	1.00	12.23	10.15
603214	爱婴室	增持	46.02	4,697	1.49	1.91	30.89	24.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

社零增速平稳，CPI 维持高位	4
三季度总结：必选稳健，可选高度分化	6
整体：3Q 营收增速放缓，利润增长稳定.....	6
超市板块：受益高通胀，营收持续环比提升.....	7
百货板块：3Q 收入负增长，经营承压.....	9
黄金珠宝：量跌价升，业绩分化.....	11
市场行情：渠道经营状况承压，商贸跑输大盘	13
板块行情：10 月零售跑输大盘.....	13
板块估值：行业估值仍处低位.....	14
个股行情：商贸零售整体表现不佳.....	14
十月投资组合回顾与十一月投资组合.....	15
双十一回顾：高增长持续，龙头份额稳固	16
投资建议：受益通胀必选确定性高，关注超跌可选龙头	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额同比变化情况 (%)	4
图 2: 限额以上企业商品零售总额及必需消费品类当月同比情况 (%)	5
图 3: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)	5
图 4: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)	5
图 5: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)	5
图 6: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%)	5
图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)	5
图 8: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)	6
图 9: 近年来 CPI 环比情况 (%)	6
图 10: 商贸零售行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)	6
图 11: 商贸零售行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)	7
图 12: 商贸零售行业分季度毛利率及净利率变化 (%)	7
图 13: 商贸零售行业分季度 ROE 变化 (%)	7
图 14: 超市行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)	8
图 15: 超市行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)	8
图 16: 超市行业分季度毛利率及净利率变化 (%)	8
图 17: 超市行业分季度销售费用率变化 (%)	9
图 18: 超市行业分季度管理费用率变化 (%)	9
图 19: 超市行业分季度 ROE 变化 (%)	9
图 20: 百货行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)	10
图 21: 百货行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)	10
图 22: 百货行业分季度毛利率及净利率变化 (%)	10
图 23: 百货行业分季度销售费用率变化 (%)	11
图 24: 百货行业分季度管理费用率变化 (%)	11
图 25: 百货行业分季度 ROE 变化 (%)	11
图 26: 黄金珠宝行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)	12
图 27: 黄金珠宝行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)	12
图 28: 黄金珠宝行业分季度毛利率及净利率变化 (%)	12
图 29: 黄金珠宝行业分季度 ROE 变化 (%)	13
图 30: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)	13
图 31: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)	13
图 32: 10 月板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)	14
图 33: 10 月板块指数 (申万三级子行业) 走势变化 (%)	14
图 34: 2019 年 10 月申万一级行业市盈率申万一级行业涨跌幅 (截至 10 月 31 日) (总市值加权平均)	14
图 35: 2019 年 10 月申万一级行业市盈率 (截至 10 月 31 日)	14
图 36: 历年“双十一”全网销售额及增速 (亿元、%)	16
图 37: 历年“双十一”当天主要电商销售额占比	16
图 38: 历年天猫“双十一”GMV 及增速 (亿元、%)	17
图 39: 阿里平台“双十一”创建订单峰值 (万笔/秒、%)	17
图 40: 京东历年 11.1-11.11 日 GMV 及增速 (亿、%)	17
图 39: 京东 2016-2019 年“双十一”当天销售份额	17
表 1: 超市板块主要上市公司业绩情况 (亿元、%)	9
表 2: 百货行业上市公司业绩情况 (亿元、%)	11
表 3: 黄金珠宝行业上市公司业绩情况 (亿元、%)	13
表 4: 商贸零售板块 19 年 10 月个股涨跌幅排行榜 (截至 10 月 31 日)	15
表 5: 策略组合各月收益情况	15

社零增速平稳，CPI 维持高位

2019 年 9 月份，社会消费品零售总额 34495 亿元，同比名义增长 7.80%（扣除价格因素实际增长 5.79%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 31097 亿元，增长 9.0%。2019 年前三季度，社会消费品零售总额 296674 亿元，同比名义增长 8.2%（扣除价格因素实际增长 6.4%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 268146 亿元，增长 9.1%。

按经营单位所在地分，9 月份，城镇消费品零售额 29112 亿元，同比增长 7.5%；乡村消费品零售额 5382 亿元，增长 9.0%。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%。

2019 年前三季度，全国网上零售额 73237 亿元，同比增长 16.8%。其中，实物商品网上零售额 57777 亿元，增长 20.5%，占社会消费品零售总额的比重为 19.5%；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%。

分品类数据来看，受益于通胀水平较高，必选消费增速虽小幅下滑仍然维持高增速，部分可选品类环比提速。食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为 9.00/3.60/12.00%；增速环比-3.50/-1.60/-1.00pct；可选消费增速环比下滑，化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为 13.40/-6.60/1.20%；环比+0.60/+0.40/-1.00pct。

我们预计至 2020 年上半年，CPI 仍将维持高位，必选品类如粮油食品有望维持较高增速。部分可选品类如化妆品类、家用电器和音像器材类月度波动较大，然而在消费升级大趋势下长期有望维持较好表现。

统计局数据显示，2019 年 10 月份，全国居民消费价格同比上涨 3.8%。其中，城市上涨 3.5%，农村上涨 4.6%；食品价格上涨 15.5%，非食品价格上涨 0.9%；消费品价格上涨 5.2%，服务价格上涨 1.4%。

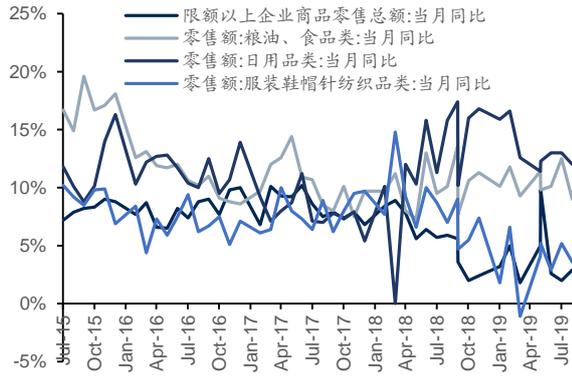
食品价格同比上涨 15.5%，涨幅扩大 4.3pct，影响 CPI 上涨约 3.05pct；非食品价格上涨 0.9%，涨幅回落 0.1pct，影响 CPI 上涨只有 0.7pct。在食品中，鲜菜价格下降 10.2%，鲜果价格由涨转降，下降 0.3%，两项合计影响 CPI 下降约 0.28pct。猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43pct，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 12.3%至 21.4% 之间，五项合计影响 CPI 上涨约 0.41pct。

图 1：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



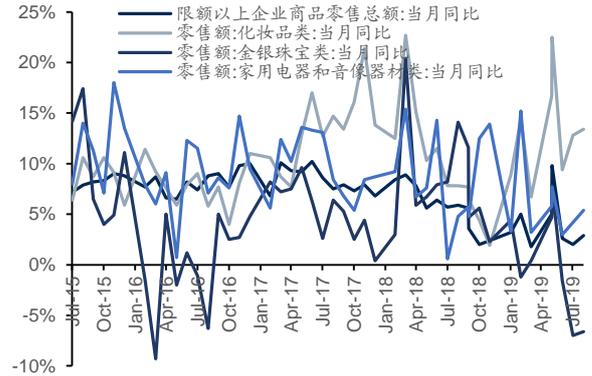
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 限额以上企业商品零售总额及必需消费品类当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

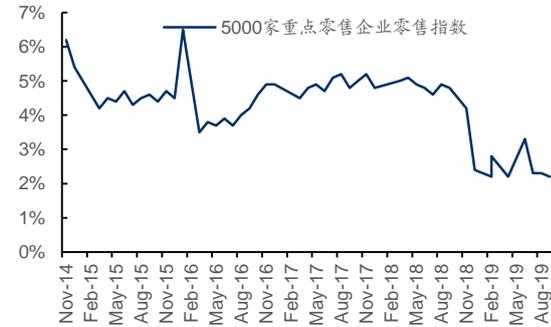
图 3: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

按零售业态分，9 月重点流通企业销售额中，超市、百货、专卖店行业同比增速分别为 1.20%/7.20%/-1.60%，超市板块维持较高景气度。

图 4: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



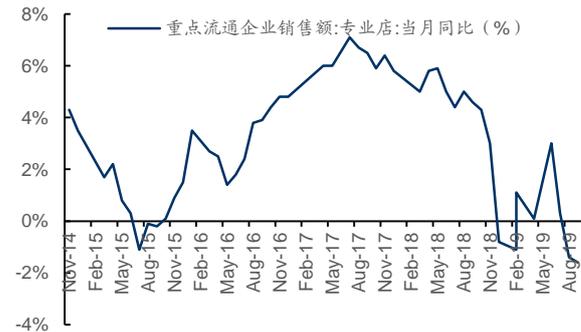
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



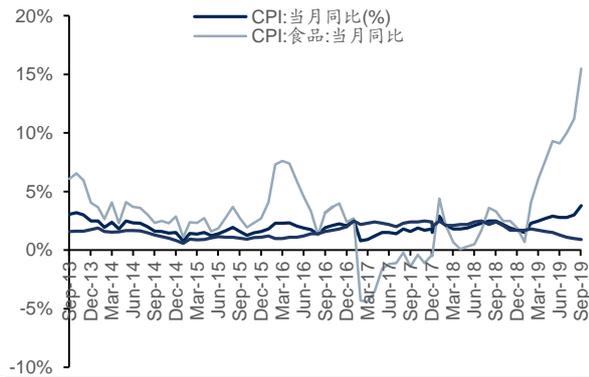
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)



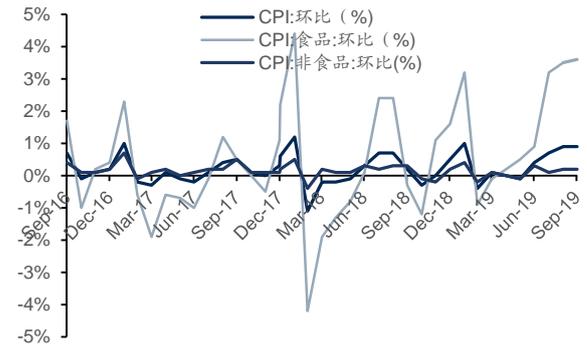
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)



数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 9: 近年来 CPI 环比情况 (%)



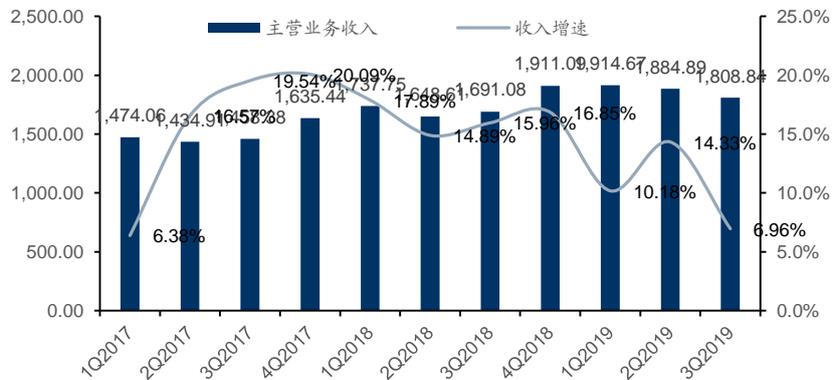
数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

三季报总结: 必选稳健, 可选高度分化

整体: 3Q 营收增速放缓, 利润增长稳定

3Q19, 商贸板块重点观察的 28 家上市公司实现营业收入 1808.84 亿元, 同比增长 6.96%; 归母净利润 125.71 亿元, 利润端同比大幅增长主要系苏宁金服出表确认大额利润。3Q19 剔除苏宁影响, 收入/利润增速为 8.08/7.06%, 相对于 2Q19 收入/利润增速 10.94/6.99%, 收入端环比增速下滑, 利润端增速维持。尽管通胀水平较高对超市企业收入端积极影响明显, 然而可选消费疲弱, 导致整体收入增速放缓。

图 10: 商贸零售行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 商贸零售行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3Q19 商贸零售行业毛利率为 19.69%，同比提升 0.67pct；板块净利率为 6.95%；剔除苏宁，净利率为 2.43%，同比基本维持不变。

图 12: 商贸零售行业分季度毛利率及净利率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 商贸零售行业分季度 ROE 变化 (%)



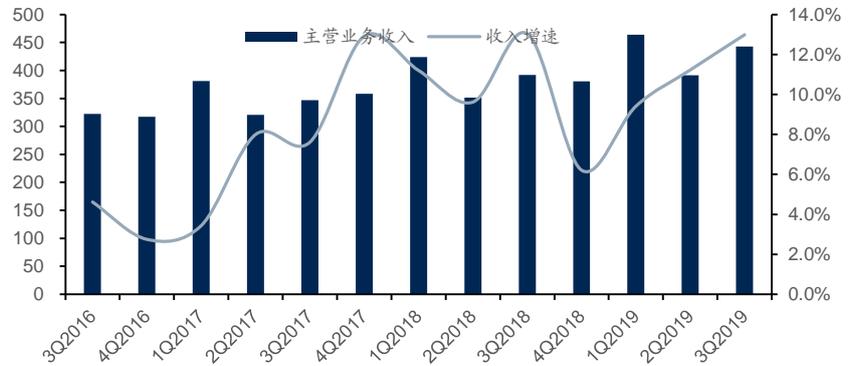
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

超市板块: 受益高通胀, 营收持续环比提升

3Q19 超市板块重点观察 9 家上市公司营业收入 443.03 亿元, 同比提升 12.99%,

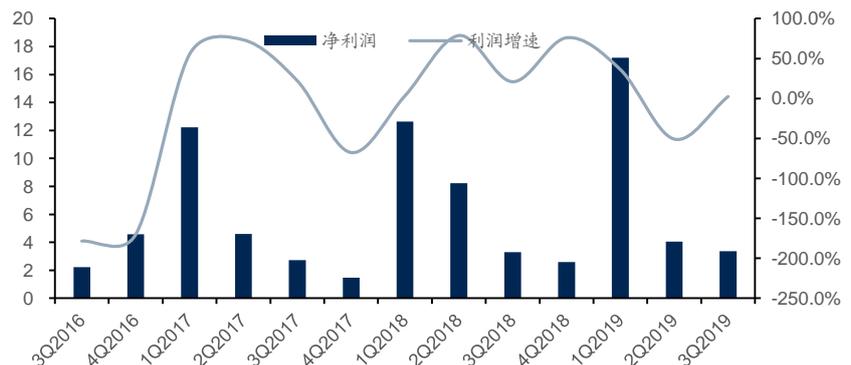
收入增速环比提升受益于高通胀水平带来高同店增长；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 2.42%。9 家企业中，6 家公司收入录得正增长，其中永辉超市收入增速 22.26%，家家悦收入增长 20.14%，增速远超行业。利润增速方面，永辉超市、家家悦、红旗连锁主业表现稳健，步步高大幅减亏。

图 14: 超市行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

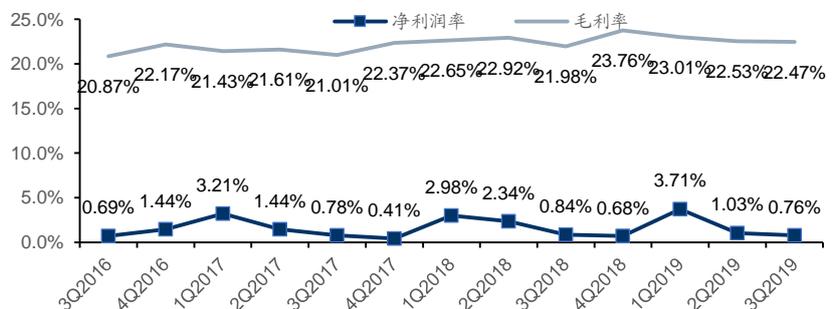
图 15: 超市行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3Q19 超市行业毛利率为 22.47%，同比提升 0.49pct；行业净利率下滑至 0.76%。

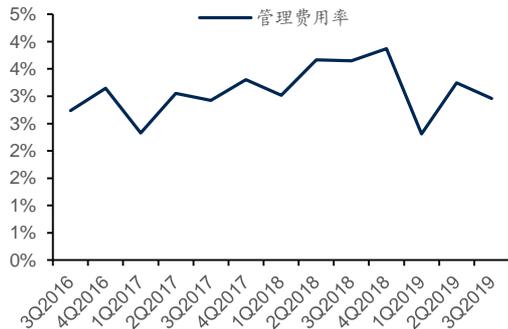
图 16: 超市行业分季度毛利率及净利率变化 (%、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

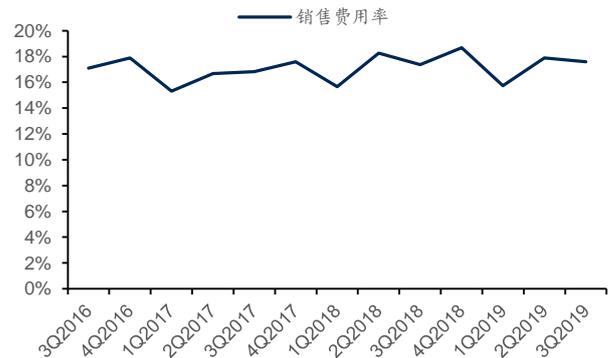
费用率方面，3Q19 行业销售费用率为 17.59%，同比提升 0.21pct，管理费用率 2.96%，同比下降 0.69pct。板块整体费用率呈现下降趋势，主要受龙头永辉超市股权激励费用计提减少、云创出表影响。

图 17: 超市行业分季度销售费用率变化 (%)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

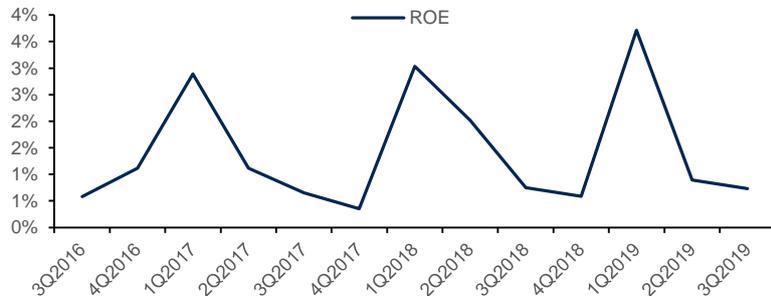
图 18: 超市行业分季度管理费用率变化 (%)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

ROE 方面, 3Q19 超市行业 ROE 0.73%, 同比持平。

图 19: 超市行业分季度 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 超市板块主要上市公司业绩情况 (亿元、%)

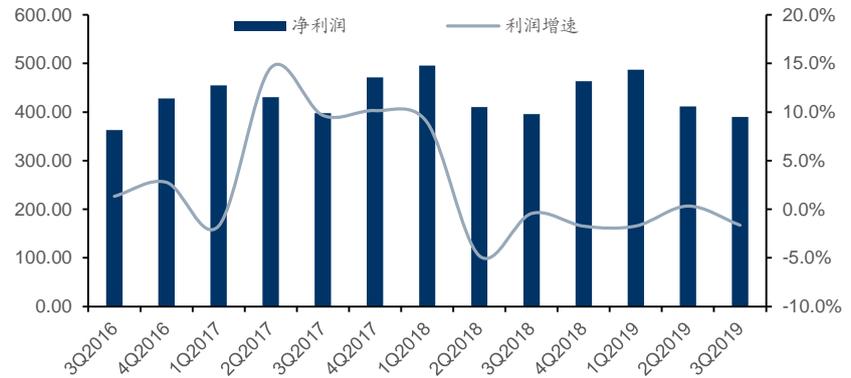
代码	公司简称	3Q19				ROE	2Q19				ROE
		营业收入 (亿元)	营收同比变化 (%)	归母净利润 (亿元)	净利润同比变化 (%)		营业收入 (亿元)	营收同比变化 (%)	归母净利润 (亿元)	净利润同比变化 (%)	
601933.SH	永辉超市	223.67	22.26%	1.69	100.30%	0.82%	189.40	21.18%	2.45	32.25%	1.23%
603708.SH	家家悦	40.00	20.14%	1.25	16.42%	4.45%	34.61	16.69%	0.85	18.18%	3.18%
002251.SZ	步步高	47.42	10.42%	-0.08	31.19%	-0.10%	44.65	3.93%	0.61	-5.11%	0.80%
002697.SZ	红旗连锁	20.58	11.59%	1.69	67.51%	5.75%	19.37	9.22%	1.58	56.84%	5.67%
000759.SZ	中百集团	37.84	2.71%	0.01	-87.64%	0.03%	35.38	1.71%	0.10	-97.79%	0.29%
601116.SH	三江购物	9.80	-7.94%	0.24	6.29%	0.78%	9.52	-0.96%	0.58	214.97%	1.87%
002264.SZ	新华都	13.12	-18.35%	-0.81	-1053.29%	-5.59%	13.43	-14.59%	-1.49	%	-9.60%
600361.SH	华联综超	31.91	2.58%	0.07	-75.04%	0.24%	27.47	0.29%	0.07	-31.52%	0.27%
002336.SZ	人人乐	18.68	-5.73%	-0.70	-507.30%	-5.39%	17.47	-6.57%	-0.72	-125.59%	-5.18%

资料来源: 资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
以上股票只作列示, 不作推荐

百货板块: 3Q 收入负增长, 经营承压

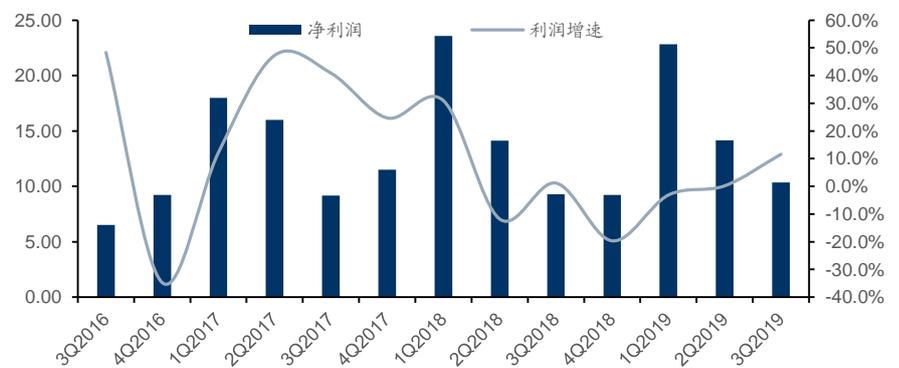
3Q19, 百货板块重点观察 10 家上市公司营业收入 390.62 亿元, 同比下降 1.64%, 归母净利润 10.35 亿元, 同比提升 11.58%, 收入增速较 2Q19 转正后再次下探, 而利润端由于重庆百货的投资收益贡献录得较大增长, 然而龙头天虹股份、王府井仍然表现不佳。

图 20: 百货行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

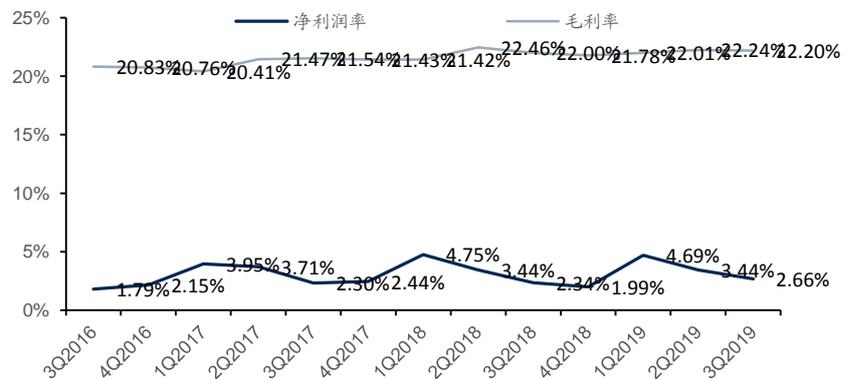
图 21: 百货行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3Q19 百货行业毛利率为 22.20%，同比提升 0.20pct；3Q19 净利率 2.66%，同比提升 0.31pct。

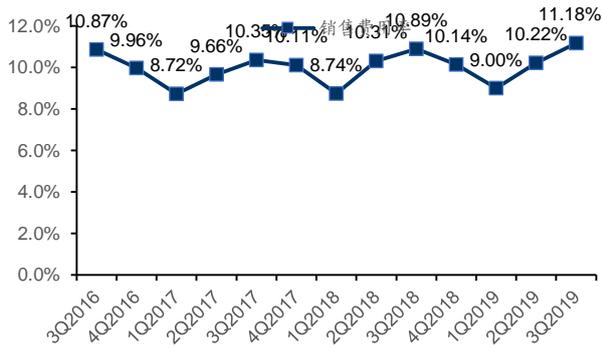
图 22: 百货行业分季度毛利率及净利率变化 (%、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

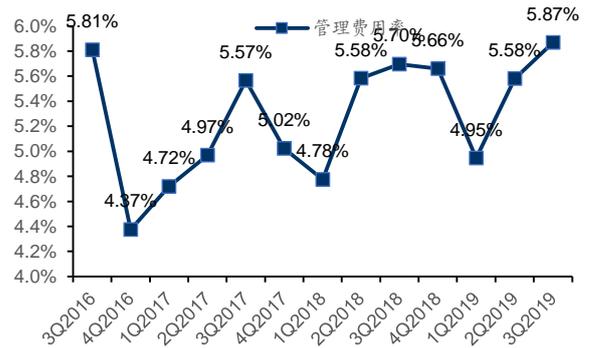
费用率方面，3Q19 百货行业销售费用率为 11.18%，同比优化 0.28pct；管理费用率 5.87%，同比提升 0.17pct。

图 23: 百货行业分季度销售费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

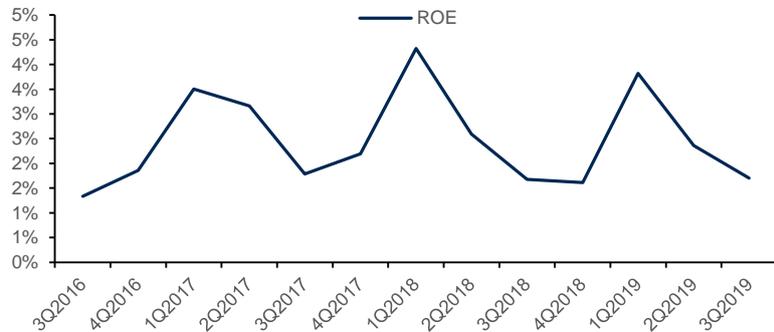
图 24: 百货行业分季度管理费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3Q19 百货行业 ROE 为 1.71%，同比小幅提升 0.03pct。

图 25: 百货行业分季度 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 百货行业上市公司业绩情况 (亿元、%)

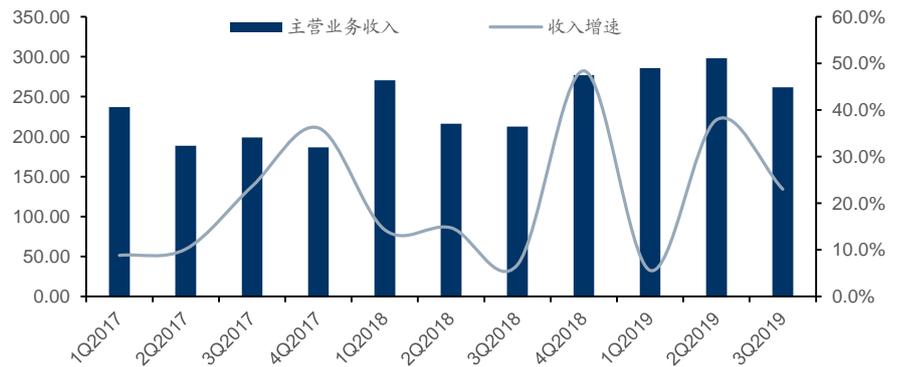
代码	公司简称	营业收入	营收同比变化	3Q19		ROE	营业收入	营收同比变化	2Q19		ROE
				归母净利润	净利润同比变化				归母净利润	净利润同比变化	
002419.SZ	天虹股份	43.99	2.05%	1.49	-20.75%	2.21%	44.97	4.57%	1.90	1.10%	2.88%
600859.SH	王府井	59.80	-0.33%	1.48	-36.57%	1.31%	62.56	3.44%	2.96	-1.76%	2.66%
000501.SZ	鄂武商 A	40.06	-1.87%	2.18	5.78%	2.41%	41.26	2.74%	3.05	4.51%	3.45%
600729.SH	重庆百货	73.78	-3.34%	2.30	214.18%	3.70%	81.76	2.33%	2.02	16.99%	3.39%
000417.SZ	合肥百货	24.20	4.89%	0.24	202.92%	0.60%	24.32	3.34%	0.17	-66.95%	0.42%
600697.SH	欧亚集团	38.92	4.61%	0.71	0.20%	2.21%	44.69	12.77%	0.78	0.38%	2.42%
600858.SH	银座股份	28.09	-2.65%	-0.20	43.58%	-0.64%	27.90	-5.22%	-0.02	-129.04%	-0.05%
600280.SH	中央商场	17.59	-4.88%	-0.63	-1886.54%	-4.62%	17.36	-13.56%	0.02	-93.92%	0.13%
002277.SZ	友阿股份	13.39	-7.74%	0.76	-29.54%	1.11%	13.92	-8.81%	0.81	-31.87%	1.18%
600694.SH	大商股份	49.79	-7.29%	2.03	17.75%	2.28%	52.72	-10.05%	2.46	-5.78%	2.82%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (以上股票只作列示, 不做推荐)

黄金珠宝:量跌价升, 业绩分化

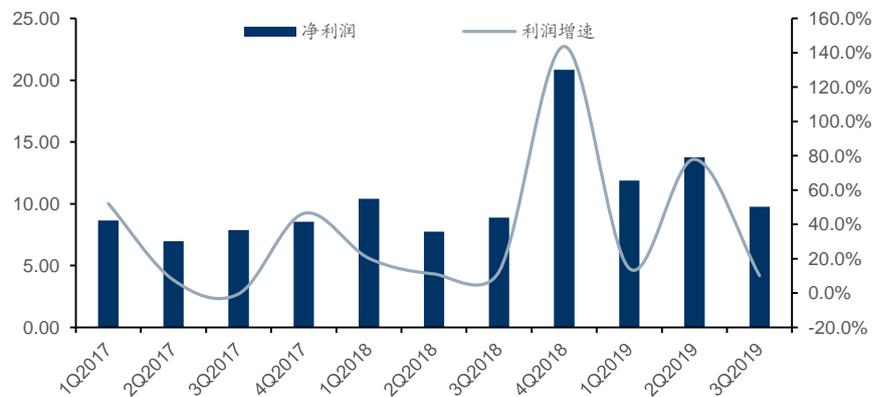
3Q19, 黄金珠宝行业重点观察的 6 家上市公司实现营业收入 261.66 亿元, 同比增长 23.02%, 归母净利润 9.77 亿元, 同比增长 10.12%。剔除豫园股份, 3Q19 收入/利润增速分别为 17.44/28.11%, 环比 2Q19 剔除豫园后板块收入/利润增速分别为 5.15/22.29%改善, 主要系黄金涨价因素对黄金品类占比较高的企业收入端与利润端带来积极影响。同时个股分化明显, 黄金品类占比较高的老凤祥收入增速高达 24.59%, 而镶嵌品类占比较高的周大生、莱绅通灵收入增速仅为 0.22/-18.37%。

图 26: 黄金珠宝行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

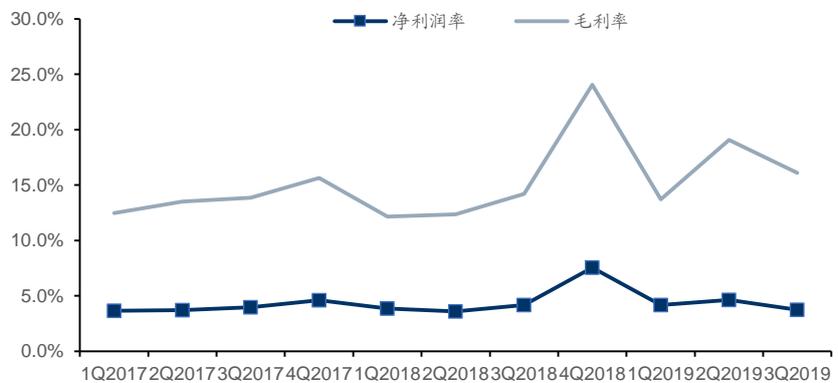
图 27: 黄金珠宝行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3Q19 黄金珠宝行业毛利率为 16.10%，同比增长 1.89%；板块净利率 3.73%，同比下降 0.44pct。剔除豫园股份，3Q19 板块毛利率 13.41%，同比提升 0.50pct，主要受益于黄金价格上行。

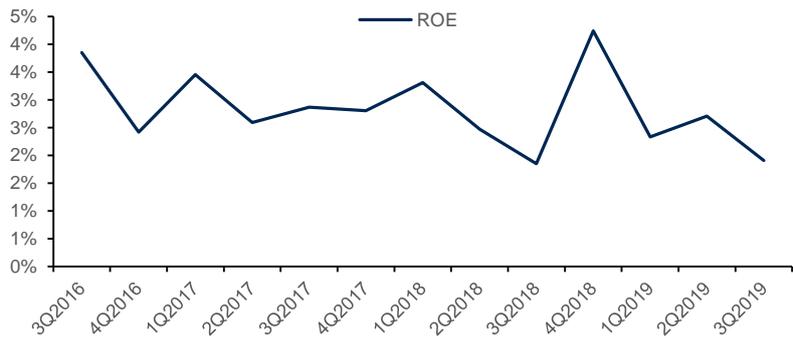
图 28: 黄金珠宝行业分季度毛利率及净利率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3Q19 黄金珠宝行业 ROE 为 1.91%，同比小幅提升。

图 29: 黄金珠宝行业分季度 ROE 变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 黄金珠宝行业上市公司业绩情况 (亿元、%)

		3Q19					2Q19				
		营业收入	营收同比变化	净利润	净利润同比变化	ROE	营业收入	营收同比变化	净利润	净利润同比变化	ROE
600612.SH	老凤祥	112.56	11.72%	3.38	7.52%	5.58%	131.00	17.76%	3.65	15.62%	5.27%
002867.SZ	周大生	14.17	36.34%	2.42	58.67%	6.51%	12.92	8.92%	2.81	46.16%	6.74%
603900.SH	菜绅通灵	3.46	-27.20%	0.39	-30.37%	1.60%	2.81	-38.84%	0.38	-39.98%	1.62%
600655.SH	豫园股份	53.15	11.61%	2.94	131.23%	1.06%	115.47	31.56%	6.19	-19.36%	2.11%
002721.SZ	金一文化	21.44	-33.67%	-0.86	-275.66%	-1.84%	27.97	-26.93%	0.24	194.68%	0.51%
002345.SZ	潮宏基	7.91	9.66%	0.61	-12.21%	1.73%	8.08	2.97%	0.50	-32.93%	1.44%

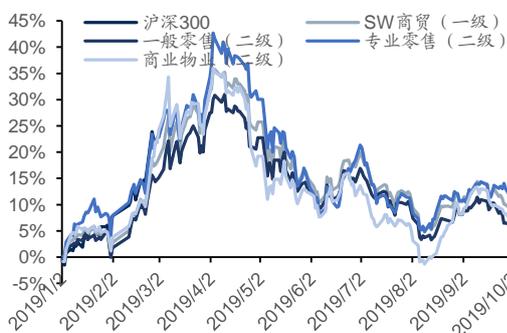
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (以上股票只作列示, 不作推荐)

市场行情: 渠道经营状况承压, 商贸跑输大盘

板块行情: 10月零售跑输大盘

19年10月, SW 商贸指数下跌 0.84%, 沪深 300 上涨 1.89%, 商贸零售行业跑输大盘。分子行业来看, 专业零售 (二级) 表现最好, 月度上涨 1.49%。三级子行业中, 百货、超市、多业态零售都出现下滑。今年以来, 沪深 300 涨幅达 29.10%, SW 商贸指数上涨 8.24%, 行业跑输大盘; 二级子行业中, 专业零售表现较好, 累积涨幅达到 13.14%。

图 30: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)



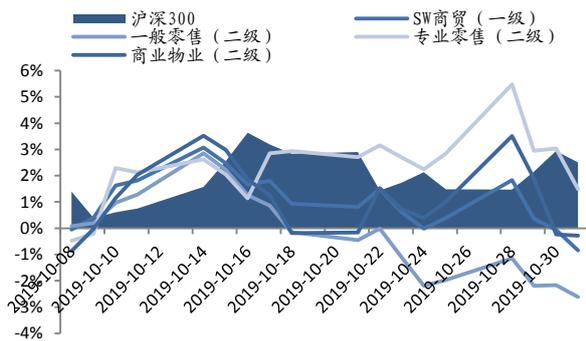
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)



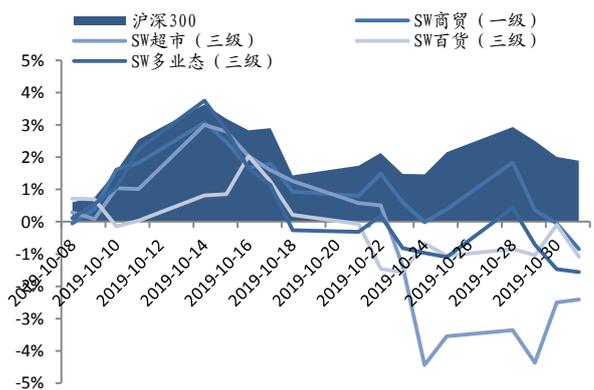
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 10月板块指数(申万二级)走势变化(%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 10月板块指数(申万三级子行业)走势变化(%)

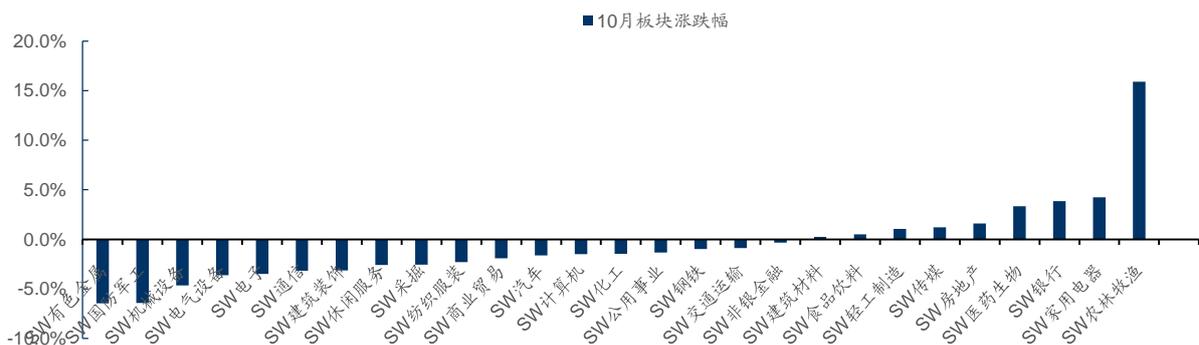


数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

板块估值: 行业估值仍处低位

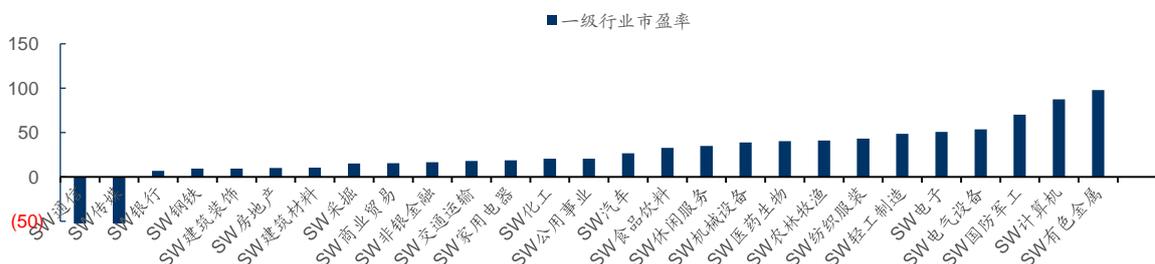
估值方面,截至10月31日,商业贸易行业动态市盈率(TTM,整体法)为19.23倍,仍处于估值底部区间。

图 34: 2019年10月申万一级行业市盈率申万一级行业涨跌幅(截至10月31日)(总市值加权平均)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 35: 2019年10月申万一级行业市盈率(截至10月31日)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

个股行情: 商贸零售整体表现不佳

当月涨幅排名前三位的公司为爱婴室、安德利、红旗连锁。我们重点关注的爱婴室、红旗连锁涨幅跃居板块前十。由于可选类型的经营状况不佳,百货、珠宝类公司跌幅较大。

表 4: 商贸零售板块 19 年 10 月个股涨跌幅排行榜 (截至 10 月 31 日)

涨幅前十					涨幅后十				
证券代码	证券名称	上月收盘价	最新收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券名称	上月收盘价	最新收盘价	涨跌幅%
603214.SH	爱婴室	38.95	46.93	20.49%	600122.SH	宏图高科	3.20	2.62	-18.13%
603031.SH	安德利	14.60	16.85	15.41%	002419.SZ	天虹股份	11.98	10.13	-15.44%
002697.SZ	红旗连锁	7.45	8.55	14.77%	603900.SH	莱绅通灵	11.40	9.75	-14.47%
603123.SH	翠微股份	5.76	6.57	14.06%	300622.SZ	博士眼镜	24.56	21.09	-14.13%
600278.SH	东方创业	11.53	13.07	13.36%	000058.SZ	深赛格	8.29	7.15	-13.75%
002251.SZ	步步高	7.45	8.35	12.08%	600821.SH	津劝业	4.95	4.32	-12.73%
002416.SZ	爱施德	5.38	5.92	10.04%	000715.SZ	中兴商业	7.12	6.30	-11.52%
600826.SH	兰生股份	11.40	12.39	8.68%	600898.SH	国美通讯	8.56	7.58	-11.45%
603101.SH	汇嘉时代	6.10	6.57	7.70%	000564.SZ	供销大集	2.50	2.22	-11.20%
600865.SH	百大集团	5.83	6.27	7.55%	600859.SH	王府井	14.39	13.02	-9.52%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

十月投资组合回顾与十一月投资组合

十月商贸零售板块跑输大盘, 我们推荐的公司表现逊于行业, 主要因前期表现较好的超市龙头永辉超市和家家悦回调明显, 而可选属性的百货、黄金珠宝表现不佳。我们再次重申天虹股份作为百货龙头、周大生作为黄金珠宝龙头, 在悲观情绪影响下出现一定程度错杀, 建议积极关注。

中长期我们认为行业集中度提升仍然是商贸零售的主旋律, 从整合集中提速的角度推荐高速展店、竞争优势明显的细分行业龙头。受益于通胀水平提升, 我们认为超市企业业绩确定性高, 表现稳健; 此外, 前期超跌的可选类龙头天虹股份、周大生等有望估值修复, 新加入母婴行业区域龙头爱婴室, 主要受益于展店提速及同店稳健。重点推荐**永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、爱婴室**。

表 5: 策略组合各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	零售板块收益率
2018 年 12 月-2019 年 1 月 (2018/12/13-2019/2/12)	永辉超市	9.62%	5.04%	0.95%
	家家悦	4.06%		
	周大生	0.66%		
	天虹股份	3.75%		
	王府井	7.27%		
2019 年 2 月 (2019/2/13-2019/3/14)	永辉超市	-3.51%	11.05%	13.43%
	家家悦	3.17%		
	周大生	4.50%		
	天虹股份	1.73%		
2019 年 3 月 (2019/3/15-2019/4/11)	永辉超市	11.15%	8.09%	9.59%
	家家悦	12.05%		
	周大生	15.68%		
	苏宁易购	14.62%		
	美凯龙	-0.92%		
2019 年 4 月 (2019/4/12-2019/5/14)	永辉超市	4.69%	-8.82%	-10.21%
	家家悦	13.29%		
	周大生	-6.76%		
	苏宁易购	-18.62%		
2019 年 5-6 月 (2019/5/15-2019/7/14)	永辉超市	5.78%	4.49%	-4.92%
	家家悦	5.89%		
	周大生	-0.96%		
	苏宁易购	-4.54%		
	天虹股份	5.44%		
2019 年 7 月 (2019/7/15-2019/8/12)	永辉超市	-4.98%	-4.60%	-7.04%
	家家悦	4.04%		

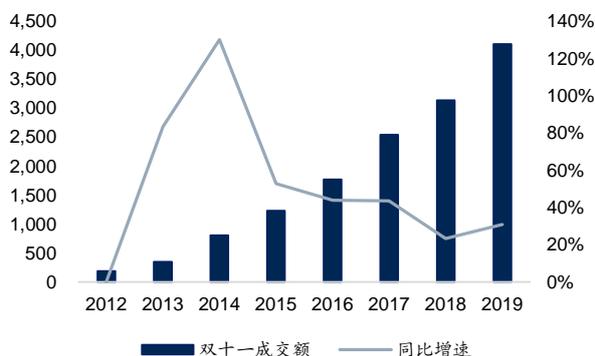
	周大生	9.36%		
	苏宁易购	-5.66%		
	天虹股份	-11.29%		
2019年8月 (2019/8/12-2019/9/15)	永辉超市	-3.77%	9.33%	8.77%
	家家悦	6.45%		
	周大生	-6.15%		
	苏宁易购	10.09%		
	天虹股份	2.19%		
2019年9月 (2019/9/15-2019/10/14)	永辉超市	-2.07%	-2.46%	-2.89%
	家家悦	5.07%		
	周大生	-4.68%		
	苏宁易购	-5.81%		
	天虹股份	-4.29%		
2019年10月 (2019/10/15-2019/11/13)	永辉超市	-14.46%	-1.35%	-6.92%
	家家悦	-9.64%		
	周大生	-11.55%		
	苏宁易购	-3.05%		
	天虹股份	-11.54%		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

双十一回顾：高增长持续，龙头份额稳固

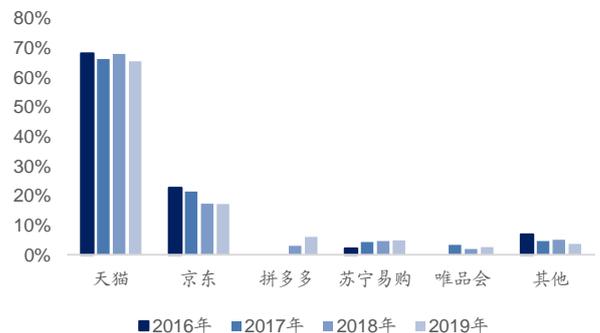
据星图数据，2019年“双十一”，全网销售额为4101亿元，同比增长31%，增速较2018年有所回升；产生包裹数量16.57亿个，同比增长24%；平均包裹价格为247.5元，同比增长6%，已实现连续三年增长。在各平台大力进攻下沉市场的背景下，单个包裹价格依旧保持增长，这说明用户在“双十一”购物的心智已经从“买便宜货”逐渐转变为购买兼顾“实惠”及“高品质”的商品。分平台来看，天猫依旧为行业领导者，全网销售额占比为65.5%，较去年降低2.4pct，主要系京东、拼多多加大补贴力度分流部分销售额所致；追随者方面，京东当天销售额占比为17.2%，与去年几乎持平；拼多多基数较低，叠加大力度的百亿补贴，成效显著，当天销售份额为6.1%，较去年增长3.1pct。

图 36: 历年“双十一”全网销售额及增速 (亿元, %)



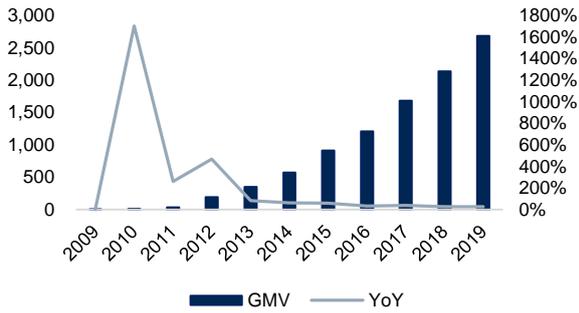
数据来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 37: 历年“双十一”当天主要电商销售额占比



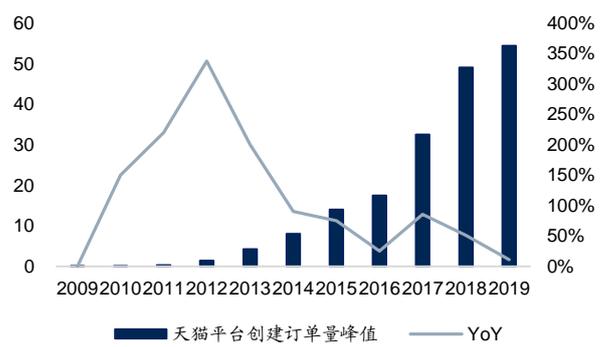
数据来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 38: 历年天猫“双十一”GMV 及增速 (亿元, %)



数据来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 39: 阿里平台“双十一”创建订单峰值 (万笔/秒, %)



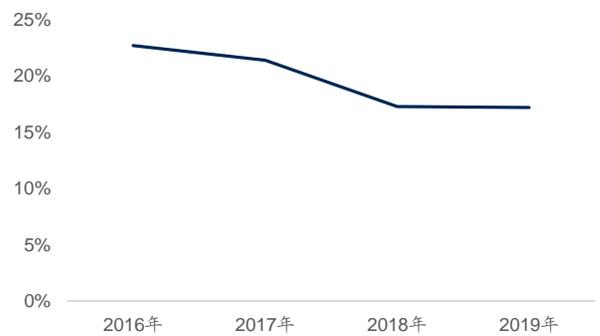
数据来源: 阿里数据、国信证券经济研究所整理

图 40: 京东历年 11.1-11.11 日 GMV 及增速 (亿, %)



数据来源: 亿邦动力、国信证券经济研究所整理

图 41: 京东 2016-2019 年“双十一”当天销售份额



数据来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

投资建议: 受益通胀必选确定性高, 关注超跌可选龙头

我们认为行业集中度提升仍然是商贸零售的主旋律, 从整合集中提速的角度推荐高速展店、竞争优势明显的细分行业龙头。受益于通胀水平提升, 我们认为超市企业业绩确定性高, 表现稳健; 此外, 前期超跌的可选类龙头天虹股份、周大生等有望估值修复, 新加入母婴行业区域龙头爱婴室, 主要受益于展店提速及同店稳健。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、爱婴室。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601933	永辉超市	买入	7.79	0.15	0.24	0.32	51.93	32.46	24.34	3.64
603708	家家悦	买入	24.65	0.71	0.83	0.99	34.83	29.70	24.90	5.33
002867	周大生	买入	17.76	1.11	1.38	1.63	16.05	12.87	10.90	2.93
002419	天虹股份	买入	10.15	0.75	0.83	1.00	13.47	12.23	10.15	1.06
603214	爱婴室	增持	46.02	1.18	1.49	1.91	39.00	30.89	24.09	4.85

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032