

商业贸易

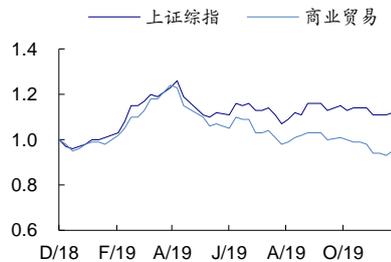
商贸零售年度投资策略

超配

(维持评级)

2019年12月10日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

关注电商、超市、专业连锁三条主线

相关研究报告:

《商贸零售 11 月投资策略:受益通胀必选确定性高,关注超跌可选龙头》——2019-11-14  
 《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

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码: S0980510120027

证券分析师:刘馨竹

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

● 新零售进入验证期,关注电商及专业零售

新零售走进第三年,巨头的新零售布局,均出现不同程度的放缓与收缩,企业在高速扩张过后,开始追求创新与盈利的平衡点。我们维持主要观点,新零售的“集中”和“细分”两大趋势持续演绎。“集中”短期难以完成,关注更难以细分化的“细分”:然而,我们认为超市赛道横向整合的过程难以短期完成,初创企业的投入仍未放缓,短期内竞争格局的不确定性增加。然而,在实体为主的领域,体验性、安全性、互动性诉求更强的细分专业连锁店,对电商有较好的防御性。

**电商仍然保持较高增长,关注 ARPU 提升及货币化率提升:**2019 年 1-10 月,全国网上零售额 82307 亿元,同比增长 16.4%。其中,实物商品网上零售额 65172 亿元,增长 19.8%,占社会消费品零售总额的比重为 19.5%。2018 年实物商品实体零售额增速仅为 4.62%,而电商实物销售增速则高达 25.40%。尽管电商增速有所放缓,相对实体零售的增长仍然非常明显。总用户量近天花板,后续持续增长空间在于 ARPU 增加及货币化率提升。

● 财务表现:增速放缓,必选确定性较强,可选相对疲弱

3Q19 行业整体收入环比增速下滑,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,然而可选消费包括百货、黄金珠宝等表现疲弱,导致整体收入增速放缓。**持续关注超市,选择确定性较强标的:**同时,受益于食品 CPI 维持高位,超市企业同店将保持较高水平。然而,基于竞争格局不确定性以及宏观经济的不确定性,建议关注经营相对保守稳健、确定性较强的标的。**此外,关注对电商渠道防御性较强的专业连锁:**如母婴零售、珠宝零售等专业连锁由于提供体验性、安全性等独特附加值,电商渗透率较低,仍能享有较好的成长性。

● 投资建议:关注电商、超市、专业连锁三条主线

**主线 1:** 电商将持续录得远超社零整体的增速,推荐多层次商业生态布局、下沉策略加速的阿里巴巴;**主线 2:** 继续重点推荐受益通胀,收入表现较好、确定性较强的超市板块。鉴于全渠道新零售仍处探索期,我们建议关注创新投入较小、经营策略相对稳健的家家悦。**主线 3:** 自下而上角度,由于专业性、体验性、安全性诉求,渠道价值较高,且持续受益份额提升的专业连锁龙头,建议关注周大生、老凤祥、爱婴室。重点推荐**阿里巴巴、家家悦、周大生、老凤祥、爱婴室。**

● 风险提示

电商市场竞争激烈;社零增速放缓导致企业同店增速放缓;企业展店不及预期。

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

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
9988.HK	阿里巴巴	买入	198.40	4,240,415	6.12	5.32	32.27	37.12
603708	家家悦	买入	23.60	14,358	0.83	0.99	28.43	23.84
002867	周大生	买入	19.04	13,916	1.38	1.63	13.80	11.68
600612	老凤祥	买入	48.36	20,032	2.66	2.94	18.18	16.45
603214	爱婴室	增持	41.93	4,279	1.49	1.91	28.14	21.95

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 估值与投资建议

新零售走进第三年，巨头的新零售布局，均出现不同程度的放缓与收缩，企业在高速扩张过后，开始追求创新与盈利的平衡点。我们维持主要观点，新零售的“集中”和“细分”两大趋势持续演绎。“集中”短期难以完成，关注更难以细分化的“细分”：然而，我们认为超市赛道横向整合的过程难以短期完成，初创企业的投入仍未放缓，短期内竞争格局的不确定性增加。然而，在实体为主的领域，体验性、安全性、互动性诉求更强的细分专业连锁店，对电商有较好的防御性。

我们提出三条投资主线：主线 1：电商将持续录得远超社零整体的增速，推荐多层次商业生态布局、下沉策略加速的阿里巴巴；主线 2：继续重点推荐受益通胀，收入表现较好、确定性较强的超市板块。鉴于全渠道新零售仍处探索期，我们建议关注创新投入较小、经营策略相对稳健的家家悦。主线 3：自下而上角度，由于专业性、体验性、安全性诉求，渠道价值较高，且持续受益份额提升的专业连锁龙头，建议关注周大生、老凤祥、爱婴室。重点推荐阿里巴巴、家家悦、周大生、老凤祥、爱婴室。

### 核心假设与逻辑

第一，电商仍将保持远超于社零总额的增速高度增长；

第二，专业连锁细分龙头通过差异化经营策略，良好的管理能力，持续构筑品牌护城河，获得更高的市场份额。

### 与市场的差异之处

1. 生鲜超市赛道固然是实体零售相对电商最具优势的赛道，然而近期一二级市场的投资金额很大，众多初创企业“烧钱”模式抢占份额，叠加业态演进的不确定性，建议在选择标的时更注重稳定性。
2. 对于黄金珠宝品类，由于库存因素以及终端销售下行前期表现不佳，我们认为后续终端销售下行的空间非常有限，而龙头加速展店提升份额的逻辑并未改变。

### 股价变化的催化因素

- 1、若社零增长提速，对行业形成普遍利好；
- 2、细分赛道下龙头加速抢占市场份额，获得超额 alpha 收益。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，电商市场竞争激烈的风险；

第二，社零增速持续放缓导致企业同店增速放缓；

第三，企业展店不及预期。

## 内容目录

<b>新零售进入验证期，关注电商及专业零售</b> .....	<b>7</b>
新零售整体：“集中”言之尚早，关注电商及专业零售 .....	7
实体-超市：集中度提升初期，分散格局短期难以改变 .....	8
实体-专业连锁：体验性、安全性诉求强，对电商冲击较小 .....	10
电商：增速仍高达 20%，然而持续放缓 .....	14
宏观：社零增长持续放缓，CPI 或将维持高位 .....	16
<b>财务表现：增速放缓，必选确定性较强，可选相对疲弱</b> .....	<b>18</b>
整体：收入增速放缓，必选确定性较强，可选相对疲弱 .....	18
超市板块：自上而下重点关注超市，受益高通胀营收高增长 .....	20
百货板块：景气度不佳，长线布局低估值质优企业 .....	23
黄金珠宝：景气不佳，业绩分化 .....	25
行情：板块整体跑输大盘，超市表现相对较好 .....	27
<b>投资建议：关注电商、超市、专业连锁三条主线</b> .....	<b>29</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>31</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>31</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 阿里系新零售布局.....	8
图 2: 京腾系新零售布局.....	8
图 3: 2016-2018 年我国主要超市企业关店数量 (个) .....	9
图 4: 2018 年我国主要超市企业收入规模 (亿元) .....	9
图 5: 中国前十零售商市场份额 (滚动 12 周) (%) .....	9
图 6: 英国前十零售商市场份额 (滚动 12 周) (%) .....	9
图 7: 中国与部分发达国家实体零售 CR5 对比图 (%) .....	10
图 8: 中国前十零售商市场份额前后对比 (%) .....	10
图 9: 2016 年母婴用品与其他快消品类网购渗透率与购买频次对比 (% , 次) .....	11
图 10: 历年母婴用品线上下渠道占比 (%) .....	11
图 11: 2018 年全国母婴快消品渠道金额占比 (%) .....	11
图 12: 2018 年全国母婴快消品渠道金额占比 (%) .....	12
图 13: 分城市级别母婴专卖店数量及同比增速 (家、%) .....	12
图 14: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%) .....	13
图 15: 我国主要珠宝公司历年门店增加数量 (个) .....	13
图 16: 2016 年我国黄金珠宝销售分品类占比比例 (%) .....	13
图 17: 国际黄金珠宝销售分品类占比比例 (%) .....	13
图 18: 2017 年, 千禧一代和 Z 时代在美国钻石行业消费贡献.....	13
图 19: 2016 年, 千禧一代和 Z 时代在中国钻石行业消费贡献.....	13
图 20: 2014-2016 年中、美、日三国消费者购买钻石的原因 .....	14
图 21: 中国网民规模与互联网普及率 (百万人) .....	15
图 22: 历年网购渗透率 (%) .....	15
图 23: 实物商品网上零售额累计同比增速及在社零中占比 (%) .....	15
图 24: 分月度移动互联网月活用户规模及增速 (亿、%) .....	15
图 25: 阿里、京东、拼多多活跃会员数 (百万人) .....	15
图 26: 阿里、京东、拼多多 GMV (百万元) .....	15
图 27: 历年“双十一”全网销售额及增速 (亿元) .....	16
图 28: 历年“双十一”当天主要电商销售额占比 .....	16
图 29: 历年“双十一”全网包裹数量及增速 (亿) .....	16
图 30: 历年“双十一”平均包裹平均价格及增速 (元) .....	16
图 31: 社会消费品零售总额同比变化情况 (%) .....	17
图 32: 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 (%) .....	17
图 33: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%) .....	17
图 34: 5000 家重点零售企业零售指数 (%) .....	18
图 35: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%) .....	18
图 36: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%) .....	18
图 37: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%) .....	18
图 38: 近年来 CPI 当月同比情况 (%) .....	18
图 39: 近年来 CPI 环比情况 (%) .....	18
图 40: 商贸零售行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%) .....	19
图 41: 商贸零售行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%) .....	19
图 42: 商贸零售行业分季度毛利率及净利率变化 (%) .....	20
图 43: 商贸零售行业分季度 ROE 变化 (%) .....	20
图 44: 超市行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%) .....	21
图 45: 超市行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%) .....	21
图 46: 超市行业分季度毛利率及净利率变化 (%、%) .....	22
图 47: 超市行业分季度销售费用率变化 (%) .....	22
图 48: 超市行业分季度管理费用率变化 (%) .....	22
图 49: 超市行业分季度 ROE 变化 (%) .....	22
图 50: 消费者对超市、卖场购物更加注重服务体验 .....	23
图 51: 百货行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%) .....	24
图 52: 百货行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%) .....	24
图 53: 百货行业分季度毛利率及净利率变化 (%、%) .....	24
图 54: 百货行业分季度销售费用率变化 (%) .....	25
图 55: 百货行业分季度管理费用率变化 (%) .....	25
图 56: 百货行业分季度 ROE 变化 (%) .....	25

图 57: 黄金珠宝行业分季度主营业务收入以及收入增速 (亿元、%) .....	26
图 58: 黄金珠宝行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%) .....	26
图 59: 黄金珠宝行业分季度毛利率及净利率变化 (%) .....	27
图 60: 黄金珠宝行业分季度 ROE 变化 (%) .....	27
图 61: 今年以来板块指数走势变化 (%) .....	28
图 62: 今年以来板块指数 (申万三级子行业) 走势变化 (%) .....	28
图 63: 今年以来申万一级行业涨跌幅 (%) (截至 11 月 30 日) (总市值加权平均法) .....	28
图 64: 2019 年 11 月申万一级行业市盈率 (截至 11 月 30 日) (TTM, 整体法) .....	28
图 62: 近十年申万商业贸易板块指数走势 .....	29
图 63: 近十年申万商业贸易板块指数 PE 走势 (倍) .....	29
表 1: 超市板块主要上市公司业绩情况 (亿元、%) .....	23
表 2: 百货行业上市公司业绩情况 (亿元、%) .....	25
表 3: 黄金珠宝行业上市公司业绩情况 (亿元、%) .....	27

## 投资摘要

### 估值与投资建议

新零售走进第三年，巨头的新零售布局，均出现不同程度的放缓与收缩，企业在高速扩张过后，开始追求创新与盈利的平衡点。我们维持主要观点，新零售的“集中”和“细分”两大趋势持续演绎。“集中”短期难以完成，关注更难以细分化的“细分”：然而，我们认为超市赛道横向整合的过程难以短期完成，初创企业的投入仍未放缓，短期内竞争格局的不确定性增加。然而，在实体为主的领域，体验性、安全性、互动性诉求更强的细分专业连锁店，对电商有较好的防御性。

我们提出三条投资主线：主线 1：电商将持续录得远超社零整体的增速，推荐多层次商业生态布局、下沉策略加速的阿里巴巴；主线 2：继续重点推荐受益通胀，收入表现较好、确定性较强的超市板块。鉴于全渠道新零售仍处探索期，我们建议关注创新投入较小、经营策略相对稳健的家家悦。主线 3：自下而上角度，由于专业性、体验性、安全性诉求，渠道价值较高，且持续受益份额提升的专业连锁龙头，建议关注周大生、老凤祥、爱婴室。重点推荐阿里巴巴、家家悦、周大生、老凤祥、爱婴室。

### 核心假设与逻辑

第一，电商仍将保持远超于社零总额的增速高度增长；

第二，专业连锁细分龙头通过差异化经营策略，良好的管理能力，持续构筑品牌护城河，获得更高的市场份额。

### 与市场的差异之处

3. 生鲜超市赛道固然是实体零售相对电商最具优势的赛道，然而近期一二级市场的投资金额很大，众多初创企业“烧钱”模式抢占份额，叠加业态演进的不确定性，建议在选择标的时更注重稳定性。
4. 对于黄金珠宝品类，由于库存因素以及终端销售下行前期表现不佳，我们认为后续终端销售下行的空间非常有限，而龙头加速展店提升份额的逻辑并未改变。

### 股价变化的催化因素

- 1、若社零增长提速，对行业形成普遍利好；
- 2、细分赛道下龙头加速抢占市场份额，获得超额 alpha 收益。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，电商市场竞争激烈的风险；

第二，社零增速持续放缓导致企业同店增速放缓；

第三，企业展店不及预期。

## 新零售进入验证期，关注电商及专业零售

### 新零售整体：“集中”言之尚早，关注电商及专业零售

2019年以来，巨头阿里和腾讯在零售板块的布局速度放缓：上半年阿里在国内零售领域的大笔投资仅为5月参投美凯龙，腾讯投资谊品生鲜，与2017-2018年大范围跑马圈地，投资明显收缩。同时，对于实体零售“水电煤”模式的改造进入验证期。

**模式创新企业开始寻求利润，重回零售本质：**2018年，部分创业公司已开始陆续退出新零售赛道；盒马鲜生CEO侯毅发表《2019年，填坑之战》，提出回归零售业的本质，部分盒马门店也出现关店；美团旗下的小象生鲜部分门店也进行关店调整；永辉超市也在18年底将包括超级物种、永辉生活的云创科技剥离出表，采用更为注重创新与盈利平衡的方式探索永辉MINI；苏宁旗下高速扩张的苏宁小店也将剥离出表。

**新鲜感过后，终归于成本、效率以及体验：**新零售走进第三年，无论是盒马、永辉、京东、美团系的新零售布局，均出现不同程度的放缓与收缩，企业在高速扩张过后，开始追求创新与盈利的平衡点。部分创新的商业模式尚未成熟或不具备大范围复制的可行性。无论前台体验、后台技术的演进和变化，零售的核心仍然是降本增效。供给端的新零售改造从部分龙头扩展至全行业，在需求端增长相对稳定的阶段，我们更乐意将新零售定义成市场格局重新划分的供给端主动升级行为，前台经营能力、中后台技术、供应链优势明显的企业加速淘汰落后企业。同时我们也期待以阿里、京东+腾讯为首的两大派系，加速全国分散的零售资源整合，真正实现规模效应的释放。

我们维持去年对新零售的主要观点，新零售的“集中”和“细分”两大趋势持续演绎：

**互联网巨头促进实体零售走向集中：**我国实体零售高度分散，通过互联网巨头资本+技术驱动逐步走向集中，市场集中度不断提升；**消费需求变化促进细分市场不断涌现：**消费升级的诉求，不断驱动更多垂直细分领域专业店出现，零售的业态将持续多元化。

**“集中”短期难以完成，关注更难以细分化的“细分”：**然而，我们认为超市赛道横向整合的过程难以短期完成，同时零售业态的自我改善仍处于初期，初创企业的投入仍未放缓，短期内竞争格局的不确定性增加。从投资的角度，我们建议关注持续高增长的电商渠道；此外，在实体为主的领域，注重对体验性、安全性、互动性更强的细分专业连锁店，对电商渗透有较好的防御性。

图 1: 阿里系新零售布局



资料来源: 百度、搜狐财经、新浪财经、腾讯财经、联商网、亿邦网、国信证券经济研究所整理

图 2: 京腾系新零售布局



资料来源: 百度、搜狐财经、新浪财经、21 财经、腾讯财经、联商网、亿邦网、国信证券经济研究所整理

回顾 2019 年的新零售布局:

**阿里巴巴新零售布局:** 认购红星美凯龙初始换股价格 12.28 元/股, 总规模 43.59 亿元的可交换债, 若全部换股则阿里将持有 10% 的股权, 同时阿里在香港收购红星美凯龙 3.7% 的 H 股; 全球化布局方面, 追加 Lazada 3 亿美元的投资, 2 月投资印度最大网上超市 Bigbasket 3 亿美元, 加速渗透东南亚线上购物市场; 与俄罗斯主权财富基金直接投资基金、俄罗斯最大的社交和 IT 集团 Mail.ru 以及俄罗斯综合电信运营商 MegaFon 宣布将共同组建合资公司 AliExpress Russia。

**腾讯的新零售布局:** 腾讯 20 亿领投谊品生鲜 B 轮融资, 6 月与每日优鲜启动战略合作“智鲜千亿计划”, 提出三年千亿目标。生鲜赛道持续加码。

**京东的新零售布局:** 京东 12.7 亿现金和承继债务购入五星电器 46% 的股权; 与来酷科技签约战略合作, 共同打造 3C 零售行业新独角兽; 战略投资新宇集团, 共同组建中国规模最大的钟表零售联盟。

**实体-超市: 集中度提升初期, 分散格局短期难以改变**

**横向整体提速, 然而尚处集中度提升初期:** 2019 年行业的整合趋势与 2018 年相较, 重大区别在于互联网巨头对实体的投资脚步放缓, 而实体商超横向整合加速。2019 年两大外资超市巨头家乐福、麦德龙分别被苏宁易购、物美集团收购, 物美、步步高参与区域零售龙头重庆百货国企改革, 永辉要约收购中百集团。同时, 当前阶段互联网巨头在运营层面参与实体零售的步伐目前仍以探索性和实验性为主, 短期内难以改变零售业高度分散的基本格局。

截止 2019 年 10 月 4 日, 我国零售市场份额前十的零售商分别是高鑫零售、华润集团、沃尔玛集团等, CR3 和 CR5 分别是 19.80%、27.10%, 横向对比, 相对其他发达国家仍然非常分散, 提升空间仍然很大。

**纵向比较, 实体零售多强局面仍然明显, 洗牌加剧:** 从我国零售集中度状况来看, 截止 2017 年 1 月 27 日, 我国 CR3 和 CR5 分别是 20.40/26.80%; 到 2019 年 10 月 4 日, 我国 CR3 和 CR5 分别是 19.80/27.10%, 相对 2017 年初, 集中度提升并不明显, 主要是因行业洗牌加剧, 沃尔玛、家乐福、高鑫零售等, 处于开店放缓或净收缩阶段, 份额小幅下滑; 永辉超市由于积极的扩张策略, 份额整体提升非常明显 (2017 年初 3.10% 提升至近期 4.20%); 此外外资超市家乐福与麦德龙的收购案, 进一步加剧了不确定性。

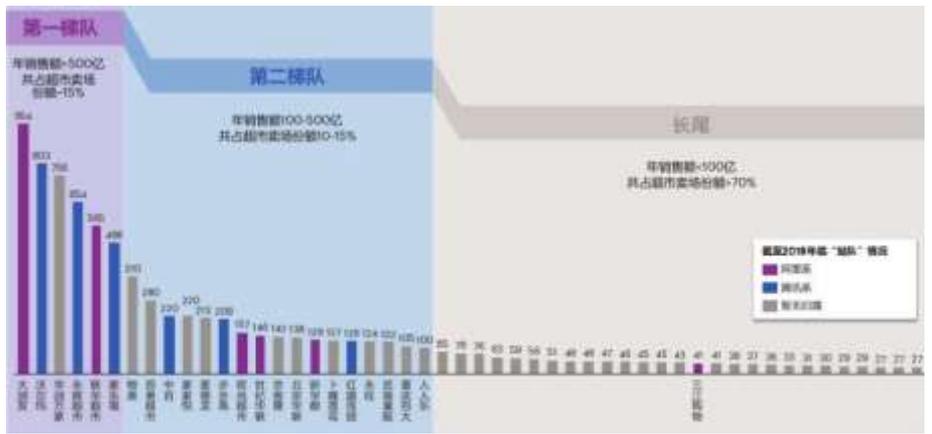
从 2017 年开始, 各大零售品牌门店都出现了不同程度的关店潮。

图 3: 2016-2018 年我国主要超市企业关店数量 (个)



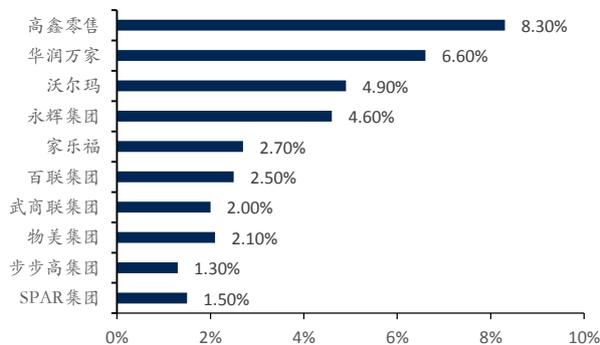
资料来源: 赢商网, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2018 年我国主要超市企业收入规模 (亿元)



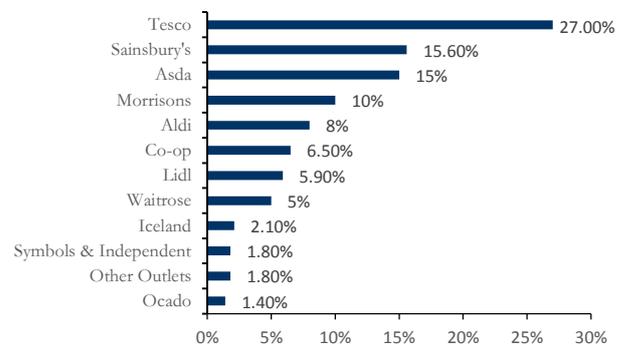
资料来源: 科尔尼, 国信证券经济研究所整理

图 5: 中国前十零售商市场份额 (滚动 12 周) (%)



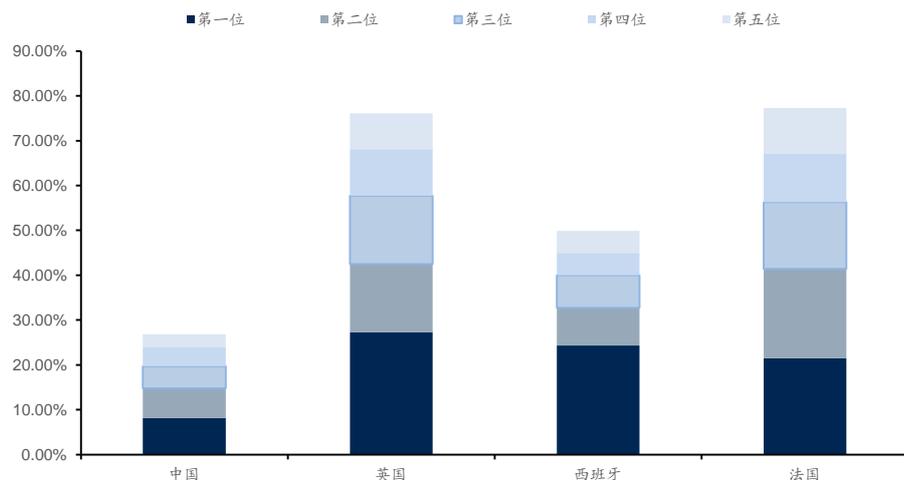
数据来源: 凯度咨询、国信证券经济研究所整理

图 6: 英国前十零售商市场份额 (滚动 12 周) (%)



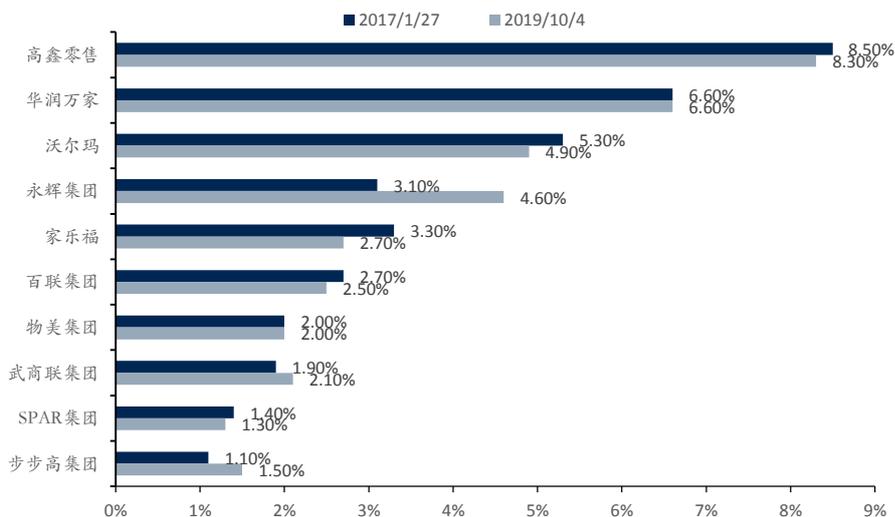
数据来源: 凯度咨询、国信证券经济研究所整理

图 7: 中国与部分发达国家实体零售 CR5 对比图 (%)



资料来源:凯度咨询, 国信证券经济研究所整理

图 8: 中国前十零售商市场份额前后对比 (%)



资料来源:凯度咨询, 国信证券经济研究所整理

**实体-专业连锁: 体验性、安全性诉求强, 对电商冲击较小**

**专业连锁对电商具有较强防御性:** 相对于快消、服装等电商渗透较高的品类, 产品属性相对特殊的品类, 由于体验性、安全性等诉求, 从而衍生专业连锁门店, 受线上渠道分流较小, 享有更稳健的成长。基于这一判断, 我们建议关注母婴连锁零售及黄金珠宝零售。

**● 母婴连锁: 份额提升+客单提升驱动成长**

**母婴专卖店的护城河:** 1) 信任度: 奶粉、辅食对于渠道可信度的要求较高; 2) 体验: 品类齐全、一站式服务的体验, 家庭购买的乐趣; 3) 专业与服务: 专业导购服务, 部分门店设有游乐、教育设施。

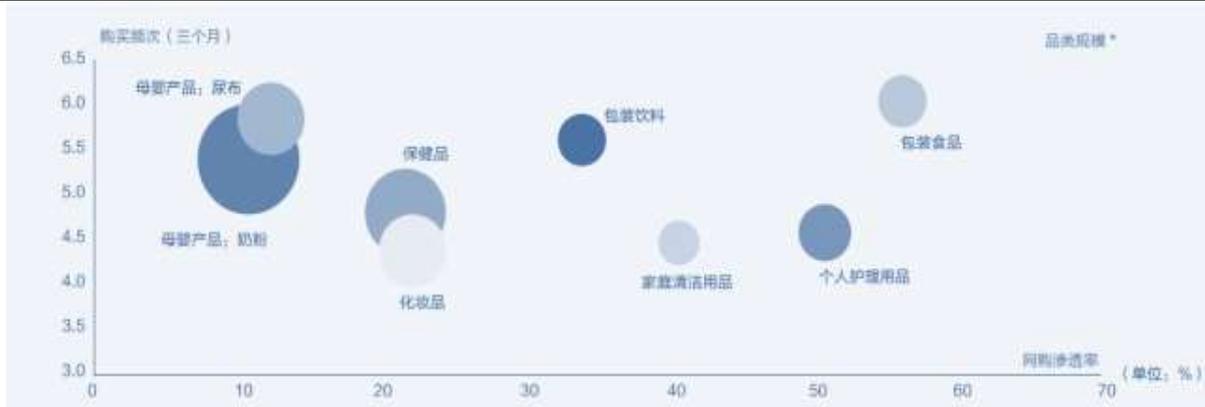
**实体专卖店成长性较好, 份额持续提升。**据易观, 2018年, 母婴实体渠道的零售规模约为2.3万亿, 网络零售规模约4582.6亿元。然而实体渠道内部分化也在加剧, 专业店渠道占比从2016年的46%提升至2018年的48%, 而传统商超则从23%萎缩至17%。电商渠道在节省时间、送货上门和价格的灵活性方面

有着较大吸引力。然而，消费者对母婴产品重质量的特性，推高了电商的信任成本，体验性诉求也需要通过到店消费满足。

**中短期内，母婴专业店被完全替代的可能性仍然较小。**实体店带来的信任感和体验感在短期内难以取代，如何提供更优质的服务与体验，成为母婴连锁的关键。例如孩子王，通过育儿顾问和用户形成强联系纽带，门店设置儿童游乐、早教才艺等区域，形成从商品到服务全方位覆盖，并拉长会员生命周期，向教育等服务领域延伸。而爱婴室部分门店提供婴儿抚触服务，专业化导购为消费者提供更好的消费体验，独特的买手制提供最优质的产品组合，与纯平台型电商打造差异化竞争。

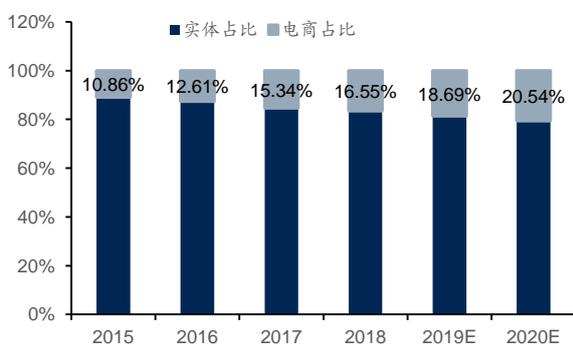
**成长空间：单店运营改善及展店提升市场份额。**孩子王，爱婴室等通过多种方式加强会员粘性，深耕单客经济。如果按照一二线城市人均母婴商品类支出为2万元，而孩子王、爱婴室的每个会员平均年消费额仅为1000~2000元，会员的消费贡献仍有较大提升空间。此外，集中度提升仍然是主旋律。我国母婴线下实体零售商数量众多，数量超过10万家，多为区域性小规模经营者。近年来，连锁龙头加速展店，收入增速高于行业增速。爱婴室从2019年来加速展店，通过连锁经营的品牌、供应链优势持续抢占市场份额。

图 9：2016 年母婴用品与其他快消品类网购渗透率与购买频次对比（%，次）



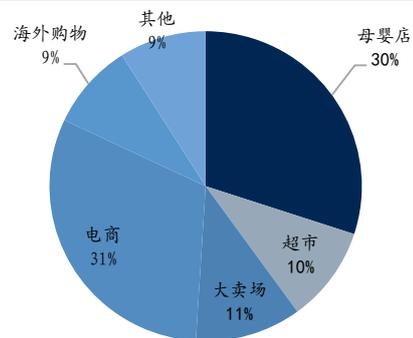
资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 10：历年母婴用品线上线下渠道占比（%）



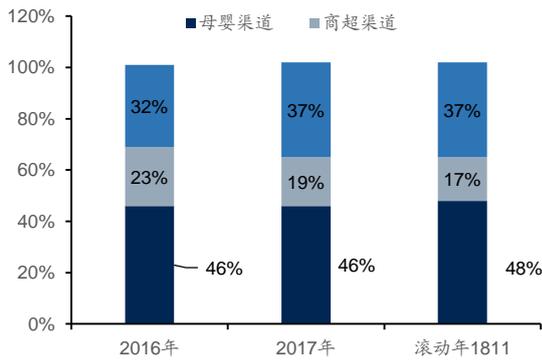
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 11：2018 年全国母婴快消品渠道金额占比（%）



资料来源：凯度咨询、国信证券经济研究所整理

图 12: 2018 年全国母婴快消品渠道金额占比 (%)



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

图 13: 分城市级别母婴专卖店数量及同比增速 (家、%)



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

● **黄金珠宝: 集中度提升是主旋律, 关注低景气度背景下低估值**

**品牌+渠道一体, 逐步树立经营护城河:** 黄金珠宝零售中, 品牌商即为渠道商, 不仅负责产品生产设计、品牌营销, 还通过加盟及直营模式进行渠道销售。由于品牌属性, 更容易塑造壁垒。

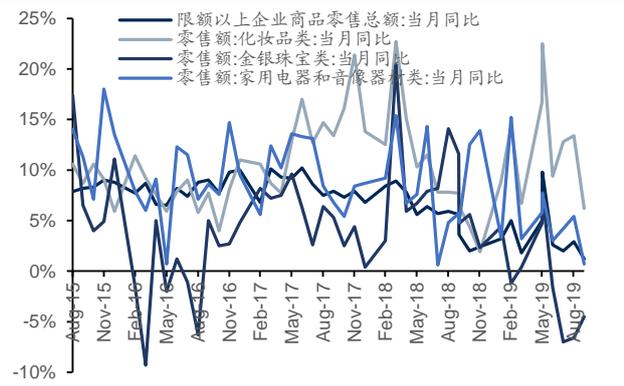
**长期增长潜力较大, 集中度提升是主旋律:** 据 Euromonitor, 2018 年, 我国黄金珠宝行业市场规模达到 6965 亿元, 同比增长 6.72%, 是增长最快的可选消费品类之一。产品结构上, 我国黄金首饰消费占比 58%, 随着消费升级和消费观念变化, 预计非素品类将体现更好的成长性。2017 年我国人均珠宝消费量 473 元, 而美国为 1403 元, 我国珠宝消费仍有较大提升空间。我国珠宝行业已形成境内、香港、国外品牌三足鼎立格局, 市场份额持续集中 (2017CR3 19.05%), 周大生、周大福等展店速度领先同行。

**头部品牌集中度提升, 尾部品牌经营承压:** 中国黄金珠宝行业已经进入了集中度提升的关键时期, 龙头企业逆市开店的积极竞争策略是可取的: 2018 年周大福和周大生合计开店超过 1100 个, 在市场需求增长相对低迷的背景下, 相当于消灭了一个中型珠宝品牌, 优质加盟商资源持续向龙头企业集中。在我国, 一二线珠宝渠道趋于饱和, 而通过加盟模式向三至五线扩张的策略已经得到验证。

**消费结构变化, 镶嵌品类更符合年轻消费者喜好:** 横向对比, 我国黄金珠宝的消费结构中, 钻石占比低于全球平均。戴比尔斯数据显示, 在我国, 年轻消费群体更青睐购买钻石, 千禧一代和 Z 世代创造了我国超过 80% 的钻石需求。影响以及消费群体年轻化, 多情景消费可能性带动的复购率提升, 镶嵌品类将展现出更好的成长性。

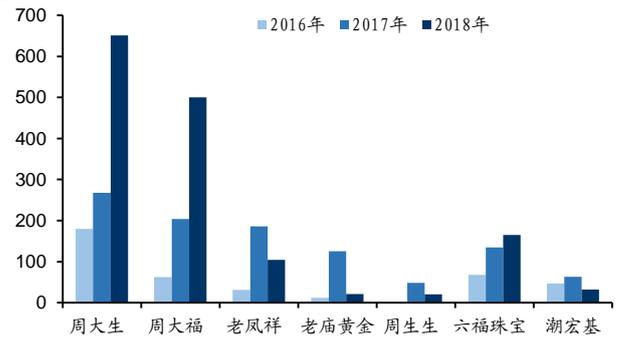
**关注低景气度下低估值的投资机会:** 由于宏观经济景气度不佳, 2019 年 1-10 月, 限额以上金银珠宝类零售总额增速仅为 0.1%, 部分珠宝企业经营状况不佳, 行业整体估值下行较大。在此背景下, 我们建议关注展店稳健、经营状况良好、估值水平处于低位的周大生。

图 14: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)



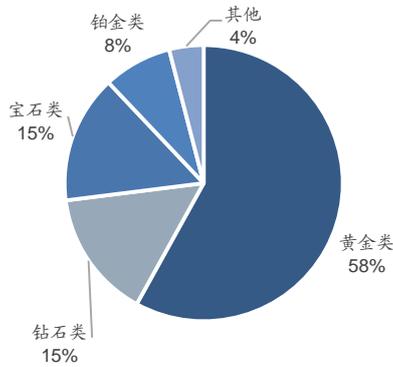
资料来源: Wind 证券经济研究所整理

图 15: 我国主要珠宝公司历年门店增加数量 (个)



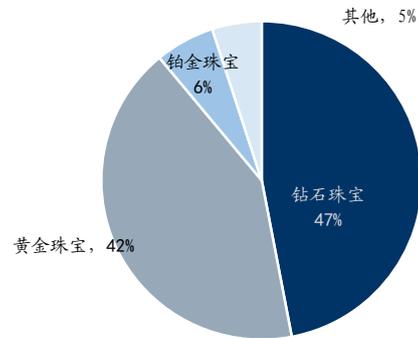
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 2016 年我国黄金珠宝销售分品类占比比例 (%)



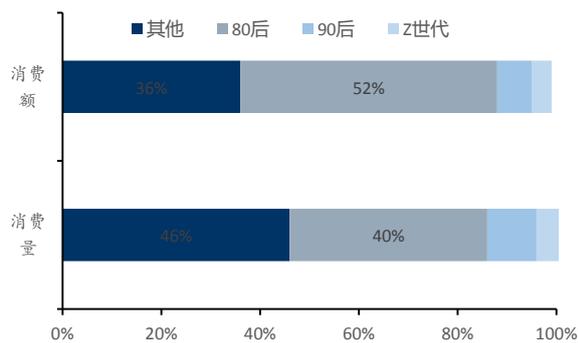
资料来源: IBISWorld、国信证券经济研究所整理

图 17: 国际黄金珠宝销售分品类占比比例 (%)



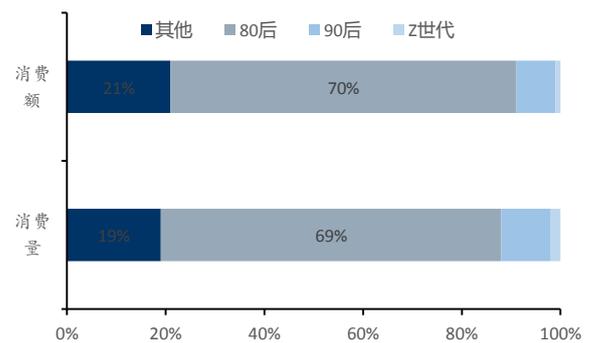
资料来源: 中国珠宝协会、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 18: 2017 年, 千禧一代和 Z 时代在美国钻石行业消费贡献



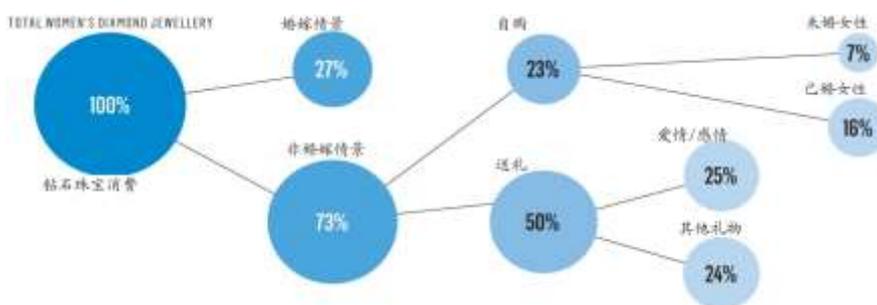
资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 19: 2016 年, 千禧一代和 Z 时代在中国钻石行业消费贡献



资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 20: 2014-2016 年中、美、日三国消费者购买钻石的原因



资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

### 电商: 增速仍高达 20%，然而持续放缓

**电商仍然保持较高增长，然而增速持续放缓:** 2019 年 1-10 月份，全国网上零售额 82307 亿元，同比增长 16.4%。其中，实物商品网上零售额 65172 亿元，增长 19.8%，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 34.8%、7.1%和 16.6%。我们以 2018 年社零总额为标准回溯，按照实物商品网上消费占社零比重、社零增速、实物商品网上零售额增速进行测算，则 2018 年实物商品实体零售额增速仅为 4.62%，尽管电商增速有所放缓，相对实体零售的增长仍然非常明显。

**总用户量近天花板，后续持续成长空间在于单客金额增加及货币化率提升。**

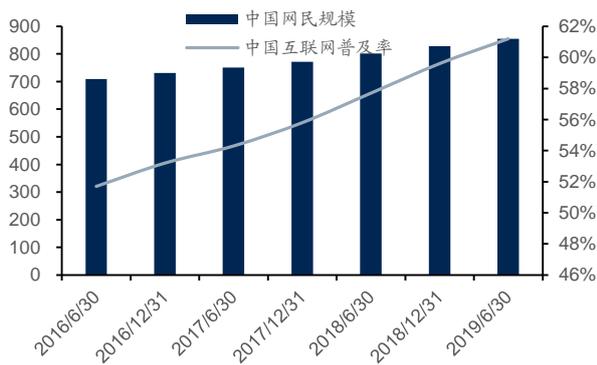
我们通过  $收入 = GMV * 货币化率 = 用户数 * 年消费金额 * 货币化率$  分析。

**1. 用户数:** 2019 年 6 月 30 日，中国网民总数达到 8.54 亿人，互联网渗透率达 61.2%；阿里巴巴 MAU 数量为 7.55 亿，在网民总数占比达到 88.3%。我们预期渗透率提升仍将带来一定用户增量，然而增长有限。未来增长来源主要来自下沉用户，据公司测算，当前下沉市场渗透率仅为 40%。

**2. 年消费金额:** 据统计局，2018 年实物商品网上零售额占社零比例为 18.4%，仍有较大提升空间。例如，FY19，阿里 ARPU(GMV/年活跃用户)为 8757 元，YOY 0.3%，由于 70%增量用户来自下沉市场，而 FY18/19 下沉市场新增用户 ARPU 值仅为 2000 元左右，平均 ARPU 增长仍然可观。后续年消费金额的提升空间，可能来自跨平台竞争份额的增加，以及全品类拓展对传统实体零售的进一步挤压。

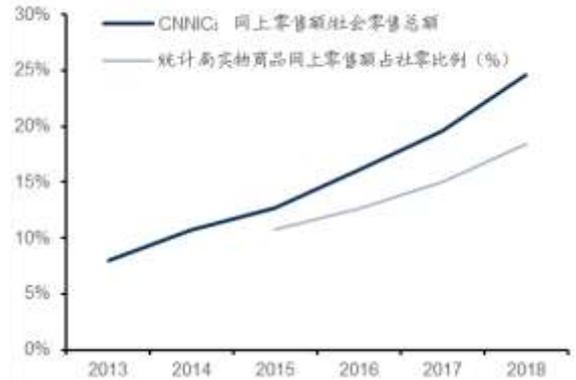
**3. 货币化率:** 随着平台规模持续扩大以及市场份额稳中有升，对上游品牌商的议价能力将持续增加，广告费和佣金费用率都有长期提升的空间。

图 21: 中国网民规模与互联网普及率 (百万人)



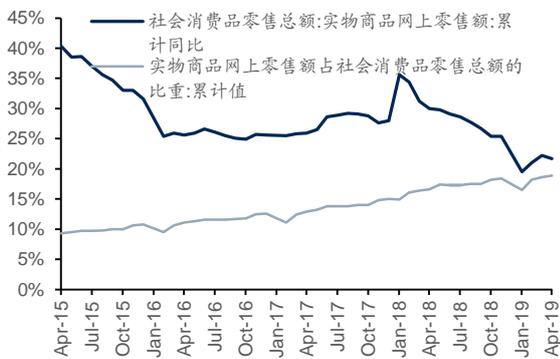
资料来源: CNNIC、国信证券经济研究所整理

图 22: 历年网购渗透率 (%)



资料来源: CNNIC、统计局、国信证券经济研究所整理

图 23: 实物商品网上零售额累计同比增速及在社零中占比 (%)



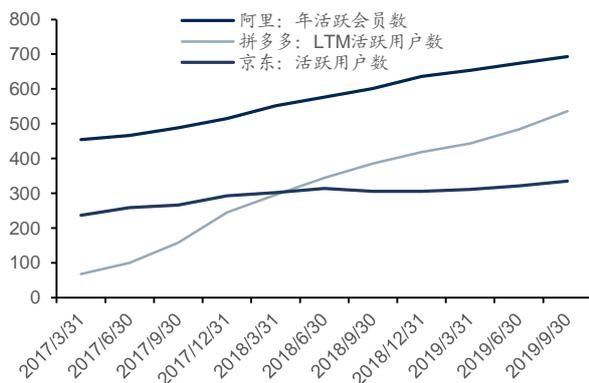
资料来源:统计局、国信证券经济研究所整理

图 24: 分月度移动互联网月活跃用户规模及增速 (亿、%)



资料来源: QuestMobile、国信证券经济研究所整理

图 25: 阿里、京东、拼多多活跃会员数 (百万人)



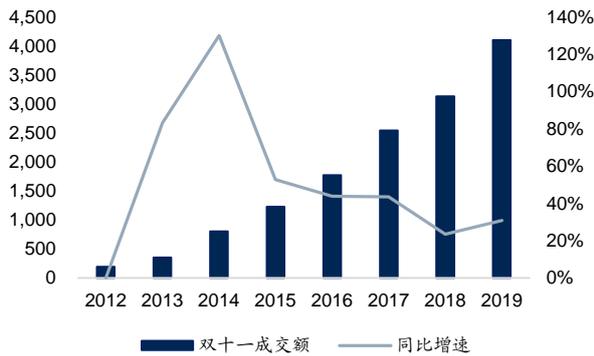
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 阿里、京东、拼多多 GMV (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理  
注: 阿里巴巴以每年 3/31 财年为截止

图 27: 历年“双十一”全网销售额及增速(亿元)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 28: 历年“双十一”当天主要电商销售额占比



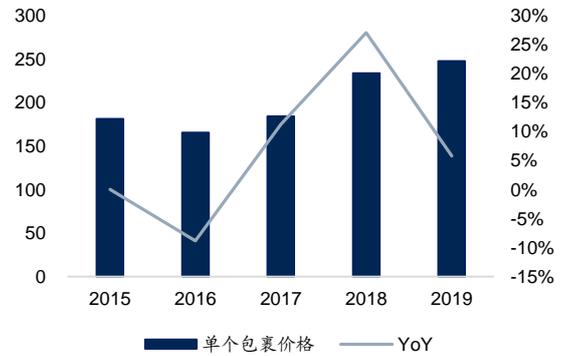
资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 29: 历年“双十一”全网包裹数量及增速(亿)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 30: 历年“双十一”平均包裹平均价格及增速(元)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

**宏观: 社零增长持续放缓, CPI 或将维持高位**

2019年10月份, 社会消费品零售总额 38,104 亿元, 同比名义增长 7.2% (扣除价格因素实际增长 4.9%, 以下除特殊说明外均为名义增长)。其中, 除汽车以外的消费品零售额 34,876 亿元, 增长 8.3%。2019年1-10月份, 社会消费品零售总额 334778 亿元, 同比增长 8.1%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 303,066 亿元, 增长 9.0%。

**下沉市场增速更高:** 按经营单位所在地分, 10月份, 城镇消费品零售额 32744 亿元, 同比增长 7.0%; 乡村消费品零售额 5360 亿元, 增长 8.6%。1-10月份, 城镇消费品零售额 286268 亿元, 同比增长 7.9%; 乡村消费品零售额 48510 亿元, 增长 9.0%。

**电商仍维持高增速:** 2019年1-10月份, 全国网上零售额 82307 亿元, 同比增长 16.4%。其中, 实物商品网上零售额 65172 亿元, 增长 19.8%, 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 34.8%、7.1%和 16.6%。

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/-0.80/12.00%; 增速环比+0.00/-1.60/+0.00pct; 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 6.20%/4.50%/0.70%；环比 -7.20%/+2.10%/-4.70pct。

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%。

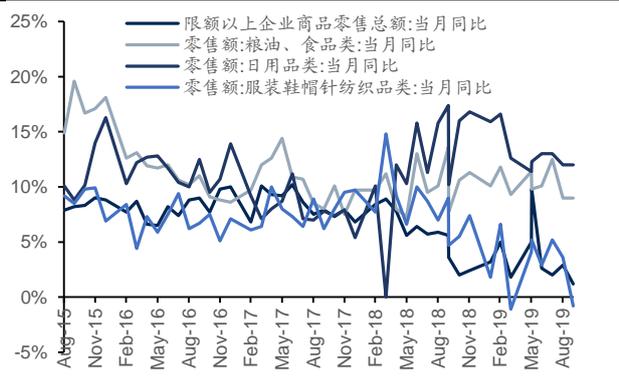
食品价格同比上涨 15.5%，涨幅扩大 4.3pct，影响 CPI 上涨约 3.05pct；非食品价格上涨 0.9%，涨幅回落 0.1pct，影响 CPI 上涨只有 0.7pct。在食品中，鲜菜价格下降 10.2%，鲜果价格由涨转降，下降 0.3%，两项合计影响 CPI 下降约 0.28pct。猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43pct，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 12.3%至 21.4%之间，五项合计影响 CPI 上涨约 0.41pct。

图 31：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



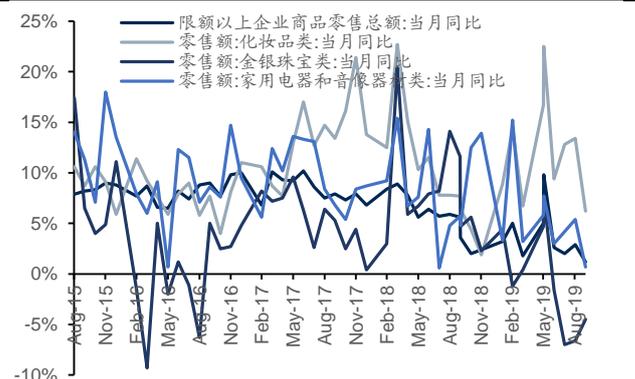
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 32：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

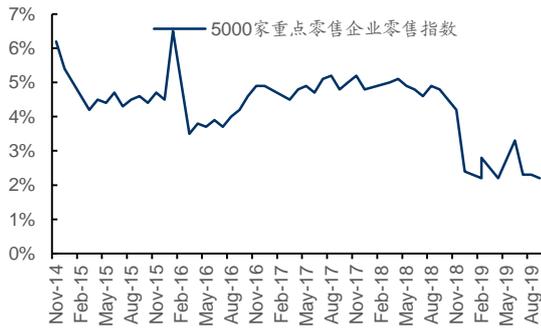
图 33：限额以上企业商品零售总额及可选消费品类当月同比情况（%）



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 34: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)



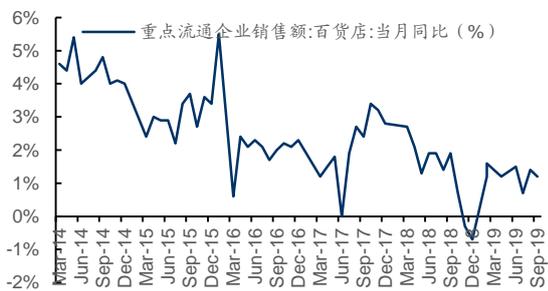
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



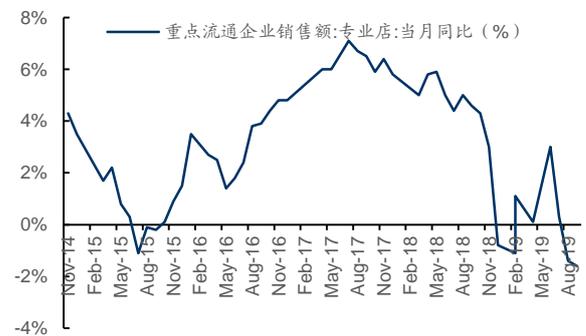
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 36: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



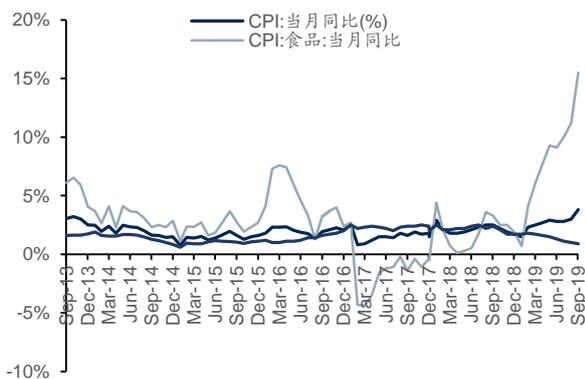
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)



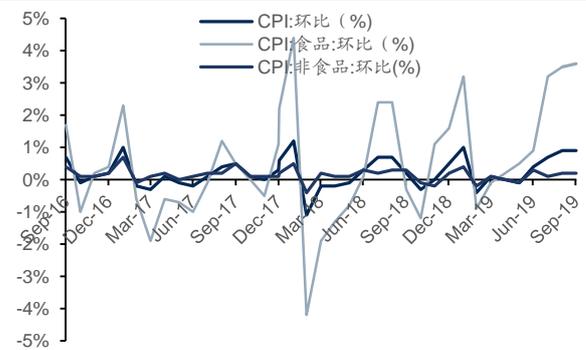
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 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 39: 近年来 CPI 环比情况 (%)



数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

**财务表现: 增速放缓, 必选确定性较强, 可选相对疲弱**

**整体: 收入增速放缓, 必选确定性较强, 可选相对疲弱**

**自上而下**

**持续关注超市, 选择确定性较强标的: 2019 年以来, 社零数据整体表现偏弱, 这和我们年初的预期是一致的: 外部环境贸易战影响扰动, 以及经济增速下行**

致使社零增速下行是大势所趋。同时，受益于食品 CPI 维持高位，超市企业同店将保持较高水平。然而，基于竞争格局不确定性以及宏观经济的不确定性，建议关注经营相对保守稳健、确定性较强的标的。

**关注对电商渠道防御性较强的专业连锁：**如母婴零售、珠宝零售等专业连锁由于提供体验性、安全性等独特附加值，电商渗透率较低，因此仍能享有较好的成长性。

**中长期看，消费升级仍然是长期趋势——**消费者仍然愿意为独特的体验和产品展示支付溢价。然而消费者的消费决策将更加精明，体现在选择加价倍率较低、性价比更高的产品；因此前台经营策略更适应消费者需求、后台供应链优势明显的龙头企业将有望受益。

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 40：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

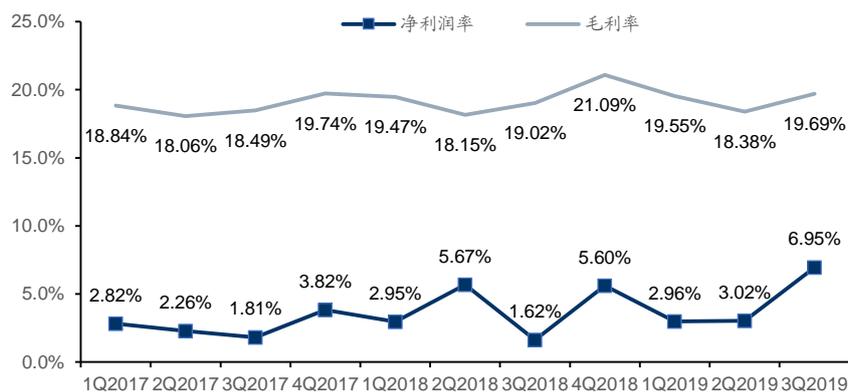
图 41：商贸零售行业分季度净利润以及利润增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

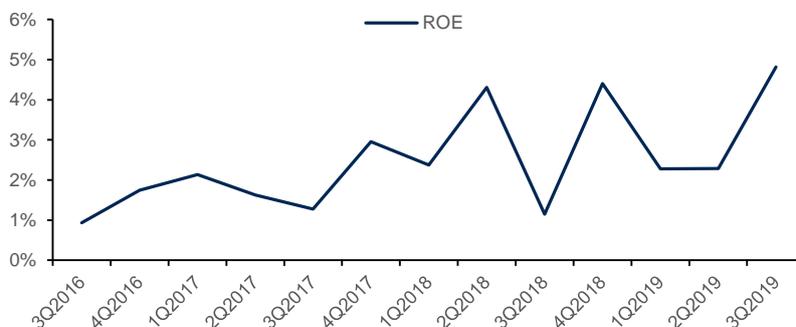
3Q19 商贸零售行业毛利率为 19.69%，同比提升 0.67pct；板块净利率为 6.95%；剔除苏宁，净利率为 2.43%，同比基本维持不变。

图 42: 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 43: 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: 自上而下重点关注超市, 受益高通胀营收高增长**

从自上而下的角度, 继续重点推荐受益通胀营收端表现较好、确定性较强的超市板块。然而, 行业整体呈现竞争加剧、创新投入增加的趋势, 鉴于全渠道新零售仍处探索期, 我们建议关注创新投入较小、经营策略相对稳健的公司。

**食品 CPI 上行提振超市板块:** 我们预计 2020 年上半年通胀仍将维持较高水平, 对超市板块持续形成提振。超市板块也是今年以来, 收入端和利润端唯一持续改善的子板块。2019 年 10 月份, 全国居民消费价格同比上涨 3.8%; 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。

**新零售第三年, 探索深化, 填坑之战:** 生鲜领域成为各大巨头重点聚焦领域, 2017 年创新型业态盒马鲜生、超级物种为首, 京东旗下 7FRESH、美团旗下小象生鲜也争相涌现。进入 2019 年, 新零售的诸多创新业态进入验证期, 阿里旗下盒马鲜生提出“填坑之战”, 永辉旗下 mini 店+永辉买菜成为探索的新方向。业态的探索从早期的“四不像”餐饮+零售 O2O, 逐步向小业态方向的社区店、前置仓+到家模式深化。

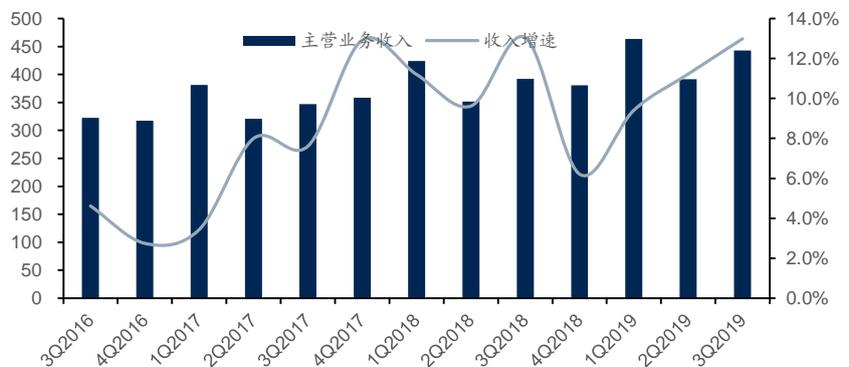
**并购持续落地, 然而行业整合尚在早期:** 2019 年, 超市领域重大并购接连落地

——苏宁收购家乐福、物美集团收购麦德龙、物美+步步高参与重百混改，以及尚在审核过程中的永辉收购中百集团。然而我们认为，国内超市的整合仍然处在早期，行业竞争格局仍然存在不确定性。**长期来看，核心竞争力在于规模及效率：**超市最终是拼规模与效率的行业，前端的扩张能力与中后端内控能力（费用控制、直采能力等）缺一不可。

基于以上判断，我们重点推荐经营稳健、扩张有序的家悦；建议关注传统云超稳健、积极探索创新业务的永辉超市。

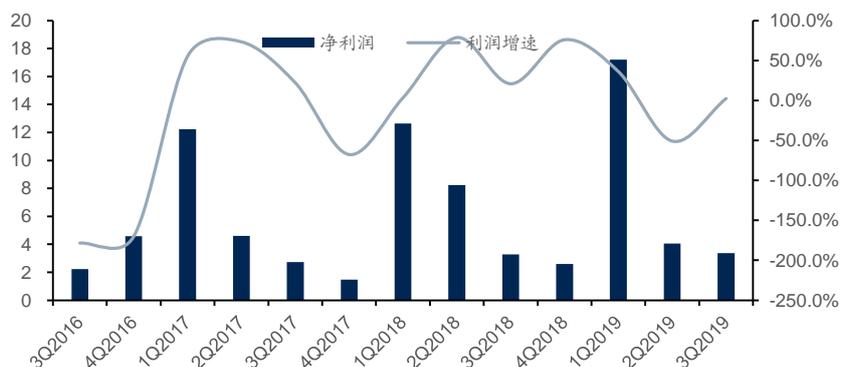
**财务回顾：**3Q19 超市板块重点观察 9 家上市公司营业收入 443.03 亿元，同比提升 12.99%，收入增速环比提升受益于高通胀水平带来高同店增长；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 2.42%。9 家企业中，6 家公司收入录得正增长，其中永辉超市收入增速 22.26%，家家悦收入增长 20.14%，增速远超行业。利润增速方面，永辉超市、家家悦、红旗连锁主业表现稳健，步步高大幅减亏。

图 44：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

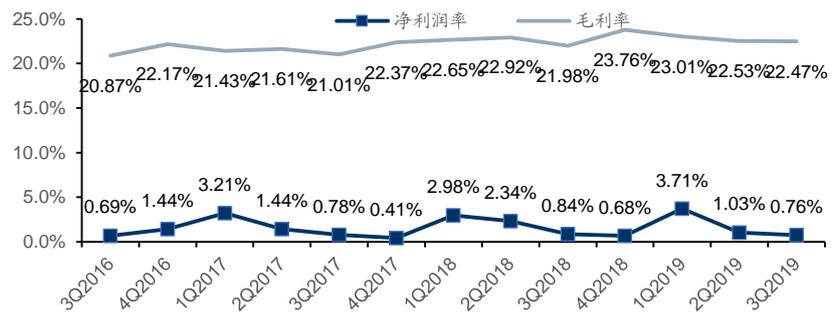
图 45：超市行业分季度净利润以及利润增速（亿元、%）



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%。

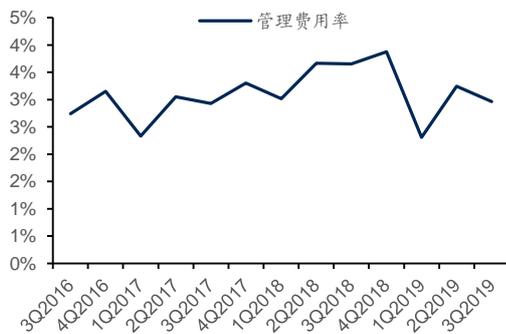
图 46: 超市行业分季度毛利率及净利率变化 (%、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

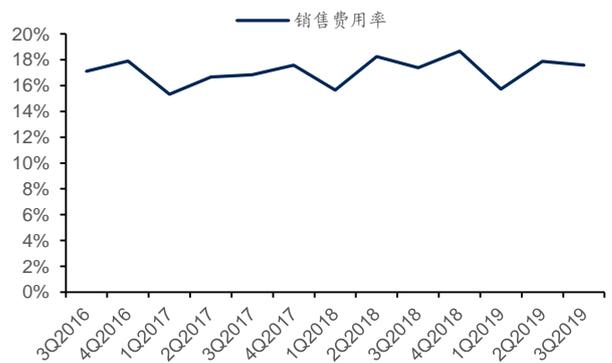
费用率方面, 3Q19 行业销售费用率为 17.59%, 同比提升 0.21pct, 管理费用率 2.96%, 同比下降 0.69pct。板块整体费用率呈现下降趋势, 主要受龙头永辉超市股权激励费用计提减少、云创出表影响。

图 47: 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

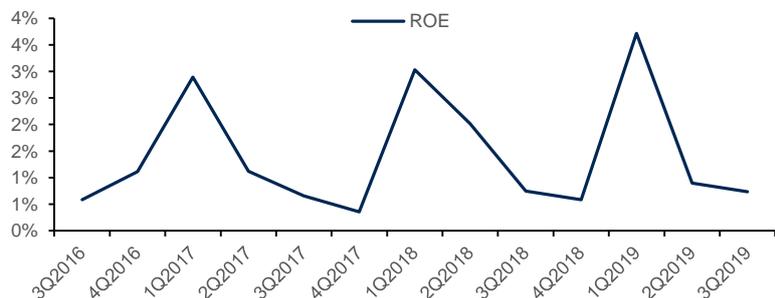
图 48: 超市行业分季度管理费用率变化 (%)



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 49: 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				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%	189.40	21.18%	2.45	32.25%	1.23%
603708.SH	家家悦	40.00	20.14%	1.25	16.42%	34.61	16.69%	0.85	18.18%	3.18%
002251.SZ	步步高	47.42	10.42%	-0.08	31.19%	44.65	3.93%	0.61	-5.11%	0.80%
002697.SZ	红旗连锁	20.58	11.59%	1.69	67.51%	19.37	9.22%	1.58	56.84%	5.67%
000759.SZ	中百集团	37.84	2.71%	0.01	-87.64%	35.38	1.71%	0.10	-97.79%	0.29%
601116.SH	三江购物	9.80	-7.94%	0.24	6.29%	9.52	-0.96%	0.58	214.97%	1.87%
002264.SZ	新华都	13.12	-18.35%	-0.81	-1053.29%	13.43	-14.59%	-1.49	-588.12%	-9.60%
600361.SH	华联综超	31.91	2.58%	0.07	-75.04%	27.47	0.29%	0.07	-31.52%	0.27%
002336.SZ	人人乐	18.68	-5.73%	-0.70	-507.30%	17.47	-6.57%	-0.72	-125.59%	-5.18%

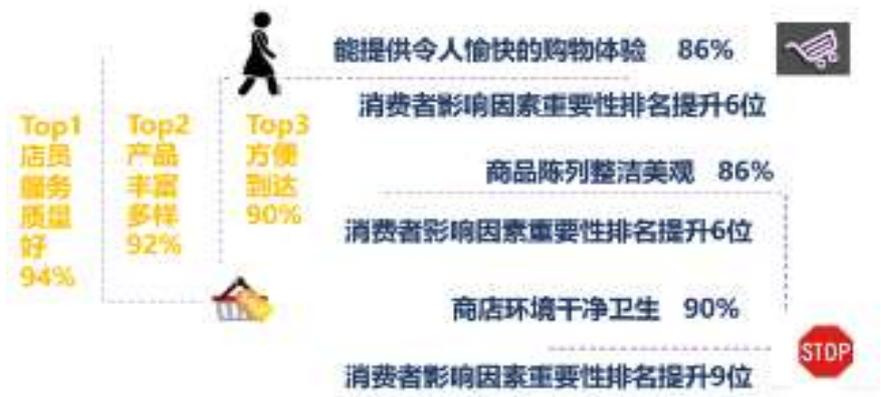
资料来源: 资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
 以上股票只作列示, 不作推荐

百货板块: 景气度不佳, 长线布局低估值质优企业

过去几年历经电商冲击以及商业地产高速扩容, 经营能力在百货行业重要性逐步显现, 聚焦门店运营打造的实体企业从 2017Q2 迎来弱复苏, 然而进入 2019 年, 社零增速的持续下滑, 在百货板块的经营状况层面充分反映, 企业收入端呈现环比下滑的趋势。在应对电商行的冲击层面, 天虹股份等具备优秀经营能力的企业, 通过一店一策、百货购物中心化成等策略, 迎合消费者体验化、社交化的诉求, 维持较好的经营状况。

从中长线角度, 百货企业经营分化、头部效应将愈加明显, 建议长线布局经营能力优质的龙头企业天虹股份。

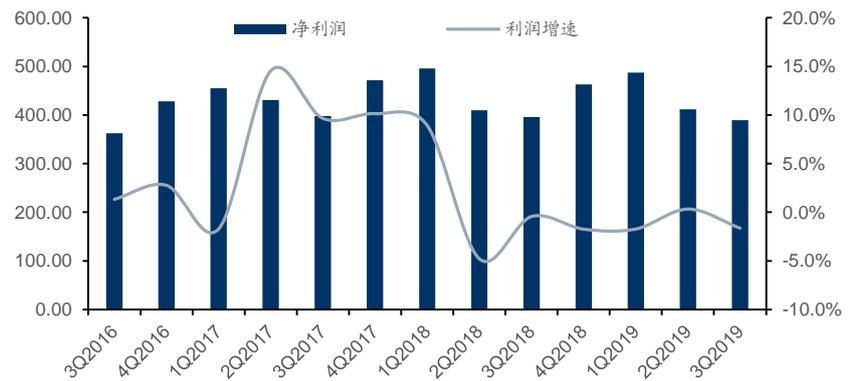
图 50: 消费者对超市、卖场购物更加注重服务体验



资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

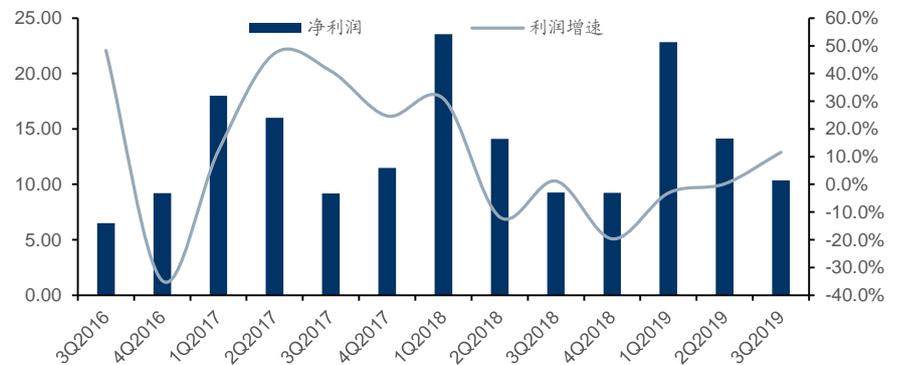
3Q19, 百货板块重点观察 10 家上市公司营业收入 390.62 亿元, 同比下降 1.64%, 归母净利润 10.35 亿元, 同比提升 11.58%, 收入增速较 2Q19 转正后再次下探, 而利润端由于重庆百货的投资收益贡献录得较大增长, 然而龙头天虹股份、王府井仍然表现不佳。

图 51: 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

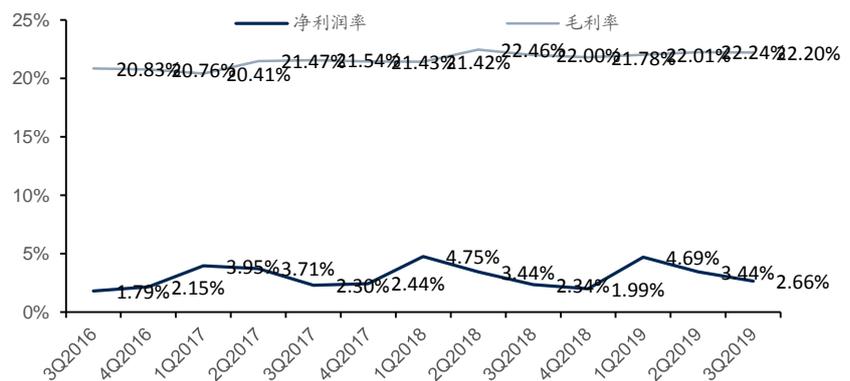
图 52: 百货行业分季度净利润以及利润增速 (亿元、%)



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。

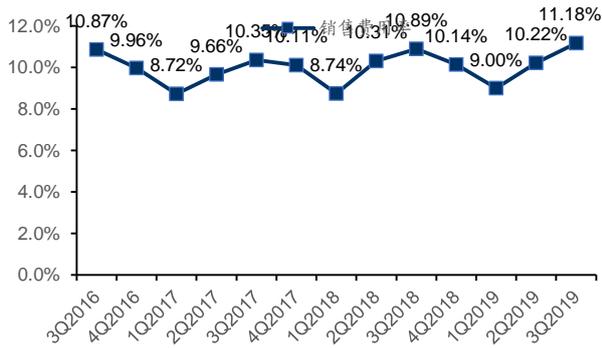
图 53: 百货行业分季度毛利率及净利率变化 (%、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

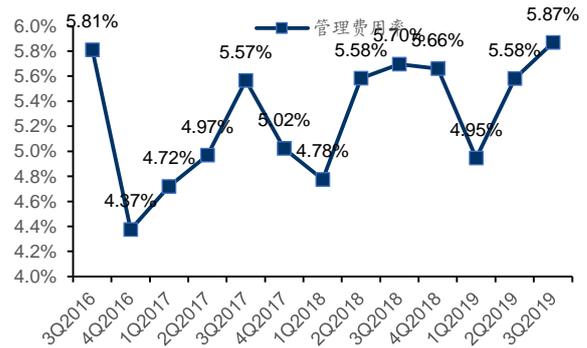
费用率方面，3Q19 百货行业销售费用率为 11.18%，同比优化 0.28pct；管理费用率 5.87%，同比提升 0.17pct。

图 54: 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

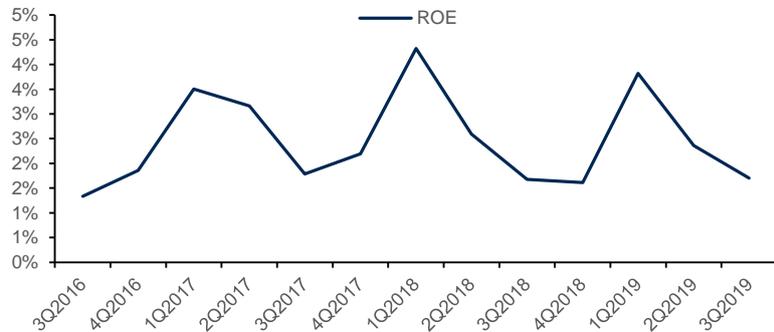
图 55: 百货行业分季度管理费用率变化 (%)



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 56: 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: 景气不佳, 业绩分化

统计局口径黄金珠宝整体经营数据从 2017Q4 以来回暖, 一方面是 2017 年黄金消费需求的透支影响基本消退, 另一方面也是镶嵌品类的高速崛起。然而, 从 2018H2 由于消费情绪不佳, 珠宝终端开始回落。然而从自下而上的角度, 产品结构的变化和竞争格局的变化使得部分优质企业在当前仍然具备投资价值。

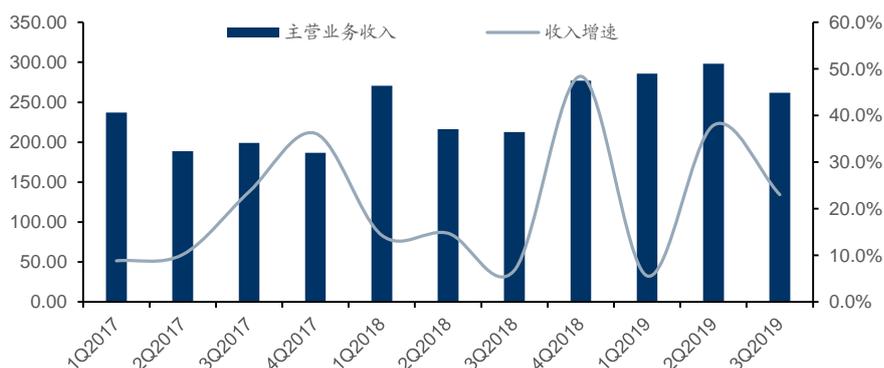
我们认为, 当前黄金珠宝领域发生两大变革: **1. 品类的变革:** 镶嵌品类增长胜于黄金品类, 而非婚庆产品增速高于婚庆品类, 据 De beers, 钻戒在我国一至

三线城市婚庆市场渗透率接近 50%；2016 年我国钻石镶嵌品类中钻戒占比下滑至 49%，而 2014 年则高达 67%；**2.格局的变革：**龙头加快网点扩张抢占份额，尾部品牌加速淘汰，尤其在三四线等区域，因而渠道下沉能力出色、对区域品牌形成降维打击的企业迎来良好机遇。珠宝消费的常态化趋势日益明显，随着婚庆消费情景占比下滑，未来客单价下行而消费频次提升的趋势将得以延续

在宏观相对疲软的背景下，渠道下沉能力出色、产品定位高性价比的周大生有望取得超过市场的表现。一方面，公司钻石镶嵌类产品客单价在 4000 元左右，大众化定位更类似可选中的必选；另一方面，国际经济形势动荡，黄金价格或将稳重有升，全品类布局的企业将有所受益。

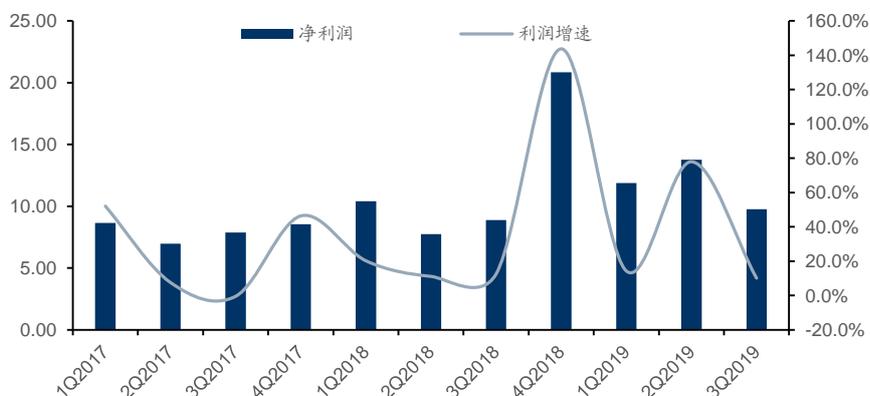
3Q19，黄金珠宝行业重点观察的 6 家上市公司实现营业收入 261.66 亿元，同比增长 23.02%，归母净利润 9.77 亿元，同比增长 10.12%。剔除豫园股份，3Q19 收入/利润增速分别为 17.44%/28.11%，环比 2Q19 剔除豫园后板块收入/利润增速分别为 5.15%/22.29%改善，主要系黄金涨价因素对黄金品类占比较高的企业收入端与利润端带来积极影响。同时个股分化明显，黄金品类占比较高的老凤祥收入增速高达 24.59%，而镶嵌品类占比较高的周大生、菜绅通灵收入增速仅为 0.22/-18.37%。

图 57：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 58：黄金珠宝行业分季度净利润以及利润增速（亿元、%）

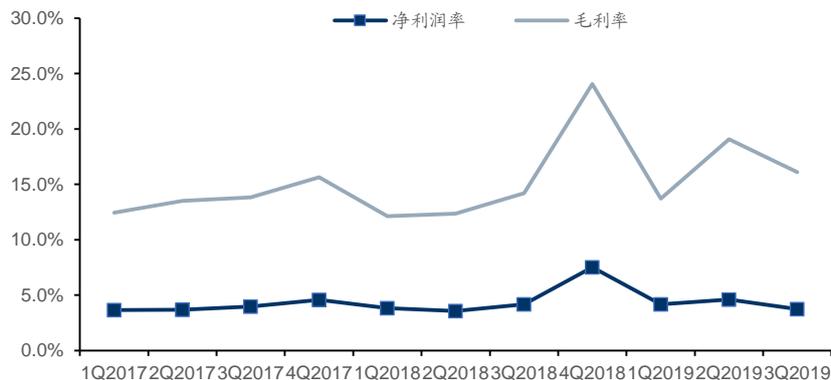


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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。

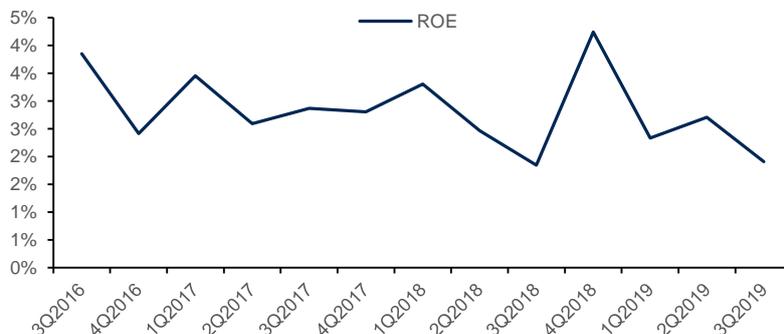
图 59: 黄金珠宝行业分季度毛利率及净利率变化 (%)



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 60: 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%

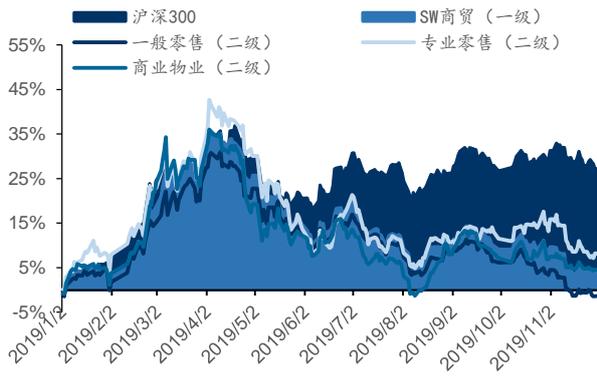
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (以上股票只作列示, 不作推荐)

行情: 板块整体跑输大盘, 超市表现相对较好

今年 1 月至今 (11 月 30 日), SW 商贸指数上涨 3.83%, 在申万所有板块中排行第 24 位, 期间沪深 300 上涨 27.17%, 板块跑输大盘 23.34pct。

分板块看, 今年以来, 在商贸整体回落的背景下, 超市行业表现相对较好, 截止 11 月 30 日累积上涨 8.25%, 涨幅在商贸各子版块中居首。尤其在二、三季度, 受益于食品 CPI 大幅上涨以及增值税降税对终端消费的小幅刺激, 超市板块超额收益非常明显。至于百货板块, 3 月份受益终端消费小幅复苏, 板块涨幅一度超过 40%, 然而由于 4 月以来可选消费终端表现不振, 板块表现回落。

图 61: 今年以来板块指数走势变化 (%)



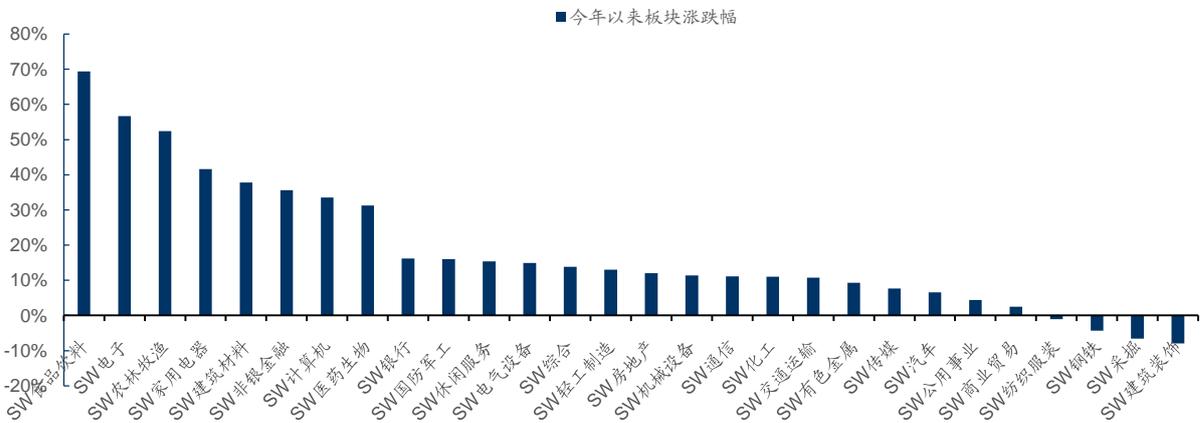
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 今年以来板块指数(申万三级子行业)走势变化 (%)



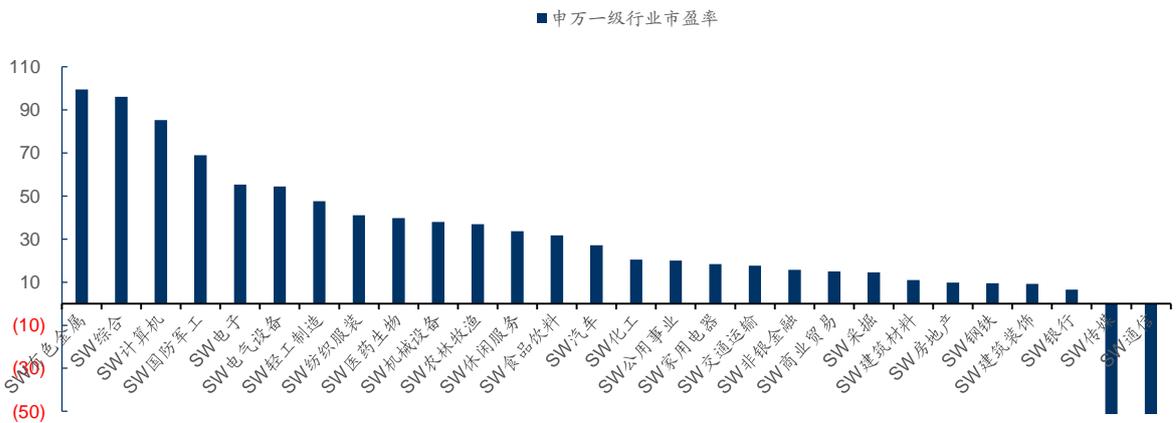
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 63: 今年以来申万一级行业涨跌幅 (%) (截至 11 月 30 日) (总市值加权平均法)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

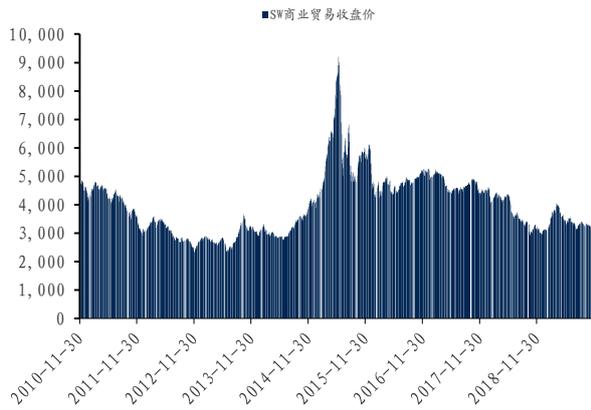
图 64: 2019 年 11 月申万一级行业市盈率 (截至 11 月 30 日) (TTM, 整体法)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

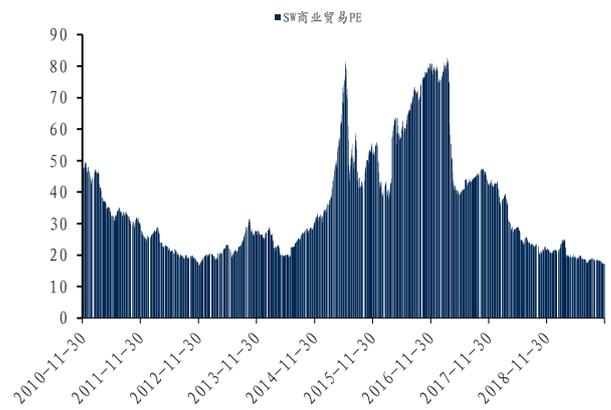
截至 11 月 30 日, 申万商贸指数 PE 为 17.19 倍, 在历史上处于相对低位。

图 65: 近十年申万商业贸易板块指数走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 66: 近十年申万商业贸易板块指数 PE 走势 (倍)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: 关注电商、超市、专业连锁三条主线

2020 年, 我们建议三条投资主线: 1 电商将持续录得远超社零整体的增速, 推荐多层次商业生态布局、下沉策略加速的阿里巴巴; 2. 继续重点推荐受益通胀, 收入表现较好、确定性较强的超市板块。鉴于全渠道新零售仍处探索期, 我们建议关注创新投入较小、经营策略相对稳健的家家悦。3. 自下而上角度, 由于专业性、体验性、安全性诉求, 渠道价值较高, 且持续受益份额提升的专业连锁龙头, 建议关注周大生、老凤祥、爱婴室。

**阿里巴巴 (9988.HK):** 公司是全球七大互联网科技巨头之一, 以 B2B 电子商务起家, 当前业务范围覆盖核心商务、新零售、云计算、数字媒体及创新业务多个板块。经多年布局, 公司已经建立起: 以阿里云为技术基础设施、以蚂蚁金服为支付和金融基础设施、以菜鸟网络为物流“天网”和“地网”、以优酷为 C 端用户抓手、以淘宝、天猫等电商平台为核心变现业务的数字经济体, 多元业务协同效应显著, 公司具备长期竞争力。预计公司 FY2020-FY2022 年分别实现营收 5078.07/6772.45/8516.17 亿元, 同比增长 35%/33%/26%; 实现净利润 1309.52/1138.26/1453.74 亿元, 同比增长 49%/-13%/28%, 继续维持“买入”评级。

**家家悦 (603708.SH):** 公司 2019 年维持积极展店计划, 陆续通过收购青岛维克、张家口福悦祥、山东省华润门店、安徽快乐真棒商贸、从山东中西部迈向全国布局; 供应链网络化布局为公司扩张提供有力支持, 并通过设立产业基金积极布局新零售。由于同店增速超预期, 全国扩张带动开店提速, 预计 2019/2020/2021 年净利润分别为 5.03/6.01/6.87 亿元, 参考相对估值比较给予 2020 年 30 倍估值, 两年期合理估值 29.7 元, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

山东西部及省外扩张状况不及预期; 盈利能力优化不及预期。

**周大生 (002867.SZ):** 公司作为黄金珠宝一线龙头企业, 在疲弱的市场环境下加速展店提升市场份额, 从而维持较高增速。中长期看, 珠宝行业消费升级与产品结构变化的行业逻辑, 以及公司在渠道、产品、营运管理、商业模式等方面的竞争优势并未改变, 则公司的投资价值并未改变。当前极低的估值水平是最好的安全垫。预计 2019/2020/2021 年净利润分别为 10.10/11.81/13.38 亿元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

黄金珠宝消费增速放缓；股票减持压力。

**老凤祥 (600612.SH)**: 公司是我国黄金珠宝行业龙头企业, 业绩增长稳健, 品牌优势显著。公司子公司股改方案出台, 利于优化股权架构, 改善经营效益。由于金价上行对毛利率产生积极影响, 我们上调盈利预测预计 2019/2020/2021 年公司利润分别为 13.92/15.40/16.88 亿元 (原值 13.21/14.91/16.69 亿元), 维持“买入”评级。

### 风险提示

黄金珠宝消费增速放缓；国改进度不及预期。

**爱婴室 (603214.SH)**: 公司是华东区域母婴连锁龙头, 确立华东、川渝、华南等区域重点突破策略。近年公司扩张提速, 未来三年有望开店达到 300 家。公司寻求产业链并购机会, 拟在母婴服务领域突破。我们维持盈利预测, 预计 2019-21 年净利润 1.51/1.94/2.51 亿元, 2019-2021 年收入/利润 CAGR 25.96/27.95%, 维持合理估值区间为 44.67-47.65 元 (对应 2020PE 23-25X), 维持“增持”评级。

### 风险提示

公司同店增速下滑风险；新区域盈利能力不及预期。

## 风险提示

- 1) 国内电商市场竞争持续加剧, 若竞争对手加大投资或以更低的价格抢占市场份额, 可能会对公司的市场地位产生影响
- 2) 宏观经济增速放缓, 社零增速放缓, 对同店增速影响较大;
- 3), 龙头企业采取积极的扩张战略, 加速行业整合, 如若经营不善, 有可能会对经营状况造成拖累。

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	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
9988.HK	阿里巴巴	买入	198.40	4.11	6.12	5.32	48.05	32.27	37.12	8.20
603708	家家悦	买入	23.60	0.71	0.83	0.99	33.35	28.43	23.84	5.11
002867	周大生	买入	19.04	1.11	1.38	1.63	17.20	13.80	11.68	3.14
600612.	老凤祥	买入	48.36	2.30	2.66	2.94	21.00	18.18	16.45	3.73
603214	爱婴室	增持	41.93	1.18	1.49	1.91	35.53	28.14	21.95	4.48

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

注: 阿里巴巴为财年

## 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