

零售

商贸零售行业年报&一季报综述

评级

报告原因：专题报告

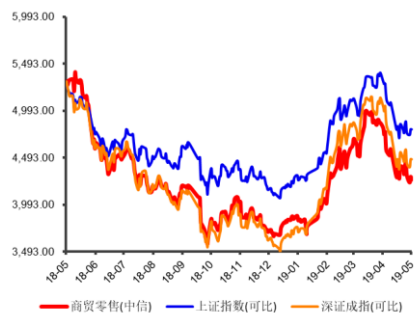
CPI 上行利好超市业绩，可选企稳龙头强者恒强

看好

2019 年 5 月 22 日

行业研究/专题报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

商贸零售行业月度投资策略：假期错月拖累社零增速，必选稳健利好超市同店增长

分析师&联系人：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点

- **温和通胀利好必选板块，可选消费企稳复苏确定性强。**2019 年 1-4 月份 CPI 平均上涨 2%，其中食品价格累计上涨 3.2%，非食品价格累计上涨 1.7%。4 月鲜菜（+17.4%）鲜果（11.9%）猪肉（14.4%）等食品的价格水平居高不下，对超市板块的 Q2 业绩和同店增速具有一定提振效应。2019 年 1-4 月社会消费品零售总额累计增长 8.0%，增速较去年同期回落 1.7pct，1-4 月消费品市场总体上保持平稳增长态势，但增速为近年来的新低，4 月份增值税税率下调对社零增速影响较大。五一小长假的延期将利好社零回暖，我们预计 5 月开始社零增速企稳复苏的确定性较强。从限上商品零售增速来看，一般生活必需品中的吃用类商品增速较快，可选消费品类增速两极分化。1-4 月实体店消费品零售额同比增长 5.2%，增速较 Q1 放缓 0.6pct，全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.7%，增速较 Q1 放缓 0.9pct。
- **收入增长利润持平，增速明显回落。**2018 年 CS 零售收入规模稳健增长，增速水平较去年同期小幅回调，归母净利基本持平，但增速大幅回落；2019Q1CS 零售营收规模与去年同期基本持平，但增速明显回落，归母净利水平小幅降低，但增速转负。18-19Q1 期间费用增速持续高于营收增速，19Q1 费用上涨压制归母净利润增长；毛利率稳健抬升，净利率区间波动，ROE 逐季提高。分行业看，百货板块 19Q1 收入利润增速企稳，费用上涨压缩利润空间；超市板块业绩增速稳健，温和通胀利好同店增长；连锁板块业绩分化马太效应显著，苏宁美凯龙贡献较多。
- **行业维持超配，重仓股数量增长。**2019Q1，在证监会新标准 21 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 599.85 亿元，较 2018Q4 环比提升 23.49%，持仓占比为 2.93%，位居第五，市场标准行业配置比例为 2.66%，相对标准行业配置比例超额配置 0.27pct，维持超配状态。2019Q1 基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 39 家上市公司布局，比 2018Q4 新增 13 家，



清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（85）、南极电商（71）、苏宁易购（53）、天虹股份（35）、王府井（31）。

投资策略

➤ 4 月受节假日错位、增值税下调等因素影响，部分宏观指标波动较大，社零增速阶段性走低但仍在预期范围之内，近年来简政放权、减税降费等一系列政策的实施有利于市场信心的持续改善，激发居民需求和消费潜力，我们建议配置业绩稳健、防御性较强的超市板块，并适时关注 Q2 社零及可选消费数据走势决定百货、连锁板块的估值修复周期所处位置，建议逢低布局并关注以下几条主线：**1) 在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健增长、食品 CPI 阶段性走高，超市同店增速持续向好：永辉超市、家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前仍处转型探索期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升客流及坪效，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会：天虹股份、王府井；3) 消费分级背景下，一二线城市的品质消费市场和三四线城市的大众消费市场仍然存在一定增量空间，有能力通过消化这部分增量持续提升行业集中度的线上线下龙头企业：苏宁易购、南极电商、豫园股份。**

风险提示：宏观经济增速放缓；政策落地效果不及预期；市场竞争加剧。

目录

1.宏观环境：温和通胀利好必选板块，可选消费企稳复苏确定性强.....	5
1.1 CPI 温和上涨，食品价格为重要考量因素.....	5
1.2 必选增速稳健，可选企稳复苏	6
1.3 实体百家增速转负，大众消费增速放缓	7
2. 行业整体情况：收入增长利润持平，增速明显回落	8
2.1 百货：19Q1 收入利润增速企稳，费用上涨压缩利润空间.....	10
2.2 超市：超市业绩增速稳健，温和通胀利好同店增长.....	11
2.3 连锁：业绩分化马太效应显著，苏宁美凯龙贡献较多.....	13
3.基金持仓：行业维持超配，重仓股数量增长	16
3.1 一级行业：持仓配比居前但小幅降低，维持超配.....	16
3.2 重仓个股：永辉超市重仓持股最多，王府井重仓提升最大	16
4.投资建议及重点推荐	18
5.风险提示	19

图表目录

图 1：CPI 当月同比、环比（%）	5
图 2：CPI 当月同比：分类别（%）	5
图 3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	6
图 4：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	6
图 5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比	7
图 6：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	7
图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	8
图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	8
图 9：CS 零售 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%.....	9



图 10: CS 零售 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%	9
图 11: CS 零售 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%	9
图 12: CS 零售 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE（%）	9
图 13: CS 百货 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%	10
图 14: CS 百货 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%	10
图 15: CS 百货 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%	11
图 16: CS 百货 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE（%）	11
图 17: CS 超市 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%	12
图 18: CS 超市 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%	12
图 19: CS 超市 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%	13
图 20: CS 超市 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE（%）	13
图 21: CS 连锁 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%	14
图 22: CS 连锁 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%	14
图 23: CS 连锁 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%	15
图 24: CS 连锁 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE（%）	15
图 25: 2019Q1VS2018Q4 基金配置比例一级行业分布	16
表 1: 重仓个股持股基金数及持仓变动	17

1.宏观环境：温和通胀利好必选板块，可选消费企稳复苏确定性强

1.1 CPI 温和上涨，食品价格为重要考量因素

2019 年 1-4 月份 CPI 平均上涨 2%，其中食品价格累计上涨 3.2%，非食品价格累计上涨 1.7%。食品价格涨幅较去年同期提升 1.5pct，食品中的鲜菜价格水平仍处高位，同比上涨 9.3%，其中 4 月份上涨 17.4%；猪肉价格上涨 2.4%，4 月单月涨幅 14.4%，较 3 月扩大 9.3pct，猪肉价格从 2015 年以来持续 25 个月下降，同比增速 3 月开始转正，具有一定的恢复性；去年秋季北方水果欠收导致今年存量不足，影响 4 月鲜果价格上涨 11.9%，1-4 月鲜果累计同比上 7.6%。非食品价格涨幅较上月回落 0.5pct，其中 1-4 月医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别累计上涨 2.7%、2.5%和 2.4%。鲜菜鲜果猪肉等食品的价格水平居高不下，对超市板块的 Q2 业绩和同店增速具有一定提振效应。

图 1：CPI 当月同比、环比（%）

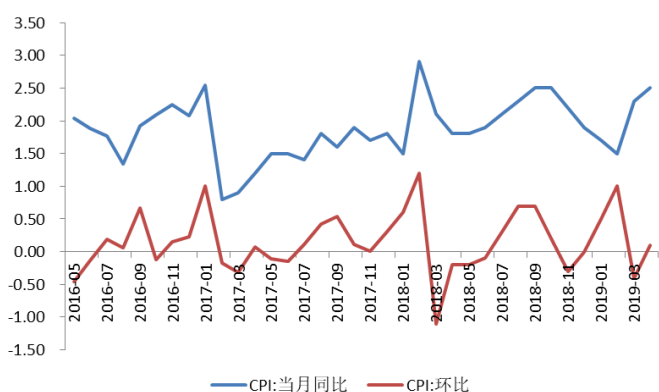
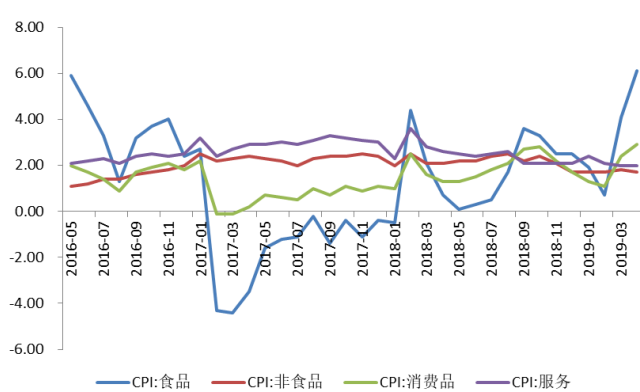


图 2：CPI 当月同比：分类别（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

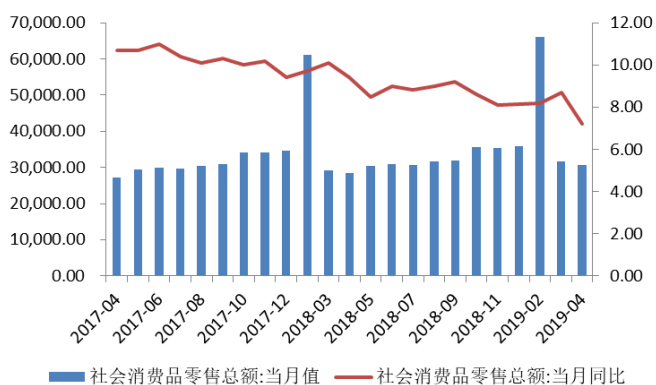
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

环比来看，4 月份 CPI 由 3 月的下降 0.4% 转而上涨 0.1%，其中食品价格降低 0.1%，非食品价格上涨 0.1%。4 月食品价格涨幅较 3 月提升 0.5pct，其中鸡蛋价格在连续两个月下跌后反弹至上涨 3.3%；部分水果供应偏紧影响鲜果价格上涨 2.6%；受非洲猪瘟疫情等因素影响，养殖户积极性有所降低，但随着猪肉价格继续回升，养殖户的补栏积极性也会相应提高，猪肉价格上涨 1.6%，但经过一段时间的修复，生猪规模养殖的产能补齐供给短缺不足后，应当能起到平抑猪肉价格的作用。春季气温适宜，鲜菜供应增加导致价格下降 4.5%，生鲜品种易受极端天气因素影响，这种季节性的短期冲击不具备太长的持续性。4 月非食品价格涨幅比 3 月提升 0.3pct，受天气转暖以及清明小长假的影响，出行人员增多，飞机票、景点门票和旅行社收费价格分别上涨 10.5%、3.5% 和 1.6%；受成品油调价等因素影响，汽油和柴油价格分别下降 0.4% 和 0.3%。4 月 CPI 环比转升一方面受到部分食品价格上涨的拉动，另一方面则受到假期及季节性因素带来的出行增加对于旅游服务业价格水平的提振。

1.2 必选增速稳健，可选企稳复苏

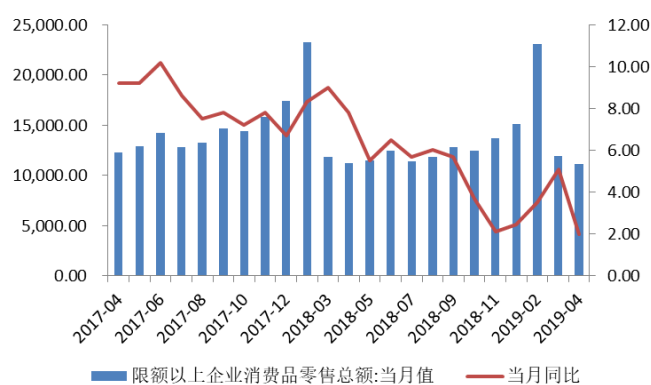
2019年1-4月社会消费品零售总额累计增长8.0%，增速较去年同期回落1.7pct，其中4月单月增长7.2%，增速回落2.2pct。主要受到五一假期移动的影响，去年五一假期有2/3在4月底，而今年在假期天数增长的基础上有1/2落在了5月，造成假期错月影响。据测算，如果剔除假日移动因素，4月份增速约为8.7%，与3月份基本持平。1-4月消费市场总体上保持平稳增长态势，但增速为近年来的新低，4月份增值税税率下调对社零增速影响较大。增值税下调发生在4月1日，企业积极调整生产节奏，组织生产备货，对月度间的生产分配造成一定影响。五一小长假的延期将利好社零回暖，我们预计5月开始社零增速企稳复苏的确定性较强。

图3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图4：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

从限上商品零售增速来看，一般生活必需品中的吃用类商品增速较快，可选消费品类增速两极分化。1-4月份限上单位粮油食品类商品累计同比增长10.3%，增速比上年同期高0.6pct，食品类零售增速较好应是受到温和通胀下CPI同比涨幅扩大的影响；1-4月限上日用品类累计同比增长15.3%，继续保持双位数增长速度但较Q1小幅回落0.8pct，比去年同期高出3.1pct。服装鞋帽针织类累计同比增长2.2%，比去年同期减少7.5pct，4月单月同比增速-1.1%，为近10年来首次转负。

可选消费品类中，1-4月化妆品类累计同比增长10%，较Q1相比回落0.9pct，应是受到促销淡季带来的消费递延作用。1-4月金银珠宝类累计同比上涨2.2%，较Q1回落0.4pct，应是受到3月单月增速转负的影响，但受益于天气转暖带来的婚庆市场企稳回暖影响，4月单月同比增速由-1.2%变为上涨0.4%。1-4月通讯器材、家电音像和家具三大品类累计增速分别是8.0%、6.6%、4.8%，较Q1增速均呈现1-2pct的回落。2019Q1部分消费升级类商品销售增速加快，据测算，Q1限上家用电器和音像器材、通讯器材、化妆品等升级类商品和餐饮收入对限上消费品零售额增长的贡献率超过三分之一。4月份是传统意义上的销售淡季，实体商业在打折促销方面活动较少，导致限上社零增速季节性回落，整体看可选与必选的两极分化现象有

所减缓，必选消费涨势稳健，而可选消费企稳复苏。

图 5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比

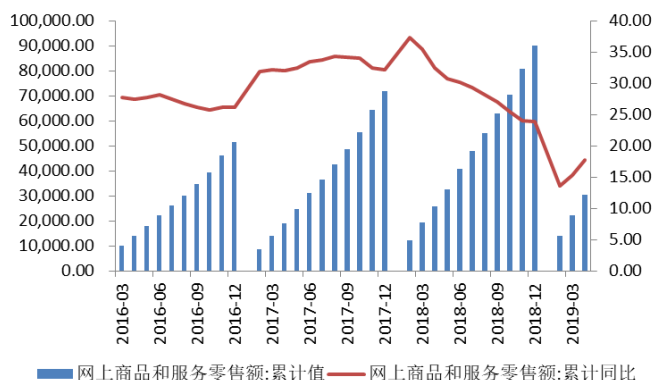
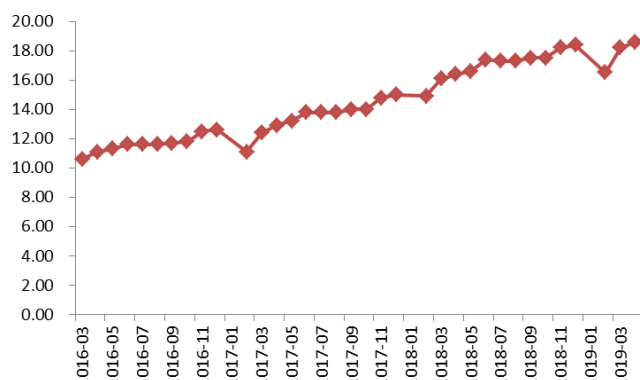


图 6：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2019 年 1-4 月，全国网上零售额 30439 亿元，累计同比增长 17.8%，较 Q1 提升 2.5pct，网上零售继续快速增长。其中实物商品网上零售额 23933 亿元，累计同比增长 22.2%，增速较 Q1 加快 1.2pct，占社零总额的比重为 18.6%，较 Q1 提升 0.4pct，较去年同期提升 2.2pct。新业态继续保持快速增长态势，线上销售占比稳步提升。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 26.7%、23.7%和 21.2%。

按零售业态分，一季度限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店零售额同比分别增长 7.5%、0.9%、3.9%，其中超市受益经济温和通胀态势保持着稳健的增速，而便利店的加速扩张使得其零售额增长 10.5%，是唯一突破两位数的业态；百货店增速持续低迷，虽然受可选消费企稳影响有所回暖，但作为受电商冲击最大的业态，百货的转型之路还有待市场验证；而专业店等业态在去年恢复性增长的基础上继续保持增长态势，增速与限上商品零售额增速基本持平。社交媒体的快速发展助力网上零售持续保持高于实体店的增速成长，在大数据、人工智能和移动互联网等新技术推动以及日益完善的物流配送体系支撑下，超市、专业店等传统零售业态与电商平台深度融合，新业态和传统业态的融合将成为拉动消费增长的重要途径。

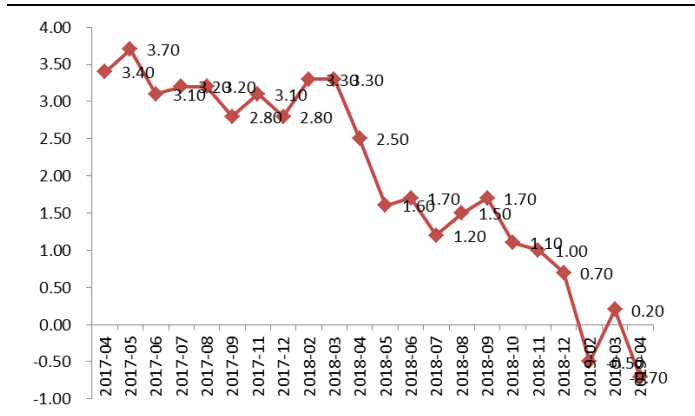
1.3 实体百家增速转负，大众消费增速放缓

中华全国商业信息中心的监测数据显示，1-4 月实体店消费品零售额同比增长 5.2%，增速较 Q1 放缓 0.6pct，其中 4 月份同比增长 3.3%，增速环比放缓 1.9pct。1-4 月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.7%，增速较 Q1 放缓 0.9pct。其中，粮油食品商品零售额增长 3.3%，化妆品商品零售额增长 8.7%，日用品商品零售额增长 0.5%，增速均有不同程度的放缓；受促销淡季影响消费具有一定的延迟效应，服装商品零售额下降 7.3%，金银珠宝商品零售额下降 0.5%，家电商品零售额下降 6.6%。

大众消费品市场增速放缓幅度较小。1-4 月限额以下单位和个体户商品零售额实现 71160 亿元，累计同比增长 10.9%，增速较 Q1 小幅放缓 0.1pct。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额的贡献率为

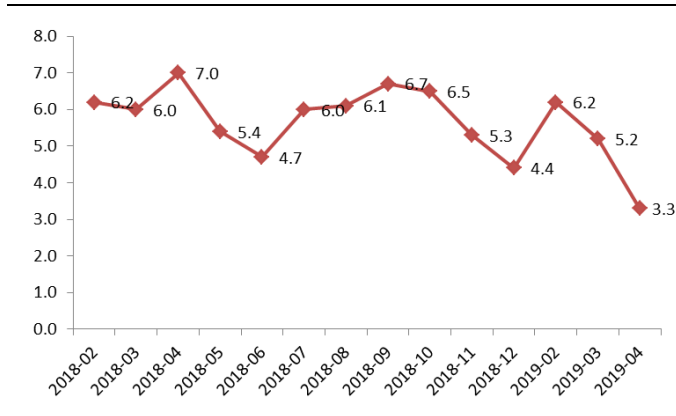
83.5%，占商品零售总额的比重为 62.2%。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过 60% 的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

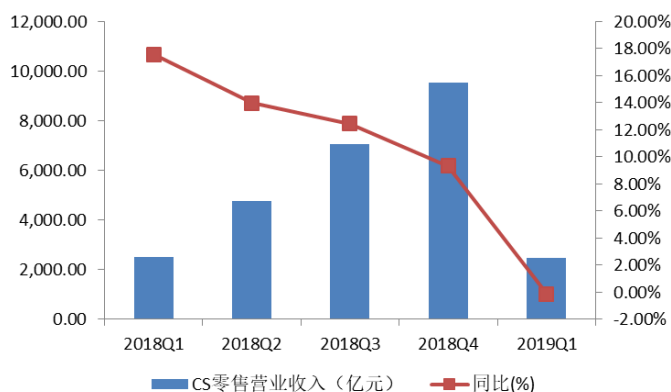
2. 行业整体情况：收入增长利润持平，增速明显回落

2018 年 CS 零售收入规模稳健增长，增速水平较去年同期小幅回调，归母净利基本持平，但增速大幅回落。2018 年 CS 零售营业总收入为 9476.28 亿元，同比增长 9.09%，增速较上年同期回落 4.12pct；归母净利润为 298.01 亿元，同比增长 0.16%，增速大幅回落 44.61pct。其中 CS 百货/CS 超市/CS 连锁营收分别为 3549.69 亿元/2028.57 亿元/3898.03 亿元，同比分别增长 2.27%/7.86%/16.89%，归母净利润分别为 120.82 亿元/34.83 亿元/142.36 亿元，同比分别是-6.84%/17.51%/3%。从规模上看，百货与连锁子行业的营收净利润数量级比较接近，2018 年实体百货受到来自宏观经济增速放缓、电商冲击、行业转型推进较难等多方面的影响，在 Q4 达到全年低谷，半数公司业绩呈现负增长；而连锁板块主营业务相差较大，业绩呈现明显的两极分化，头部优势十分明显，仅苏宁一家营收水平就占据连锁板块营收水平的 62.84%。超市板块个股数量较少，但有永辉超市这一头部企业贡献超过 30% 的收入，超市行业集中度持续提升，供应链能力持续优化。

2019Q1CS 零售营收规模与去年同期基本持平，但增速明显回落，归母净利水平小幅降低，但增速转负。2019Q1CS 零售总营收 2482.11 亿元，同比增长 0.88%，增速较去年同期回落 13.86pct；归母净利润 78.4 亿元，同比减少 10.56%，去年同期增速为 18.26%，回落 28.82pct。从子行业来看，CS 百货/CS 超市/CS 连锁营收分别为 897.68 亿元/605.67 亿元/978.76 亿元，同比分别增长-6.84%/8.33%/4.38%，归母净利润分别为 43.86 亿元/20.13 亿元/14.41 亿元，同比分别是-0.78%/29.28%/-48.31%。百货板块受到去年 Q2 以来社零增速持续放缓、可选消费承压下行的影响，2019Q1 继续走低，并将对全年业绩造成一定程度的拖累，尽管 3 月可选增速企稳回暖，但行业仍处转型探索期，反应到利润端尚需时日；超市板块表现较好，受必选消费增

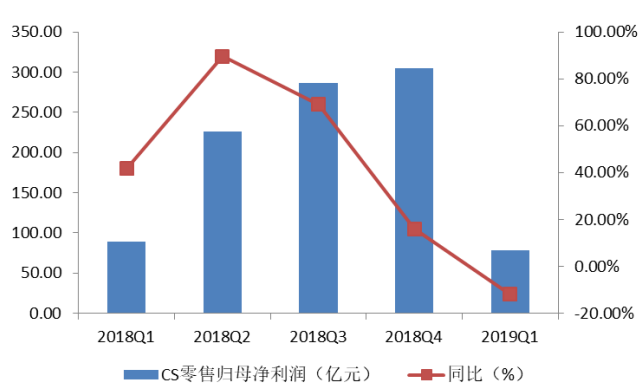
速稳健、CPI温和上行及行业自身扩张提速、门店优化、供应链整合等的积极影响，是唯一实现业绩正增长且增速较好的细分子行业；连锁行业业绩分化，头部企业持续领跑行业，在规模占比和增速方面表现亮眼，部分个股收入、净利腰斩甚至转负，拖累板块整体业绩表现。

图 9：CS 零售 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

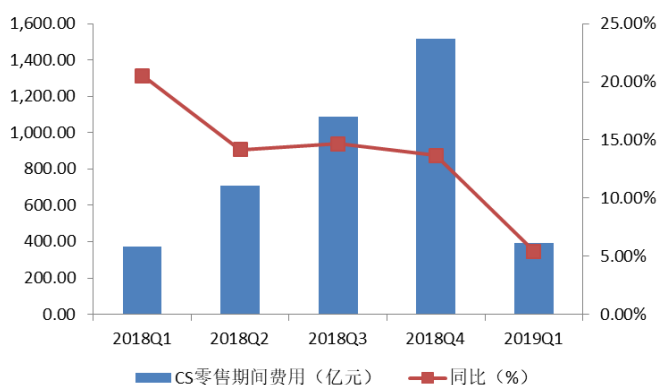
图 10：CS 零售 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

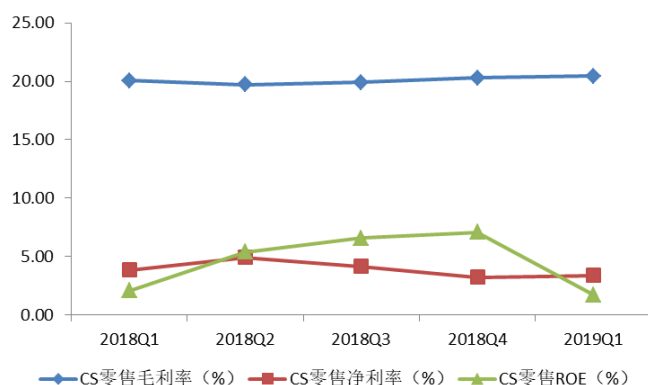
18-19Q1 期间费用增速持续高于营收增速，19Q1 费用上涨压制归母净利润增长；毛利率稳健抬升，净利率区间波动，ROE 逐季提高。2018 年 CS 零售期间费用 1495.37 亿元，同比增长 12.99%，高于收入增速 3.89pct，影响归母净利规模基本持平。期间费用率为 15.78%，费率水平与上年同期基本持平（+0.54pct）。2019Q1 期间费用 401.92 亿元，同比增长 12.24%，比收入增速高出 11.36pct，营收基本持平+费用增速高于收入共同抑制了归母净利的同比增长，导致归母净利增速转负。期间费用率为 16.19%，比去年同期上涨 1.64pct。18-19Q1 毛利率水平基本保持稳健上升态势，净利率水平呈现区间波动，18Q2 达到阶段高点 4.92%，Q3-Q4 持续下滑，至 19Q1 环比回升 0.15pct，但受归母净利增速转负影响同比减少 0.44pct。2018 年 ROE 水平逐季提高，受净利率回落影响，2019Q1 显著回落。

图 11：CS 零售 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：CS 零售 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.1 百货：19Q1 收入利润增速企稳，费用上涨压缩利润空间

2018 年 CS 百货营收为 3549.69 亿元，同比+2.27%，归母净利润 120.82 亿元，同比-6.84%，扣非后归母净利润 50.57 亿元，同比-52.12%；2019Q1CS 百货营收 897.68 亿元，同比-6.84%，归母净利润 43.86 亿元，同比-0.78%，扣非后归母净利润 39.90 亿元，同比+3.04%。收入端呈现为收入增速逐季降低，至 19Q1 增速转负；而归母净利端在 18Q3 达到高位，Q4 显著回落，至 19Q1 未能止跌，增速同样转负但降幅较小，但扣非后归母净利润却小幅抬升。受到 Q1 可选消费增速企稳复苏的影响，归母净利端的降幅窄于收入端的降幅，行业内仍存优质企业能够在激烈的市场竞争中即时做出调整。

百货行业的运行与宏观经济息息相关，2018Q2 以来宏观经济增速逐渐趋缓，社零累计增速也逐季回落，百货主要品类中的服装以及可选消费各品类增速多呈现不同程度的回落。居民可支配净收入持续走低，消费观念与消费结构也发生明显变化，大多传统零售企业未能及时把握消费需求调整销售策略，再加上持续受到线上的冲击，造成市场越来越被动，百货的转型之路还有待市场验证。但龙头企业在市场转型期仍能引领变革方向，并保持一定的规模扩张速度，持续提升市场占有率。

图 13：CS 百货 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%

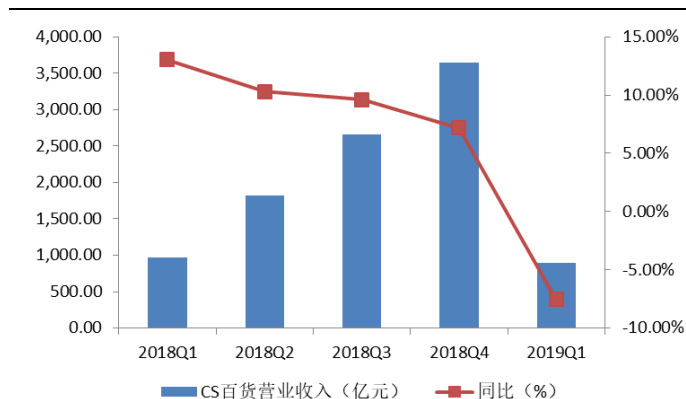
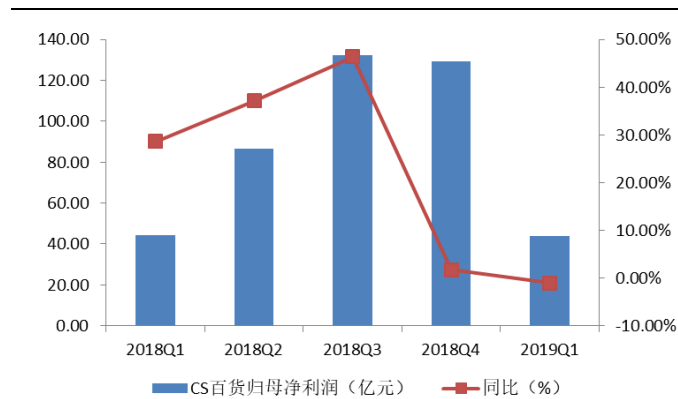


图 14：CS 百货 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

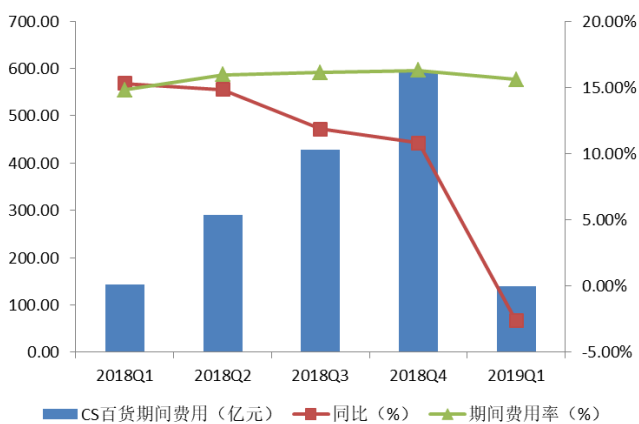
数据来源：Wind，山西证券研究所

2018 年 CS 百货期间费用为 571.54 亿元，同比+4.9%，比收入增速高出 2.63pct，18 年期间费用率为 16.10%，比去年同期提升 0.4pct，基本持平；2019Q1 CS 百货期间费用为 140.88 亿元，同比-0.85%，窄于收入降速 5.99pct，19Q1 期间费用率为 15.69%，比去年同期提升 0.95pct。百货行业上市公司的转型方式之一是百货购物中心化，购物中心以轻资产模式运营，经营主要以租赁方式为主。虽然降低了公司的资本投入，但难以抵御房地产租赁价格的不断上涨，同时人力、物流、水电等商业成本的持续上调，进一步压缩了实体百货的利润空间，致期间费用率水平持续上升。

18-19Q1 CS 百货毛利率水平持续稳健提升，百货企业积极拥抱数字化，一定程度上提升了企业整体的运营效率。2018Q1-Q3 CS 百货 ROE 水平持续提升，至 Q4 有所回落，主要受到净利率降低的影响。19Q1 ROE

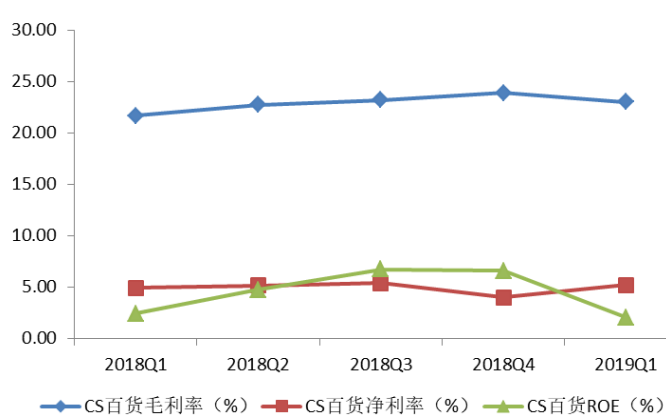
水平低于去年同期 0.36pct，但净利率水平抬高 0.27pct，则主要受到总资产周转率的-0.05 次的影响。

图 15：CS 百货 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：CS 百货 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，天虹股份 2018/2019Q1 实现营业收入 191.38 亿元/51.78 亿元，同比+3.25%/-0.82%，归母净利润 9.04 亿元/3.14 亿元，同比+25.92%/5.25%。2018 年公司拓展华中、华东区（江苏、浙江）的门店效果显著，拉动两区销售额同比分别提升 11.54%和 13.78%。公司加强收益管理，18/19Q1 实现主营业务毛利率 26.52%/26.47%，同比提升 1.27pct/0.98pct，公司的快速扩张同步拉升期间费用率至 21.10%/19.71%，与上年同期相比提升 0.66pct/1.48pct。2018/19Q1 公司 ROE 水平分别为 14.37%/4.66%，较去年同期分别 +2pct/-0.16pct，18 年 ROE 提升较多主要净利率提升 0.85pct 的影响，而 19Q1 在净利率+0.35pct 的情况下，ROE 下降主要受到权益乘数-0.12 的影响。

王府井 2018/2019Q1 实现营业收入 267.11 亿元/71.65 亿元，同比+2.38%/+0.21%，归母净利润 12.01 亿元/4.03 亿元，同比+66.95%/-11.27%。受 18 年下半年以来消费市场及百货行业承压的趋势性影响，全年公司销售呈现前高后低的趋势，Q1 销售额在高位平稳运行，Q2 销售增幅大幅回落，下半年呈现缓慢下行趋势，全年整体保持 2.38%的小幅增长，收入增速略低于预期；但受强化运营管控，加速发展新兴业态等因素影响，归母净利润增速达 66.95%，表现靓丽。2018/公司期间费用率 14.07%，同比-0.5pct，主要受到利息收入增加致财务费用减少的影响；19Q1 期间费用率 13.47%，同比+2.03pct，主要受利息收入减少导致的财务费用增加所致。

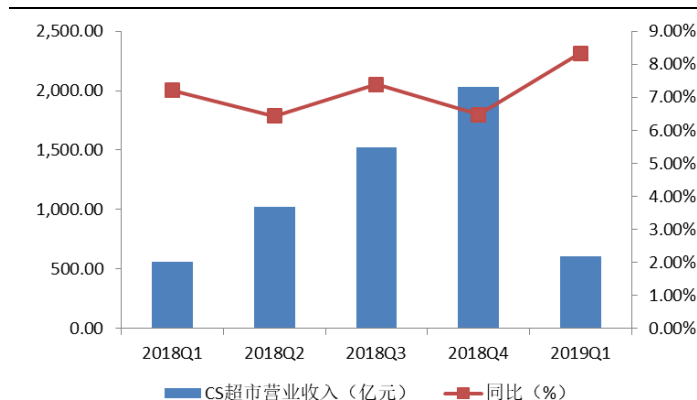
2.2 超市：超市业绩增速稳健，温和通胀利好同店增长

2018 年 CS 超市营收为 2028.57 亿元，同比+7.86%，归母净利润 34.83 亿元，同比+17.51%，扣非后归母净利润 21.3 亿元，同比-15.92%；2019Q1 CS 超市营收 605.67 亿元，同比+8.33%，归母净利润 20.13 亿元，同比+29.28%，扣非后归母净利润 18.57 亿元，同比+21.85%。2018 年超市板块营收增速随季节波动，Q3 达

到全年高点，Q4 回落至与 Q2 齐平，2019Q1 转而回升且增幅扩大 1.12pct；而归母净利润增速全年呈现趋势性上升，2018Q1 增速为负，Q3 增速最高，Q4 小幅回落，2019Q1 大幅回升。

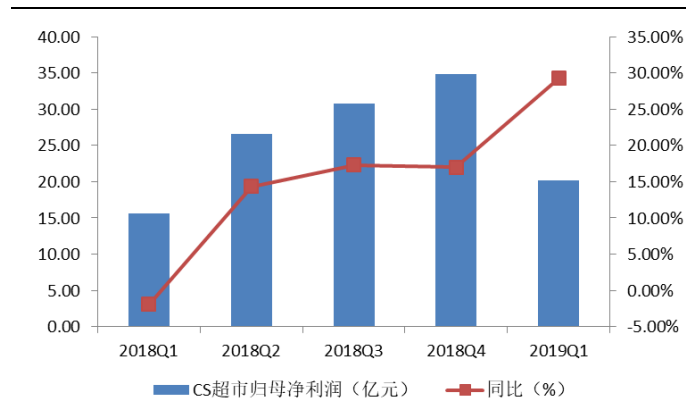
2019 年国家推出了一系列减税降费的政策，从需求端提振居民的消费信心及购买力。自 18 年下半年 CPI 在 2% 的中枢区间温和上行，CPI 的上涨对超市同店传导的吻合度较高。超市行业是受新零售加码、改造较多的行业，在消费市场平稳增长的新零售下半场，超市行业创新转型的步伐加快，跨界融合的程度不断加深，新业态和新场景不断涌现。2018 年超市赛道竞争愈发激烈，原先以农贸市场与大型连锁超市为主导的生鲜渠道格局正在慢慢被打破，具有较强便利性的社区生鲜业态开始成为前两者的有效补充。社区生鲜业态能够深入社区场景触达消费者，同时进一步加深上市公司的门店网络密度。

图 17：CS 超市 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：CS 超市 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%

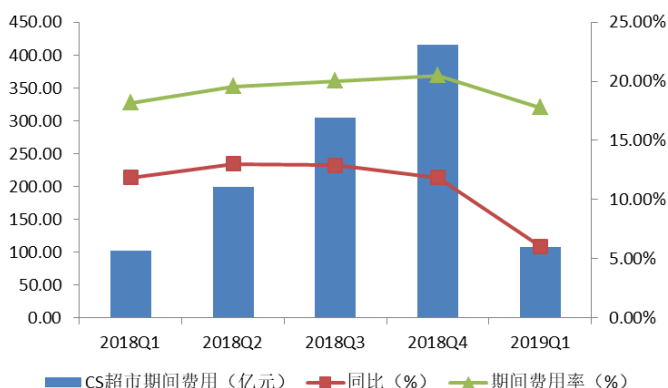


数据来源：Wind，山西证券研究所

2018 年 CS 超市期间费用为 415.79 亿元，同比+14.36%，比收入增速高出 6.5pct，18 年期间费用率为 20.5%，比去年同期高出 1.17pct；2019Q1 CS 超市期间费用为 107.81 亿元，同比+6.13%，低于收入增速 2.2pct，19Q1 期间费用率为 17.8%，比去年同期收窄 0.37pct。2018 年以来超市行业整合提速，通过关闭亏损门店和改造低效门店来优化网络布局，对内调整品类组合、提速智能化程度与精准营销提升收入，对外加速门店网络扩张，同时打造更具韧性的供应链平台体系，从费用端看这一系列举措成效显著。

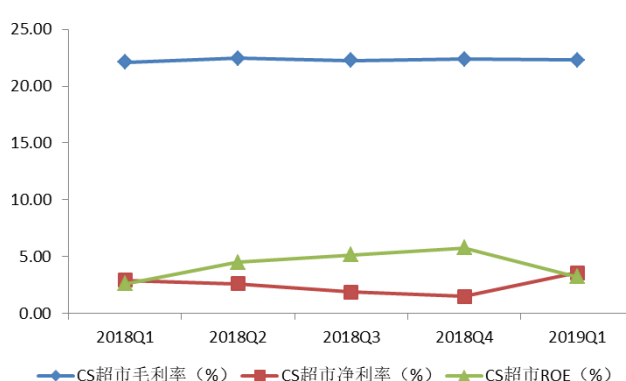
18-19Q1 CS 超市毛利率水平持续稳步提升，超市行业在扩张网络布局、优化改造门店和整合供应链方面持续改善，降本提效成果明显。18-19Q1 CS 超市 ROE 水平持续提升，18/19Q1 较去年同期分别提升 1.15pct/0.63pct，其中 18 年主要受到总资产周转率+0.18 次的影响，而 19Q1 则主要受益于净利率+0.68pct。

图 19：CS 超市 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：CS 超市 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，永辉超市 2018/2019Q1 实现营业收入 705 亿元/222.36 亿元，同比+20.23%/+18.48%，归母净利润 14.80 亿元/11.24 亿元，同比-18.52%/+50.28%。2018 年公司主营业务毛利率为 17.12%(+0.72pct)，毛利率提升受生鲜及加工品类影响较大，该项毛利率 14.86%(+1.32pct)，而食品用品毛利率小幅提升至 19.23% (+0.23%)。2018 年公司期间费用率达 20.87% (+3.54pct)，其中销售费用提升 36.78%，职工薪酬、房租物业水电及折旧摊销均提升明显；管理费用提升 68.84%，主要受到股权激励的当期费用增加影响，这两项费用大幅提升是造成 2018 年净利润同比下滑的主要原因。2019Q1 公司主营业务毛利率为 17.48% (-0.63pct)。综合来看 2019Q1 公司营收同比提升 18.48%，受本期员工股权激励费用减少导致管理费用同比降低 30.3% 的影响，期间费用率较去年同期降低 1.66pct 至 16.63%，绝对值上期间费用同比提升仅 7.72%，导致公司归母净利润提升 50.28%。

家家悦 2018/2019Q1 实现营业收入 127.31 亿元/38.05 亿元，同比+12.36%/+16.68%，归母净利润 4.3 亿元/1.41 亿元，同比+38.35%/+16.06%。2018 年/19Q1 公司主营业务毛利率 17.42%/17.89%，与去年同期相比 +0.19pct/0.21pct。2018 年生鲜毛利率 15.79% (+0.45pct) 和食品化洗 18.29% (+0.29pct) 保持稳步增长态势，百货毛利率 20.66% (-1.45pct) 则小幅回落。期间费用率方面 2018 年为 17.84%，较去年同期上涨 0.21pct，主要受到职工薪酬增长及非同一控制下合并维客连锁费用增加所致；19Q1 期间费用率为 16.99% (+0.39pct)，一方面随营收规模扩大销售费用水涨船高，另一方面受存款受益及手续费影响，财务费用大幅上涨。ROE 方面 2018/19Q1 分别为 16.53%/5.07%，与去年同期相比+3.61pct/+0.35pct。18 年 ROE 提升主要受净利率 +0.6pct 影响，19Q1 则主要受到总资产周转率+0.04 次的影响。

2.3 连锁：业绩分化马太效应显著，苏宁美凯龙贡献较多

2018 年 CS 连锁营收为 3898.03 亿元，同比+16.89%，归母净利润 142.36 亿元，同比+3%，扣非后归母

净利润-13.56 亿元，同比-119.31%；2019Q1CS 连锁营收 978.76 亿元，同比+4.38%，归母净利润 14.41 亿元，同比-48.31%，扣非后归母净利润-2.74 亿元，同比-112.85%。18-19Q1CS 连锁营收增速持续放缓，至 19Q1 回落至个位数水平，归母净利润增速在 18Q3 达到高点，随后持续回落，至 19Q1 增速转负。CS 连锁上市公司业务较为繁杂，销售产品涵盖黄金珠宝、家电、通讯器材、母婴产品、地产等，且规模相差较大，业绩水平两极分化现象十分明显，但受可选消费中的黄金珠宝、家电产品等增速持续放缓的影响，业绩增速出现大幅滑落。CS 连锁上市公司中，龙头公司业绩占比十分显著，仅苏宁易购一家就占据 CS 连锁营收的 60%以上，归母净利润端 18 年主要由苏宁易购和美凯龙贡献，而 19Q1 美凯龙贡献率超过 90%。

图 21：CS 连锁 18-19Q1 营业收入（亿元）及同比%

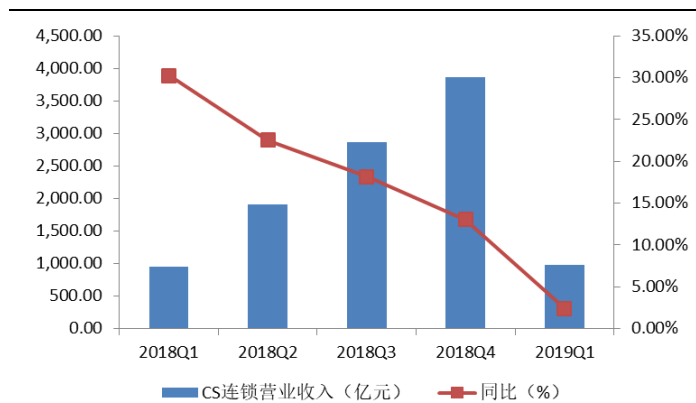
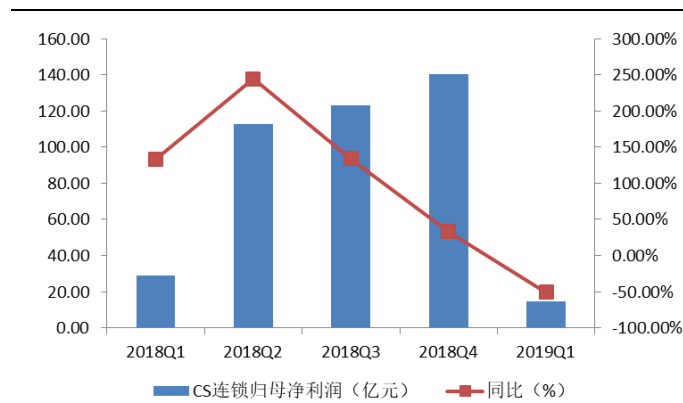


图 22：CS 连锁 18-19Q1 净利润（亿元）及同比%



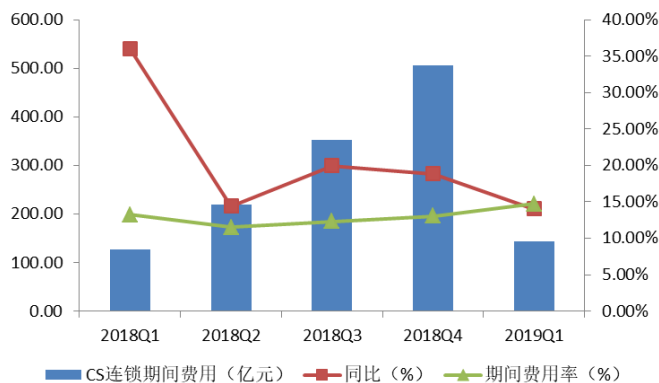
数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

2018 年 CS 连锁期间费用为 508.05 亿元，同比+22.39%，比收入增速高出 5.5pct，18 年期间费用率为 13.03%，比去年同期提升 0.59pct；2019Q1 CS 连锁期间费用为 153.23 亿元，同比+33.92%，比收入增速高出 29.54pct，19Q1 期间费用率为 15.66%，比去年同期提升 3.45pct。18Q2 以来期间费用率持续上涨，至 19Q1 达到高点，较上年同期高出 1.49pct。连锁行业以门店扩张为主要支撑力，在业态及门店快速扩张的时候，租金、装修、水电、折旧等固定费率水涨船高，公司经营方面开展品牌宣传活动及新业态新门店推广营销投入导致销售费用同比上涨，同时还带来公司银行借款规模的增加，以至利息支出同比增加影响财务费用上涨。

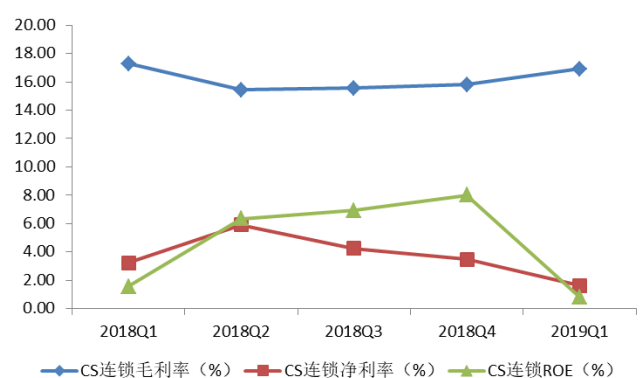
18-19Q1 CS 连锁毛利率水平有所回落，18Q1 毛利率水平达全年高点，Q2 显著回落后，18Q2-19Q1 毛利率水平稳步提升，但仍未回到 18Q1 高度。2018 年 CS 连锁 ROE 水平持续提升，至 19Q1 回落至 0.81%，低于去年同期 0.76pct，主要受到净利率降低-1.62pct 的影响，18Q2-19Q1 以来净利率水平持续回落。

图 23：CS 连锁 18-19Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 24：CS 连锁 18-19Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，苏宁易购 2018/2019Q1 实现营业收入 2,449.57 亿元/622.42 亿元，同比+30.35%/+25.44%，归母净利润 133.28 亿元/1.36 亿元，同比 216.38%/+22.16%。2018 年公司综合毛利率 15.24%，主营业务毛利率 13.93%，公司有效实施商品价格管控提高日销毛利，通过推进商品结构调整，持续优化商品供应链来改善毛利水平，整体看公司综合毛利率较同期增加 0.91pct。2019Q1 公司毛利率 15.90%，较上年同期-0.47pct，基本保持稳定。期间费用方面，2018/19Q1 公司费用率为 13.27%/15.95%，较去年同期-0.46pct/+0.52pct。运营费用方面，由于公司加强了在开发、IT、新品类运营等方面的人员储备，以及第三期员工持股计划计提管理费用摊销影响，人员费用率（+0.54pct）有所上升，且为了拉动销售广告，促销投入加大（+0.28pct）；但公司在规模扩张的同时，租金、装修、水电、折旧等固定费用率（-0.71pct）有所下降；由于供应链融资、消费金融业务发展带来公司银行借款规模的增加，以及年内发行公司债计提利息，导致财务费用率（+0.34pct）同比增长。

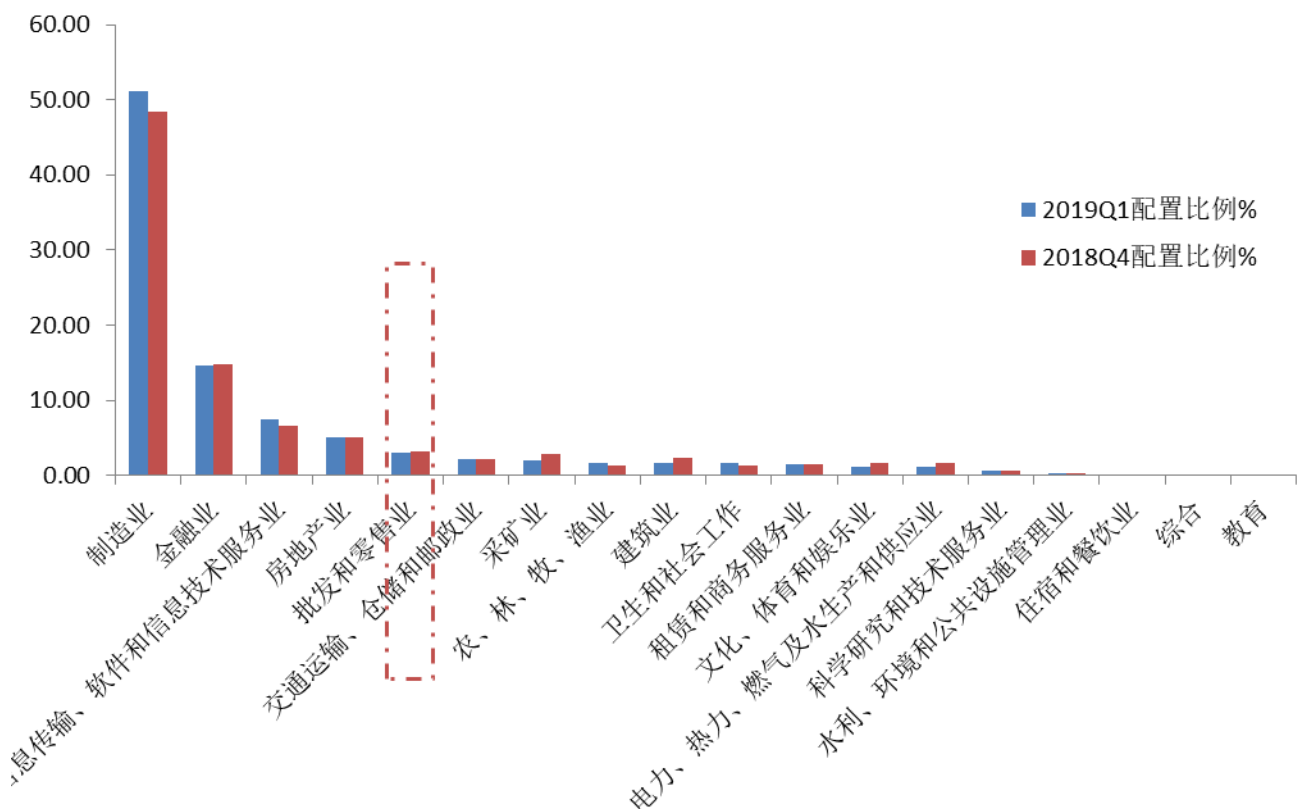
南极电商 2018/2019Q1 实现营业收入 33.53 亿元/8.24 亿元，同比+240.12%/+63.40%，归母净利润 8.86 亿元/1.22 亿元，同比 65.92%/+36.73%。2018 年品牌综合服务经销品牌授权收入合计 9.34 亿元，同比增长 46.09%，2019Q1 这部分收入是 1.29 亿元，同比+55.36%。2018 年公司线上店铺 GMV 实现 205.21 亿元，年均复合增长率为 68.75%，2019Q1 公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比+53.03%，马太效应明显。2018/2019Q1 公司期间费用率为 5.17%/4.58%，相比去年同期-3.18pct/-1.83pct，但期间费用同比+110.68%/+16.76%，主要是受到合并时间互联报表后期间费用的增长，以及公司本期销售人员薪酬和广告费用较去年同期增长的影响。公司收入增幅远高于期间费用，故期间费用率同比减少，利润端表现靓丽。2018/2019Q1 公司 ROE 水平分别是 26.23%/3.21%，较上年同期+2.77pct/0.3pct，受并表时间互联影响，公司净利率大幅降低-27.87pct/-2.98pct，总资产周转率的提升+0.47/0.05 次带动了 ROE 的增长。

3.基金持仓：行业维持超配，重仓股数量增长

3.1 一级行业：持仓配比居前但小幅降低，维持超配

2019Q1，在证监会新标准 21 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 599.85 亿元，较 2018Q4 环比提升 23.49%，持仓占比为 2.93%，位居第五，市场标准行业配置比例为 2.66%，相对标准行业配置比例超额配置 0.27pct，维持超配状态，但配置比例同比降低 0.51pct，环比降低 0.17pct；超配比例同比减少 0.3pct，环比减少 0.19pct。

图 25：2019Q1vs2018Q4 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 重仓个股：永辉超市重仓持股最多，王府井重仓提升最大

2019Q1 基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 39 家上市公司布局，比 2018Q4 新增 13 家，清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（85）、南极电商（71）、苏宁易购（53）、天虹股份（35）、王府井（31），基金持有数变动幅度排行前五的分别是王府井（+23）、重庆百货（+15）、南极电商（+13）、天虹股份（+11）、我爱我家（+6）。

从 Q1 季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是永辉超市、天虹股份、南极电商、美凯龙、王府井，持仓变动分别是 9435.77 万股、2364.36 万股、1678.82 万股、1175.62 万股、825.92 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是南极电商(+22.12%)、家家悦(18.55%)、永辉超市(11.04%)、天虹股份(6.64%)、跨境通(3.55%)。

表 1：重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2019Q1 持有基金数↓	2018Q4 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
002419.SZ	天虹股份	35	24	2,364.36	6.64	百货
600859.SH	王府井	31	8	825.92	2.84	百货
600729.SH	重庆百货	26	11	92.88	2.46	百货
000560.SZ	我爱我家	6	0	179.11	0.10	百货
000501.SZ	鄂武商 A	5	2	-136.67	0.93	百货
600655.SH	豫园股份	4	9	-670.15	0.04	百货
000516.SZ	国际医学	3	3	-29.20	0.14	百货
600682.SH	南京新百	2	0	13.04	0.01	百货
600694.SH	大商股份	2	3	786.55	2.73	百货
600858.SH	银座股份	2	3	-42.00	0.11	百货
000417.SZ	合肥百货	1	0	11.09	0.01	百货
000882.SZ	华联股份	1	1	-0.91	0.05	百货
600697.SH	欧亚集团	1	0	8.56	0.06	百货
600723.SH	首商股份	1	0	25.25	0.04	百货
600738.SH	兰州民百	1	2	-213.09	0.04	百货
601933.SH	永辉超市	85	111	9,435.77	11.04	超市
603708.SH	家家悦	30	28	-541.33	18.55	超市
002697.SZ	红旗连锁	6	7	-855.95	0.18	超市
600861.SH	北京城乡	4	10	-1,230.38	1.29	超市
000759.SZ	中百集团	1	1	11.42	0.05	超市
600361.SH	华联综超	1	1	39.70	0.08	超市
002127.SZ	南极电商	71	58	1,678.82	22.12	连锁
002024.SZ	苏宁易购	53	57	-2,292.55	1.85	连锁
600612.SH	老凤祥	15	51	-661.49	3.16	连锁
002640.SZ	跨境通	8	32	-1,864.30	3.55	贸易 III
601828.SH	美凯龙	8	4	1,175.62	3.08	连锁
002345.SZ	潮宏基	2	0	68.67	0.08	连锁
603214.SH	爱婴室	2	2	-12.88	0.40	连锁
002731.SZ	萃华珠宝	1	0	2.89	0.02	连锁
1528.HK	红星美凯龙	1	0	38.00	0.06	连锁
600122.SH	宏图高科	1	1	0.00	0.00	连锁

数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，受益可选消费企稳回暖的百货板块，Q1 主流百货同店数据转暖，国企改革预期向好属性增强，2018Q4 持有基金数 24 家的天虹股份在 2019Q1 获得 11 家基金持续加仓，持有基金数、持仓变动和占流通股比均表现强劲，而王府井则受益高端消费回暖效应最强，持有基金数变化最大（+23），持仓变动和占流通股比表现次之。百货板块中有 5 家为 2019Q1 新增基金持有的重仓个股，分别是我爱我家（6）、南京新百（2）、欧亚集团、首商股份、合肥百货，而遭遇清仓的 2 家为供销大集和翠微股份。还有 5 家企业重仓持股数有所下滑，最明显的是豫园股份（-670.15 万股），其次是兰州民百（-213.09 万股）。

温和通胀环境下必选消费稳健增长，超市龙头持续进行外延扩张和内涵升级，市占率得到进一步提升。2019Q1 没有新增重仓个股，但百联股份遭到基金清仓。永辉超市最受基金青睐，为重仓持有最多的个股，2019Q1 持有基金数为 85 家，虽环比减少 26 家，但持仓变动净增 9435.77 万股。家家悦是唯一重仓持股家数增长的个股，2019Q1 持有基金数 30 家（+2），持有数占流通股比例为 18.55%，是板块中持股比例最高的个股，但持仓变动减少 541.33 万股。还有北京城乡重仓配置减少 6 家，持仓数减少 1230.38 万股。

连锁板块表现分化，龙头的行业集中度持续提升。2019Q1 新增 2 家重仓配置个股，为潮宏基和萃华珠宝，而东方金钰和莱绅通灵则受到基金清仓。南极电商年报&一季报业绩表现靓丽，受到基金热捧，是 2019Q1 中持有基金数最多（71），也是持有基金数变动最大（+13）、季报持仓变动最多（+1678.82 万股）的重仓个股，持股占流通股比 22.12% 占比最高，但环比减少 4.67pct。美凯龙表现次之，2019Q1 持有基金数增长了 4 家，持仓变动增长 1175.62 万股，持股占比环比提升 2.94pct。老凤祥、跨境通、苏宁易购均遭基金减仓，重仓配置基金数分别减少 36/24/4 家，但持有基金数仍然居前，分别是 15/8/53 家，持仓变动分别为-661.49 万股、-1864.30 万股、-2292.55 万股。

4. 投资建议及重点推荐

4 月受节假日错位、增值税下调等因素影响，部分宏观指标波动较大，社零增速阶段性走低但仍在预期范围之内，近年来简政放权、减税降费等一系列政策的实施有利于市场信心的持续改善，激发居民需求和消费潜力，我们建议配置业绩稳健、防御性较强的超市板块，并适时关注 Q2 社零及可选消费数据走势决定百货、连锁板块的估值修复周期所处位置，建议逢低布局并关注以下几条主线，

1) 在温和上涨的经济运行区间内，受益必选消费稳健增长、食品 CPI 阶段性走高，超市同店增速持续向好。建议关注以现代物流为支持，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础，要约收购中百集团 10.14% 股份，进一步促进双方业务协同，拓展公司在湖北地区供应链网络布局的永辉超市（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.23/0.37/0.40 元，“增持”评级）；以及在山东地区坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略进一步促进连锁网络建设，同时加强高效的生鲜食品供应链体系建设，省内扩张和省外拓展同步推

进，外延扩张和内涵提升双轮驱动的家悦悦(预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.04/1.21/1.33 元，“买入”评级)；

2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，目前仍处转型探索期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升客流及坪效，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会，建议关注基于数字化智能化的业态创新和全国供应链整合能力初现成效，对内夯实运营管理能力，加强门店体验式升级，对外继续铺设门店网络扩张，打造新的利润增长点的天虹股份(预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88/1.02/1.16 元，“买入”评级)；以及持续铺设全渠道建设，通过建立完善的品牌体系，积累规模庞大的会员资产，形成稳固的业绩平台和多种业态主力，同时持续推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的低估值国企王府井(预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.60/1.80/1.81 元，“增持”评级)。

3) 消费分级背景下，一二线城市品质消费市场有待存量转化，三四线城市的大众消费市场仍有增量发掘空间，有能力持续提升行业集中度和增强盈利护城河的线上线下龙头企业，推荐把握低线市场消费崛起和社交电商风口的市场机会，打造了覆盖各市场级别以及线上线下的全渠道网络，坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力的提升，头部规模优势十分显著的苏宁易购(预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.12/0.39/0.42 元，“买入”评级)；以及结合品牌特点和电商渠道的累积优势，定位平价、优质的大众消费品，坚持新快消品战略，做好高频次、高性价比的标准品，拥有品牌综合服务的规模优势，并且移动互联网营销业务持续稳健发展，具有较高 GMV 增速和马太效应的南极电商(预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49/0.65/0.79 元，“买入”评级)。

5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 促消费政策落地效果不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

