

投资评级 优于大市 维持

行业增速下行，精选优质成长

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《阿里：2Q18收入增61%延续高增长，业务有望多点开花》2018.08.27

《行业的压力期，也是优质龙头的机遇期》2018.08.27

《818购物节收官，苏宁双线联动高增长》2018.08.20

分析师：汪立亭

Tel: (021) 23219399

Email: wanglt@htsec.com

证书: S0850511040005

分析师：李宏科

Tel: (021) 23154125

Email: lkh11523@htsec.com

证书: S0850517040002

联系人：史岳

Email: sy11542@htsec.com

投资要点：

1. 消费数据二季度以来增速下行。①2017年社零总额36.6万亿元增10.2%；1Q18名义增9.8%，4月开始下行，4-5月实际增7.9%和6.8%，7月实际增6.5%再创新低；百家增速3月3.4%高点、4-6月各-0.4%/-2.5%/2.1%/-2%；50家4月增速降至-0.6%、5月-3.4%、7月-3.9%；②CPI重回“2”时代，2018年2-3月各2.9%和2.1%，4-6月维持1.8-1.9%，7月2.1%；2017和1H18网络零售额增速各32.2%和30.1%，占社零总额比例由2017年19.6%提升至1H18的22.7%；③中国零售市占率前十中，阿里、京东和苏宁各以8.2%、5%、1.3%居前三位，永辉0.3%第9；边际市场份额阿里苏宁永辉2015-17年持续提升，京东2016-17维持7%左右，高鑫零售持续下降。我们对中期消费环境整体偏谨慎，**但维持“渠道结构性平衡”的判断，而这种平衡对龙头来说更是机会，优质龙头在加速获得市场份额。**

2. 2Q18收入增速下滑，利润保持平稳增长。以剔除永辉的35家公司为样本：1H18收入增2.6%，一、二季度各增4.7%和0.1%，**二季度明显放缓，且增速同比减少3.24个百分点**；毛利率增0.62pct，贡献居前的有欧亚集团（0.19%）、重庆百货（0.17%）、步步高（0.16%）、天虹股份（0.14%）等，期间费用率增0.15pct；归母净利增15.6%，扣非净利增18.1%，其中1Q/2Q归母净利各增14.2%和17.4%，2Q高因中百集团拆迁补偿，**1Q/2Q扣非净利各增21%和13.7%，2Q增速同比和环比均有所放缓，但仍保持平稳增长。**1H18经营净现金流58亿元增20%，1Q增42亿元，2Q降33亿元，2Q18较2Q17经营净现金流减少最多的有：杭州解百（-6.95亿元）、步步高（-5.44亿元）、大商股份（-5.32亿元）、百联股份（-4.33亿元）等。

3. 重点公司：增长分化，优质公司表现仍佳。2018上半年67家样本公司中有42家扣非净利正增长或扭亏为盈（2017年同期45家），收入和扣非净利实现双增长的公司有30家（同比持平）；在收入和扣非净利均位于行业前15的公司中，由主业稳健增长所驱动的有青岛金王、深圳华强、珀莱雅、汉商集团等。此外，**苏宁易购收入大增32%，扣非净利扭亏为盈；其他我们重点推荐和关注的公司扣非净利表现也均较好，包括天虹股份增25.06%、家家悦增29.2%、红旗连锁增57.46%、永辉超市降20.33%（云创增29%）、王府井增61.22%、周大生增28.02%。**

我们统计1H18收入和扣非净利增速同比改善，以及2Q18收入和扣非净利环比改善个股发现，收入端1H18和2Q18双重改善的有家家悦、中百集团、周大生、拉芳家化等；利润端双重改善的有重庆百货、红旗连锁、家家悦、周大生、拉芳家化等；**收入和利润均双重改善的有家家悦、周大生、拉芳家化。**

4. 涨幅及估值。①涨幅：2018年初至今，商贸指数跌22.7%，跑输上证综指5.46pct，个股涨幅居前的有爱婴室（78%）、御家汇（68%）、珀莱雅（51%）、重庆百货（19%）、家家悦（13%）、天虹股份（9%）、中央商场（9%）、兰生股份（8%）、周大生（3%）、苏宁易购（1%）；②估值：2018年，PE较低的有鄂武商A（6x）、欧亚集团（11x）、青岛金王（11x）、王府井（12x）等；PS较低的有欧亚集团（0.21x）、银座股份（0.22x）、中百集团（0.27x）、百联股份（0.29x）等；RNAV/市值居前的银座股份（4.2倍）、小商品城（3.9倍）、欧亚集团（3.8倍）、百联股份（3.4倍）等；现金/市值居前的有华联综超（122%）、合肥百货（80%）、银座股份（69%）、百联股份（62%）等。

5. 行业观点及推荐个股。二季度以来消费增速回落，但渠道自身更多有结构性平衡的特征，新的产业格局加速形成，零售企业参与竞争的核心能力成为优秀团队和机制，进而包括业态、供应链整合、数字化改造，以及所拥有的资本及规模整合力，行业具备α属性，行业压力期，也是优质公司跨越式发展的机遇期。**重点推荐苏宁易购、天虹股份、家家悦、红旗连锁**，重视对**【永辉超市】**战略&经营拐点的判断，以及对应投资机会的临近，关注王府井、周大生、青岛金王等。

风险因素：消费疲软压制行业业绩和估值；国企改革慢于预期；转型进程的不确定。

目 录

1. 消费数据：二季度以来行业增速下行	5
2. 行业分析：2Q18 收入端增速下滑，利润保持平稳增长	7
3. 重点公司：增长分化，优质公司表现仍佳	9
4. 估值：处于历史低点，结合 PEG PS RNAV 等优选个股	12
5. 风险因素	16

图目录

图 1	社会消费品零售总额增长情况（201507-201807）	5
图 2	百家大型企业零售额月度增速（%，201607-201807）	5
图 3	50 家大型企业零售额月度增速（%，201607-201807）	5
图 4	CPI 月度同比增速（201508-201807）	6
图 5	网上零售额增长情况（2007-1H2018）	6
图 6	网上零售额与社零总额之比（%，2007-1H2018）	6
图 7	2017 年网络 B2C 市场份额（%）	7
图 8	2017 年中国零售市占率前 10 公司（%）	7
图 9	年初至今商贸行业与其他行业涨跌幅比较（%，20180101-0830）	12
图 10	年初至今（20180101-0830）涨幅前 10 和后 5 位批零个股（%）	13
图 11	35 家零售 A 股样本整体 PE 估值变化情况（倍，2008-2018）	13
图 12	基金对批零行业的持仓情况（3Q2008-2Q2018）	15

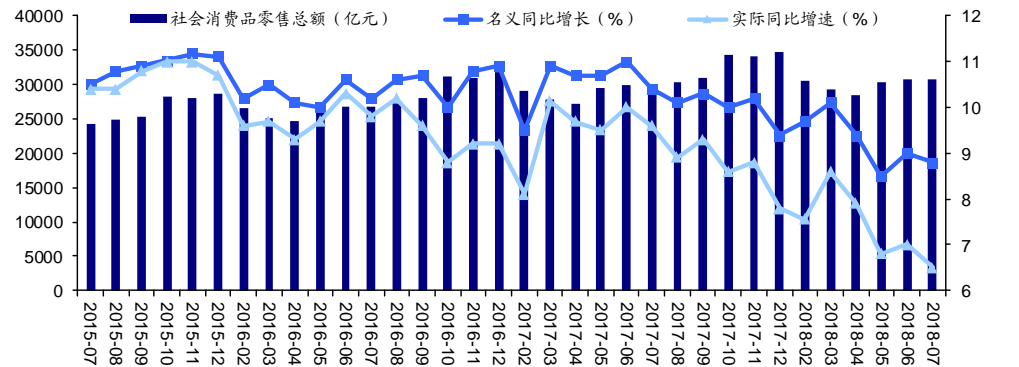
表目录

表 1	中国主要零售商的边际市场份额对比 (%)	7
表 2	35 家零售 A 股主要经营指标 (2Q2016-1H2018, 剔除永辉超市)	8
表 3	36 家零售 A 股主要经营指标 (2Q2016-1H2018, 含永辉超市)	9
表 4	按 1H2018 收入和扣非净利增速排序前 15 和后 5 的零售公司	10
表 5	主要传统百货和超市上市公司的收入&扣非净利润增速变动趋势	11
表 6	主要黄金珠宝和化妆品上市公司的收入&扣非净利润增速变动趋势	11
表 7	主要批零个股 PS/PE/PEG 估值比较 (20180830)	13
表 8	主要批零个股 RNAV/市值比较 (20180830)	14
表 9	主要批零个股现金/市值比较 (20180830)	14
表 10	海通批零行业重点公司投资评级、估值及盈利预测 (20180830)	16

1. 消费数据：二季度以来行业增速下行

社零、百家、50家二季度以来增速均有所下滑，7月增速多创新低。2017年社零总额36.63万亿元，名义增长10.2%，增速较2016年略降0.2个百分点，2018年一季度社零总额9万亿元，同比增长9.8%，其中3月份的名义与实际增速分别为10.1%和8.6%，高于2月份的9.7%和7.6%，环比改善；但从4月份开始增速便掉头下行，4月名义和实际增速分别9.4%和7.9%，环比均有0.7个百分点的下降，5月名义和实际增速进一步下降至8.5%和6.8%创新低，6月因端午节因素略有回升，但7月增速则继续下行，其中6.5%的实际增速再创新低。

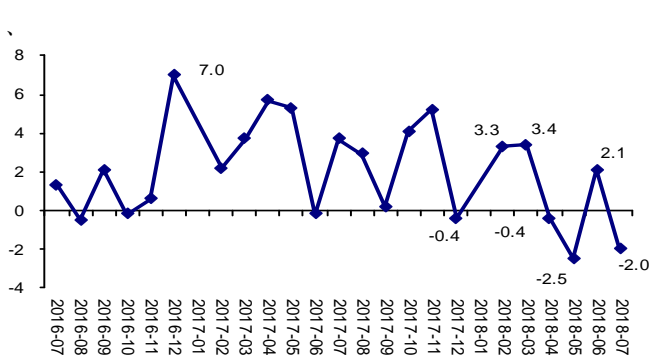
图1 社会消费品零售总额增长情况（201507-201807）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

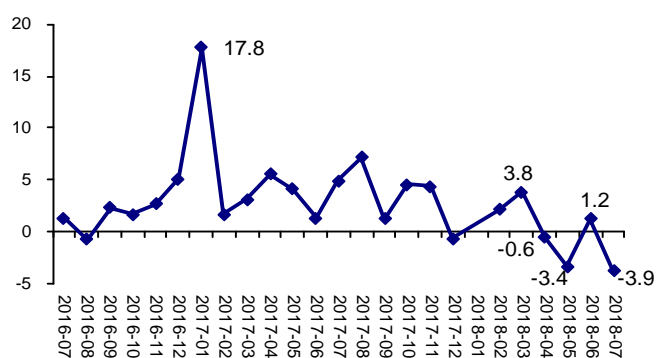
全国百家大型零售企业零售额和50家大型企业零售额增速也是自2018年4月份开始下行。其中百家零售额增速3月相对高点3.4%，4月下降至-0.4%，5月进一步下降至两年来新低的-2.5%，7月为-2%；50家零售额增速4月下降至-0.6%，5月也是近两年新低-3.4%，7月-3.9%再创新低。

图2 百家大型企业零售额月度增速（%，201607-201807）



资料来源：中华商业信息网，海通证券研究所

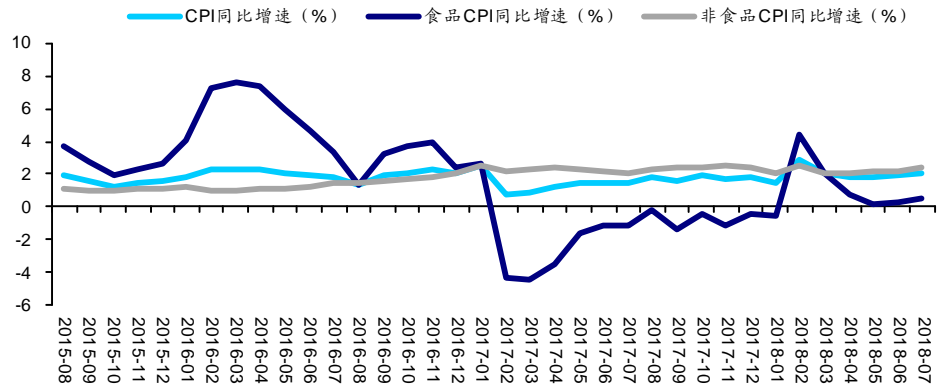
图3 50家大型企业零售额月度增速（%，201607-201807）



资料来源：中华商业信息网，海通证券研究所

CPI再回“2”时代，食品保持正增长。年初市场对2018年通胀预期升温，从数据上来看确实也有所体现，2018年2-7月CPI增速分别较2017年同期有0.3-2个百分点不等的提升，其中2018年2月和3月CPI各2.9%和2.1%，扭转了2017年持续的“1”时代，重回“2”时代，4-6月均维持在1.8%-1.9%，7月则是2.1%再回2%以上。从品类来看，2018年2-7月食品CPI均保持正增长，较2017年持续的负增长也大有改善，估计是带动CPI回升的主要驱动因素；非食品CPI基本均维持在2%以上，相对比较稳定。

图4 CPI 月度同比增速 (201508-201807)



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

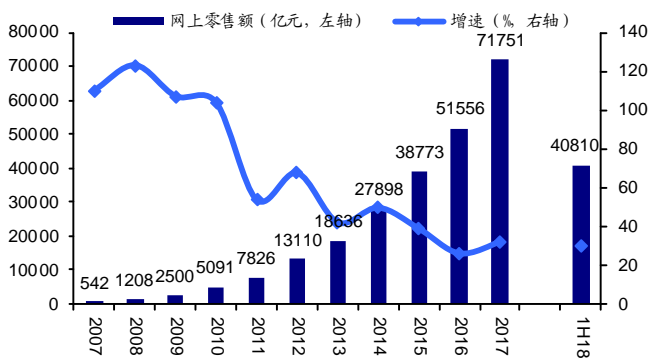
网络零售额增速略放缓，1H18 占比 23%。据国家统计局，2017 年我国网络零售额为 71751 亿元，同比增长 32.2%，占社零总额的比例为 19.6%；2018 上半年网络零售额同比增长 30.1%略有放缓，与社零总额之比增加至 22.7%，但提升幅度有所放缓。

龙头加速获得市场份额。①**从市场份额来看**，中国 2017 年零售市占率前十的公司中，阿里巴巴、京东、苏宁各以 8.2%、5.0%和 1.3%的份额占据前三位，唯品会以 0.6%居第 7 位，其他线下（或以线下为主）的零售商中，国美 1.3%、欧尚 0.7%、华润 0.7%、沃尔玛 0.5%、永辉 0.3%、百联 0.3%均上榜。

②**从边际市场份额来看**，阿里、苏宁、永辉在 2015-17 年均有持续的提升；京东由 2012 年的 1.49%快速提升至 2015 年的 7.03%后，2016-17 年均维持在 7%上下；高鑫零售自 2011 年开始即持续下降，2017 年仅 0.07%。

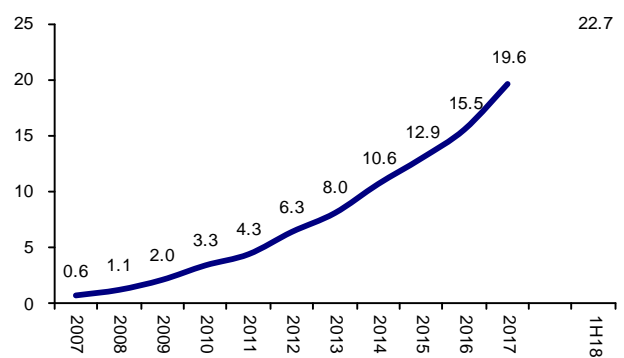
2018 年二季度以来整体消费环境偏弱，从中期角度，考虑到年初以来消费驱动力有所弱化（如去杠杆、负财富效应、P2P 持续爆雷、棚改货币化收紧等）以及基数效应，我们对下半年消费环境整体偏谨慎，但仍维持“渠道结构性平衡”的判断，而这种平衡对龙头来说更是机会，优质龙头在加速获得市场份额。

图5 网上零售额增长情况 (2007-1H2018)



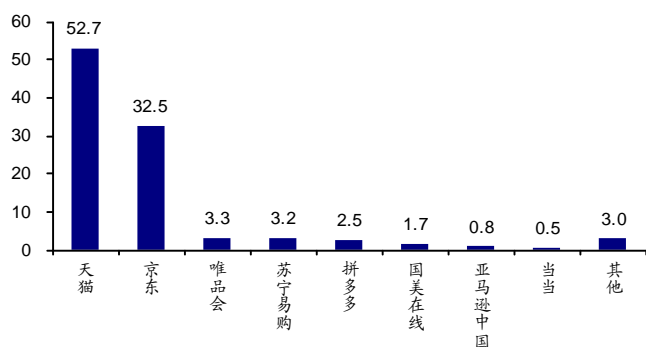
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图6 网上零售额与社零总额之比(%, 2007-1H2018)



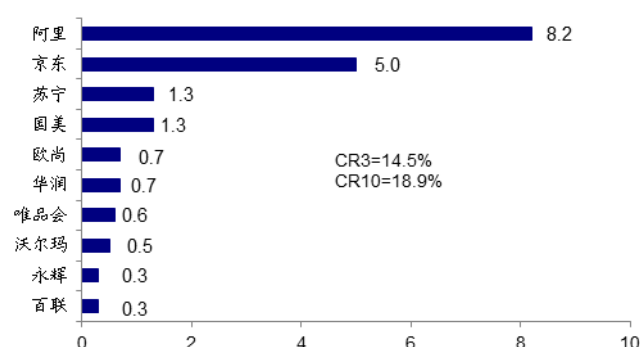
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图7 2017 年网络 B2C 市场份额 (%)



资料来源：中国电子商务中心，海通证券研究所

图8 2017 年中国零售市占率前 10 公司 (%)



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

表 1 中国主要零售商的边际市场份额对比 (%)

	阿里 GMV	京东 GMV	苏宁 GMV	永辉超市	高鑫零售
2011				0.18	0.40
2012	15.20	1.49	0.46	0.26	0.36
2013	21.13	1.84	0.27	0.21	0.29
2014	26.37	4.03	-0.01	0.21	0.20
2015	22.34	7.03	0.84	0.19	0.16
2016	23.15	6.75	0.96	0.23	0.13
2017	31.02	7.33	1.36	0.28	0.07

资料来源：阿里、京东、苏宁、永辉、高鑫零售等公司各年年报，海通证券研究所

2. 行业分析：2Q18 收入端增速下滑，利润保持平稳增长

考虑数据口径的可比性以及结果的有效性，我们选取主要的 36 家零售公司作为行业样本，同时基于数据准确性的考虑，我们在做毛利率和费用率等的百分比变动比较时，将上下年度间的数据做了对比口径上的统一性调整。需要注意的是，因永辉超市 2Q18 主要指标波动较大，因此以剔除永辉超市口径的数据对比参考性更强且作为优先对比。

(1) 收入：35 家零售 A 股 2018 上半年收入同比增长 2.56%，二季度增 0.11%。上半年 2.56% 的增速较 2017 年同期增加 1.7 个百分点，其中 1Q18 增速 4.68%，增速同比增加 7.19 个百分点；2Q18 增速 0.11%，较 1Q18 明显放缓，且增速同比减少 3.24 个百分点。整体来看，收入端自 3Q16 开始延续回升，至 2Q18 趋势有所放缓，且结合社零、百家和 50 家数据，二季度行业略显疲软。

包含永辉超市后，2Q17-2Q18 收入增速分别为 5%、5.22%、7.48%、7.09% 和 2.66%，2Q18 收入增速放缓且同比减少了 2.34 个百分点。

(2) 毛利率：2018 年上半年毛利率同比增加 0.62 个百分点，延续 1H17 的提升趋势，体现行业在供应链端的议价能力也在持续提升；其中 1Q18 和 2Q18 毛利率各增加 0.54 个百分点和 0.74 个百分点，二季度毛利率增幅有较大提升，可能也由于收入增速下降带来的结构性提升。测算主要公司上半年对 0.62 个百分点毛利率增量的贡献为：欧亚集团 (0.19%)、重庆百货 (0.17%)、步步高 (0.16%)、天虹股份 (0.14%)。

包含永辉超市后，1H18 毛利率增加 0.81 个百分点，其中 1Q18 和 2Q18 各增 0.74 和 0.9 个百分点，整体趋势不变。

(3) 费用率：2018 上半年期间费用率同比增加 0.15 个百分点，其中销售费用率同比增加 0.06 个百分点至 11.05%；管理费用率同比增加 0.12 个百分点至 4.89%；财务费用率同比减少 0.03 个百分点至 0.34%，整体来看上半年各细项费用率均较为稳定。

分季度，1Q18 和 2Q18 期间费用率各分别减少 0.22 和增加 0.52 个百分点，二季度增幅较大，主要来自销售费用率增加了 0.41 个百分点，测算主要公司销售费用率增量贡献为：步步高 0.23%、天虹股份 0.14%、重庆百货 0.14%、欧亚集团 0.1%、家家悦 0.1%。包含永辉超市后 2Q18 期间费用率大增 1.21 个百分点，主要由于永辉超市 2Q18 销售费用同比增加了 16.7 亿元。

(4) 净利润：2018 上半年归母净利同比增长 15.56%，扣非净利润增长 18.09%，增速较 1H17 放缓。扣非净利增速高于归母净利意味着非经常性损益有所减少。从经营层面看，收入增长叠加毛利率和费用率影响，毛利减去期间费用这一指标同比增长 11.66%，增速较 1H17 也有所放缓。

分季度，1Q18 和 2Q18 归母净利分别增长 14.2%和 17.44%，2Q18 增速较高主要原因是中百集团确认了超过 5 亿元的营业外收入（主要是拆迁补偿），剔除非经常影响后，1Q18 和 2Q18 扣非净利分别增长 20.99%和 13.73%，2Q18 增速同比和环比均有所放缓，但仍保持平稳增长。从毛利-期间费用这一指标的增速来看，行业主业经营与该趋势类似。

包含永辉超市后，1H18 归属净利和扣非净利分别增长 11.57%和 11.8%，趋势仍不变，其中 2Q18 扣非净利增速降至 2.54%，主要由于其股权激励费用确认和云创亏损等。

(5) 净利率：2018 上半年净利率同比增加 0.43 个百分点至 3.67%，扣非净利率增加 0.43 个百分点至 3.24%，增速分别同比减少 0.26 和 0.11 个百分点。分季度，净利率和扣非净利率的变动 (pct) 从 2Q16 起便有持续改善，并分别从 3Q16 和 4Q16 转为同比提升，其中净利率 2Q18 同比大幅增加 0.77 个百分点，增幅再创新高，主要原因也与中百集团确认营业外收入有关，2Q18 扣非净利率 0.33%则回归正常且增幅环比略放缓。包含永辉超市后，净利率变动情况与上述利润增长情况一致。

(6) 经营活动现金流量：二季度经营净现金流下降较多。2018 上半年经营活动净现金流量为 58 亿元，同比增长 19.93%，其中 1Q18 为 54 亿元，2Q18 为 3 亿元，1Q18 同比增加较多而 2Q18 同比下降较多。

主要公司 2Q18 经营净现金流居前的包括：杭州解百(-6.83 亿元)、天虹股份(-3.86 亿元)、百联股份(-2.64 亿元)、步步高(-2.38 亿元)等；2Q18 较 2Q17 相比经营净现金流减少最多的包括：杭州解百(-6.95 亿元)、步步高(-5.44 亿元)、大商股份(-5.32 亿元)、百联股份(-4.33 亿元)等，其中百联股份主要是与其他经营活动有关的现金流出变化、步步高主要是销售商品收到的现金流入变化、天虹股份主要是购买商品支付的现金流出变化。

表 2 35 家零售 A 股主要经营指标 (2Q2016-1H2018, 剔除永辉超市)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	1H17	1H18
营业总收入 (亿元)	820	803	923	989	876	840	993	1053	874	1878	1926
同比增长 (%)	-3.57	-1.03	1.31	-2.51	3.35	2.96	5.20	4.68	0.11	0.86	2.56
毛利率 (%)	21.85	21.13	20.85	20.84	21.78	21.57	21.27	21.42	22.59	21.33	21.95
毛利率变动 (pct)	0.95	-0.07	-0.71	0.43	-0.04	0.44	0.24	0.54	0.74	0.27	0.62
销售费用率 (%)	12.08	12.87	12.05	10.57	11.62	12.37	11.69	10.32	11.92	10.99	11.05
销售费用率变动 (pct)	0.87	0.59	0.04	0.10	-0.40	-0.48	-0.24	-0.22	0.41	-0.20	0.06
管理费用率 (%)	5.57	5.50	4.43	4.53	5.11	5.44	5.18	4.62	5.22	4.77	4.89
管理费用率变动 (pct)	0.59	0.07	-1.21	-0.03	-0.31	0.04	0.69	0.12	0.13	-0.24	0.12
财务费用率 (%)	0.41	0.46	0.42	0.32	0.44	0.46	0.42	0.26	0.45	0.38	0.34
财务费用率变动 (pct)	0.17	-0.01	-0.17	-0.06	0.02	0.00	-0.08	-0.12	-0.03	-0.02	-0.03
期间费用率 (%)	18.07	18.83	16.89	15.43	17.18	18.27	17.29	15.20	17.58	16.14	16.28
期间费用率变动 (pct)	1.63	0.65	-1.34	0.01	-0.69	-0.44	0.37	-0.22	0.52	-0.47	0.15
毛利-期间费用	31	18	36	54	40	28	40	65	44	98	109
同比增长 (%)	-18.32	-24.72	20.73	5.72	20.34	40.44	2.05	19.24	4.85	15.91	11.66
归属净利润 (亿元)	18	10	14	33	24	12	21	41	30	61	71
同比增长 (%)	-14.26	41.29	-19.21	15.01	27.55	17.96	34.20	14.20	17.44	27.95	15.56

净利率 (%)	2.20	1.25	1.52	3.35	2.73	1.47	2.16	3.85	3.44	3.24	3.67
净利率变动 (pct)	-0.27	0.38	-0.39	0.51	0.52	0.19	0.47	0.32	0.77	0.69	0.43
扣非净利润 (亿元)	15	6	5	32	19	11	14	38	24	53	62
同比增长 (%)	-20.36	10.22	-1.75	20.87	16.36	58.39	187.96	20.99	13.73	26.58	18.09
扣非净利率 (%)	1.89	0.80	0.54	3.21	2.19	1.28	1.43	3.66	2.75	2.82	3.24
扣非净利率变动 (pct)	-0.40	0.08	-0.02	0.62	0.25	0.45	0.91	0.49	0.33	0.54	0.43
经营活动现金流量 (亿元)	3	70	92	12	36	78	73	54	3	48	58
同比增长 (%)	-112.74	37.88	121.41	-47.54	404.72	9.02	-22.96	370.52	-91.25	63.38	19.93
经营活动现金流/归属净利润	0.19	6.92	6.55	0.35	1.53	6.29	3.43	1.34	0.11	0.79	0.82

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 36 家零售 A 股主要经营指标 (2Q2016-1H2018, 含永辉超市)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	1H17	1H18
营业总收入 (亿元)	931	928	1045	1142	1006	990	1146	1240	1030	2161	2270
同比增长 (%)	-1.66	1.14	2.66	-0.61	5.00	5.22	7.48	7.09	2.66	2.56	5.03
毛利率 (%)	21.62	20.94	20.82	20.85	21.54	21.34	21.41	21.62	22.50	21.21	22.02
毛利率变动 (pct)	0.82	-0.05	-0.59	0.43	-0.06	0.40	0.43	0.74	0.90	0.26	0.81
销售费用率 (%)	12.43	13.13	12.34	10.88	11.95	12.71	12.28	10.95	12.79	11.31	11.78
销售费用率变动 (pct)	0.75	0.49	-0.06	0.00	-0.42	-0.40	0.05	0.11	0.94	-0.26	0.48
管理费用率 (%)	5.18	5.13	4.32	4.22	4.90	5.10	4.94	4.47	5.11	4.51	4.76
管理费用率变动 (pct)	0.49	0.06	-1.03	-0.04	-0.15	0.06	0.55	0.28	0.23	-0.16	0.25
财务费用率 (%)	0.37	0.37	0.33	0.26	0.32	0.35	0.40	0.24	0.39	0.29	0.31
财务费用率变动 (pct)	0.15	-0.02	-0.18	-0.07	-0.05	-0.03	-0.01	-0.06	0.04	-0.06	0.02
期间费用率 (%)	17.98	18.63	17.00	15.36	17.17	18.16	17.61	15.67	18.29	16.11	16.86
期间费用率变动 (pct)	1.39	0.54	-1.26	-0.11	-0.63	-0.37	0.59	0.32	1.21	-0.48	0.75
毛利-期间费用	34	21	40	63	44	32	44	74	43	110	117
同比增长 (%)	-15.00	-19.43	24.55	10.26	20.56	39.09	3.05	15.26	-4.32	19.53	6.90
归属净利润 (亿元)	20	12	18	41	27	16	26	48	32	71	80
同比增长 (%)	-11.69	47.16	4.91	21.00	30.42	31.80	26.88	11.84	11.17	31.61	11.57
净利率 (%)	2.15	1.24	1.75	3.55	2.68	1.59	2.24	3.87	3.10	3.30	3.52
净利率变动 (pct)	-0.24	0.39	0.04	0.63	0.52	0.32	0.34	0.16	0.47	0.73	0.22
扣非净利润 (亿元)	17	8	8	39	22	14	18	46	25	63	71
同比增长 (%)	-16.65	11.83	38.98	25.48	21.92	70.02	137.81	17.53	2.54	30.71	11.80
扣非净利率 (%)	1.86	0.85	0.74	3.42	2.22	1.42	1.60	3.70	2.41	2.93	3.12
扣非净利率变动 (pct)	-0.33	0.08	0.19	0.71	0.31	0.54	0.88	0.33	0.00	0.60	0.19
经营活动现金流量 (亿元)	3	81	87	21	54	83	68	70	1	74	71
同比增长 (%)	-108.60	42.85	113.48	-41.71	729.25	0.54	-24.59	238.24	-97.97	76.91	-4.57
经营活动现金流/归属净利润	0.13	7.02	4.78	0.51	1.98	5.28	2.67	1.45	0.03	1.04	0.89

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 重点公司: 增长分化, 优质公司表现仍佳

我们对 67 家主要零售 A 股 2018 上半年分别按收入和扣非净利润增速进行排序, 其中均排名前 15 名的公司中, 由于主业经营良好的包括深圳华强 (+58%, +65%)、青岛金王 (+37%, +50%)、珀莱雅 (+25%, +58%)、汉商集团 (+12%, +51%); 由于房地产确认及其他因素的有深赛格 (+49%, +72%)、厦门国贸 (+28%, +3614%)。此外, 苏宁易购收入端实现了 32% 的增长位居行业第 5 位, 扣非净利扭亏为盈至 0.3 亿元。

其他由于自身经营良好而实现收入和扣非净利正增长的公司包括老凤祥 (+10%, +14%)、步步高 (+10%, +0.03%)、广百股份 (+9%, +10%)、上海家化 (+9%, +0.01%)、杭州解百 (+7%, +23%)、重庆百货 (+7%, +50%)、大东方 (+7%, +14%)、天虹股份 (+6%, +25%)、红旗连锁 (+5%, +57%)、利群股份 (+5%, +10%)、王府井 (+3%, 61%)、拉芳家化 (+3%, +66%) 等。

我们重点推荐和关注的公司在 1H18 的扣非净利润增速表现为：**苏宁易购 0.33 亿元**（扭亏 2.3 亿元，双线融合高成长）；**天虹股份增 25.06%**（主因主业靓丽表现，测算剔除地产后主业经营性利润增约 31%）；**家家悦增 29.2%**（主因优秀且稳定的同店增长、展店逐季加快，及经营效率提升等）；**红旗连锁增 57.46%**（主因商品结构优化、管理效率提升，以及新网银行扭亏后大幅盈利）；**永辉超市降 20.33%**（主因股权激励费用摊销及云创子公司亏损，云超板块利润增长 29%）；**王府井增 61.22%**（主因定期存款财务收益大幅增加等，剔除一次性利息收入和 2Q17 合并调整，估计净利增长 23%）；**周大生增 28.02%**（主因同店高增长及展店提速）。

2018 上半年，67 家样本公司中有 42 家扣非净利正增长或扭亏为盈，少于 2017 年同期的 45 家；收入和扣非净利实现双增长的公司有 30 家，与 2017 年同期持平。

表 4 按 1H2018 收入和扣非净利增速排序前 15 和后 5 的零售公司

排序	公司	1H2018 收入增速 (%)	1H2018 扣非净利增速 (%)	公司	1H2018 扣非净利增速 (%)	1H2018 收入增速 (%)
1	深圳华强	58.06	65.28	厦门国贸	3614.19	27.71
2	御家汇	57.78	3.43	华联综超	687.25	-3.57
3	深赛格	49.06	71.73	百大集团	252.42	-21.83
4	青岛金王	37.04	50.37	深赛格	71.73	49.06
5	苏宁易购	32.16	-	拉芳家化	65.94	2.78
6	海印股份	29.48	7.62	深圳华强	65.28	58.06
7	厦门国贸	27.71	3614.19	王府井	61.22	3.04
8	周大生	26.98	28.02	珀莱雅	57.51	24.92
9	珀莱雅	24.92	57.51	红旗连锁	57.46	5.34
10	永辉超市	21.47	-20.33	汉商集团	51.13	12.41
11	华联股份	20.23	-	青岛金王	50.37	37.04
12	汇嘉时代	18.62	13.43	重庆百货	50.12	6.78
13	欧亚集团	13.91	-5.09	银座股份	46.91	1.15
14	汉商集团	12.41	51.13	茂业商业	37.26	1.50
15	家家悦	11.84	29.20	新世界	32.24	-5.27
63	供销大集	-17.32	2.59	北京城乡	-48.03	-16.73
64	津劝业	-21.73	-	东百集团	-62.94	-32.23
65	百大集团	-21.83	252.42	中央商场	-70.51	-7.10
66	东百集团	-32.23	-62.94	新华都	-77.58	0.30
67	小商品城	-76.18	-35.10	宏图高科	-78.51	-4.26

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们进一步统计了主要传统百货、超市、黄金珠宝和化妆品类上市公司收入和扣非净利润 1H18 同比和 2Q18 环比增速的相对变化发现：

（1）收入端增速同比和环比双重改善：①**百货：28 家中仅 2 家**，包括**商业城**（+16%，9%）和**津劝业**（+5%，+3%），其中多数为 2Q18 较 1Q18 增速放缓；②**超市：9 家中有 3 家**，分别为**三江购物**（+19%，+3%）、**家家悦**（+9%，+9%）和**中百集团**（+6%，+1%）；③**黄金珠宝：11 家中有 5 家**，分别为**金洲慈航**（+119%，+126%）、**刚泰控股**（+58%，+47%）、**明牌珠宝**（+32%，+36%）、**豫园股份**（+3%，+12%）、**周大生**（+3%，+12%）；④**化妆品：6 家中有 1 家**，为**拉芳家化**（+14%，+19%），另外，**珀莱雅**和**御家汇**因 1H17 无增速不可比，2Q18 较 1Q18 也有均环比改善。

（2）扣非净利端增速同比和环比双重改善：①**百货：28 家中有 5 家**，包括**津劝业**（+4764%，37%）、**汉商集团**（+23%，+850%）、**重庆百货**（+20%，+20%）、**大商股份**（+16%，+38%）、**首商股份**（+2%，+26%）；②**超市：9 家中有 3 家**，分别为**华联综超**（+574%，+1401%）、**红旗连锁**（+47%，+7%）、**家家悦**（+10%，+5%）；③**黄金珠宝：11 家中有 1 家**，为**周大生**（+3%，+14%）；④**化妆品：6 家中有 1 家**，为**拉芳家化**（+81%，+230%），另外，**珀莱雅**和**御家汇**因 1H17 无增速不可比，1H18 分别有 58%和 3%的正增长。

收入和扣非净利均实现双重改善的公司包括家家悦、周大生和拉芳家化。

表 5 主要传统百货和超市上市公司的收入&扣非净利润增速变动趋势

公司	收入增速 (%)		公司	扣非净利润增速 (%)	
	1H2018-1H2017	2Q2018-1Q2018		1H2018-1H2017	2Q2018-1Q2018
华联股份	25.83	-29.80	津劝业	4764.23	36.89
三江购物	18.84	3.49	人人乐	1587.99	-495.14
商业城	15.96	8.89	华联综超	573.50	1400.62
重庆百货	13.56	-6.28	*ST 友好	236.56	-150.70
欧亚集团	12.64	-9.24	南宁百货	180.76	-21.82
广百股份	11.70	-21.59	中百集团	140.90	-173.70
南宁百货	11.09	-8.66	银座股份	56.49	-173.30
汉商集团	10.53	-11.19	杭州解百	47.11	-11.03
家家悦	8.90	9.44	红旗连锁	46.52	7.31
中兴商业	7.99	-2.23	王府井	38.34	-137.22
翠微股份	6.32	-2.57	汉商集团	22.84	849.55
*ST 友好	6.07	-11.20	重庆百货	20.13	19.55
永辉超市	5.98	-3.25	利群股份	17.76	-7.42
中百集团	5.61	0.89	中兴商业	17.45	-1.35
新华百货	4.89	-4.45	大商股份	15.52	38.40
津劝业	4.79	3.29	徐家汇	11.32	-6.35
武汉中商	4.08	-5.05	家家悦	10.38	4.95
百联股份	2.80	-1.28	合肥百货	2.63	-31.83
利群股份	2.42	-1.44	首商股份	1.74	26.14
华联综超	1.79	-0.38	广百股份	-0.35	-5.35
银座股份	1.65	-4.32	百联股份	-0.36	11.17
天虹股份	0.87	-8.22	欧亚集团	-1.91	-11.18
安德利	0.47	-3.86	武汉中商	-4.63	10.16
步步高	0.26	-8.32	华联股份	-14.41	-83.67
首商股份	0.09	-1.83	天虹股份	-20.75	-17.89
人人乐	-0.04	-2.07	翠微股份	-23.46	22.51
新华都	-0.35	-2.65	商业城	-28.26	-5.27
大商股份	-0.79	-0.15	兰州民百	-28.61	-301.48
合肥百货	-1.03	-2.30	鄂武商 A	-30.15	-12.29
徐家汇	-1.36	-3.05	安德利	-33.09	-32.40
杭州解百	-2.48	-3.02	步步高	-47.81	-7.34
鄂武商 A	-3.06	-7.41	友阿股份	-54.47	-75.18
北京城乡	-4.54	6.01	北京城乡	-55.98	-7.35
红旗连锁	-6.44	-1.56	永辉超市	-77.11	-76.35
王府井	-9.55	-6.47	新华都	-77.72	-64.28
友阿股份	-14.61	-16.75	新华百货	-83.33	-55.38
兰州民百	-28.11	-9.09	三江购物	-105.83	-62.30

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 主要黄金珠宝和化妆品上市公司的收入&扣非净利润增速变动趋势

公司	收入增速 (%)		公司	扣非净利润增速 (%)	
	1H2018-1H2017	2Q2018-1Q2018		1H2018-1H2017	2Q2018-1Q2018
金洲慈航	118.67	126.37	拉芳家化	80.68	230.09
刚泰控股	57.99	46.78	上海家化	34.39	-106.59
明牌珠宝	31.57	36.47	周大生	3.43	13.99
上海家化	22.79	-2.08	老凤祥	-1.35	2.31
拉芳家化	14.44	19.25	潮宏基	-18.88	6.52

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

萃华珠宝	11.10	-27.74	青岛金王	-19.90	-55.66
豫园股份	3.14	11.57	刚泰控股	-23.87	-174.55
周大生	2.83	19.34	莱绅通灵	-39.48	-32.13
老凤祥	-2.89	3.06	东方金钰	-59.82	-257.21
潮宏基	-9.78	6.23	金洲慈航	-66.20	-80.65
莱绅通灵	-16.00	9.88	爱迪尔	-94.99	-7.49
东方金钰	-46.60	-49.84	豫园股份	-143.52	-47.07
青岛金王	-50.97	-31.43	明牌珠宝	-157.74	-405.98
爱迪尔	-86.75	-14.06	萃华珠宝	-459.45	-190.39
珀莱雅		30.67	珀莱雅		
国芳集团		-2.80	国芳集团		
御家汇		27.54	御家汇		

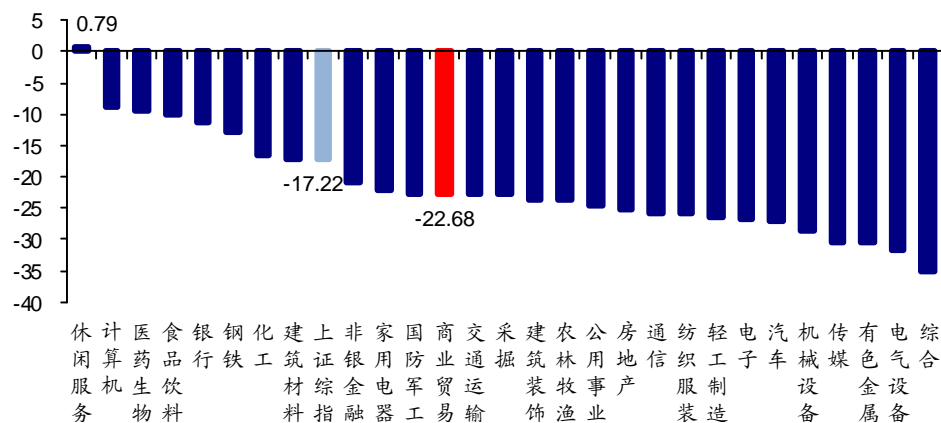
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 估值: 处于历史低点, 结合 PEG PS RNAV 等优选个股

2018 年初至 8 月 30 日, 申万商贸指数跌 22.68%, 跑输上证综指 5.46 个百分点, 居各板块第 12 位, 仅休闲服务一个板块实现了 0.79% 的正增长。个股中涨幅居前的有: **爱婴室 (78%)**、**御家汇 (68%)**、**珀莱雅 (51%)**、**重庆百货 (19%)**、**家家悦 (13%)**、**天虹股份 (9%)**、**中央商场 (9%)**、**兰生股份 (8%)** **周大生 (3%)**、**苏宁易购 (1%)** 等; 涨幅靠后的有**南京新百 (-71%)**、**金洲慈航 (-59%)**、**莱绅通灵 (-49%)**、**步步高 (-48%)**、**东百集团 (-47%)** 等。

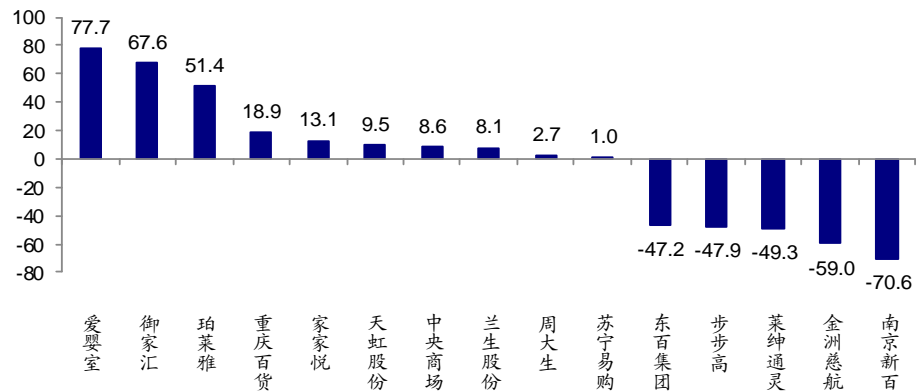
我们以 35 家零售 A 股为样本, 分析 PE 估值的变化情况。目前批零行业整体 PE (TTM) 为 18 倍, 已处于历史低点, 且明显低于 2008 年至今平均值 (29.7 倍)。

图9 年初至今商贸行业与其他行业涨跌幅比较 (% , 20180101-0830)



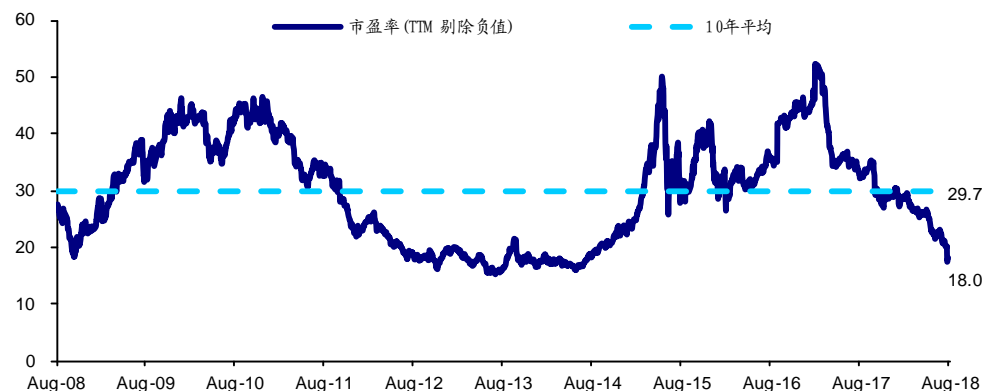
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 年初至今（20180101-0830）涨幅前10和后5位批零个股（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 35家零售A股样本整体PE估值变化情况（倍，2008-2018）



资料来源：Wind，海通证券研究所

对主要批零个股估值情况作比较：

(1) 对应2018年PE较低的个股包括鄂武商(6x)、欧亚集团(11x)、青岛金王(11x)、大东方(12x)、王府井(12x)、老凤祥(14x)、北京城乡(14x)、莱绅通灵(14x)、天虹股份(15x)、百联股份(16x)、苏宁易购(16x)、合肥百货(17x)、周大生(18x)等；此外，家家悦27倍、红旗连锁27倍、永辉超市47倍。

(2) 对应2018年PS较低的个股包括欧亚集团(0.21x)、银座股份(0.22x)、中百集团(0.27x)、百联股份(0.29x)、大东方(0.36x)、合肥百货(0.38x)、老凤祥(0.40x)、鄂武商A(0.40x)、步步高(0.43x)、王府井(0.45x)等；此外，苏宁易购0.47倍、天虹股份0.65倍、家家悦0.78倍、红旗连锁0.87倍、永辉超市1倍。

(3) 对应2018年PEG较低的有银座股份(0.22x)、苏宁易购(0.23x)、红旗连锁(0.57x)、周大生(0.59x)、王府井(0.65x)、天虹股份(0.74x)、家家悦(0.90x)等。

表7 主要批零个股PS/PE/PEG估值比较(20180830)

公司	PS (倍, 2018E)	PE (倍, 2018E)	PEG (倍, 2018E)
百联股份	0.29	16.13	6.68
欧亚集团	0.21	10.57	4.54
中百集团	0.27	52.09	2.25
中央商场	1.11	35.46	2.25
莱绅通灵	2.35	14.48	1.41
合肥百货	0.38	16.93	1.36

老凤祥	0.40	13.96	1.06
鄂武商 A	0.40	6.23	1.01
大东方	0.36	11.71	0.95
家家悦	0.78	26.88	0.90
天虹股份	0.65	15.09	0.74
步步高	0.43	35.76	0.67
王府井	0.45	11.88	0.65
周大生	2.79	17.64	0.59
红旗连锁	0.87	26.99	0.57
苏宁易购	0.47	15.98	0.23
银座股份	0.22	28.59	0.22
小商品城	5.02	19.84	-0.87
青岛金王	0.77	10.60	-2.07
永辉超市	1.00	47.41	-3.23
平均值	0.96	21.34	1.00

资料来源：PE/PS/PEG 来源于我们的预测值，海通证券研究所

主要批零个股中，重估价值与市值之比居前的有银座股份（4.21 倍）、小商品城（3.94 倍）、欧亚集团（3.76 倍）、百联股份（3.37 倍）等，重估价值丰厚。

零售公司多拥有天然的现金流优势，其中账面现金/当前市值居前的包括华联综超（122.1%）、合肥百货（80.1%）、银座股份（69.5%）、百联股份（61.8%）、首商股份（59.4%）、杭州解百（54.1%）、大商股份（49.3%）、中兴商业（45.0%）等。

表 8 主要批零个股 RNAV/市值比较（20180830）

公司	总市值（亿元）	RNAV（亿元）	RNAV/市值（%）
银座股份	29	121	421
小商品城	223	880	394
欧亚集团	33	124	376
百联股份	162	546	337
海宁皮城	62	207	337
汉商集团	25	85	334
合肥百货	41	128	315
新世界	45	134	298
鄂武商 A	79	227	287
杭州解百	42	113	268
大商股份	85	226	267
津劝业	22	57	255
中兴商业	18	45	252
首商股份	44	97	222
华联股份	70	149	212
王府井	128	255	200

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 9 主要批零个股现金/市值比较（20180830）

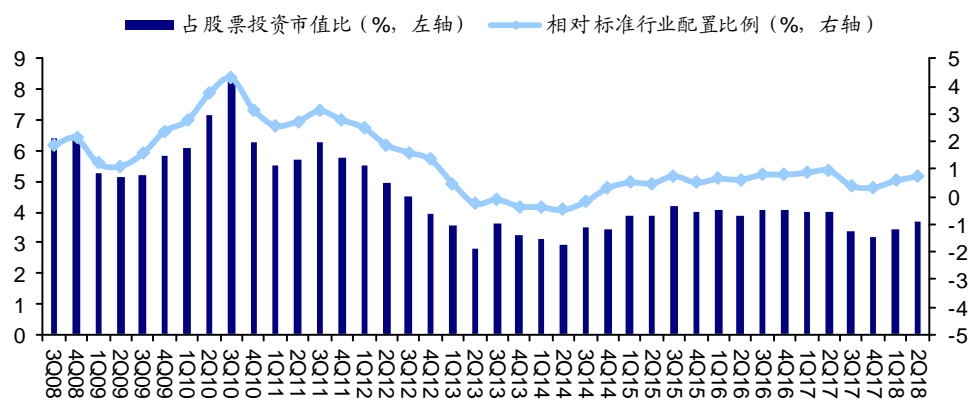
公司	总市值（亿元）	账面现金（亿元）	账面现金/市值（%）
华联综超	26	32	122.11
合肥百货	41	32	80.07
银座股份	29	20	69.46
百联股份	162	100	61.78
首商股份	44	26	59.43
杭州解百	42	23	54.08

大商股份	85	42	49.27
中兴商业	18	8	44.96
江苏国泰	90	40	44.55
翠微股份	32	14	44.23
欧亚集团	33	14	43.01
新世界	45	19	42.44
苏宁易购	1146	450	39.25
王府井	128	49	38.68
武汉中商	19	7	37.61
中百集团	43	16	37.30
厦门国贸	128	47	36.59
老凤祥	179	63	34.91
华联股份	70	24	33.86
友阿股份	59	19	32.59
商业城	12	4	31.10
南京新百	142	44	30.67
鄂武商 A	79	23	29.27
海印股份	58	17	28.42
轻纺城	53	14	25.68
天虹股份	131	32	24.84
大东方	34	8	24.60
*ST 友好	15	4	24.30
广百股份	27	6	23.42
家家悦	104	23	22.23
青岛金王	53	12	22.13
步步高	81	17	20.88

资料来源：Wind，海通证券研究所

基金持仓方面，2018 年 2 季度批零行业个股占基金股票投资市值之比为 3.69%，位列各行业第 4 位，较 1 季度提升一位（前 3 位分别为制造业：46.7%、金融业：11.2%、信息软件：5.3%），相对标准行业配置高出 0.74 个百分点，位列各行业第 5 位。

图12 基金对批零行业的持仓情况（3Q2008-2Q2018）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 10 海通批零行业重点公司投资评级、估值及盈利预测（20180830）

	代码	简称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PS(倍) PB(倍)		收盘价 (元)	合理价值/区 间 (元)
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2018E	1H18		
超市	601933	永辉超市	735	0.19	0.16	0.24	0.32	40.5	47.4	32.2	23.9	1.00	4.0	7.68	8.37-10.17
	603708	家家悦	104	0.64	0.83	1.04	1.32	34.9	26.9	21.4	16.9	0.78	4.2	22.25	28.45-34.15
	000759	中百集团	43	0.10	0.12	0.14	0.18	64.1	52.1	44.9	34.6	0.27	1.3	6.37	11.88
	002251	步步高	81	0.17	0.26	0.30	0.38	55.0	35.8	30.6	24.6	0.43	1.3	9.32	13.1-15.3
	002697	红旗连锁	66	0.12	0.18	0.22	0.27	39.7	27.0	21.5	17.6	0.87	2.7	4.82	5.4-6.3
百货	600859	王府井	128	1.17	1.39	1.61	1.85	14.1	11.9	10.2	8.9	0.45	1.2	16.47	27.72
	000417	合肥百货	41	0.27	0.31	0.35	0.39	19.0	16.9	15.0	13.3	0.38	1.1	5.20	5.84-6.45
	600827	百联股份	140	0.47	0.49	0.52	0.59	16.5	16.1	15.0	13.3	0.29	0.9	9.07	10.36-11.45
	000501	鄂武商 A	79	1.55	1.65	1.56		6.6	6.2	6.6		0.40	1.0	10.28	24.73
	600858	银座股份	29	0.08	0.19	0.27		65.7	28.6	20.3		0.22	0.9	5.51	10.24
	600697	欧亚集团	33	1.92	1.96	2.10	2.16	10.8	10.6	9.9	9.6	0.21	1.1	20.75	29.4-35.3
	002419	天虹股份	131	0.60	0.72	0.78	0.87	18.2	15.1	13.9	12.6	0.65	2.1	10.88	16.11
	600280	中央商场	98	0.21	0.24	0.27	0.28	41.0	35.5	32.0	30.2	1.11	5.2	8.54	10.15
专业市场& 专业专卖	600415	小商品城	223	0.27	0.21	0.23	0.26	15.3	19.8	18.0	15.8	5.02	1.9	4.10	7.95
	002024	苏宁易购	1146	0.45	0.77	0.30	0.38	27.2	16.0	40.6	32.4	0.47	1.4	12.31	19.51-21.57
黄金珠宝& 化妆品	603900	莱绅通灵	49	0.91	1.00	1.30	1.62	16.0	14.5	11.1	9.0	2.35	2.1	14.53	20.07-25.08
	600612	老凤祥	179	2.17	2.46	2.76	3.05	15.8	14.0	12.5	11.3	0.40	2.9	34.30	49.25
	002867	周大生	136	1.22	1.59	2.05	2.56	23.0	17.6	13.6	10.9	2.79	3.9	28.00	31.75-39.68
	603630	拉芳家化	37	0.61	0.81	0.95	1.11	26.8	20.1	17.2	14.6	3.33	2.1	16.29	24.37-28.43

资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 风险因素

- (1) 消费持续疲软;
- (2) 国企改革进程不达预期;
- (3) 转型创新进度的不确定性。

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业、社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城,欧亚集团,鄂武商 A,当代明诚,拉芳家化,锦江股份,莱绅通灵,美高梅中国,首旅酒店,凯撒旅游,永辉超市,百联股份,中百集团,众信旅游,中国国旅,周大生,步步高,青岛金王,王府井,峨眉山 A,老凤祥,大东方,合肥百货,家家悦,红旗连锁,中青旅,利群股份,天虹股份,苏宁易购,中央商场

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李殊醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 联系人
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张 戈(01050949962 zy12258@htsec.com
 联系人
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 z xj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒晖 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 联系人
 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 联系人
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗 亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴 尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜 飞 df12021@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 李 婕 lj12330@htsec.com
 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com