

行业整体复苏，营收净利大幅增长

报告摘要：

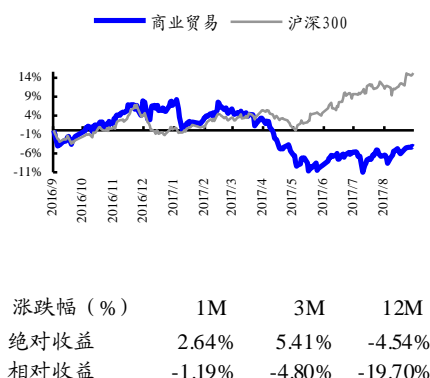
行业整体回暖，消费数据持续向好。2017H1 我国社会消费品零售总额为 17.24 万亿，名义/实际同比增长 10.4%/9.3%，增速与 2016 年全年相比基本持平。从月度数据来看，社零总额/限额以上零售总额 6 月同比增速分别为 11.0%/10.2%，社零总额当月同比增速自 2016 年起企稳，限额以上零售总额当月同比增速震荡回暖，中枢自 2016 年下半年起有所上扬。自 16 年 9 月至 17 年 7 月，百家大型零售企业零售额仅在 16 年 10 月和 17 年 6 月出现同比负增长，而样本更小的 50 家重点大型零售企业零售额则连续 10 个月保持同比正增长。

营收净利增速提升，盈利能力同比改善。营业收入方面，中信商贸零售板块 2017H1 营业收入为 6185 亿元，同比增长 18.35%（+10.5pct）。其中 2017Q1 营业收入为 3036 亿元，同比增长 14.34%；2017Q2 营业收入为 3150 亿元，同比增长 22.49%。净利润方面，中信商贸零售板块 2017H1 归母净利润为 176 亿元，同比增长 21.07%（+24.28pct），净利率为 2.85%（同比+0.07pct）。其中 2017Q1 净利润为 93 亿元，同比增长 28.53%；2017Q2 净利润为 83 亿元，同比增长 13.68%。2017H1 扣非净利润为 134 亿元，同比增长 24.37%（+16.04pct），扣非净利率为 2.16%（同比+0.10pct）。

百货板块复苏明显，超市板块分化严重。百货板块 2017H1 营业收入为 1648 亿元，同比增长 10.03%（+10.2pct）。其中 2017Q1 营业收入为 859 亿元，同比增长 4.87%；2017Q2 营业收入为 790 亿元，同比增长 16.26%。营业收入季度增速自 2016Q1 起稳步上扬。百货板块 2017H1 归母净利润为 63 亿元，同比增长 47.16%（+66.51pct）。其中 2017Q1 净利润为 34 亿元，同比增长 44.12%；2017Q2 净利润为 29 亿元，同比增长 50.98%。净利润季度增速为 2013 年以来最高。剔除永辉超市后，超市板块 2017Q1/Q2 的营收增速分别为 -2.98%/2.72%，低于剔除永辉前的增速 4.37pct/4.02pct，该差距相比 2016 年同期进一步拉大。永辉超市 2017H1 的毛利率为 20.4%，低于超市板块整体毛利率 21.7%，但永辉在费用控制方面显著优于同业。剔除永辉后，2017Q2 超市板块的三费率比剔除前要高 1.05%，永辉行业龙头地位凸显。

投资建议和标的。下半年我们继续看好超市板块以及电商板块，超市主要受益于消费回暖以及新零售的驱动，电商主要受益于规模效应，逐步实现盈利或者大幅减亏。推荐标的方面，在超市板块我们主要推荐永辉超市、中百集团、红旗连锁和家家悦。电商板块我们主要推荐 A 股的苏宁云商以及美股的阿里巴巴、京东。

历史收益率曲线



重点公司

投资评级

永辉超市	买入
苏宁云商	买入
红旗连锁	买入
青岛金王	买入
中百集团	买入
重庆百货	买入
家家悦	增持
鄂武商 A	增持

相关报告

- 《无人零售大有可为，设备供应商最先受益》
2017-08-11
- 《商贸零售行业 2017 半年度投资策略：板块业绩回暖，新零售如火如荼》
2017-07-11
- 《便利店=“时间”+“空间”+“商品”的便利》
2017-05-08
- 《新零售，新征程》
2017-04-05

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

研究助理：罗贤飞

执业证书编号：S0550116070006
(021)20361103 luoxf@nesc.cn

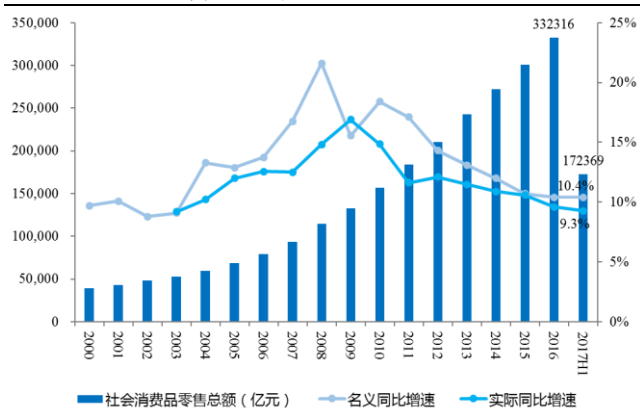
目 录

1. 行业整体回暖，消费数据持续向好.....	3
2. 整体业绩回顾：营收净利增长提速，盈利能力同比改善.....	4
3. 重点板块分析.....	5
3.1. 百货：经营效率提升，业绩持续改善.....	5
3.2. 超市：继续分化，永辉龙头地位凸显.....	6
3.3. 电商：保持高成长，阿里京东强者恒强.....	7
3.4. 中报业绩大幅改善的上市公司一览.....	8
4. 年初至今行情回顾：整体止跌企稳，超市板块相对稳健.....	8
5. 投资建议及标的.....	9

1. 行业整体回暖，消费数据持续向好

社零总额增速企稳，限额以上零售总额震荡回暖。2017H1 我国社会消费品零售总额为 17.24 万亿，名义/实际同比增长 10.4%/9.3%，增速与 2016 年全年相比基本持平。从月度数据来看，社零总额/限额以上零售总额 6 月同比增速分别为 11.0%/10.2%，社零总额当月同比增速自 2016 年起企稳，限额以上零售总额当月同比增速震荡回暖，中枢自 2016 年下半年起有所上扬。

图 1：社会消费品零售总额（亿元）



数据来源：东北证券，Wind

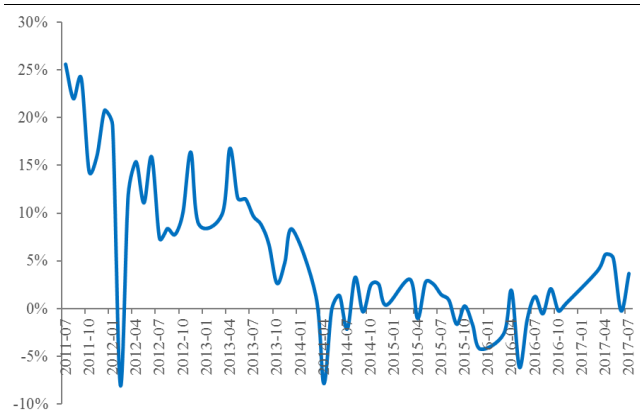
图 2：社零总额&限额以上零售总额当月同比



数据来源：东北证券，Wind

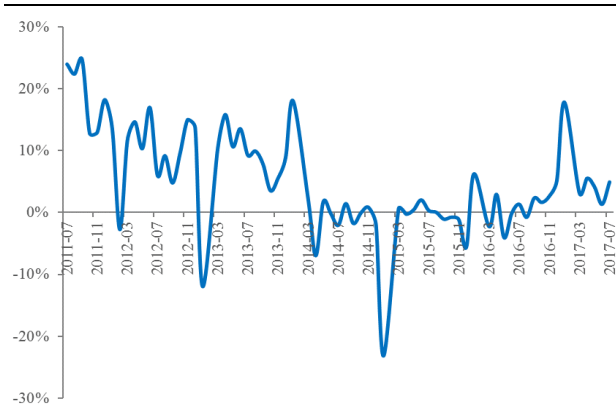
百家、50 家大型零售企业零售额自去年 9 月持续复苏。自 16 年 9 月至 17 年 7 月，百家大型零售企业零售额仅在 16 年 10 月和 17 年 6 月出现同比负增长，而样本更小的 50 家重点大型零售企业零售额则连续 10 个月保持同比正增长。

图 3：全国百家大型零售企业按月同比增速



数据来源：东北证券，Wind

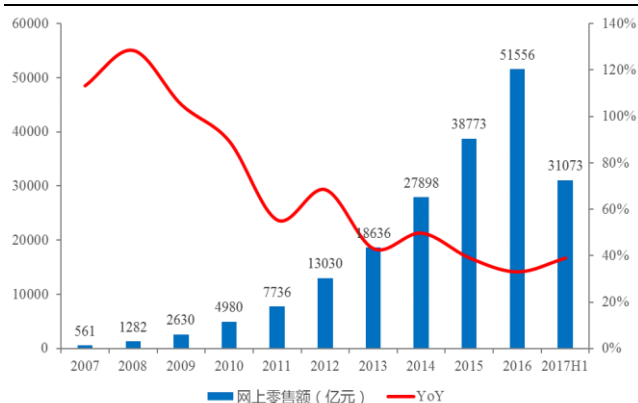
图 4：全国 50 家重点大型零售企业按月同比增速



数据来源：东北证券，Wind

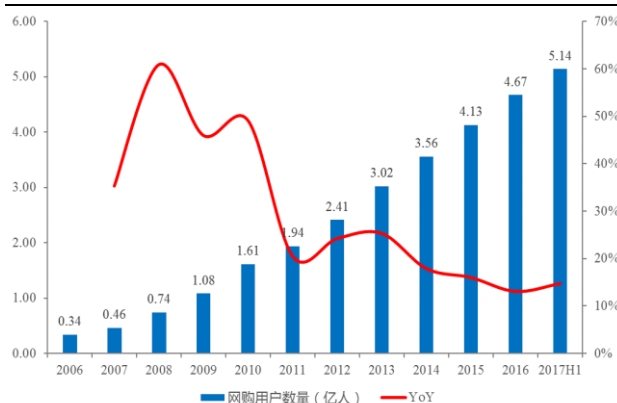
网购市场保持中高速增长，增速有所上扬。2017H1 我国网上零售额为 31073 亿元，同比增长 33.4%（同比+5.2pct）。网上零售额占社零总额的比例继续上升，达 18.03%。2017H1 我国网购用户人数为 5.14 亿，同比增长 14.7%，增速略高于 2016 年全年。

图 5: 网上零售额同比增速回升 (亿元)



数据来源: 东北证券, 国家统计局, 艾瑞咨询

图 6: 网购用户及同比增速 (亿人)

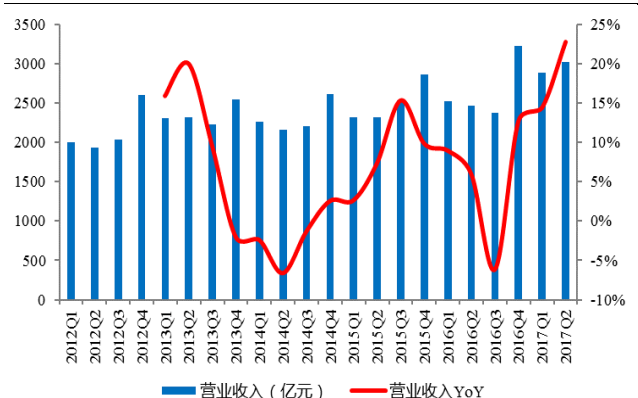


数据来源: 东北证券, CNNIC

2. 整体业绩回顾: 营收净利增长提速, 盈利能力同比改善

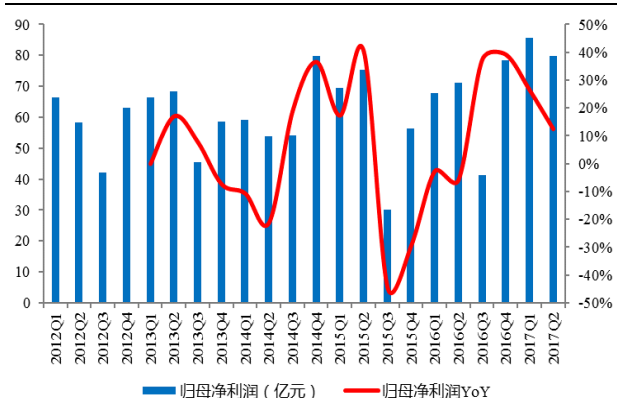
受消费行业整体复苏、实体零售回暖影响, 零售行业上市公司业绩增速自 2016 年下半年开始反弹, 2017 年上半年延续增长趋势。营业收入方面, 中信商贸零售板块 2017H1 营业收入为 6185 亿元, 同比增长 18.35% (+10.5pct)。其中 2017Q1 营业收入为 3036 亿元, 同比增长 14.34%; 2017Q2 营业收入为 3150 亿元, 同比增长 22.49%。净利润方面, 中信商贸零售板块 2017H1 归母净利润为 176 亿元, 同比增长 21.07% (+24.28pct), 净利率为 2.85% (同比+0.07pct)。其中 2017Q1 净利润为 93 亿元, 同比增长 28.53%; 2017Q2 净利润为 83 亿元, 同比增长 13.68%。2017H1 扣非净利润为 134 亿元, 同比增长 24.37% (+16.04pct), 扣非净利率为 2.16% (同比+0.10pct)。

图 7: 中信商贸零售板块营收及增长率



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 中信商贸零售板块归母净利润及增长率

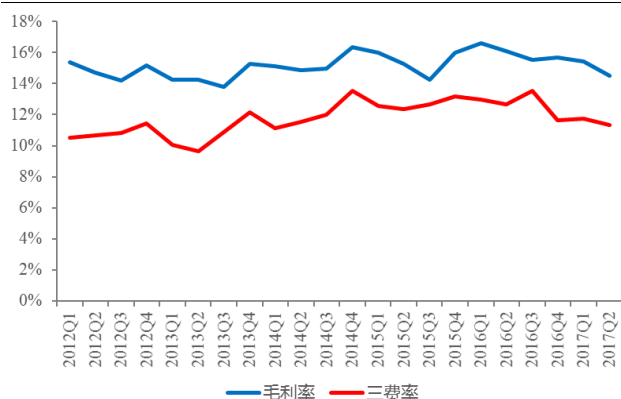


数据来源: 东北证券, Wind

盈利能力指标方面, 毛利率趋于平稳, 三费率进入下降通道, 盈利能力改善。中信商贸零售板块 2017H1 毛利率为 15.21% (同比-1.34pct), 其中 2017Q1 和 2017Q2 的毛利率分别为 15.70% 和 14.74%。2017H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.85%、3.09%、0.79%, 三费率合计达 11.73%, 较去年同期下降 1.26 个百分点。

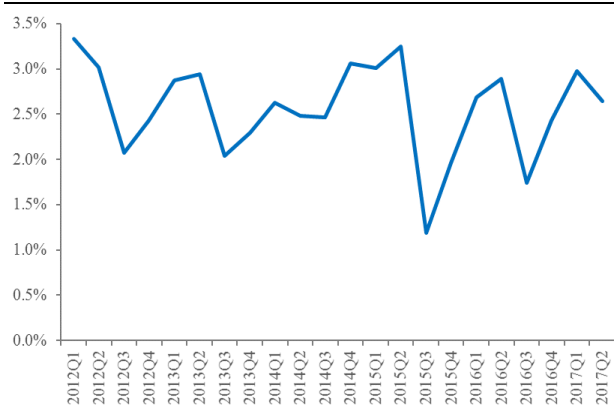
在经历一轮业绩下滑和费用上升压力后, 零售企业不断探索精细化运营、停止盲目扩张、关停低效和亏损门店、加强成本管控, 零售板块三费率自 2016 年下半年进入下降通道。毛利率趋于稳定, 处于历史波动区间。净利率中枢明显上扬。

图 9: 中信商贸零售板块毛利率和三费率



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 中信商贸零售板块归母净利率



数据来源: 东北证券, Wind

表 1: 中信商贸零售板块各季度财务指标

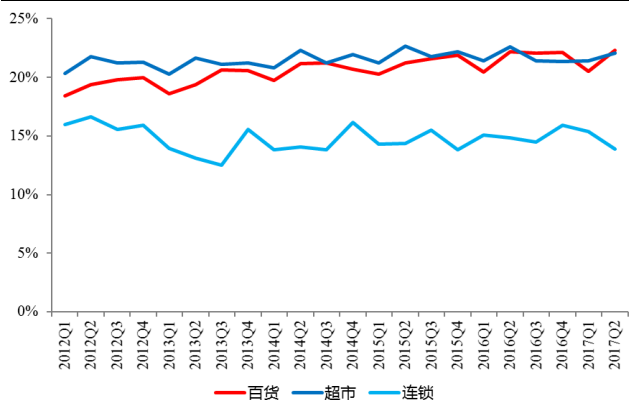
	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	16H1	17H1
营业收入 (亿元)	2426	2419	2641	2971	2655	2571	2503	3349	3036	3150	5226	6185
营业收入 YoY (%)	3.30	7.65	15.27	9.79	9.42	6.28	-5.22	12.73	14.34	22.49	7.85	18.35
毛利率 (%)	16.15	15.47	14.43	16.16	16.82	16.28	15.76	15.86	15.70	14.74	16.55	15.21
销售费用率 (%)	8.55	8.48	8.54	8.88	8.89	8.64	9.27	8.22	8.06	7.65	8.77	7.85
管理费用率 (%)	3.45	3.36	3.39	3.75	3.43	3.51	3.59	2.96	3.08	3.10	3.47	3.09
财务费用率 (%)	0.70	0.71	0.93	0.74	0.79	0.71	0.87	0.71	0.76	0.83	0.75	0.79
三费率 (%)	12.70	12.55	12.87	13.37	13.11	12.86	13.72	11.89	11.89	11.57	12.99	11.73
归母净利润 (亿元)	73	77	31	56	72	73	43	83	93	83	145	176
归母净利润 YoY (%)	17.43	39.61	-45.01	-31.15	-1.04	-5.26	38.99	46.60	28.53	13.68	-3.21	21.07
归母净利率 (%)	3.02	3.19	1.17	1.90	2.73	2.84	1.71	2.47	3.07	2.64	2.78	2.85
扣非净利润 (亿元)	53	46	14	14	50	57	26	51	73	60	108	134
扣非净利润 YoY (%)	-2.44	4.74	-60.58	-55.93	-5.36	24.12	83.76	260.77	45.82	5.50	8.33	24.37
扣非净利率 (%)	2.19	1.91	0.53	0.48	1.90	2.23	1.03	1.53	2.42	1.92	2.06	2.16

数据来源: Wind, 东北证券

3. 重点板块分析

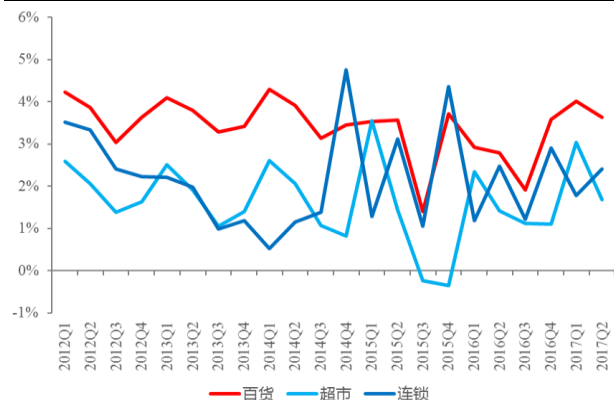
3.1. 百货: 经营效率提升, 业绩持续改善

图 11: 中信零售各子版块毛利率



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 中信零售各子版块净利率

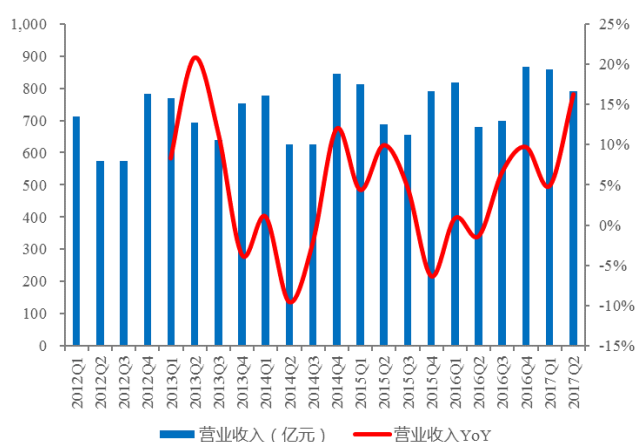


数据来源: 东北证券, Wind

中信零售各子版块百货、超市、连锁毛利率稳定，百货净利率复苏最明显。自 2016 年以来各零售子版块的毛利率保持平稳。净利率方面，从历史上看在 2012 年至 2014 年上半年百货净利率持续高于超市和连锁板块。从 2016 年下半年起百货净利率率先复苏，再度与另外两个板块拉开差距，2017Q1 和 Q2 百货板块净利率分别为 4.01%、3.63%，分别同比增加 1.09pct 和 0.84pct。

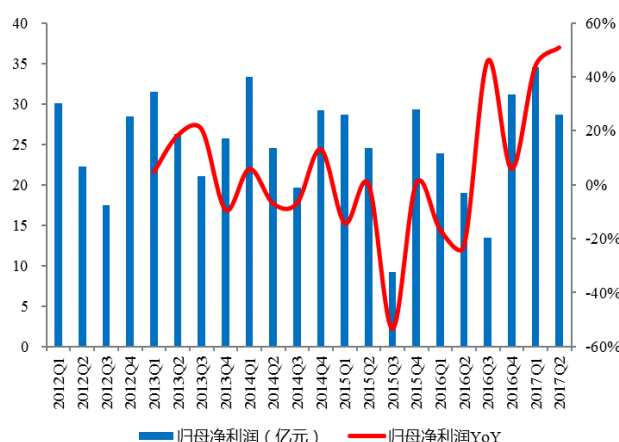
百货板块营收和净利稳健增长。百货板块 2017H1 营业收入为 1648 亿元，同比增长 10.03% (+10.2pct)。其中 2017Q1 营业收入为 859 亿元，同比增长 4.87%；2017Q2 营业收入为 790 亿元，同比增长 16.26%。营业收入季度增速自 2016Q1 起稳步上扬。百货板块 2017H1 归母净利润为 63 亿元，同比增长 47.16% (+66.51pct)。其中 2017Q1 净利润为 34 亿元，同比增长 44.12%；2017Q2 净利润为 29 亿元，同比增长 50.98%。净利润季度增速为 2013 年以来最高。

图 13: 百货子版块营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 百货子版块净利润及增速



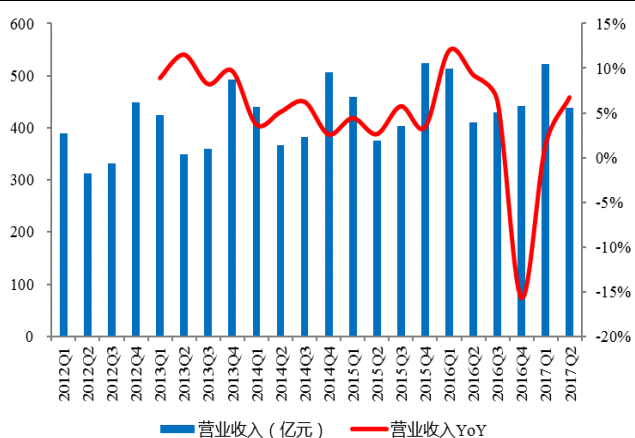
数据来源：东北证券，Wind

3.2. 超市：继续分化，永辉龙头地位凸显

超市板块营收和净利润回暖复苏。超市板块 2017H1 营业收入为 960 亿元，同比增长 3.77% (-6.99pct)。其中 2017Q1 营业收入为 521 亿元，同比增长 1.39%；2017Q2 营业收入为 439 亿元，同比增长 6.74%。

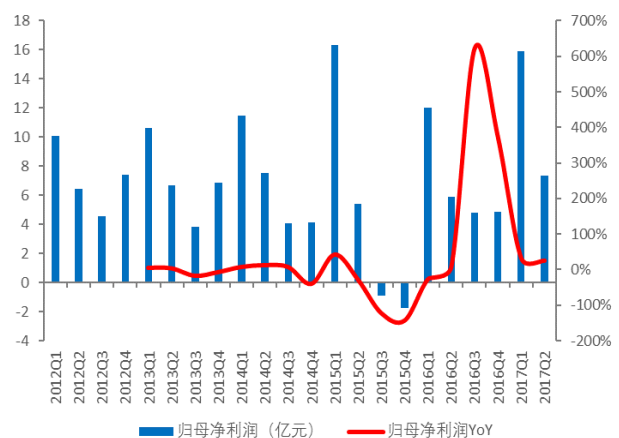
超市板块 2017H1 归母净利润为 23 亿元，同比增长 29.97% (+47.74pct)。其中 2017Q1 净利润为 15.9 亿元，同比增长 32.12%；2017Q2 净利润为 7.4 亿元，同比增长 25.55%。

图 15: 超市子版块营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

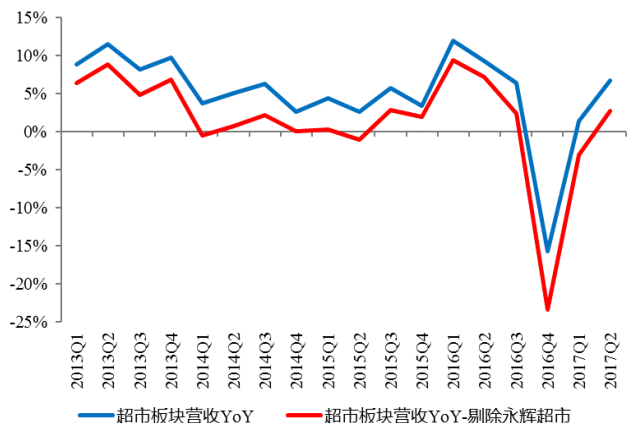
图 16: 超市子版块净利润及增速



数据来源：东北证券，Wind

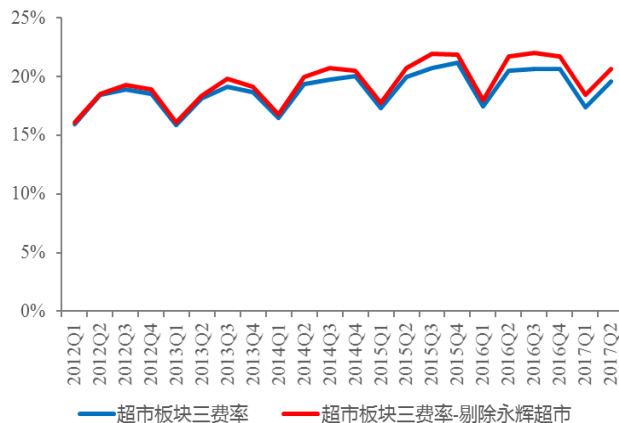
超市板块继续分化，永辉在成长性和费用控制方面表现出色。剔除永辉超市后，超市板块 2017Q1/Q2 的营收增速分别为 -2.98%/2.72%，低于剔除永辉前的增速 4.37pct/4.02pct，该差距相比 2016 年同期进一步拉大。永辉超市 2017H1 的毛利率为 20.4%，低于超市板块整体毛利率 21.7%，但永辉在费用控制方面显著优于同业。剔除永辉后，2017Q2 超市板块的三费率比剔除前要高 1.05%，永辉行业龙头地位凸显。

图 17: 超市子版块营业收入同比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 18: 超市子版块销售+管理+财务费用率



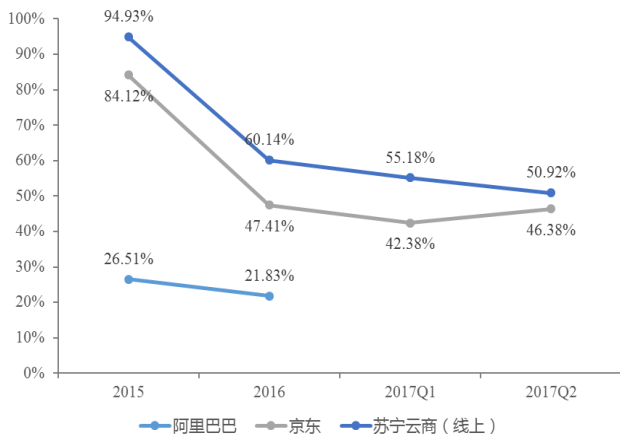
数据来源：东北证券，Wind

3.3. 电商：保持高成长，阿里京东强者恒强

主要电商规模高速增长，阿里京东强者恒强。京东 2017Q1/Q2 的 GMV 分别同比增长 42%/46%，2017 年 Q2 单季度 GMV 达 2348 亿元人民币，天猫 2017 年 4-6 月实物商品 GMV 同比增长 49%。苏宁联手阿里后线上 GMV 持续增长，2017 年 Q1/Q2 线上 GMV 分别同比增长 55%/51%。在 2017Q1 京东首度实现 GAAP 下盈利后，由于季节性促销的影响，2017Q2 京东再度出现 GAAP 下亏损，单季度亏损为 2.87 亿元人民币。苏宁云商 2017H1 扣非后亏损 1.96 亿元，较去年同期大幅减亏。另一主要电商唯品会 2017Q2 实现净利润 3.9 亿元，同比下降 14.4%。电商领域强者恒强趋势明显。

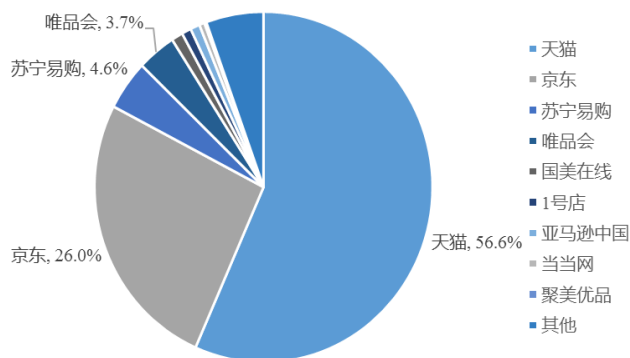
根据艾瑞咨询的统计，2017Q1 天猫和京东稳居国内前二 B2C 电商，分别占据 56.6%和 26.0%的市场份额，两者合计占据 82.6%的市场份额。

图 19: 超市子版块营业收入同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 20: 天猫京东稳居 B2C 电商市场份额前二



数据来源：东北证券，艾瑞咨询

3.4. 中报业绩大幅改善的上市公司一览

我们从中信商贸零售板块 99 家公司中，选取 2017H1 营业收入、归母净利润和扣非净利润的同比增速均为正且净利润增速居前的 15 家公司，其中百货板块 8 家，连锁板块 3 家，贸易板块 3 家，超市板块 1 家。

表 2: 净利润高速增长的上市公司

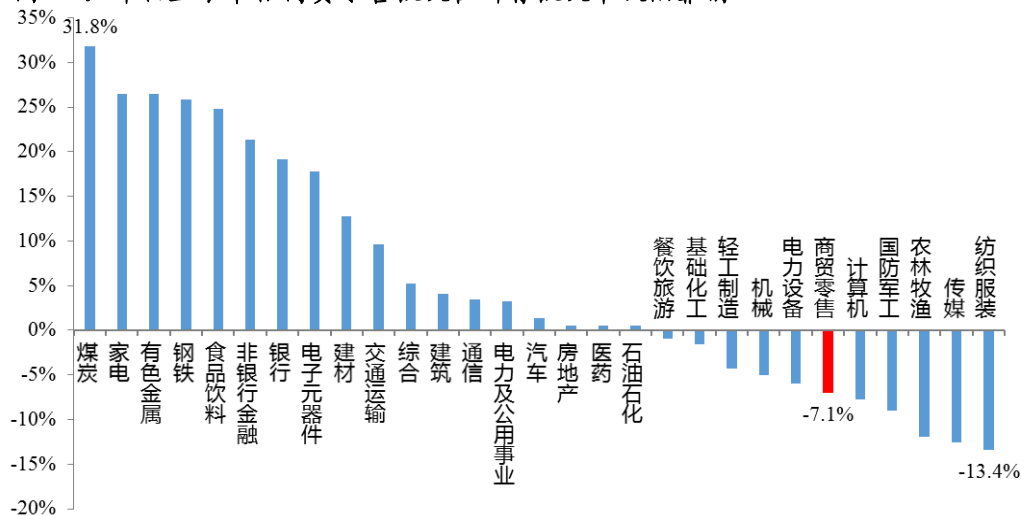
证券代码	证券简称	子版块	17H1 营收同比	17H1 净利润同比	17H1 扣非净利润同比
000564.SZ	供销大集	百货	238.13%	929.21%	993.23%
600693.SH	东百集团	百货	137.38%	809.72%	688.41%
002094.SZ	青岛金王	连锁	88.00%	491.95%	70.27%
600280.SH	中央商场	百货	40.16%	226.51%	199.18%
600785.SH	新华百货	百货	0.27%	186.02%	93.33%
600682.SH	南京新百	百货	16.90%	133.16%	134.63%
002091.SZ	江苏国泰	贸易	364.46%	129.87%	124.42%
600655.SH	豫园商城	百货	4.53%	129.77%	126.76%
600738.SH	兰州民百	百货	32.80%	102.62%	103.61%
002640.SZ	跨境通	贸易	62.02%	98.87%	93.94%
600415.SH	小商品城	贸易	76.95%	80.24%	78.85%
603101.SH	汇嘉时代	百货	9.22%	68.73%	73.80%
002127.SZ	南极电商	连锁	58.34%	64.37%	58.46%
601933.SH	永辉超市	超市	15.49%	57.57%	56.78%
000851.SZ	高鸿股份	连锁	10.33%	53.43%	156.78%

数据来源：东北证券

4. 年初至今行情回顾：整体止跌企稳，超市板块相对稳健

年初至今，中信商贸零售板块涨跌幅在 29 个板块中排 24 位，截至 2017 年 9 月 5 日，中信商贸零售指数整体下跌 7.1%。

图 21: 年初至今中信商贸零售板块在所有板块中跌幅靠前



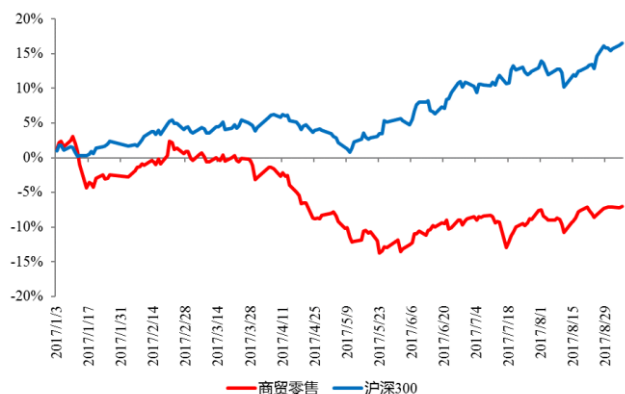
数据来源：东北证券，Wind

自 5 月底中信商贸零售指数随大盘回升，但走势仍弱于大盘。自年初至 2017 年 9

月 5 日，中信商贸零售指数跑输沪深 300 指数 23.58 个百分点，虽然行业指数自 5 月底企稳回暖，但与大盘的差距被进一步拉大。

二级子版块跌幅分化，超市走势相对稳健。截止 9 月 5 日，一般零售板块中的超市下跌 0.47%，连锁下跌 3.21%，百货下跌 8.93%，三者跌幅均显著大于沪深 300 指数。

图 22: 年初至今中信商贸零售指数跑输沪深 300



数据来源：东北证券，Wind

图 23: 零售子板块中超市走势相对稳健



数据来源：东北证券，Wind

在中信商贸零售板块中，涨幅前十的个股为永辉超市（+47.24%）、厦门国贸（+42.42%）、南极电商（+29.18%）、鄂武商 A（+22.14%）、老凤祥（+22.08%）、重庆百货（+19.93%）、昆百大 A（+14.73%）、上海家化（+13.17%）、东百集团（+11.17%）、人人乐（+9.18%），跌幅前十的个股为三江购物（-43.36%）、安德利（-42.60%）、新华锦（-41.13%）、ST 成城（-38.09%）、新华都（-37.50%）、宁波中百（-36.09%）、富森美（-34.13%）、友好集团（-33.84%）、家家悦（-32.91%）、兰生股份（-32.57%）。

表 3: 年初至今中信商贸零售板块涨幅前十和跌幅前十个股

涨幅前十	年初至今涨跌幅	PE (TTM)	跌幅前十	年初至今涨跌幅	PE (TTM)
永辉超市	47.24%	40.57	三江购物	-43.36%	80.73
厦门国贸	42.42%	14.80	安德利	-42.60%	57.04
南极电商	29.18%	59.21	新华锦	-41.13%	77.84
鄂武商 A	22.14%	13.10	ST 成城	-38.09%	/
老凤祥	22.08%	20.08	新华都	-37.50%	123.14
重庆百货	19.93%	21.27	宁波中百	-36.09%	75.89
昆百大 A	14.73%	165.43	富森美	-34.13%	28.02
上海家化	13.17%	351.84	友好集团	-33.84%	/
东百集团	11.17%	54.47	家家悦	-32.91%	28.36
人人乐	9.18%	/	兰生股份	-32.57%	39.66

数据来源：东北证券，Wind

5. 投资建议及标的

下半年我们继续看好超市板块以及电商板块，超市主要受益于消费回暖以及新零售的驱动，电商主要受益于规模效应，逐步实现盈利或者大幅减亏。推荐标的方面，在超市板块我们主要推荐永辉超市、中百集团、红旗连锁和家家悦。电商板块我们主要推荐 A 股的苏宁云商以及美股的阿里巴巴、京东。

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 5年行业研究经验, 食品饮料行业分析师。
 罗贤飞: 上海财经大学硕士, 行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
 邮编: 130119
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
 邮编: 200127
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210890
 手机: 185-1501-8255
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn