

商贸零售行业2020年投资策略

聚焦生鲜龙头、关注穿越周期的高成长性板块

西南证券研究发展中心
商贸零售研究团队
2019年11月

核心观点

□**核心逻辑**：线上对线下的冲击正在减弱，线下消费逐渐复苏，优先关注低估值的超市板块，市占规模稳步增长的电商板块、增速较快的化妆品板块，以及较为抗周期的母婴板块。业态革新、线下消费人群回流、CPI上行带动生鲜超市发展，母婴板块和本土化妆品企业有望在消费升级浪潮中受益，同时，市场下沉，能提供高效率和高性价比商品的电商将越来越受欢迎。2020年商贸零售行业选股应该紧随行业趋势，整体思路如下：

□**超市**：由于CPI上行，必选消费品增长稳定，但生鲜商超行业的区域分割现象较为严重，能进行全国布局的企业并不多，建议关注生鲜龙头、具备规模优势和控费能力的企业。重点推荐：永辉超市（601933）、家家悦（603708）

□**电商**：市场下沉，消费升级已成巨大的机会。建议关注关注能适应消费者变化、提供高性价比商品的电商。重点推荐：南极电商（002127）

□**化妆品**：化妆品是社会消费品零售总额中增长最快的子品类，化妆品市场竞争较为激烈，营销运营能力或成关键，营销能力强的企业有望迅速打造品牌影响力。建议关注具备运营和品类优势的企业。通过爆款打响品牌名气，运营模式可复制性强，品牌品类不断扩展。重点推荐：珀莱雅（603605）、丸美股份（603983）、壹网壹创（300792）

□**母婴**：行业集中度不断上升，消费结构优化促进产业升级。建议关注加速扩张，具有产品结构优势的企业。重点推荐：爱婴室（603214）

□**风险提示**：行业竞争或加剧；电商平台整体收入增速不及预期；行业竞争进一步加剧。

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

◆ 生鲜龙头逆势扩张，规模效应凸显

◆ 挖掘穿越周期的高成长性细分板块

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

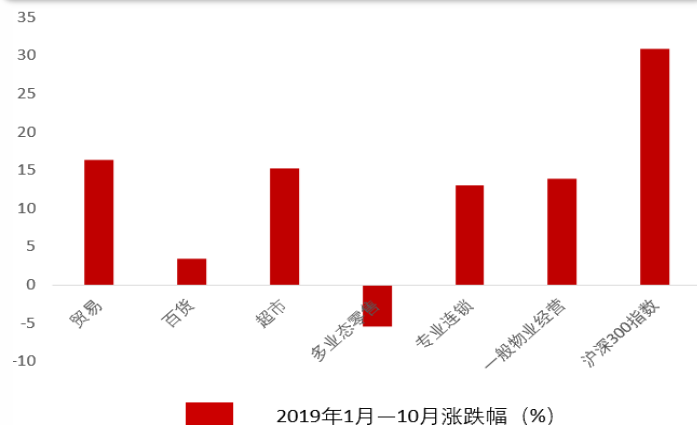
2019年行业回顾：商贸零售行业表现逐渐下行

商业贸易指数相对沪深300走势



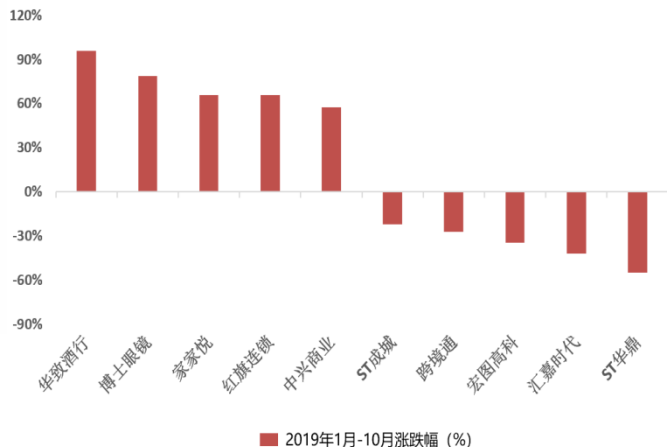
数据来源：Wind，西南证券整理

商贸零售子行业二级市场涨跌幅



数据来源：Wind，西南证券整理

商贸零售涨跌幅前五个股

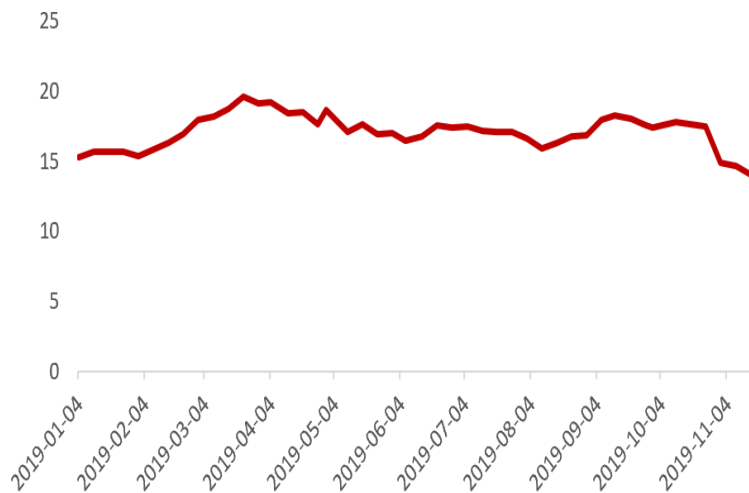


数据来源：Wind，西南证券整理

- 2019年截至10月31日申万商业贸易指数上涨8.8%，跑输沪深300指数约22.1个百分点。
- 2019年截至10月31日贸易、超市、一般物业经营、专业连锁、百货、多业态零售子行业涨幅分别为16.3%、15.3%、13.9%、13.0%、3.5%、-5.5%。
- 期间板块内涨幅最大的为华致酒行（+96.5%）、博士眼镜（+78.9%）、家家悦（+65.9%）；跌幅最大的为ST华鼎（-55.1%）、汇嘉时代（-41.7%）。

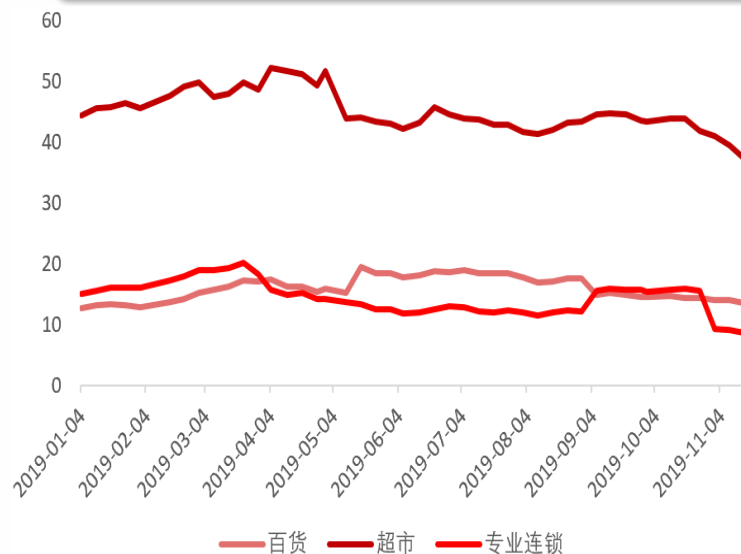
商贸零售行业整体估值平稳，子板块估值略有差异

目前商贸零售行业整体估值平稳



数据来源: Wind, 西南证券整理

子板块间估值有差异，专业连锁估值较低

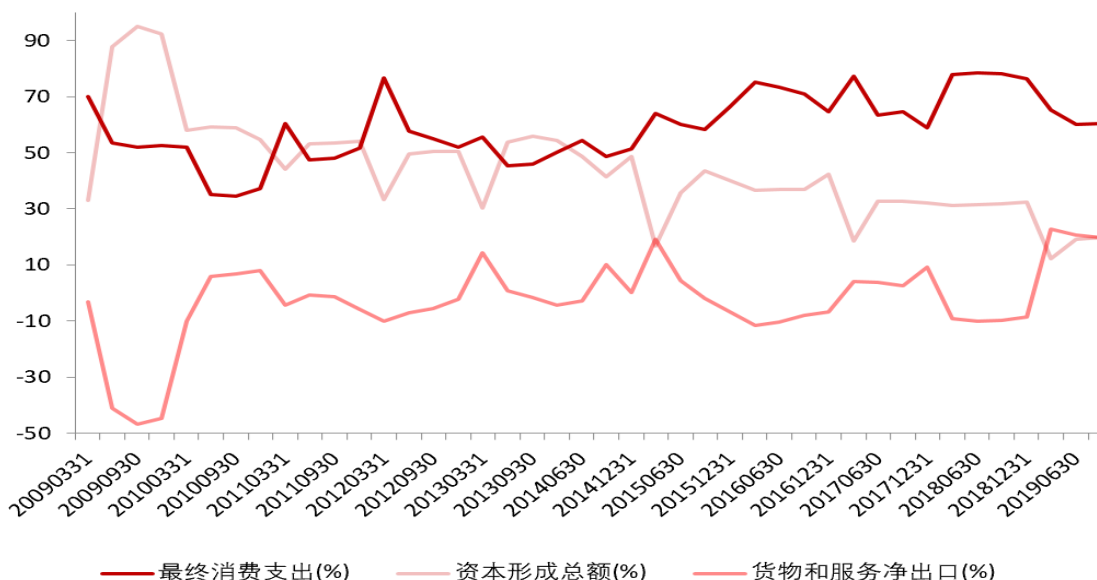


数据来源: Wind, 西南证券整理

- 商贸零售行业估值水平整体平稳。
- 商贸零售行业子板块间估值略有差异，超市板块相对较高，百货板块估值最低。

消费新常态

中国三大需求累计同比对GDP增长的贡献率



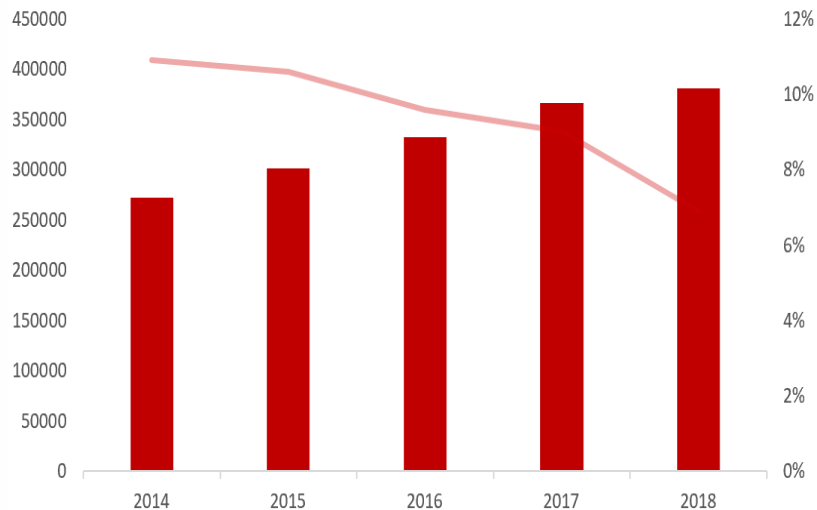
数据来源: Wind, 西南证券整理

社会消费品零售总额稳步增长，消费拉动经济增长明显

- 自2012年以来，我国最终消费支出连续七年占GDP比重超过50%。2018年，因外部环境影响，最终消费对经济增长的贡献率高达76.2%，截至2019年9月30日，消费贡献率略有降低，达到60.5%。我国居民消费已进入消费需求持续增长、消费结构加快升级、消费拉动经济作用明显增强的重要阶段。

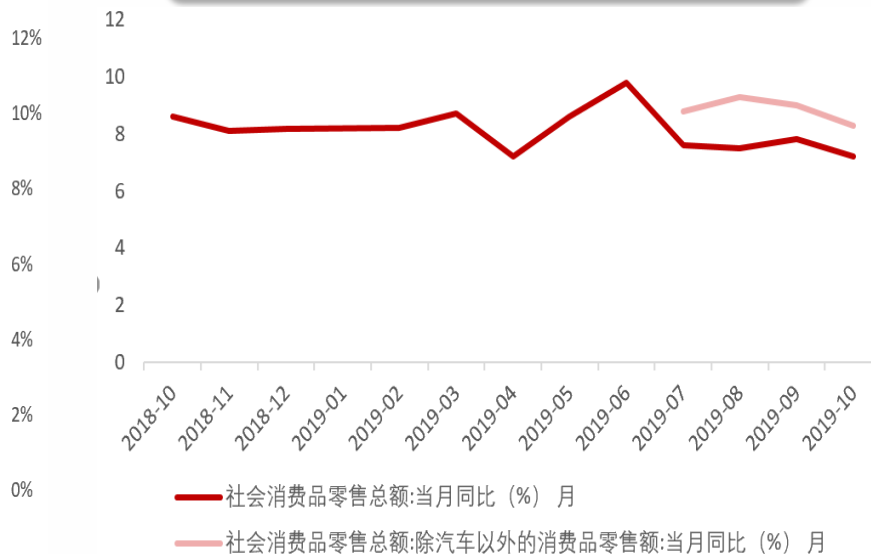
消费新常态

中国社会消费品零售总额（亿元）



数据来源: Wind, 西南证券整理

分月份社零同比增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

2019年6月份以后社零总额同比增速略有回落，剔除汽车影响，仍呈较快增长，看好消费长期走向

□ 2019年1-10月份，社会消费品零售总额33.5万亿元，同比增长8.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额30.3万亿元，增长9.0%。总体而言，市场销售稳定增长，符合市场预期。考虑生猪产能恢复，市场供应政策出台，以及汽车消费回暖等，预计后续社零总额将持续较高速度增长。

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

◆ 生鲜龙头逆势扩张，规模效应凸显

◆ 挖掘穿越周期的高成长性细分板块

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

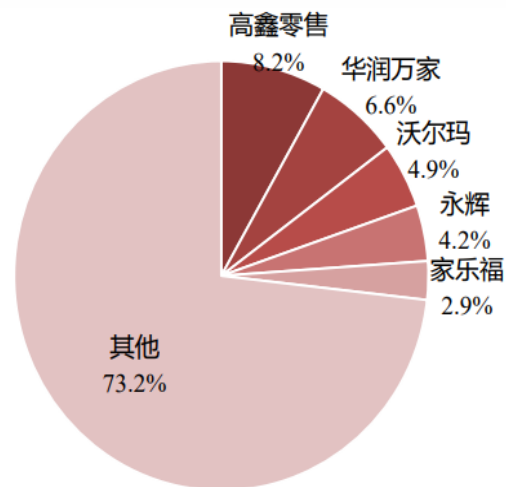
经济影响，零售超市竞争激烈

超市销售额增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

我国前五零售商市场份额



数据来源: 凯度咨询, 西南证券整理

超市行业低迷，竞争激烈

- **受宏观经济增速放缓影响，超市业景气度较低。**分析近十年的超市业零售额增速，我们可以发现两次明显的“跳水”：第一次是2012年2月，增速由上月的19.8%下跳至-2%；第二次是2017年2月，增速由上月的6.5%下跳至-15%。
- **超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低。**目前我国的超市行业发展已经较为成熟，整体已进入资本经营的规模化发展阶段，因此行业竞争十分激烈，从竞争格局来看，我国超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低。根据凯度咨询数据，截止2019年4月，我国前五大超市市占率总和为26.8%，其中高鑫零售、华润万家、沃尔玛、永辉、家乐福市占率分别为8.2%、6.6%、4.9%、4.2%、2.9%。

生鲜市场：机遇与挑战并存

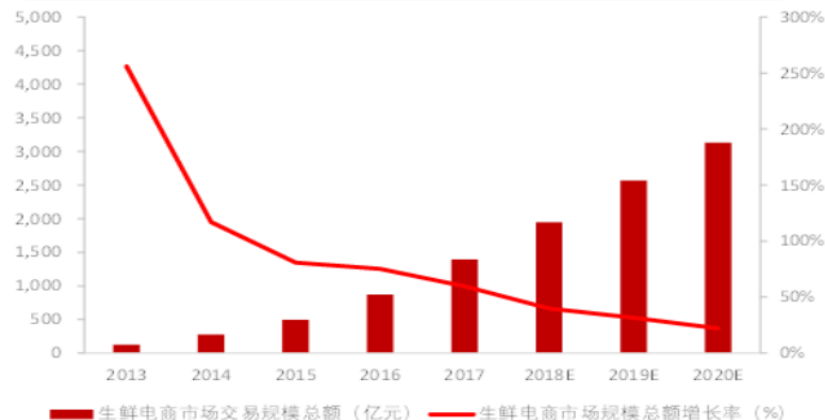
生鲜行业交易额



■ 生鲜行业交易额 (万亿元)

数据来源：《2018中国生鲜行业报告》，西南证券整理

2013-2020 年中国生鲜电商市场交易规模



■ 生鲜电商市场交易规模总额 (亿元) — 生鲜电商市场交易规模总额增长率 (%)

数据来源：《中国生鲜电商物流行业专题报告》，西南证券整理

生鲜市场一枝独秀

- **生鲜市场规模巨大。**近年来我国生鲜超市市场规模不断扩大，生鲜是百货零售品类中，供应链最复杂的一环，也是必购率最高的一种，在居民食品消费支出中占比高达 50%。就生鲜超市市场规模而言，据前瞻产业研究院发布的《2018 中国生鲜行业报告》显示，2011 年至 2018 年，我国生鲜行业交易额保持着稳定增长的良好增长态势，2011 年我国生鲜行业交易额为 1.1 万亿元，2018 年的交易额增长至 1.9 万亿元，复合增速达 8.1%。
- **生鲜电商增长迅速，但运营有痛点。**中国生鲜电商市场发展迅速，平均每年保持 50% 以上的增长，艾瑞咨询数据显示，预计 2020 年市场规模可达 3000 亿元以上。虽然当前生鲜电商高速发展，但目前市场渗透率依然不足 3%，这主要在于生鲜电商运营有很多难点：（1）如果没有足够的规模效应很难做到直供，而农产品多级批发商链条导致毛利润低；（2）生鲜食品保存期较多，对仓储要求极高，且生鲜非标化程度高，导致损耗率居高不下；（3）需要完善的冷链物流网络来支撑，自建冷链仓储物流投入成本高；（4）食品安全问题一直处于风口浪尖。

生鲜市场：机遇与挑战并存

生鲜电商市场五大类型

第一类大型综合平台	包括阿里巴巴的天猫和淘宝、京东生鲜、1号店生鲜、沃尔玛生鲜、苏宁云商（苏宁易购）等
第二类垂直电商	包括顺丰优选、中粮我买网、菜管家、美味七七等
第三类 O2O 电商	包括厨易时代、豆果网、订菜网、本来生活、青年菜君、调果师、我厨、五百家、果果哒、每日优鲜、天天果园等
第四类	一亩田、链农、鲜易网等
第五类传统企业“触网”	包括永辉超市、沃尔玛、乐购等

数据来源：西南证券整理

生鲜电商两大 AT 阵营

阿里系	天猫生鲜超市、喵鲜生、易果生鲜、淘乡甜、苏鲜生、盒马鲜生，大润发、欧尚、飞牛网、莆田网、飞牛急速达、大润发优鲜
腾讯系	京东、天天果园、每日优鲜、拼多多、永辉、超级物种、7-Fresh，微店

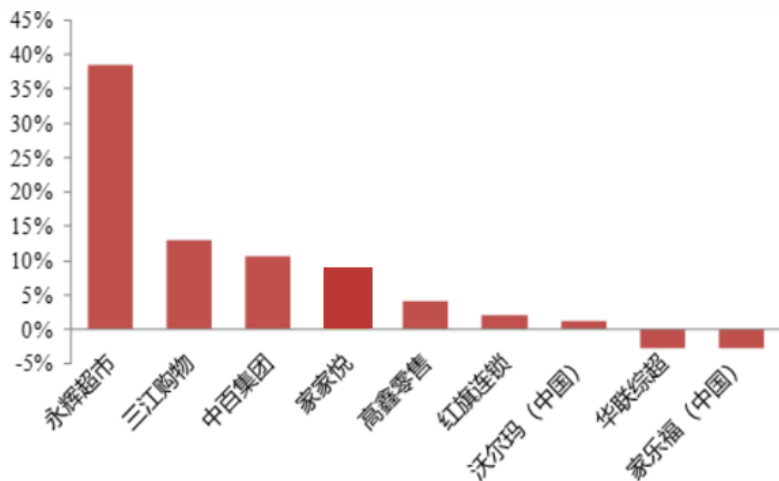
数据来源：西南证券整理

生鲜市场一枝独秀

- 电商运营固有的痛点，使得 2016 年我国生鲜电商集体进入寒冬期，开始了一波洗牌，一大批中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购，而巨头入局则不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，拥有全产业链资源和全渠道资源的企业将愈发具有优势，到 2017 年底，生鲜电商基本形成 AT 两大阵营，以及依托两大阵营的众多中小卖家。

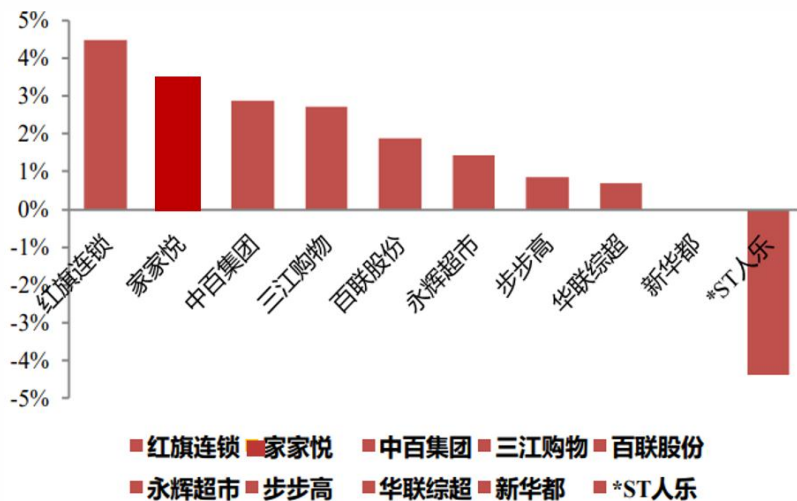
行业投资方向：建议关注具备规模优势和控费能力的生鲜超市

2016年至2018年大型连锁超市企业展店复合增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

2018年A股上市大卖场与超市企业销售净利率排名



数据来源: Wind, 西南证券整理

规模和运营能力定高下

- 具备规模优势，能打破地域局限、实现连锁经营的企业，有望享受规模带来的经济效益。资本化运作不是为了盲目拓展新生业务，而是基于其原有业务，在市场和供应链领域深耕细作，在超市零售上扩张商业图，从而成为商贸零售行业地位稳固的领军企业。
- 不同商超间费用占比差距较大，费用控制较好、净利率较高的企业具有较大的盈利能力。

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

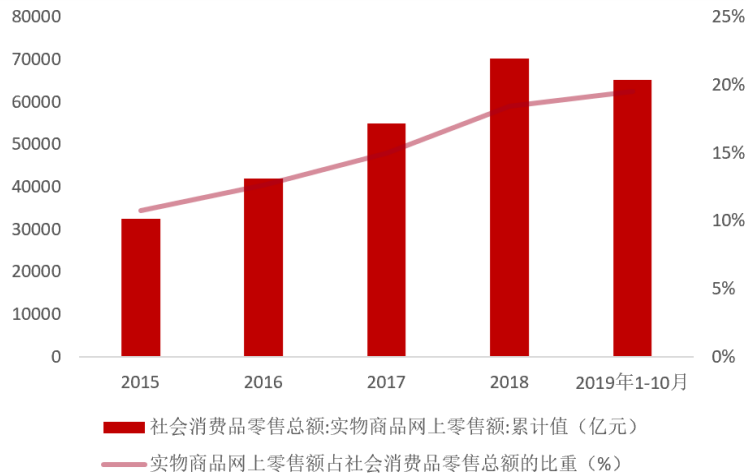
◆ 生鲜龙头逆势扩张，规模效应凸显

◆ 挖掘穿越周期的高成长性细分板块

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

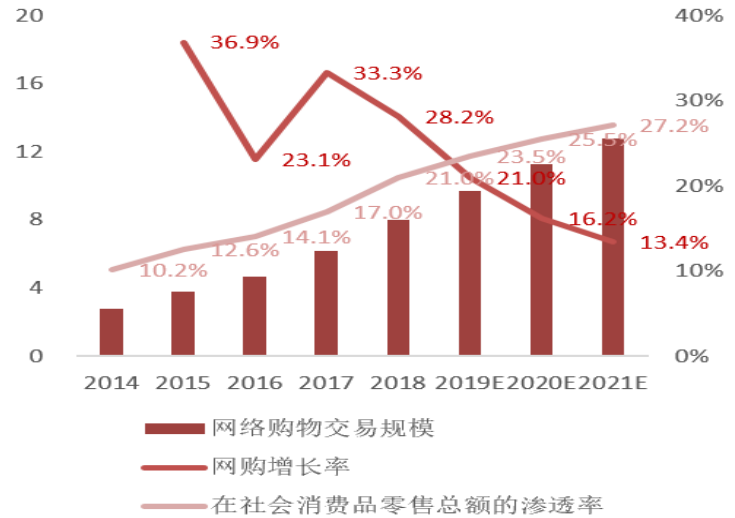
电商行业增速放缓，占比扩大

实物商品网上零售额（亿元）及占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

2014-2021E年中国网购市场交易规模（万亿元）



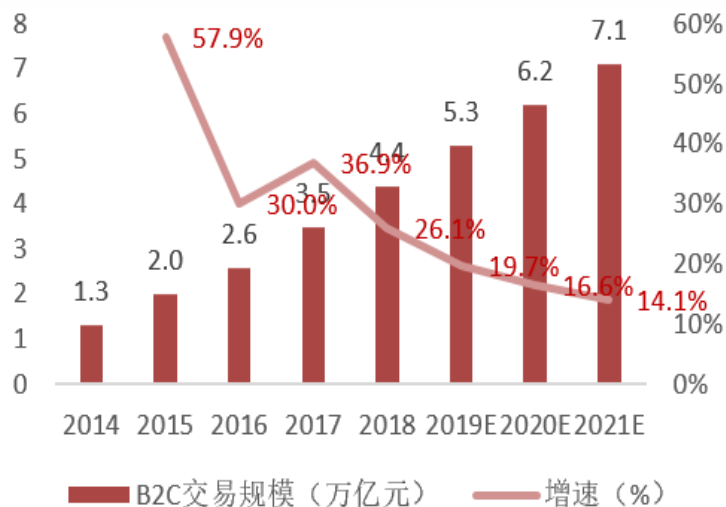
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

电商行业增速虽放缓，占比持续扩大

- 我国网上商品零售额虽然增速放缓，但依然高于线下销售。国家统计局数据显示，2019年1-10月，我国实物商品网上零售额达6.5万亿元，占社会消费品零售总额的19.5%，同比增长19.8%，而同期社会消费品零售总额同比增长率为8.1%，虽然近年来我国电商增速放缓，但网上零售的发展速度依然高于社会整体消费品零售的发展速度。
- 电商渗透率持续上升，网络购物市场交易规模也随之不断上升，据艾瑞咨询统计，2018年网购市场规模为8.0万亿元，随着网购市场趋于成熟，其增速有所放缓，但仍保持28.2%的高速增长。同时，2018年，网络购物在社会消费品零售总额的渗透率首次超过20%。预计未来三年网购规模的占比将继续攀升，网购市场将继续成为中国消费增长的重要动力。

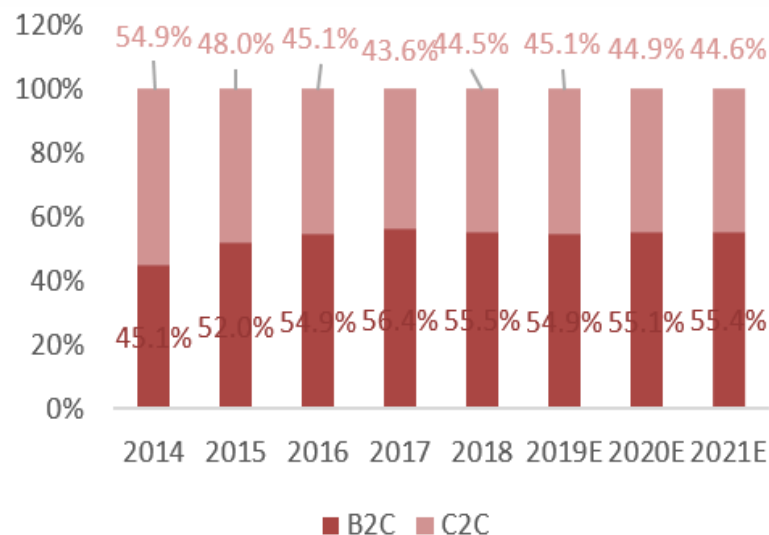
电商行业增速放缓，占比扩大

2014-2021E中国B2C交易规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2014-2021E中国B2C和C2C网购市场占比



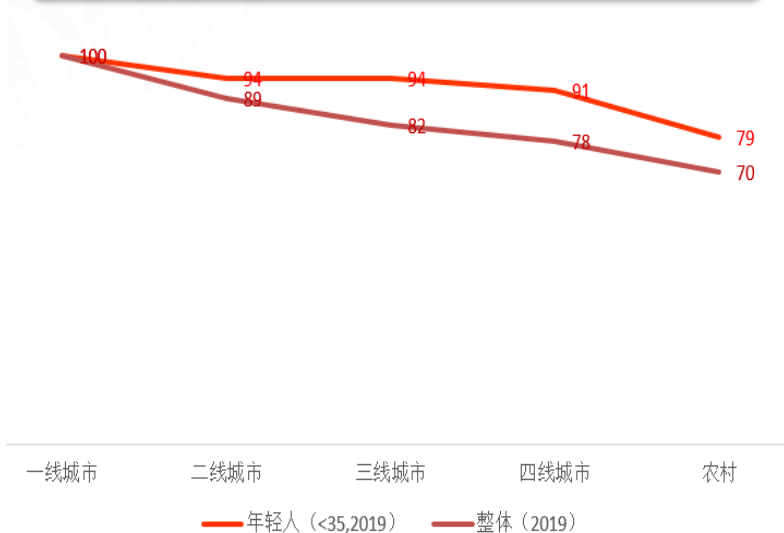
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

B2C市场稳定增长，网购市场市占率近年来持续扩大

- 品牌企业更注重电商布局，资源投入也更大，服务更完善，而消费升级下消费者更注重产品质量和消费体验，预计品牌电商市场将稳定增长。艾瑞咨询统计，2018年网购B2C市场规模高达4.4万亿元，预计2021年将突破7万亿元。而近年来，B2C在网购市场的市占率也不断增长，在2015年首次超过B2C后，市占率始终保持较大优势。

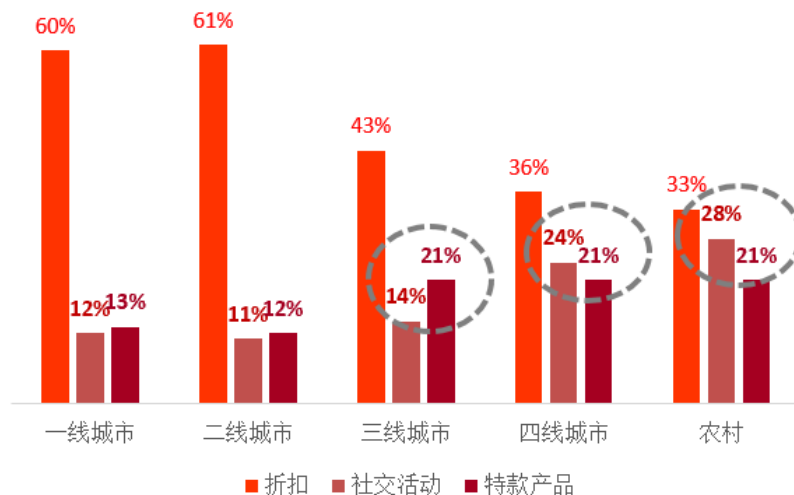
电商潜在市场广阔

各级城市数字消费者的网购采用情况



数据来源: QuestMobile, 西南证券整理

“双十一”期间购物决策的主要参考因素跨品类网购消费者占比



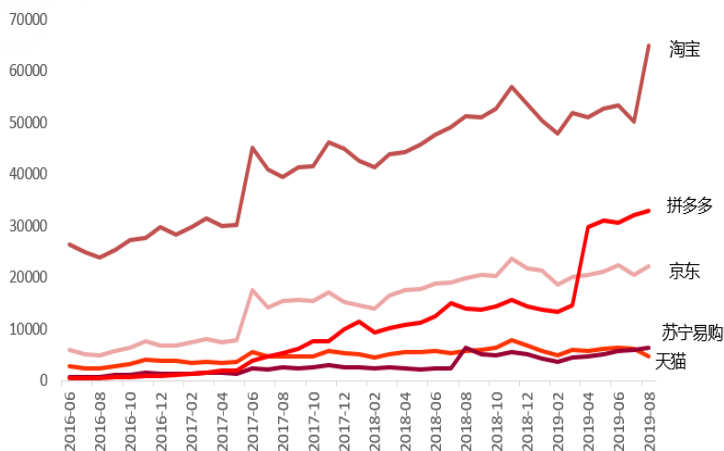
数据来源: 《2019年中国数字消费者趋势报告》, 西南证券整理

下沉市场的广阔未来

- QuestMobile数据显示, 三线及以下城市的移动互联网用户人数达至6.7亿, 占中国移动互联网用户总人数的一半以上, 其中72%的用户为35岁以下的年轻用户。而中国良好的互联网基础设施, 使得低线城市的年轻消费者可以为新一波增长提供巨大动力。而据麦肯锡报告指出, 低线城市的电子商务支出水平已经赶超一、二线城市。
- 据麦肯锡调研报告显示, 相较于大城市消费者, 中小城市的年轻消费者对价格的敏感度较低, 小镇青年在做购买决策时, 亲友的推荐、意见领袖的好评, 以及是否是品牌专属款, 也是他们的重要消费参考, 对其重视程度甚至超过了一、二线的消费者。

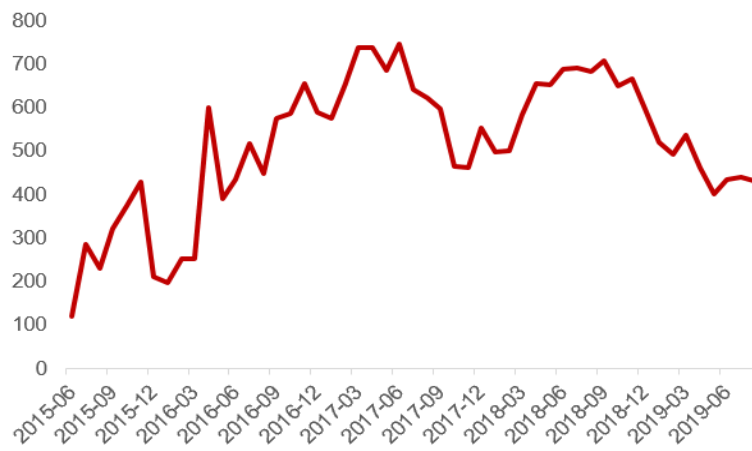
行业投资方向：建议关注能适应消费者变化、提供高性价比商品的电商

不同平台移动APP活跃用户数趋势



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

小米商城活跃用户数趋势



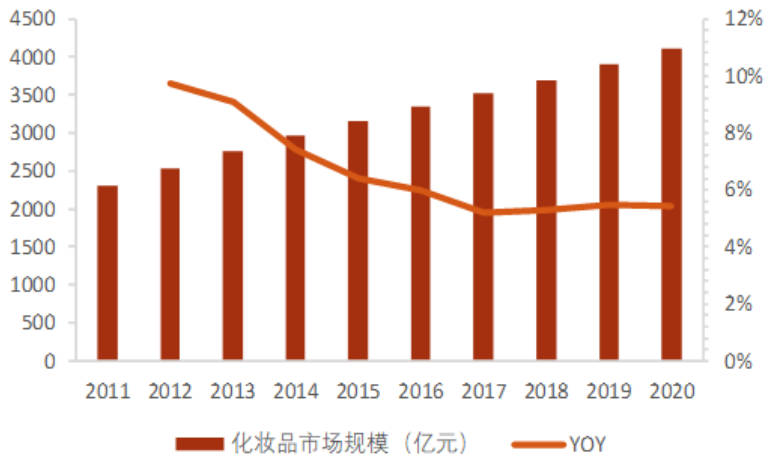
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

高性价比商品成消费者追逐对象，高频次商品带来高毛利

- **消费者愈加重视高性价比，消费理念逐步改变。**小米生态链以产品品质为导向，提供少SKU的高性价比产品；网易严选也是主攻高频次和低价产品。两者商品深受消费者喜爱，可以由此窥见消费者愈加重视高性价比。拼多多也在三四线城市风靡，反映了消费者对于商品品牌价值溢价的期望值趋于合理，大众消费品更加重视性价比。
- **消费从高端化、品牌化升级转为高频次更新换代升级。**随着生活水平的提高，很多商品从耐用品转为高频消费品，也就是曾经购买质量高、更换频率极低的产品，转为购买性价比高且购买频率也高的产品。随着日常更换、洗涤的频次增加，以及由补到换的消费习惯转变，这些传统消费品的市场容量在扩大。比如袜子、内裤等产品同质性高，但是款式差别不大，很难有品牌可以将款式创新做到极致，且产品自身价值类似但是品牌附加价值更高的情况下，消费者在购买时更加倾向于购买性价比更高的产品。

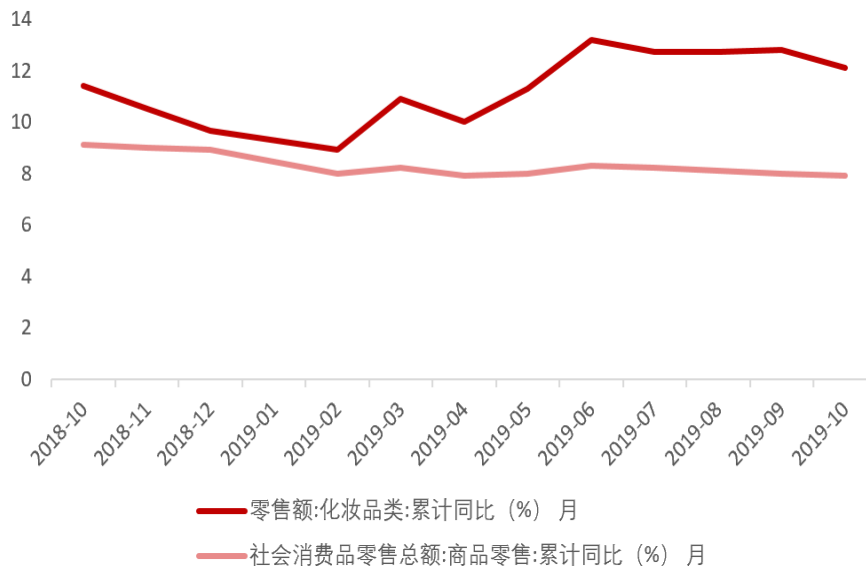
化妆品市场广阔，增速快

化妆品市场规模及增速



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

限额以上化妆品零售额与社会消费品零售总额增速比较



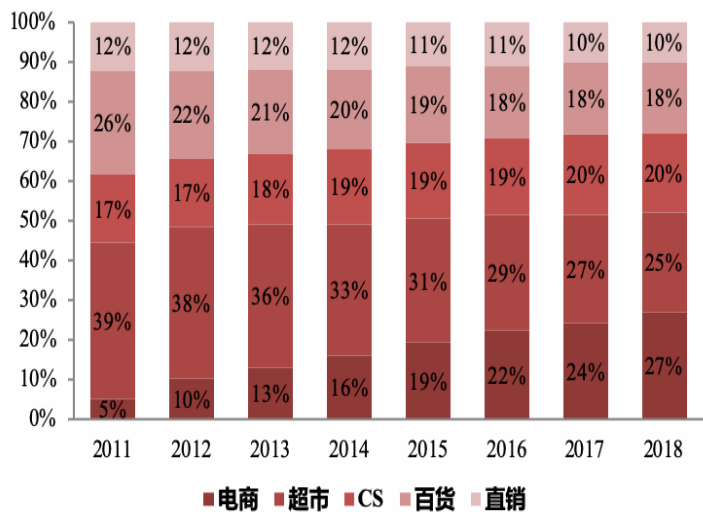
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

化妆品市场空间广阔，增速快

- 化妆品市场持续稳定增长，2012-2016年化妆品行业整体的年均复合增长率为7.2%，预计2020年将达到4112亿元的市场规模。
- 限额以上化妆品类零售额自2017年开始基本保持两位数的增长，2019年1-10月全国化妆品收入同比增加12.1%，高于同期社会消费品零售总额增速4.2个百分点。

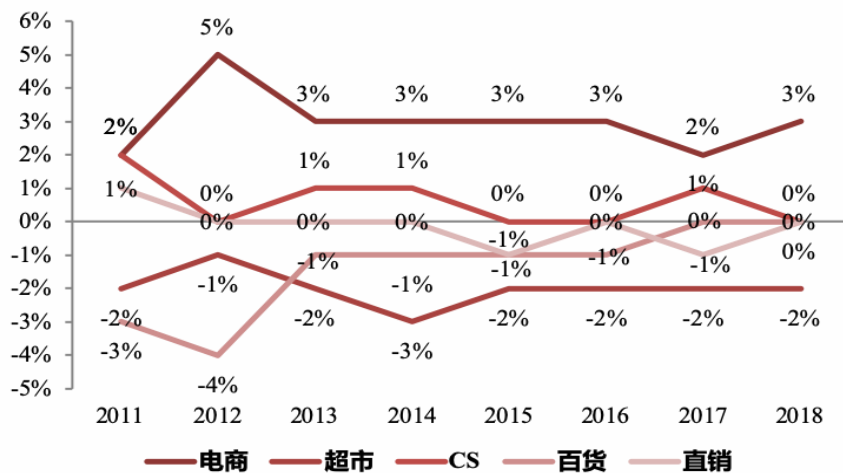
化妆品渠道变革

化妆品渠道占比变化



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

化妆品销售各渠道增长情况



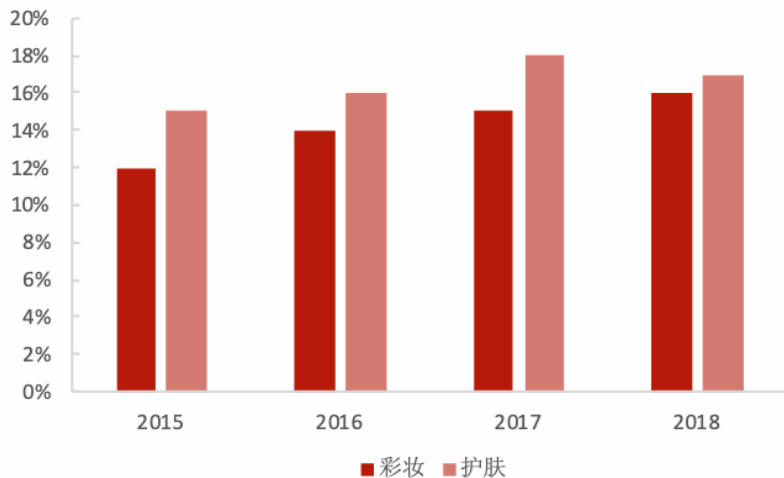
数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

化妆品渠道变革

- 化妆品渠道变革，互联网渠道崛起。据中国产业信息网数据显示，化妆品销售各渠道中，电商占比从2011年的5.0%迅速增长至2018年的27%，在各渠道中增长速度最快，在2018年超过超市，渠道占比第一，而超市、百货、直销等线下渠道则处于下降趋势。

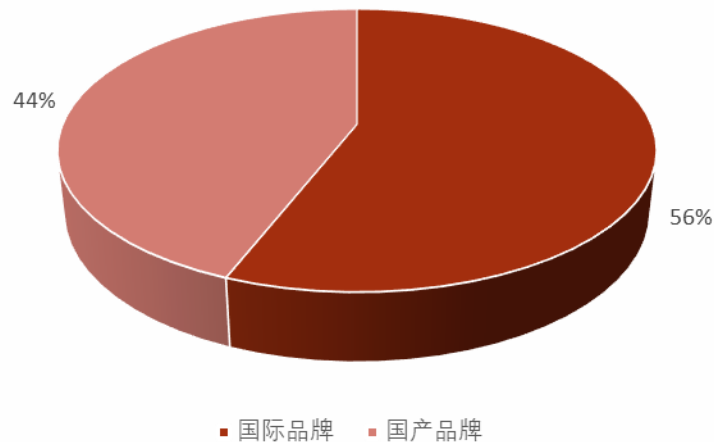
化妆品国货崛起

TOP5品牌中本土品牌市场份额变化



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

化妆品竞争格局



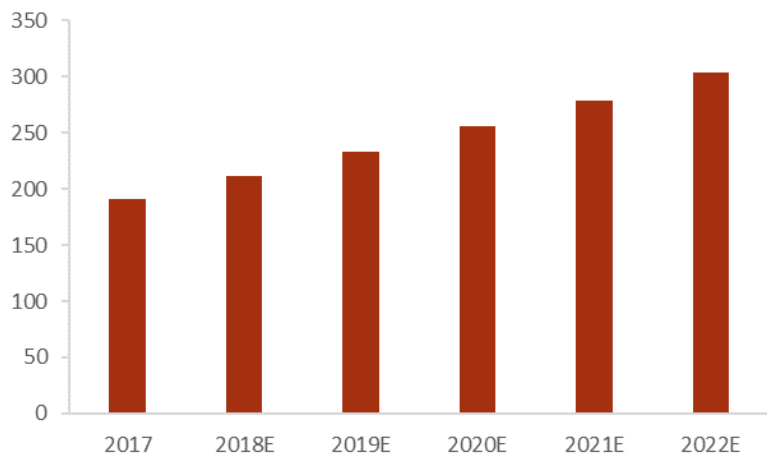
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

国产品牌崛起

- 在TOP5品牌中，本土品牌的份额正不断提升，在护肤品类中从2015年的12.4%提升到2018年的16.2%，彩妆品类的本土份额占比也从2015年的15.1%提高到2018年17.3%。国内本土化妆品企业通过更好地贴近国内消费者需求，了解国内消费者的消费偏好，精准的品牌定位，灵活的供应链管理，以及与日化专营店、电商等渠道的默契配合，提升品牌知名度和信任度，本土化妆品品牌有望保持持续稳定增长。

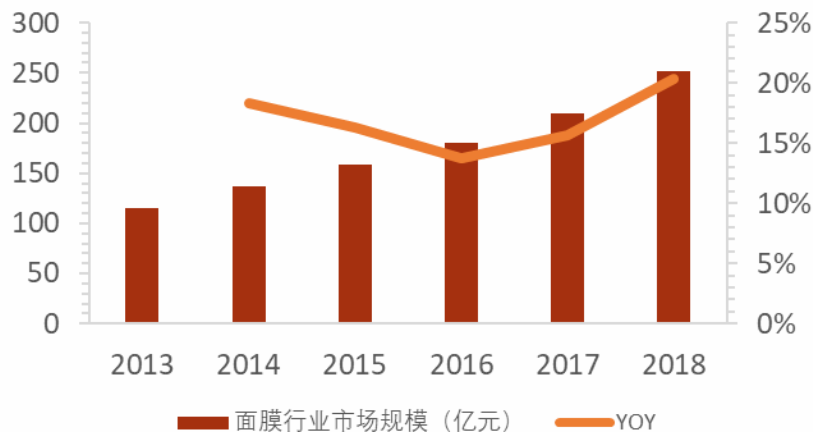
化妆品国货崛起

面膜市场零售额趋势预测



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

面膜行业市场规模及增速



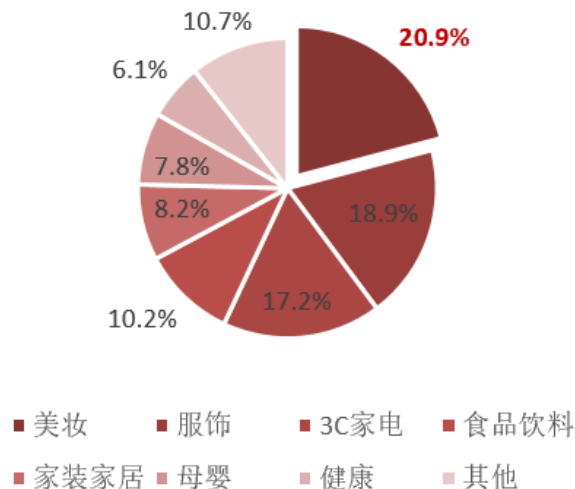
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

化妆品细分品类打开市场

- 2011-2016年面膜市场的年均复合增长率为15.5%，远高于护肤品市场的整体增速。2022年我国面膜市场容量将达到300多亿元的规模。
- 爆款单品有望打开市场，提升国货知名度，未来将打造品牌全品类舰队。
- 差异化定位，产品品牌的差异化定位覆盖了宽年龄段、宽收入区间、多层次的客户群，丰富品牌，均衡产品比例。

化妆品电商代运营市场空间大

2019年服务商主要服务品类品牌数量占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

前三大品类对电商服务需求与佣金率

美妆品牌对电商服务的需求比
50%-60%

美妆电商服务佣金行业均值
15%-20%

服饰品牌对电商服务的需求比
20%-30%

服饰电商服务佣金行业均值
10%-15%

3C家电品牌对电商服务的需求比
10%-20%

3C家电电商服务佣金行业均值
2%-10%

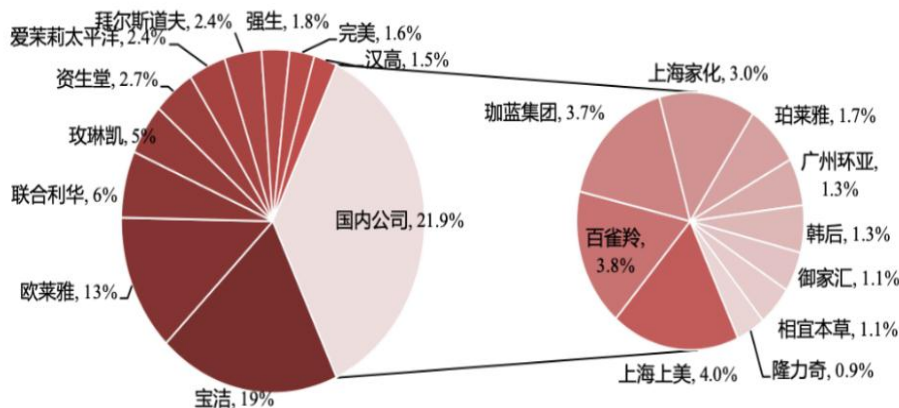
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

化妆品电商代运营市场空间大

- 据艾瑞咨询《2019年中国品牌电商服务行业研究报告》统计，美妆、服饰、3C家电品类的服务品牌数量位居三甲，占据绝对优势。其中，美妆品类作为消费升级的重点品类，占比达20.9%，位列第一。美妆品牌服务在2016年至2019年（年化）年均复合增速超过了100%。

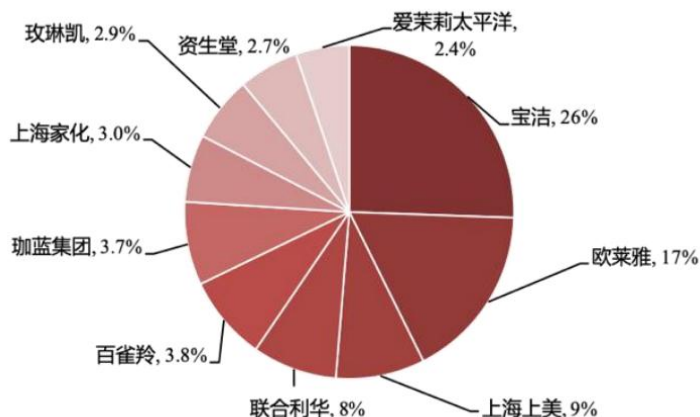
行业投资方向：建议关注具备运营和品类优势的化妆品企业

2018 年前 20 大化妆品公司市场占有率



数据来源：第十二届中国化妆品大会，西南证券整理

2018 年前十大彩妆品牌市场占有率



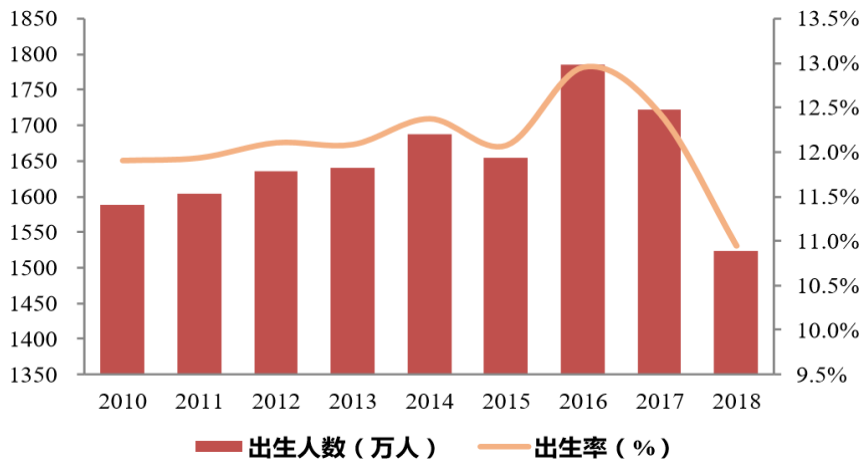
数据来源：第十二届中国化妆品大会，西南证券整理

集团化运营，多元化战略扩张边界

- 化妆品市场随着竞争愈演愈烈，市场集中度逐渐下降。随着越来越多的国外品牌进入中国市场，本土品牌如佰草集、百雀羚也在持续发力，国内的化妆品品牌越来越繁杂，竞争越来越激烈，整个化妆品市场集中度逐渐下降。化妆品前十大品牌市场占有率从 2010 年的 45.2% 下降到 2015 年的 39.3%。在这种情况下，对于化妆品运营商来说，集合品牌数量越多，占据化妆品市场份额就越大。在我国，无论是外资还是本土品牌，其单独影响力均有限，究其原因，单一化妆品品牌难以在全品类拔得头筹，且产品同质化背景下单品牌用户粘性较低，使得集团化运营成为必经之路。化妆品运营商提升市场份额需要与多个化妆品品牌合作，进行品牌商端的资源整合。

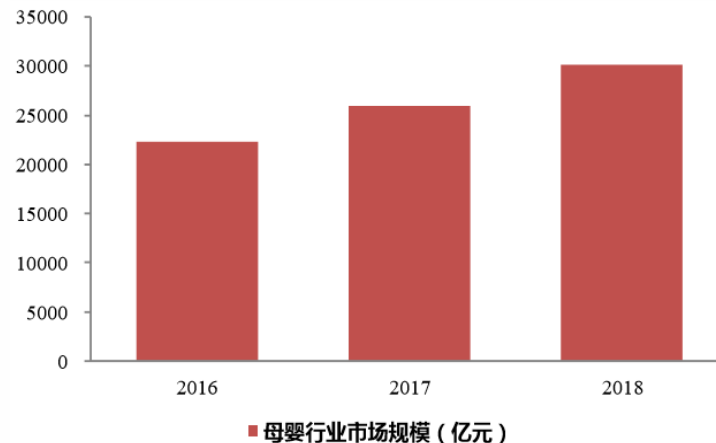
母婴行业加快消费结构升级

我国出生人数及出生率



数据来源: Wind, 西南证券整理

我国母婴零售市场规模



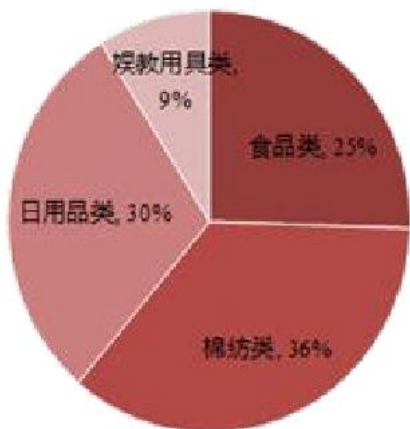
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

新生儿数量下降促使母婴行业加快消费结构升级

- 2016年1月1日, 全面二孩政策正式实施。当年我国新生儿数量达到近十年来的顶峰。此后由于育龄人口的下降叠加生育意愿在2016年的集中释放, 我国新生儿数量开始下降。
- 2016年以后, 消费结构的变化为母婴零售行业的发展带来了新的增长点。

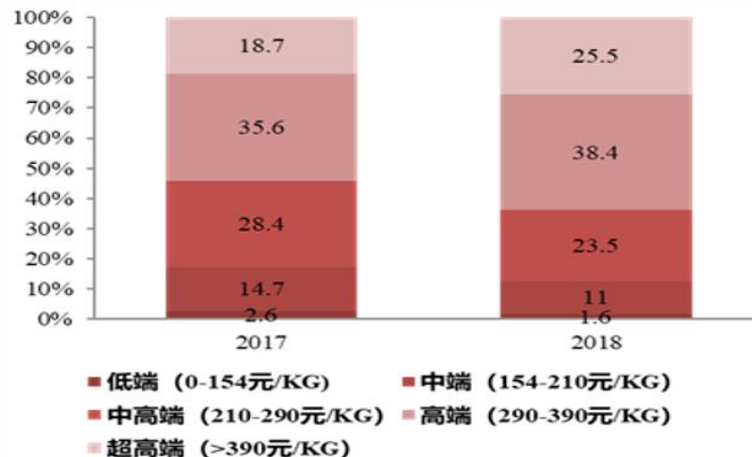
母婴行业加快消费结构升级

母婴产品消费品类



数据来源：尼尔森，西南证券整理

不同档次奶粉市场占比



数据来源：尼尔森，西南证券整理

新生儿数量下降促使母婴行业加快消费结构升级

- **从品类消费结构看：娱教用具类产品占比具备上升潜力。**新生儿家长越来越注重育儿相关消费的科学性、便利性和品质化，育儿模式更加精细化，消费者愿意更多的借助于成熟母婴商品辅助育儿。未来，上述母婴商品的消费结构也必然将发生变化，娱教用具类产品占比必将显著上升，从而为整个母婴零售行业带来新的增长点。
- **从消费档次结构来看：我国母婴消费有明显的高端化趋势。**消费观念转变和消费潜力的深入挖掘等层面的积极变化，将推动母婴消费方式的不断升级，从而成为母婴产业持续增长的长期基石。

行业投资方向：建议关注加速扩张，具有产品结构优势的企业

主要母婴连锁企业覆盖区域

名称	覆盖区域	门店数量
爱婴室	总部设在上海，主要拓展城市为无锡、南通、宁波、杭州、厦门、福州、嘉兴、绍兴和舟山等10个城市，主要辐射江浙沪及福建等华东地区	224家直营门店
乐友中国	总部设在北京，主要拓展城市为天津、沈阳、西安、咸阳、青岛、潍坊、成都、绵阳、石家庄、济南、武汉等30个城市，主要覆盖华北地区	580多家门店（直营+加盟）
爱婴岛	总部设在珠海，主要拓展城市为广州、苏州、无锡、南京等30余个城市，主要覆盖华南地区	1300多家门店（直营+加盟）
贝贝熊	总部设在长沙，主要拓展城市为遍布湖南、湖北、江苏、江西、四川、山东、广东、上海、重庆等省市的20多个城市，主要覆盖华中地区	241家直营门店
孩子王	总部设在南京，主要拓展城市为遍布江苏、上海、安徽、浙江、重庆、四川、湖北、山东等全国16个省，78个城市，主要覆盖二、三线城市	284家直营门店

数据来源：公司官网，西南证券整理

母婴行业集中度提升，连锁优势显著

目前主要的母婴连锁企业有爱婴室、乐友中国、爱婴岛、贝贝熊和孩子王。爱婴室、乐友中国、爱婴岛、贝贝熊分别占据我国华东、华北、华南和华中地区的母婴市场，而孩子王则主要覆盖全国二、三线城市的母婴市场。在品牌壁垒、门店资源壁垒、供应链管理壁垒、规模化经营壁垒、人才壁垒的加持下，外地企业进入当地市场的难度较大，因而母婴商品连锁零售企业的经营具有较为明显区域性特点。

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

◆ 生鲜龙头逆势扩张，规模效应凸显

◆ 挖掘穿越周期的高成长性细分板块

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

重点推荐：家家悦（603708）：胶东生鲜之王，开启跨区域扩张之路

□ 公司介绍：

公司是以超市连锁为主业，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。

□ 投资逻辑：

- 1、毛利率、期间费用率均维持稳定。
- 2、公司经营质量稳定，拟收购山东华润加快区域整合。

□ 盈利预测及建议：

预计家家悦 2019-2021年EPS分别为0.83/1/1.18元，对应 PE 分别为29/24/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

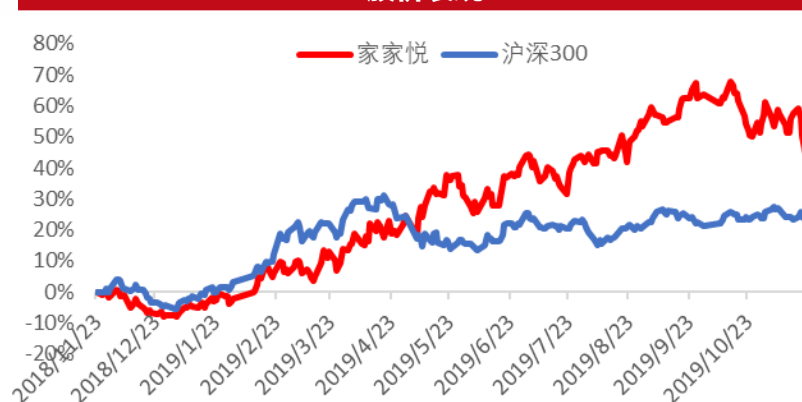
宏观经济波动或不及预期；新区域扩展及新增项目投入或不及预期。

业绩预测与估值指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12730.71	14784.00	17308.00	19959.40
营业收入增长率	12.36%	16.13%	17.07%	15.32%
归母净利润（百万元）	429.92	507.32	606.24	715.25
归母净利润增长率	38.35%	18.00%	19.50%	17.98%
EPS（元）	0.71	0.83	1.00	1.18
PE	34	29	24	20

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

重点推荐：珀莱雅（603605）：品牌年轻化战略+多渠道协同发展

□ 公司介绍：

公司是集化妆品类产品的研发、生产和销售为一体的公司。

投资逻辑：

- 1、拥有“差异化、年轻化”的多品牌资产。
- 2、推行“三架马车”战略，多渠道协同发展模式。

□ 盈利预测及建议：

公司系国内大众美妆龙头公司，管理效率稳步提升，业绩增长迅速。预计珀莱雅2019-2021年EPS分别为1.93/2.55/3.38元，对应PE分别为48/36/27倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

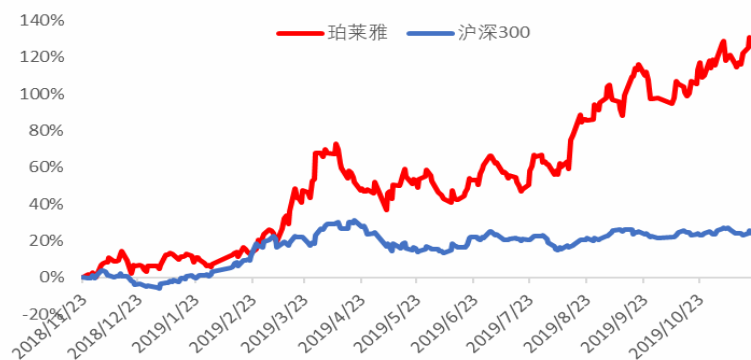
行业竞争或加剧；渠道结构风险；新项目孵化风险。

业绩预测与估值指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2361.25	3104.21	4126.87	5579.20
营业收入增长率	32.43%	31.46%	32.94%	35.19%
归母净利润（百万元）	287.19	388.39	513.11	680.24
归母净利润增长率	43.03%	35.24%	32.11%	32.57%
EPS（元）	1.43	1.93	2.55	3.38
PE	65	48	36	27

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

重点推荐：爱婴室（603214）：母婴零售第一股

□ 公司介绍：

公司主要从事母婴商品的销售及相关服务业务，是一家定位于中高端母婴市场的母婴零售股

□ 投资逻辑：

- 1、毛利率持续创新高，期间费用率微升，经营性现金流稳健。
- 2、加快门店布局，主营业务稳健增长。

□ 盈利预测及建议：

预计2019-2021年公司EPS分别为1.52/1.94/2.43元,对应PE分别为29/22/18倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

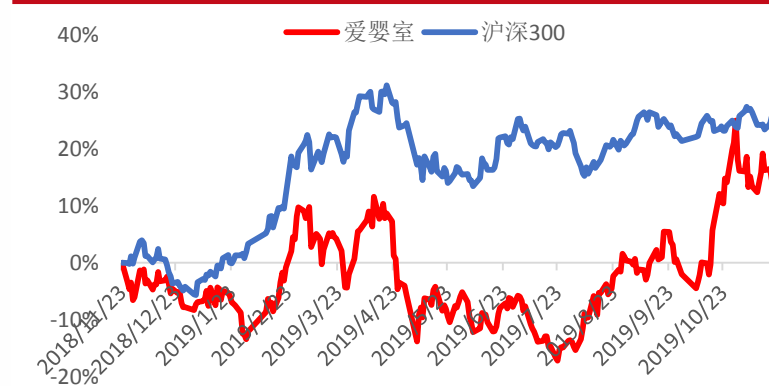
门店拓展速度及门店经营效率不及预期；连锁零售模式存在租金上涨等风险。

业绩预测与估值指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2135.40	2579.06	3182.59	3808.37
营业收入增长率	18.12%	20.78%	23.40%	19.66%
归母净利润（百万元）	119.99	155.05	197.80	247.08
归母净利润增长率	28.23%	29.21%	27.57%	24.92%
EPS（元）	1.18	1.52	1.94	2.43
PE	37	29	22	18

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

重点推荐：永辉超市（601933）：强大供应链+合伙人制度成就生鲜零售帝国

□ 公司介绍：

公司是全国第5大商超（包括国外），中国版“沃尔玛”。

□ 投资逻辑：

- 1、毛利率平稳，期间费用率大幅降低。
- 2、加速全国扩张，积极发展到家业务。
- 3、健全渠道营运营营销平台，助力公司战略发展。

□ 盈利预测及建议：

公司加速全国扩展，积极探索新业态，整体业绩稳健，预计2019-2021年EPS分别为0.23/0.32/0.40元，对应PE为33/24/19倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：

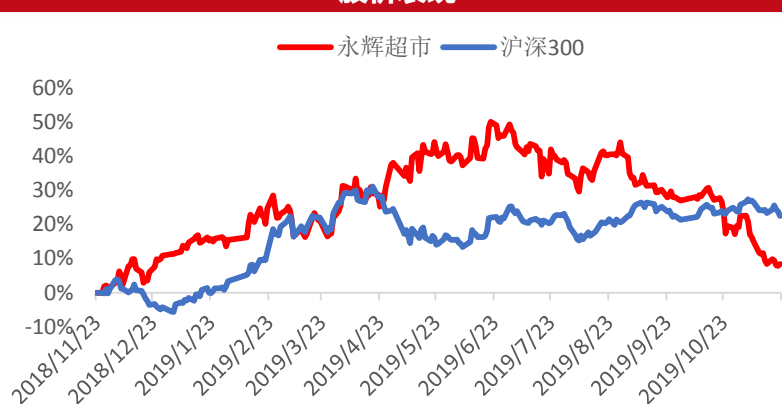
开店展速不达预期风险；新开店培育时间长风险；投资收益或不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	70516.65	86823.88	105995.61	128564.70
营业收入增长率	20.35%	23.13%	22.08%	21.29%
归母净利润（百万元）	1480.35	2191.64	3025.04	3859.66
归母净利润增长率	-18.52%	48.05%	38.03%	27.59%
EPS（元）	0.15	0.23	0.32	0.40
PE	49	33	24	19

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



重点推荐：南极电商（002127）：品牌运营，领跑赛道

□ 公司介绍：

公司是一家主营业务为品牌授权及电商服务的公司。

投资逻辑：

- 1、“品牌授权”的商业模式，轻资产模式赋能，电商新赛道的领跑者。
- 2、坚持“品牌+品类+渠道”多维度扩张与发展路径。

□ 盈利预测及建议：

预计南极电商2019-2021年EPS分别为0.50/0.67/0.90元，对应PE分别为21/16/12倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：

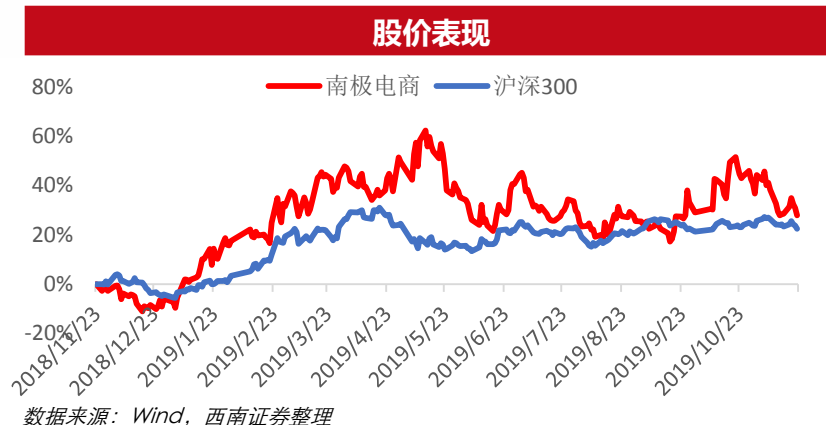
品牌 GMV 发展或不及预期；电商平台整体收入增速或不及预期；时间互联经营或不达预期。

业绩预测与估值指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3352.86	4755.50	6419.02	8363.84
营业收入增长率	240.12%	41.83%	34.98%	30.30%
归母净利润（百万元）	886.47	1220.10	1634.13	2206.91
归母净利润增长率	65.92%	37.64%	33.93%	35.05%
EPS（元）	0.36	0.50	0.67	0.90
PE	29	21	16	12

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



重点推荐：丸美股份（603983）：专注眼霜，打造品牌核心竞争力

□ 公司介绍：

公司是一家以眼部护肤为主业具备完整供应链的综合性化妆品集团。

投资逻辑：

- 1、“眼霜”领跑，多品类共同成长。
- 2、电商增长提速，新品类继续扶持。

□ 盈利预测及建议：

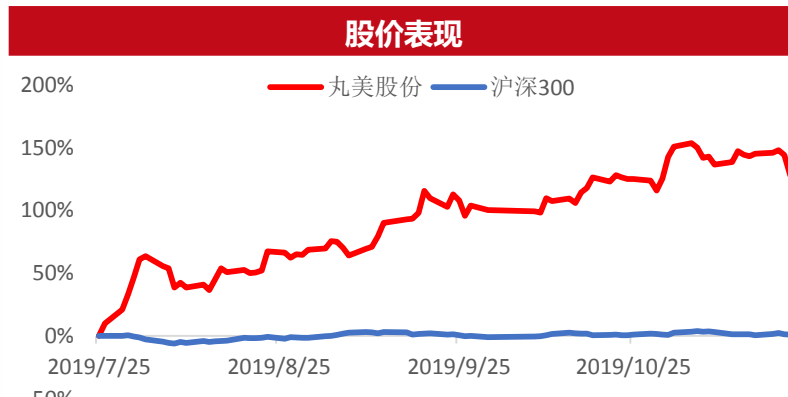
公司主品牌特色鲜明，线下线上共同发展，业绩增长态势好。预计丸美股份2019-2021年EPS分别为1.27/1.56/1.92元，对应PE分别为53/43/35倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：

行业竞争进一步加剧；渠道扩张不及预期；新品类孵化不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1575.76	1846.62	2211.14	2658.56
营业收入增长率	16.52%	17.19%	19.74%	20.23%
归母净利润（百万元）	415.28	508.36	624.19	770.31
归母净利润增长率	33.14%	22.41%	22.78%	23.41%
EPS（元）	1.04	1.27	1.56	1.92
PE	65	53	43	35

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

重点推荐：壹网壹创（300792）：一体式升级运营，锻造核心竞争力

□ 公司介绍：

公司是一家快消品牌全网渠道电子商务服务商。

投资逻辑：

- 1、优秀的品牌建设与运营能力。
- 2、强大的产品销售达成力。

□ 盈利预测及建议：

预计2019-2021年EPS分别为2.64/3.31/4.14元，对应PE分别为66/52/42倍。由于化妆品行业趋势向上，公司成长能力强，维持“增持”评级。

□ 风险提示：

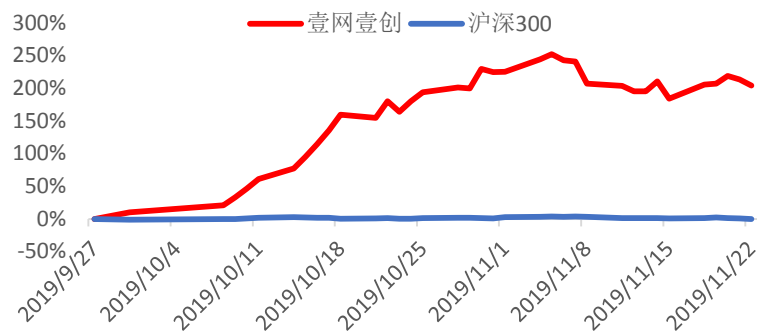
化妆品行业增速放缓；行业竞争或加剧；品牌商加大电商自营投入。

业绩预测与估值指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1012.80	1488.75	2044.86	2698.92
营业收入增长率	43.78%	46.99%	37.35%	31.99%
归母净利润（百万元）	162.62	211.07	264.90	331.05
归母净利润增长率	17.99%	29.80%	25.50%	24.97%
EPS（元）	2.03	2.64	3.31	4.14
PE	85	66	52	42

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利预测估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
603708	家家悦	25.62	0.71	0.83	1.0	34	29	24	买入
603605	珀莱雅	91.20	1.43	1.93	2.55	65	48	36	买入
603214	爱婴室	46.18	1.18	1.52	1.94	37	29	22	买入
601933	永辉超市	7.59	0.15	0.23	0.32	49	33	24	增持
002127	南极电商	10.27	0.36	0.50	0.67	29	21	16	增持
603983	丸美股份	72.56	1.04	1.27	1.56	65	53	43	增持
300792	壹网壹创	156.71	2.03	2.64	3.31	85	66	52	增持

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/16）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：嵇文欣
执业证号：S1250519080001
电话：021-58351812
邮箱：jwx@swsc.com.cn

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台	陈雷	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈雷(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn