

推荐 (维持)

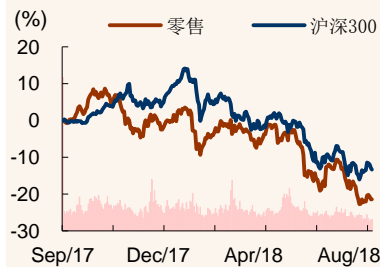
中报解读：行业盈利改善，继续布局优质标的

2018年09月03日

商贸零售周报 (2018/09/02)

上证指数	2725
行业规模	占比%
股票家数 (只)	66 1.9
总市值 (亿元)	5909 1.3
流通市值 (亿元)	4071 1.1

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-9.5	-18.1	-20.9
相对表现	-4.3	-0.9	-8.1



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 《生鲜电商大浪淘沙，逆势而上寻求突围—生鲜电商行业报告》2018-08-22
- 《商贸零售周报 (2018/08/12) —7月消费数据低于预期，对行业短期谨慎乐观》2018-08-13
- 《盒马鲜生跟踪报告—建立新零售供关系，引领零售业变革》2018-08-12

许荣聪

021-68407349

xurc@cmschina.com.cn

S1090514090002

研究助理

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

【行情表现】 上周沪深 300 下跌 0.64%，零售指数上涨 0.11%，涨幅居所有一级行业第六位。涨幅居前的个股为：南宁百货 (11.09%)，老凤祥 (10.97%)，欧亚集团 (5.00%)，飞亚达 A (4.52%)，永辉超市 (4.35%)。板块市盈率水平 (TTM，剔除负值) 为 16.27x，低于历史平均。

- 【重点报告回顾-王府井：稳健成长，低估值迎来布局机会】** H1 公司没有新增门店，门店面积维持在 265.9 万平米，同比增加 7.1%，即 17H2 开业的哈尔滨购物中心店，今年下半年预计开业长春奥莱、南昌购物中心两家门店，保持稳健拓张。公司收入增长主要来自同店增长，Q1/Q2 营收增速分别为 6.11%/-0.36%，二季度增速下滑主要受宏观消费环境影响，同店增速和收入增速大体一致，交易次数下降 4%，客流量实现 8% 以上的增长。分品类看化妆品维持 15% 的强劲增幅，男女装小幅增长，珠宝鞋帽小幅下降。分业态看百货购物中心/奥莱分别增长 1.18%/8.44%，主要靠奥莱业态拉动。
- 【近期观点-行业盈利改善，继续布局优质标的】** 根据 2018 半年报，行业整体保持复苏趋势，上半年增速保持平稳，其中专业连锁增速较高。盈利情况略微改善，其中毛利率略有上升至 19.25%，其中超市上升最为明显至 22.77% (yoy+1.26pct)；净利率继续保持上升态势，其中百货同比提升幅度最大。费用管控得当，销售和管理费用率保持平稳。
- 投资建议：** 我们认为三季度重点继续布局分化行情下的百货以及超市龙头，百货重点推荐重庆百货、天虹股份、王府井；超市重点推荐家家悦 (处于变革前期，展店速度加快，以及合伙人机制将提升公司经营能力)、永辉超市 (股价已经充分反映二季度悲观预期，当前估值处于底部，云创推进影响短期估值，但长期壁垒稳固，可长线布局)，关注步步高、红旗连锁、中百集团。社区型超市处于优质赛道当中，前店后仓模式将提升门店坪效以及覆盖半径。当前市场对社区型超市关注度较高。

重点公司盈利预测与估值

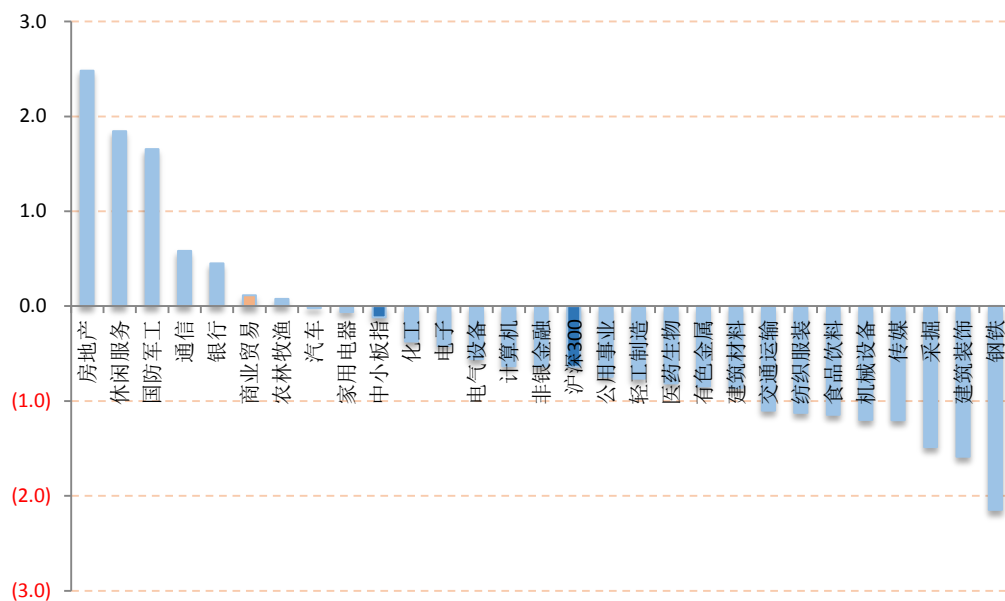
证券简称	股价	市值 (亿)	EPS		PE		PS	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019
永辉超市	7.67	734.05	0.23	0.31	33.35	24.74	1.00	0.82
家家悦	21.92	102.59	0.79	0.95	27.75	23.07	0.80	0.70
天虹股份	10.64	127.71	0.73	0.86	14.58	12.37	0.62	0.57
重庆百货	28.70	116.67	1.98	2.52	14.49	11.39	0.34	0.32
王府井	16.10	124.98	1.43	1.64	11.26	9.82	0.44	0.41

资料来源：Wind、招商证券

一、板块表现

上周沪深 300 下跌 0.64%，中小板指下跌 0.12%，零售指数上涨 0.11%，涨幅居所有一级行业第六位。

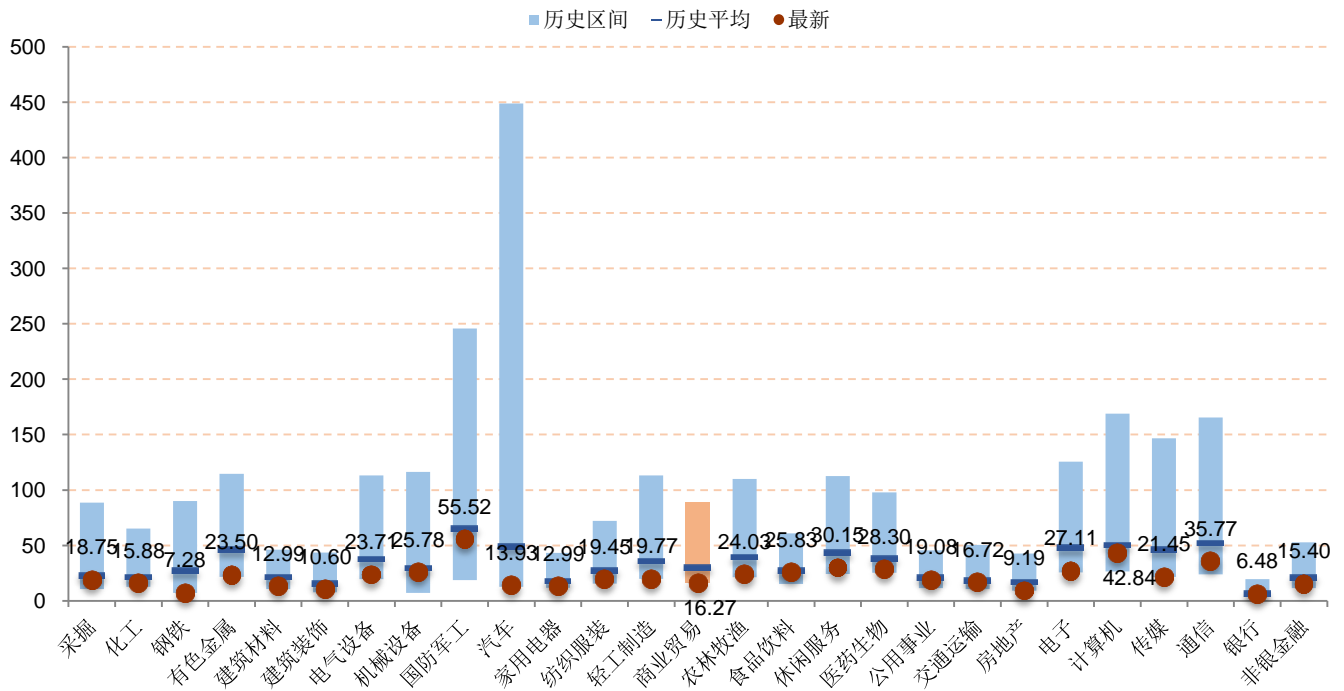
图 1：一级行业涨跌幅比较 (%)



资料来源：Wind、招商证券

截至 2018/9/2，零售行业整体市盈率 (TTM，整体法，剔除负值) 为 16.27x，低于历史平均 (30.33x)，处于历史较低位置。

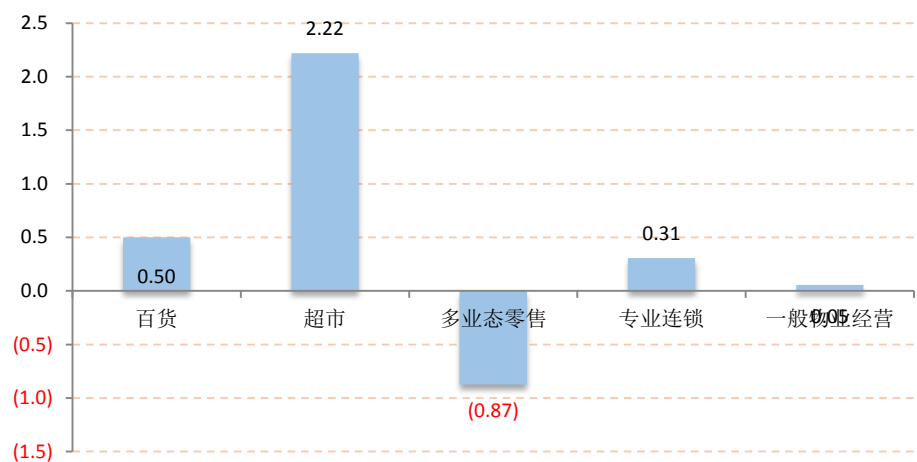
图 2：一级行业市盈率比较(历史数据取 2010/3/12 至今)



资料来源：Wind、招商证券

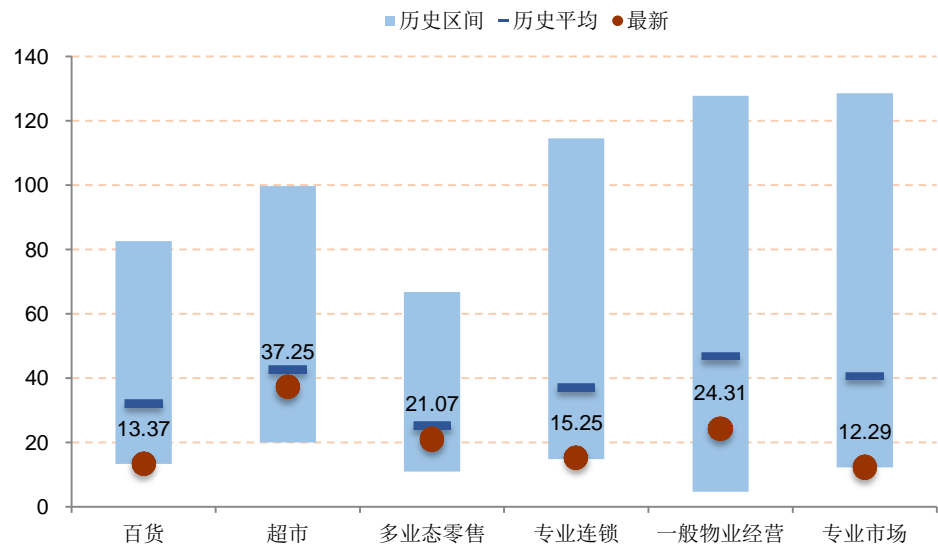
在各个子版块中，超市涨幅居前（2.22%），多业态零售涨幅靠后（-0.87%）。目前行业估值超市板块市盈率最高（47.64x），一般物业经营板块次之（24.31x），百货、专业连锁和专业市场整体估值较低，均低于历史平均。

图 3：各子版块涨跌幅比较（%）



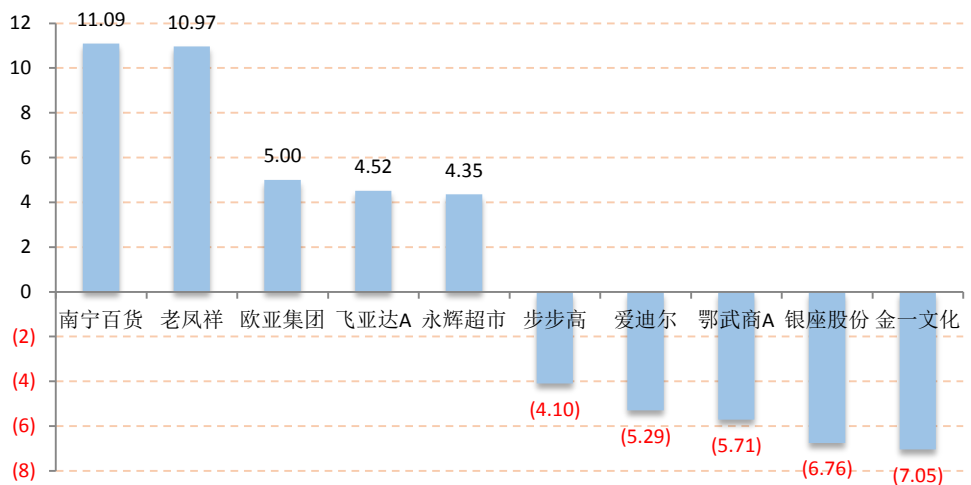
资料来源：Wind、招商证券

图 4：各子版块市盈率比较(历史数据取 2010/3/12 至今)



资料来源：Wind、招商证券

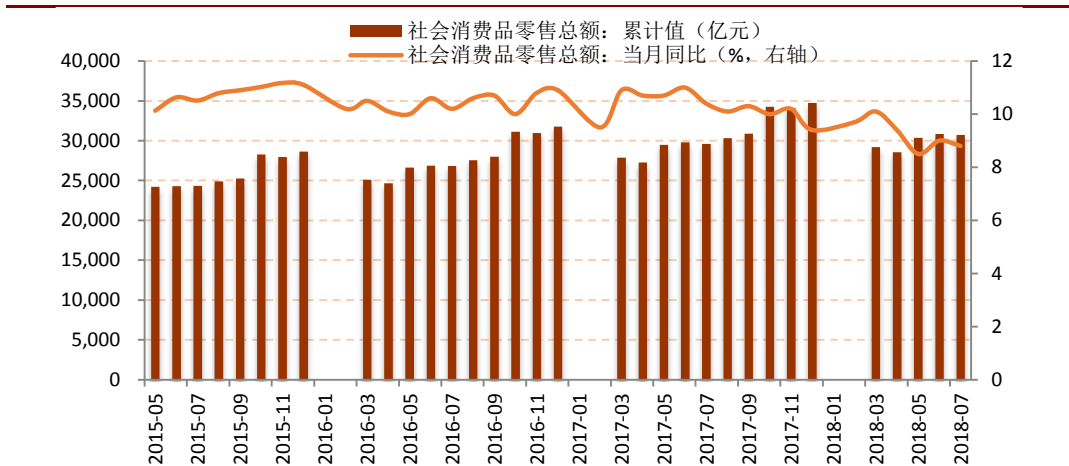
图 5：涨跌幅居前个股 (%)



资料来源：Wind、招商证券

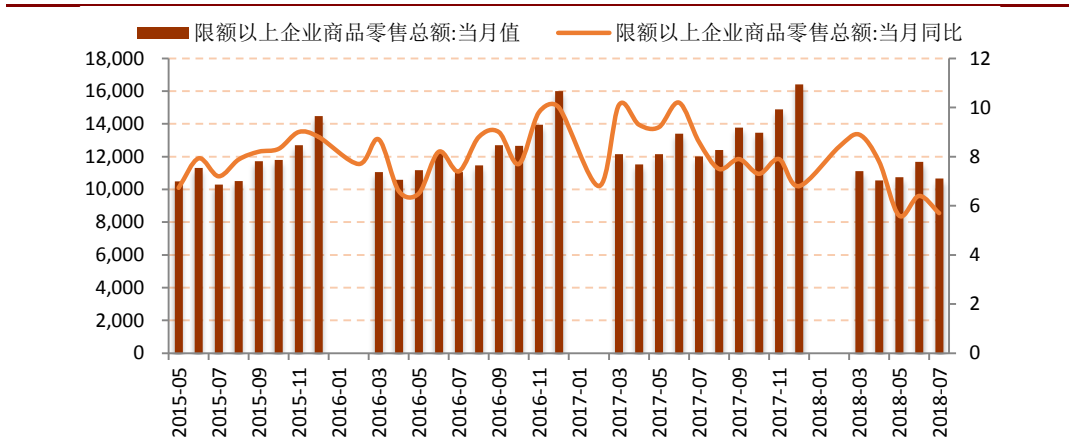
二、宏观数据

图 6: 社会零售总额数据



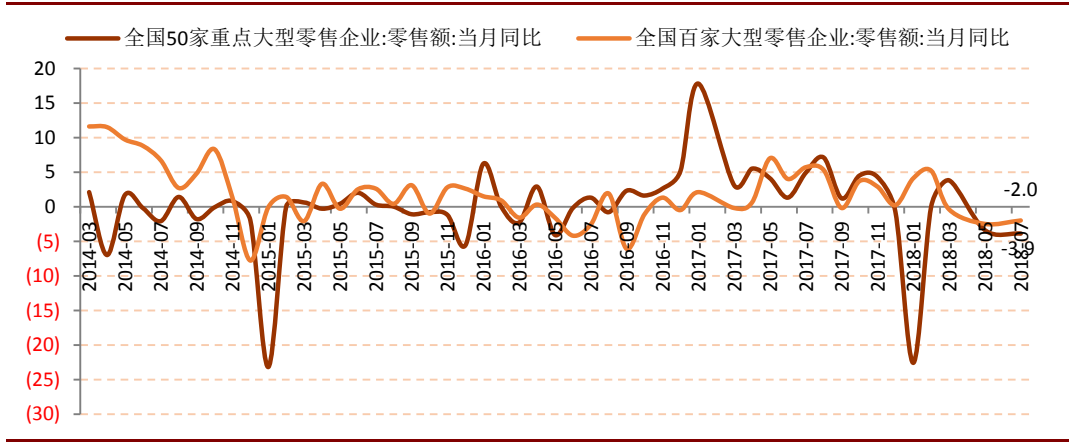
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 限额以上批发与零售总额



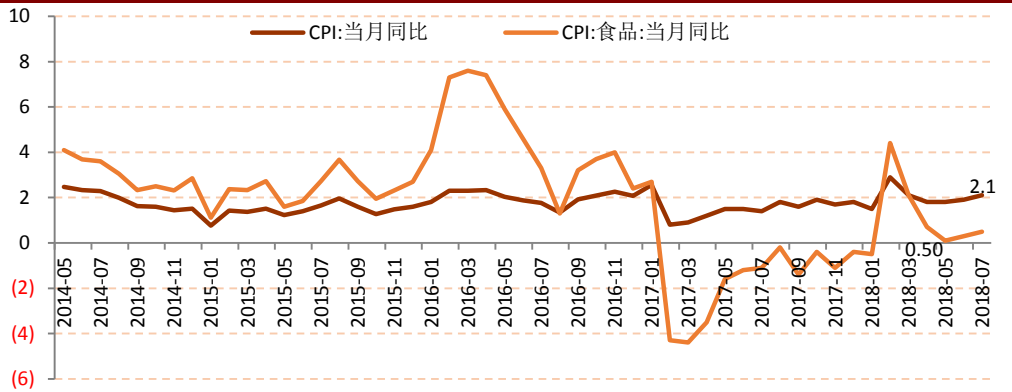
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 全国大型零售企业监测数据



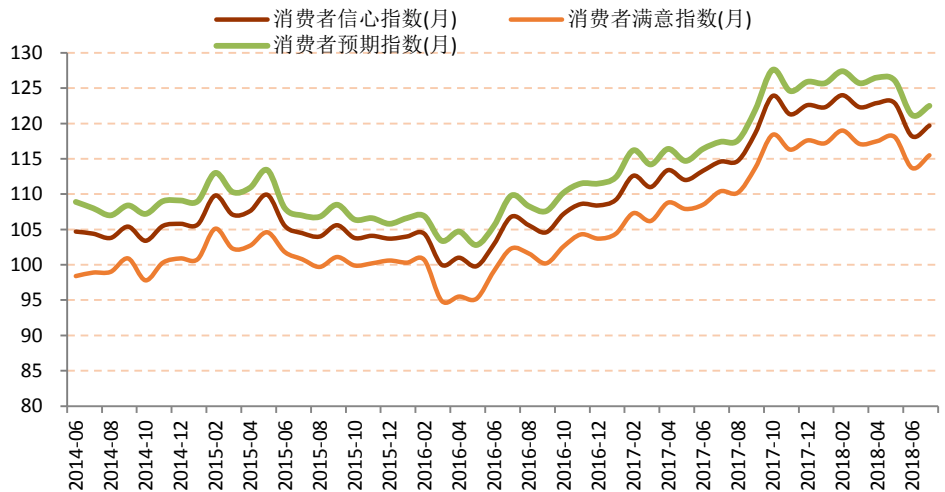
资料来源: 中华商业信息网、招商证券

图 9: CPI 与食品类 CPI



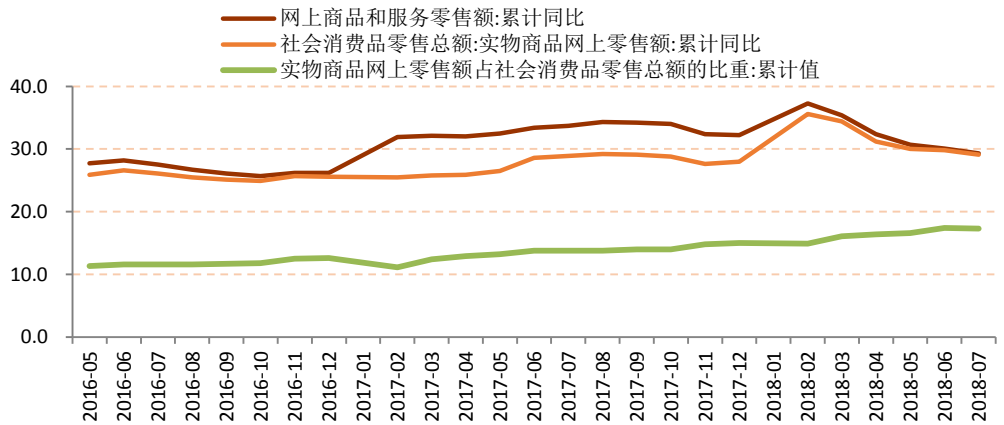
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 消费者信心指数



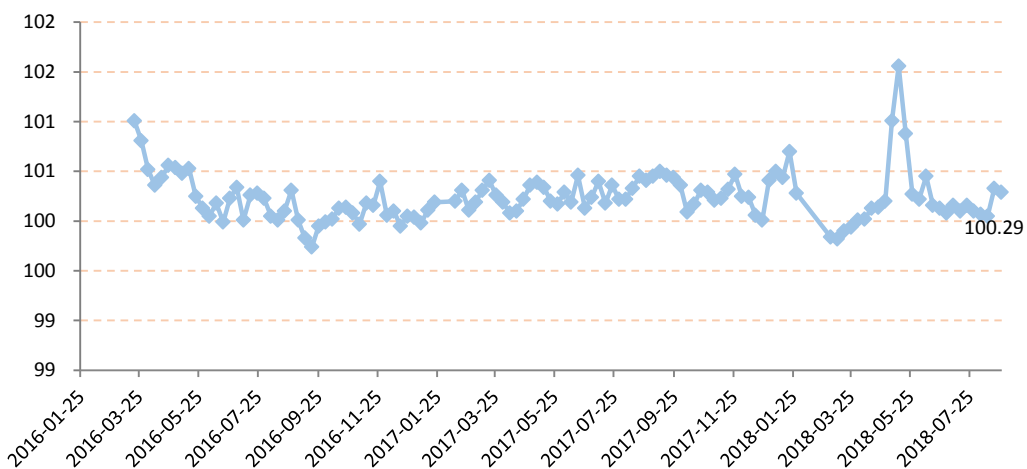
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 网络零售额数据



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 12: 义乌小商品指数周度变化情况



资料来源: Wind、招商证券

三、新闻和公告回顾

1、行业新闻

MUJI 无印良品宣布第九次降价

8月28日消息, MUJI 无印良品上周四宣布在中国市场近4年来的第9次降价, 在中国经济和零售业增长放缓、高房价令一线城市消费降级的情况下, 试图利用行业最大法宝提振低迷业绩。

Amazon Go 第二家便利店开业

8月28日消息, 电商巨头亚马逊刚刚宣布, 其第二家便利店 Amazon Go 已经开业, 该店位于西雅图, 面积为1450平方英尺(约合135平方米)。

雀巢收购星巴克零售咖啡业务

8月29日, 雀巢以71.5亿美元收购星巴克零售咖啡业务, 雀巢将获得永久性的全球营销权, 能在星巴克门店以外销售包装消费品等星巴克产品。

2、公司公告

8月28日

【兰生股份】公司近日累计减持了海通证券股票1306万股, 减持所产生的净收益约5106万元, 约占上年度(2017年度)经审计净利润的17%。

【三江购物】根据公司今日发布 2018 年半年报,公司 2018 上半年实现营收 1.62 亿元,环比上涨 7.91%,净利润达 6600 万,环比下调 13.81%。

8 月 29 日

【北京城乡】公司今日发布 2018 年半年度报告,报告显示,公司 2018 上半年实现营收 11.6 亿元,环比下调 16.73%,净利润达 4611 万元,环比下调 42.80%。

【赫美集团】公司今日发布 2018 年半年度报告,报告显示,公司 2018 上半年实现营收 13.5 亿元,环比下调 15.34%,净利润达 8516 万元,环比下调 289.15%。

8 月 30 日

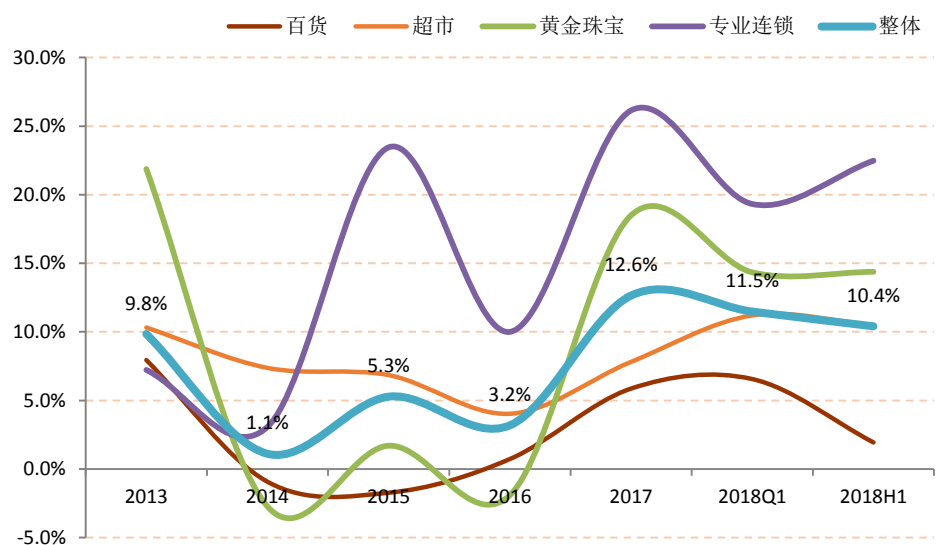
【苏宁易购】公司今日发布 2018 年半年度报告,报告显示,公司 2018 上半年实现营收 8774 万元,环比下调 32.16%,净利润为-19 万元,环比下调 116.66%。

【宏辉果蔬】公司今日发布 2018 年半年度报告,报告显示,公司 2018 上半年实现营收 3.3 亿元,环比上涨 3.14%,净利润达 3127 万元,环比下调 2.60%。

四、本周策略：行业盈利改善，继续布局优质标的

针对重点覆盖 53 家主要零售企业进行财务分析,行业整体保持复苏态势。2018 年上半年全行业营收增速为 10.4%,其中专业连锁实现增速 22.5%,增长最为迅速,主要受益于龙头苏宁易购的收入增速大幅提升。超市和黄金珠宝增速仍保持抬升势头,超市和百货略有回落。

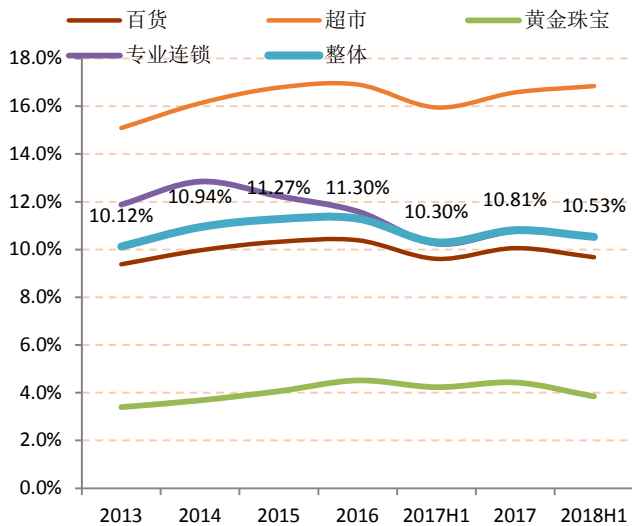
图 13: 重点零售企业收入增速情况



资料来源：公司年报、招商证券

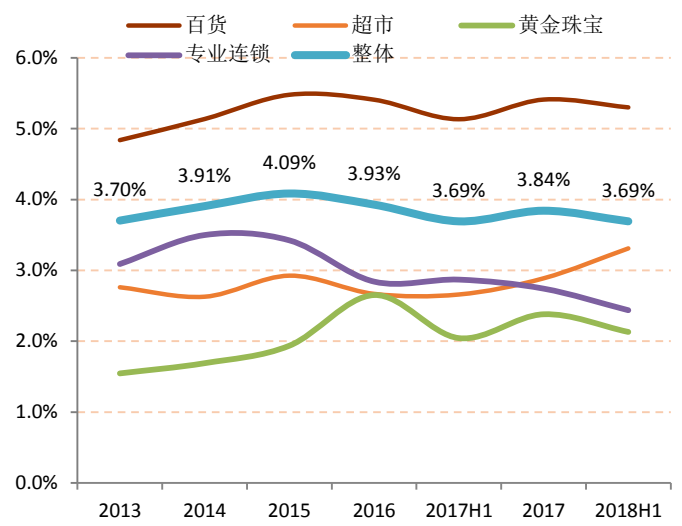
费用管控得当，销售和管理费用率均保持平稳。零售企业通过精细化管控，调整低效门店等形式有效的降低了销售和管理费用率。2018H1 全行业销售费用率保持平稳，达到 10.53% (yoy+0.23pct)，其中黄金珠宝下降至 3.85% (yoy-0.38pct)。全行业管理费用率同样保持在 3.69% 不变，其中专业连锁管理费用率均有所下降至 2.43% (yoy-0.43pct)，百货、超市和黄金珠宝略微提升。

图 14: 重点零售企业销售费用率情况



资料来源: 公司年报、招商证券

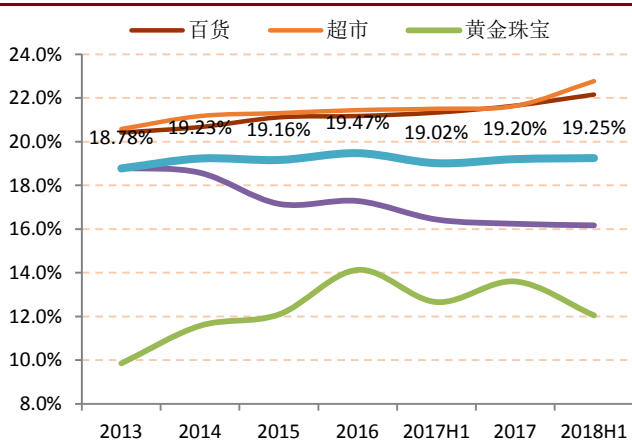
图 15: 重点零售企业管理费用率情况



资料来源: 公司年报、招商证券

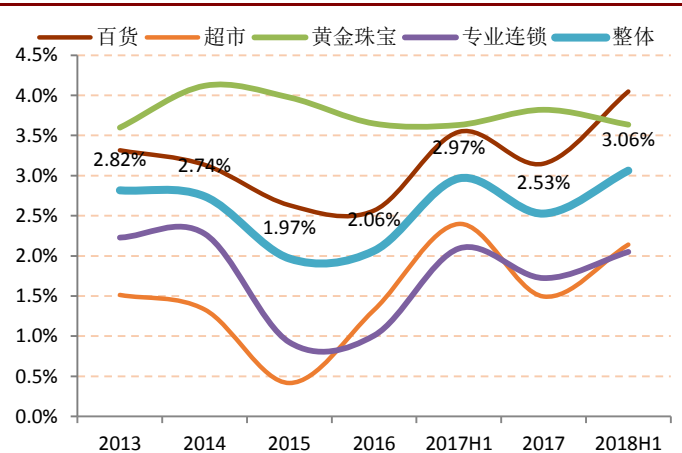
盈利情况略微改善。行业整体毛利率略有上升至 19.25% (yoy+0.23pct)，其中超市上升最为明显至 22.77% (yoy+1.26pct)，主要受人人乐、永辉超市毛利率上升带动。百货、超市毛利率同比分别提升 0.83pct 和 1.26pct。净利率有略微好转，2017 年行业净利率达 3.06% (+0.09pct)，继续维持上升态势，其中百货实现净利率 4.05% (yoy+0.9pct)，同比提升幅度最大。

图 16: 重点零售企业毛利率情况



资料来源: 公司年报、招商证券

图 17: 重点零售企业净利率情况



资料来源: 公司年报、招商证券

投资建议: 根据 7、8 月的跟踪来看，实体消费情况和零售企业的经营情况总体略逊于二季度，短期业绩承压，我们认为三季度重点继续布局分化行情下的百货以及超

市龙头，百货重点推荐重庆百货、天虹股份、王府井；超市重点推荐家家悦（处于变革前期，展店速度加快，以及合伙人机制将推升公司经营能力）、永辉超市（股价已经充分反映二季度悲观预期，当前估值处于底部，云创推进影响短期估值，但长期壁垒稳固，可长线布局），关注步步高、红旗连锁、中百集团。社区型超市处于优质赛道当中，前店后仓模式将提升门店坪效以及覆盖半径。当前市场对社区型超市关注度较高。

证券简称	股价	市值 (亿)	EPS		PE		PS	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019
永辉超市	7.67	734.05	0.23	0.31	33.35	24.74	1.00	0.82
家家悦	21.92	102.59	0.79	0.95	27.75	23.07	0.80	0.70
天虹股份	10.64	127.71	0.73	0.86	14.58	12.37	0.62	0.57
重庆百货	28.70	116.67	1.98	2.52	14.49	11.39	0.34	0.32
王府井	16.10	124.98	1.43	1.64	11.26	9.82	0.44	0.41

资料来源：Wind、招商证券

五、重点报告回顾

1.王府井—稳健成长，低估值迎来布局机会

门店数量保持稳定，营业收入增长主要由同店贡献。2018H1 公司没有新增门店，门店面积维持在 265.9 万平方米，同比增加 7.1%，即 17H2 开业的哈尔滨购物中心店，今年下半年预计开业长春奥莱、南昌购物中心两家门店，保持稳健拓张。公司收入增长主要来自同店增长，Q1/Q2 营收增速分别为 6.11%/-0.36%，二季度增速下滑主要受宏观消费环境影响，同店增速和收入增速大体一致，交易次数下降 4%，客流量实现 8% 以上的增长。分品类看化妆品维持 15% 的强劲增幅，男女装小幅增长，珠宝鞋帽小幅下降。分业态看百货购物中心/奥莱分别增长 1.18%/8.44%，主要靠奥莱业态拉动。分区域看东北（+14.78%，主要受新开哈尔滨店拉动）、西南（+7.77%）、西北（+3.47%）表现较好，华东、华南、华北增速有所下降。

受益财务费用减少和追溯调整，净利润大幅增加。公司综合毛利率提升。主营业务毛利率提升 0.53pct 至 21.24%，主要靠非主营业务拉动，主营业务百货购物中心/奥特莱斯毛利率下降-0.21%/-0.09%，华东/华北区域分别下降 2.77pct/1.34pct，其他区域毛利率有小幅增长。费用率基本稳定，H1 销售/管理费用率为 10.57%（-0.06pct）/3.48%（+0.13pct）。受益于大额长期存款到期和利息等财务支出减少，公司财务费用大幅减少，由去年同期 0.94 亿元变为今年-1.72 亿元，同时由于吸收合并王府井国际进行一次性追溯调整，去年同期净利润减少约 2 亿，因此 H1 净利润大幅增长 145.42%，Q1/Q2 分别增长 107.81%/237.41%。若扣除财务费用和追溯调整影响，初步测算核心主业 H1 净利润增速大约为 14%。

低估值百货龙头，受益行业回暖稳步扩张。公司 A 股中较少具有全国拓张能力的百货龙头，品牌效应强，受益公告端消费崛起。保持稳健成长，目前门店层次良好，逐步贡

献利润，子公司管理层激励有望改善企业活力提升运营效率。预计 18/19 年 EPS 为 1.45/1.62 元，对应 PE 为 11.3x/10.1x，估值具有吸引力，维持“强烈推荐-A”评级。

2. 重庆百货—主业强劲支撑，利润持续高增长

门店持续调整，主业保持稳健成长。公司持续进行门店调整，关闭低效门店，Q2 共关闭 3 家超市门店，总面积约 0.69 万平，门店面积较年初增长 0.1%，较去年同期增长 5.52%，主要为去年 H2 新开 3 家百货门店贡献。Q1/Q2 收入增速分别为 9.66%/3.38%，增速下降主要由于关闭门店和行业因素带来的同店增速下降，重庆地区消费需求相对旺盛，重庆百货同店增速明显好于行业。分业态来看，百货/超市/电器/汽贸收入分别提升 6.0%/0.7%/7.3%/16.3%。

毛利率稳步提升，主业强劲支撑利润。受益于精细化管理和供应链水平的加强，公司毛利率水平持续提升，综合毛利率达 18.44% (+0.64pct)，主要靠超市业态拉动，毛利率提升 2.2pct 至 22.11%，其他业态毛利率基本保持稳定。销售/管理费用分别为 9.74% (+0.08pct) / 3.26% (-0.35pct)，资产减值损失 1.24 亿 (yoy+25.9%)。Q1/Q2 净利润增速分别为 43.48%/68.86%，超市场预期。剔除投资收益影响，H1 主业利润增速达 32.3%。

消费金融增资落地，打开进一步发展空间。H1 马上消费金融实现收入 41.1 亿，净利润 3.66 亿，Q1/Q2 利润分别为 2.5 亿/1.16 亿，H1 由于注册资本金限制，规模保持稳定，费用率有所提升，加之行业层面的资金成本上升和税收因素，导致 Q2 利润环比 Q1 有所下降。但我们认为增资完成打开进一步成长空间，加之行业逐步出清，资金端&资产端都将逐步向规范化的头部企业集中，牌照优势+灵活机制+科技能力都将助力马上消费金融保持长期快速成长。

投资建议：行业回暖公司同店收入明显改善，主业构筑安全边际。马上消费金融作为持牌系龙头充分受益行业出清后的集中度提升，第三轮增资落地助力规模进一步增长，贡献业绩弹性。大股东拟引入两名战略投资者进行混改，给未来长期资源接入和效率提升提供想象空间。上调盈利预测，预计 18-19 年利润为 8.76 亿、12.01 亿，当前股价对应 2018 年 PE 仅为 13.3 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

3. 豫园股份—黄金饰品收入增速加快，利润稳健上涨

传统主业黄金珠宝向好，快乐时尚产业集群升级。在消费零售及黄金珠宝整体向好，公司上半年营业收入同比增长 7.67%，比去年同期提升 3.14pct，其中主业黄金饰品表现稳健，网点数达到 1974 家，较年初新增 21 家，收入同比增长 7.32%，比去年同期提升 3.27pct，新兴业务度假村收入同比增长 55.02%，同期上升 21.35pct，而餐饮收入同比降低了 9.02%。上半年，豫园通过餐饮品牌战略升级、商贸产品迭代进化、产业模式融合创新三个方面对产业集群进行升级。此外，豫园宣布收购苏州松鹤楼，这是公司在餐饮、文化商业领域的最新拓展，利于打造中华传统文化及品牌发展业务集群。

毛利率小幅上涨，转型升级带动费用小幅提升。豫园 2018 年上半年毛利率为 14.24%，较去年同期小幅上涨至 0.30pct，主要由于业态结构优化，高毛利的度假村等业务占比提升。费用方面，公司 H1 进行了一定幅度的转型升级，短期费用率略有提升，销售费用为 4.26% (+0.66pct)，管理费用为 5.51% (+0.64pct)。

复星线下城市地标业务 7 月完成结算登记，预计 Q3 开始并表贡献业绩。5 月 11 号复星注资获批，7 月完成结算登记，复星集团持股比例达到 68.25%，近七成的绝对控股权保证了公司治理的稳定性及灵活性，同时也标志着豫园股份将深度融入复星集团“健康，快乐，富足”生态圈的核心战略布局中。预计传统主业未来三年保持 15%左右利润增速，公司承诺 2018-2020 年线下城市地标相关资产贡献 70 亿利润，预计明年将会有比较集中的结转进而产生明显的业绩增长。

投资建议：公司黄金珠宝主业及时尚消费特色产业集群受益消费升级及中高端消费复苏。Q2 净利润增长 6.68%。蜂巢城市落地将显著贡献业绩。我们预计公司 2018/2019 年净利润同比分别增长 310%、40%，EPS 分别为 0.75 元、1.04 元，目前股价对应 2018/2019 年 PE 分别为 10 倍、7 倍。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，商贸零售首席分析师，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，产业人脉丰富。

宁浮洁，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

王凌霄，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。