

超市行业确定性较强，百货龙头价值被低估

2018 年 12 月 05 日

【投资要点】

- ◆ **建议关注确定性强的必选消费，如超市行业。**在宏观经济处于换挡时期，社零总额增速放缓的背景下，超市行业主要经营居民生活必选品，不易受到宏观因素的剧烈冲击，公司业绩确定性较强。2019 年，我们预计超市行业龙头公司将继续跑马圈地，通过自有门店扩或者外延并购的方式，加速规模效应的产生，而强大的规模效应是提高周转率的基石。而在毛利率和净利率上，我国超市与国外同业相比仍有提升空间，如何能够在新业态上走通管理模式，如何能够通过数字化信息化手段真正节本降费，将成为未来的看点。
- ◆ **建议关注百货业中价值被低估的龙头。**由于历史原因，我国百货业整体缺乏足够的商品运营管理经验，同质化严重，而百货公司在电商快速崛起，城市生态变化，消费者需求多元的背景下进行转型仍需负重前行。如何尽快转变传统思维，真正聆听到顾客的需求，加强商品和品牌经营组合能力，将会是百货业未来需要关注的重点。
- ◆ **建议关注高速成长的母婴行业和相关标的。**生育政策的逐渐放开，人均收入的提高，叠加家庭结构的改变和新消费新势力的崛起，我国母婴行业正以年复合增长率 15% 的速度蓬勃发展，预计到 2020 年整体规模有望超过 3 万亿。母婴行业相关公司也会伴随行业的高速成长而飞快成长起来。

【配置建议】

- ◆ **看好永辉超市 (601933):** 公司自有门店及并购门店数量有望进一步稳步增长，保证公司云超收入持续增长，生鲜供应链的打造有利于提升毛利率，云创版块暂缓扩张速度，积累经营经验，提升门店管理的精细化，从而有望带来业绩的向好。
- ◆ **看好家家悦 (603708):** 家家悦作为区域王者，11 月通过并购方式走出山东，走向全国，公司已在实践中积累了品牌整合经验，未来相似的脚步不会停歇，公司业绩有望维持较高增速。公司对供应链体系和自有品牌的持续打造，有望助力毛利率和营运效率的提高。
- ◆ **谨慎看好王府井 (600859):** 2019 年公司新项目以购物中心和奥莱为主，通过与当地政府、国外百货巨头、商业地产公司等进行战略合作，新开的将会更具特色和代表性，预计培育期也会进一步缩短。此外，公司与首旅集团的协同效应也将进一步增强，未来想象空间较大。
- ◆ **谨慎看好天虹股份 (002419):** 2019 年，公司将继续坚持“体验化”、“数字化”和“供应链”三大战略，门店数量上，增速有望加快。未来与腾讯合作带来的数字化提升将进一步提高公司运营效率和人效。
- ◆ **谨慎看好爱婴室 (603214):** 华东区域母婴连锁店龙头，随着门店的扩张，公司知名度和消费者的信赖度会不断提升，形成规模效应，从而进一步保证新旧门店营收的增长，公司未来会逐步加大自有品牌销售占比，提高与供应商的议价能力，从而持续提高盈利能力。

【风险提示】

- ◆ 线上线下融合不及预期；
- ◆ 宏观经济发展不及预期。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

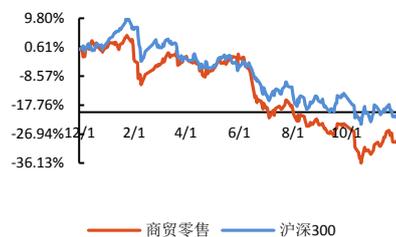
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 孙诗萌

电话: 021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《宝宝树在港上市，资本助力母婴行业腾飞》
2018. 11. 29
- 《跨境进口零售电商迎来政策利好》
2018. 11. 26
- 《双十一推动电商基础设施升级和行业进步》
2018. 11. 20
- 《“双十一”第十年，引领零售行业升级》
2018. 11. 13
- 《进博会圆满落幕，双十一继续增长强劲》
2018. 11. 12

正文目录

1. 社零总额增速放缓，但消费者信心较强.....	5
1.1. 最终消费对 GDP 贡献较高，社零总额增速放缓.....	5
1.2. 线上线下联动成为零售新常态.....	6
1.3. 行业跑输大盘，基金持仓占比略有下降.....	8
2. 关注点一：超市行业，必选消费确定性强.....	9
2.1. 行业增速放缓，但上市公司业绩表现较好.....	9
2.2. 重点个股——永辉超市.....	11
2.2.1. 永辉超市财务情况回顾.....	11
2.2.2. 永辉超市 2018 年足迹回顾与展望.....	12
2.3. 重点个股——家家悦.....	13
2.3.1. 家家悦财务情况回顾.....	13
2.3.2. 家家悦 2018 年足迹回顾和未来展望.....	15
3. 关注点二：百货行业，龙头处于被低估状态.....	15
3.1. 传统百货亟待转型，龙头公司业绩良好.....	15
3.2. 重点个股——王府井.....	17
3.2.1. 王府井财务情况回顾.....	17
3.2.2. 王府井 2018 年足迹回顾和未来展望.....	18
3.3. 重点个股——天虹股份.....	19
3.3.1. 天虹股份财务情况回顾.....	19
3.3.2. 天虹股份 2018 年足迹回顾和未来展望.....	20
4. 关注点三：母婴专业店，受益行业快速发展.....	21
4.1. 母婴行业整体规模有望超过 3 万亿.....	21
4.2. 重点个股——爱婴室.....	23
5. 子版块及重点关注公司盈利预测.....	25
6. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1：我国 GDP 累计同比.....	5
图表 2：GDP 增长贡献率占比.....	5
图表 3：居民人均可支配收入及增速.....	6
图表 4：社零总额及增速.....	6
图表 5：限上汽车商品零售额累计增速.....	6
图表 6：消费者信心指数.....	6
图表 7：网络零售额及增速.....	7
图表 8：网上商品零售额及社零占比.....	7
图表 9：历年双十一当天 GMV.....	7
图表 10：2018 年三季度 B2C 市场交易份额.....	7
图表 11：重点线下零售企业销售额增速.....	7
图表 12：连锁百强销售规模及增速.....	7
图表 13：商超新物种对比.....	8
图表 14：重点百货开展 O2O 情况.....	8

图表 15: 年初以来各版块涨跌幅.....	8
图表 16: 各版块 PE (TTM)	8
图表 17: 商贸版块年初以来指数涨跌幅.....	9
图表 18: 年初以来子版块涨跌.....	9
图表 19: 2018 年三季度基金持仓行业分布.....	9
图表 20: 批发零售业基金持仓情况.....	9
图表 21: 连锁超市商品销售额及增速.....	10
图表 22: 截至 10 月线下前十大快消零售商份额.....	10
图表 23: 超市行业上市公司营业收入及增速.....	10
图表 24: 超市行业上市公司归母净利润及增速.....	10
图表 25: 超市行业上市公司毛利率及净利率.....	10
图表 26: 超市行业上市公司三费情况.....	10
图表 27: 超市行业今年涨跌幅.....	11
图表 28: 超市行业市盈率.....	11
图表 29: 永辉超市云超门店数及增速.....	11
图表 30: 永辉超市云创门店数.....	11
图表 31: 永辉超市单季度营收及增速.....	12
图表 32: 永辉超市单季度归母净利润及增速.....	12
图表 33: 永辉超市单季度毛利率及净利率.....	12
图表 34: 永辉超市单季度三费情况.....	12
图表 35: 永辉超市 2018 年足迹回顾.....	13
图表 36: 家家悦门店数及增速.....	14
图表 37: 家家悦单季度营收及增速.....	14
图表 38: 家家悦单季度归母净利润及增速.....	14
图表 39: 家家悦单季度毛利率及净利率.....	14
图表 40: 家家悦单季度三费情况.....	14
图表 41: 连锁百货商品销售额及增速.....	15
图表 42: 购物中心发展指数.....	15
图表 43: 百货行业上市公司营业收入及增速.....	16
图表 44: 百货行业上市公司归母净利润及增速.....	16
图表 45: 百货行业上市公司毛利率及净利率.....	16
图表 46: 百货行业上市公司三费情况.....	16
图表 47: 百货行业重点公司三季度营收.....	16
图表 48: 百货行业重点公司三季度归母净利润.....	16
图表 49: 百货行业今年涨跌幅.....	17
图表 50: 百货行业市盈率.....	17
图表 51: 王府井门店数及增速.....	17
图表 52: 王府井单季度营收及增速.....	18
图表 53: 王府井单季度归母净利润及增速.....	18
图表 54: 王府井单季度毛利率及净利率.....	18
图表 55: 王府井单季度三费情况.....	18
图表 56: 王府井 2018 年足迹回顾.....	19
图表 57: 天虹股份百货/购物中心门店数及增速.....	19
图表 58: 天虹股份单季度营收及增速.....	20
图表 59: 天虹股份单季度归母净利润及增速.....	20
图表 60: 天虹股份单季度毛利率及净利率.....	20
图表 61: 天虹股份单季度三费情况.....	20
图表 62: 天虹股份 2018 年足迹回顾.....	21
图表 63: 母婴行业交易规模及占社零比例.....	22
图表 64: 预计 2020 年母婴行业规模.....	22
图表 65: 母婴行业投融资金额和数量.....	22
图表 66: 今年以来母婴行业重要投融资事件.....	22
图表 67: 预计 2018 年母婴各渠道市场份额.....	23

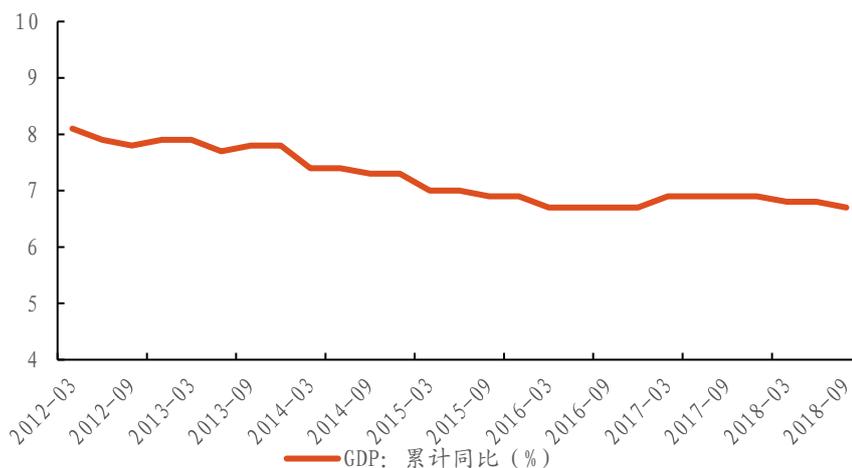
图表 68: 爱婴室门店数及增速.....	23
图表 69: 爱婴室营收及增速.....	24
图表 70: 爱婴室归母净利润及增速.....	24
图表 71: 爱婴室毛利率及净利率.....	24
图表 72: 爱婴室三费情况.....	24
图表 73: 子板块盈利预测.....	25
图表 74: 重点关注公司盈利预测 (截至 12 月 4 日)	25

1. 社零总额增速放缓，但消费者信心较强

1.1. 最终消费对 GDP 贡献较高，社零总额增速放缓

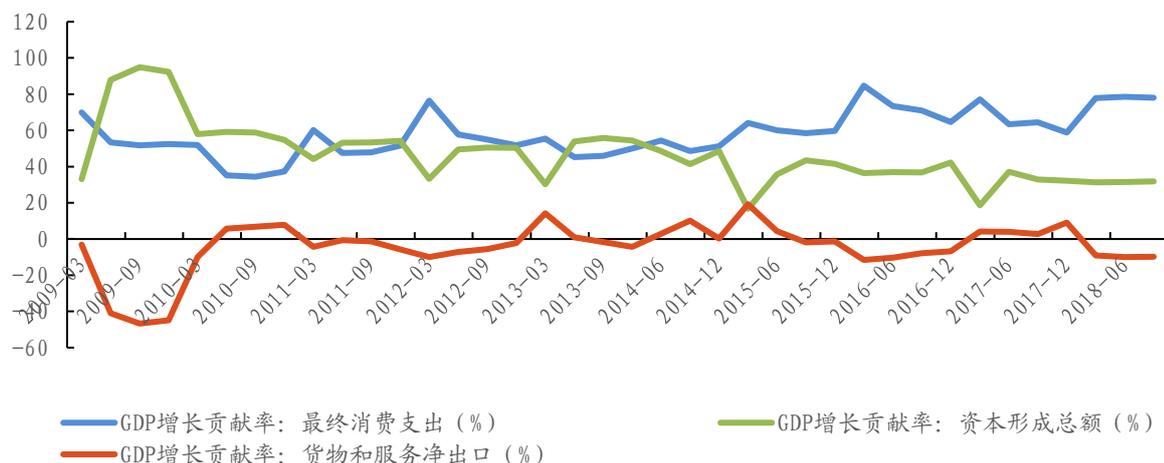
2018 年前三季度我国 GDP 达到 65.09 万亿元，累计同比增速 6.7%，自 2015 年降低到 7% 以下后，维持较为稳定换挡趋势。按支出法来看，2018 年前三季度最终消费支出对 GDP 增长的贡献率占比为 78%，自 2014 年以来，最终消费支出就成为拉动 GDP 增长最强劲的动力，且贡献率有上升趋势。

图表 1：我国 GDP 累计同比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：GDP 增长贡献率占比

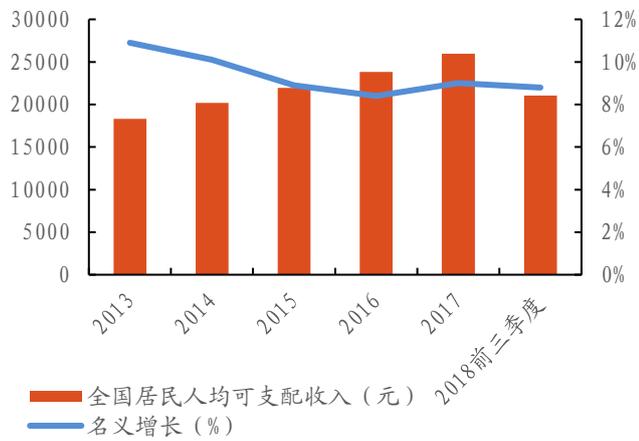


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

而从居民可支配收入来看，2017 年全年人均可支配收入近 26000 元，同比增长 9%，增速较为稳健。2017 年社零总额 36.63 万亿元，同比增长 10.21%，2018 年前 10 月社零总额增速降至 9.2%。社零总额增速下降一方面受汽车行业近期不景气的影响，限上单位汽车零售额占社零总额约 10-11%，而汽车销量由于原有基数较大，叠加贸易战和关税不确定预期影响，近期增速下行趋势加剧，10 月同比为负，拖累社零总额增速。另一方面社零总额仅包含实物类消费和餐

饮类服务，而随着居民生活水平的提高，对服务类消费的需求日益提升，可能挤占一部分实物消费。此外，一二线城市高企的房贷及房租压力，以及近期接连爆雷的 P2P 业务，也都会在一定程度上影响消费支出和热情。在此情况下，消费者信心指数近一季度呈下降趋势，尽管如此，相比于往年同期来看，消费者信心仍处于较强水平。

图表 3：居民人均可支配收入及增速



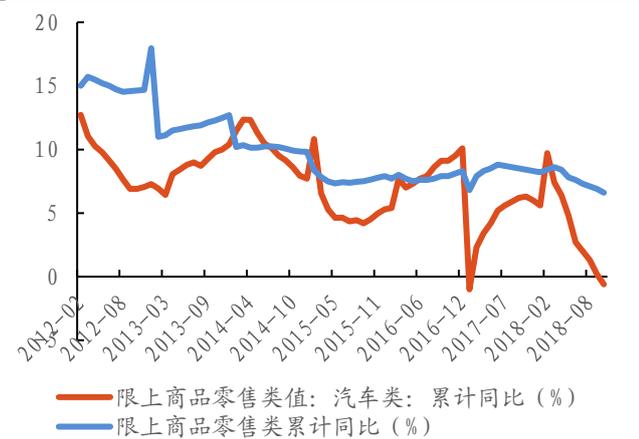
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4：社零总额及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5：限上汽车商品零售额累计增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6：消费者信心指数



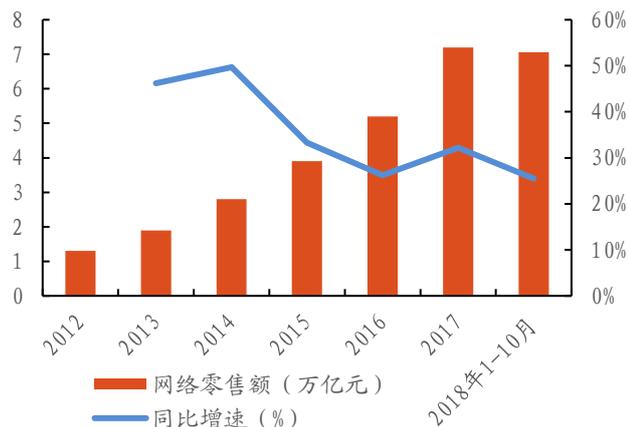
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 线上线下联动成为零售新常态

网上购物增速趋缓。我国的线上零售自 21 世纪初萌芽以来，经历了飞速发展的历程。2018 年 1-10 月网络零售额(包含商品和服务) 7.05 万亿元，同比增长 25.50%，虽略低于往年增速，但增长依旧较快。网络零售额中实物商品线上零售额 5.41 万亿元，同比增长 26.70%，占社零总额比重达到 17.5%。今年双十一当天，全网 GMV 超 3000 亿元，同比上升 23.76%，较往年增速也有所趋缓。

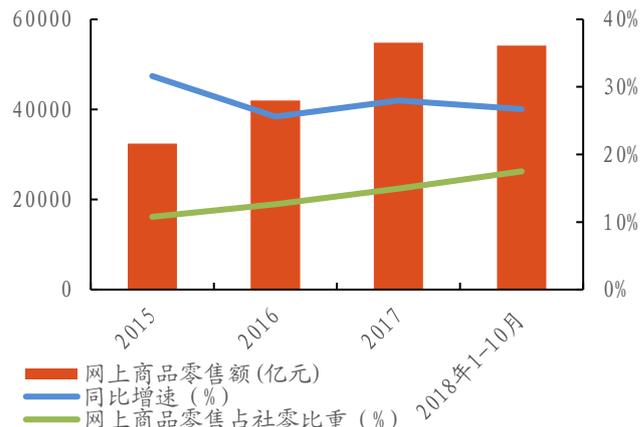
线上零售商呈现马太效应。B2C 网络零售占网络零售额的 50%以上，且头部平台优势稳固，前两大巨头占据 85%的市场份额。今年双十一，天猫 GMV 占全网 GMV 近 70%。

图表 7: 网络零售额及增速



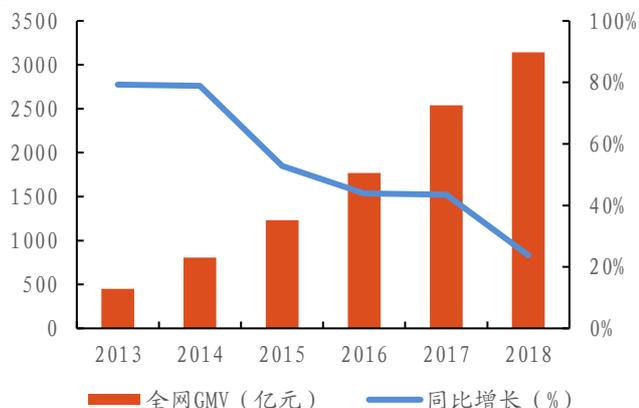
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 网上商品零售额及社零占比



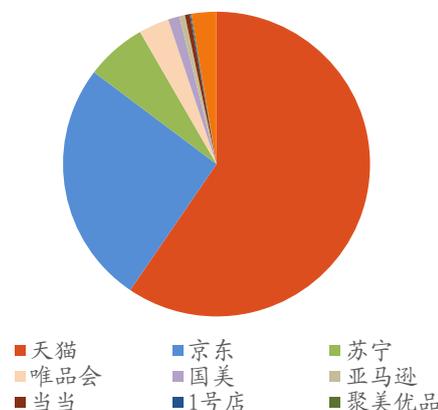
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 历年双十一当天 GMV



资料来源: 星图数据, 东方财富证券研究所

图表 10: 2018 年三季度 B2C 市场交易份额



资料来源: 易观, 东方财富证券研究所

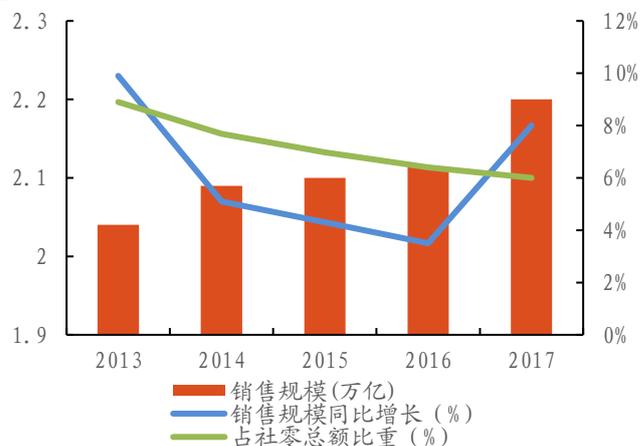
线下增速较小，集中度不高。受电商冲击，线下各业态增速放缓，在 2015-2016 年部分业态销售额甚至出现负增长。且相比于线上，线下零售商受限于地理位置和空间限制，呈现分散格局，2017 年实体连锁百强总销售规模 2.2 万亿，增速 8%，低于社零增速，且连锁百强占社零总额的比重也呈现逐渐下滑的趋势，到 2017 年仅占比 6%，产业集中度处于相对停滞状态。

图表 11: 重点线下零售企业销售额增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 连锁百强销售规模及增速



资料来源: CCFA, 东方财富证券研究所

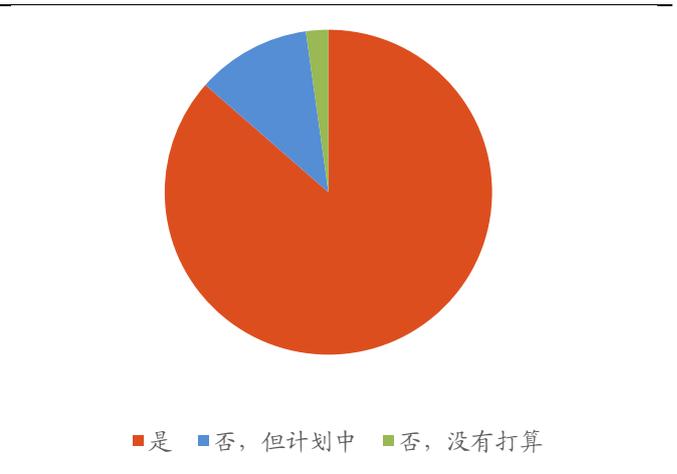
在新消费群体崛起，同时线上流量红利消退以及线下实体零售疲软的背景下，线上线下开始加速融合，商超行业首先推出“盒马”、“超级物种”等新零售标杆，并在今年加快了扩张迭代的进程，预计年底都能达到 100 家门店。百货、专业店等企业也纷纷试水，拥抱新技术、新业态。今年双十一，线上线下紧密联动也成为各大电商聚焦的重点，天猫是集结了 20 万家智慧门店，京东召集了 60 万家线下店，苏宁自己也有 1 万家线下店与线上进行营销、优惠的协同，首次参战的居然之家，超额完成此前定下的 100 亿“军令状”，获得 120 亿战果。在即将到来的新一年，除了在规模、客群上进一步扩大，在体验感、数字化上进一步升级以外，零售公司更需思考如何真正通过改造降低费用，提高效率，回归零售本质。

图表 13: 商超新物种对比

	超级物种	盒马	7Fresh
店数	60	89	4
城市	15 个城市: 福州 11、深圳 7、北京 7、上海 6、成都 6、厦门 4、南京 4、杭州 4、重庆 3、广州 2、宁波 2、扬州 1、佛山 1、莆田 1、宁德 1	16 个城市: 上海 21、北京 15、深圳 10、成都 8、杭州 5、广州 4、南京 4、西安 4、武汉 4、贵阳 3、苏州 3、宁波 2、昆山 2、福州 2、南通 1、海口 1	3 个城市: 北京 2、天津 1、廊坊 1
经营情况	超级物种的第一代标准成熟店坪效 6 万	1.5 年的成熟门店，单店日销售额超过 80 万元，单店坪效超过 5 万元，线上销售占比超过 60%。	总体已实现盈亏平衡，单店日均销售额近 70 万元，平均客单价约为 100 元，线上订单占比 40%。

资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 14: 重点百货开展 O2O 情况

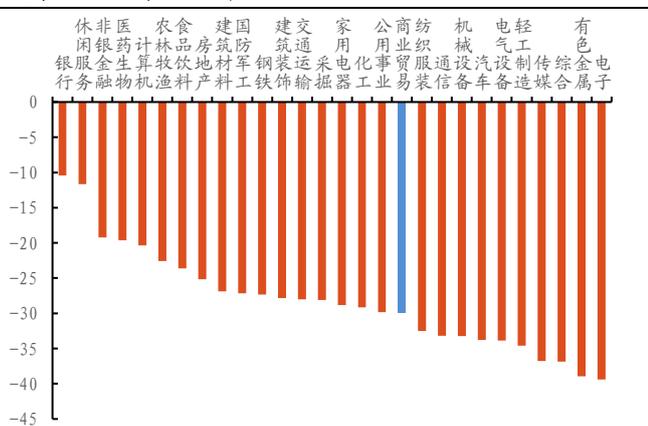


资料来源: 利丰研究中心, 东方财富证券研究所

1.3. 行业跑输大盘，基金持仓占比略有下降

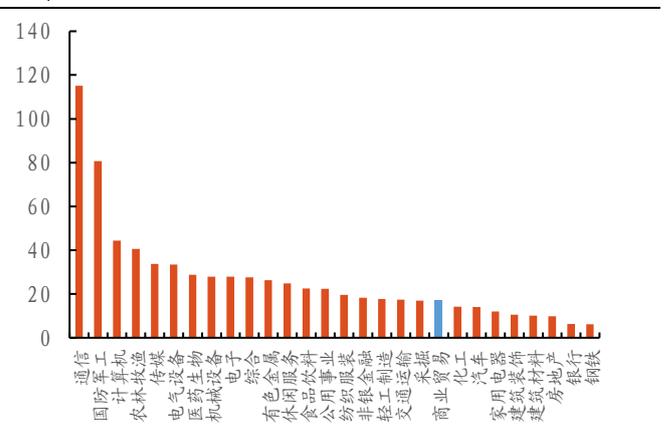
受大盘波动以及宏观经济增速趋缓的影响，自年初至 11 月底，商贸行业跌幅近 30%，跑输沪深 300。行业整体估值约 17 倍，与各版块相比 PE 较低。子版块中，专业市场跌幅居前，一般物业经营跌幅最小。基金持仓股票方面，批零行业股票一直维持在 3-4% 之间，今年持股比例相对于前几年略有下降。

图表 15: 年初以来各版块涨跌幅



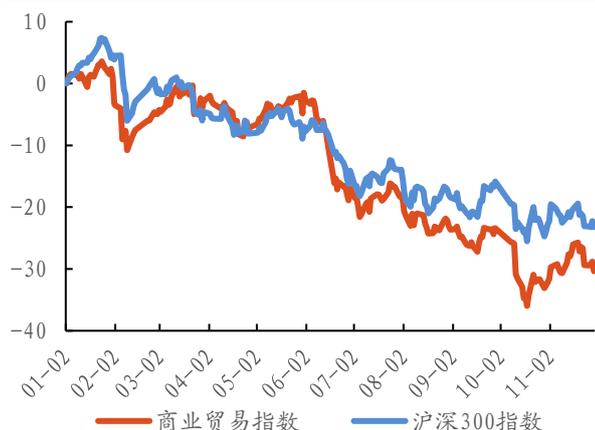
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 各版块 PE (TTM)



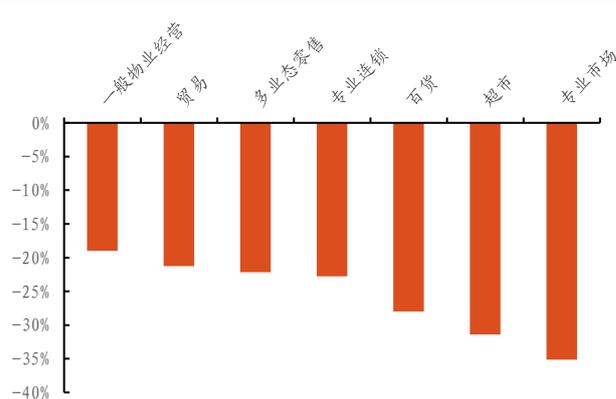
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 17: 商贸板块年初以来指数涨跌幅



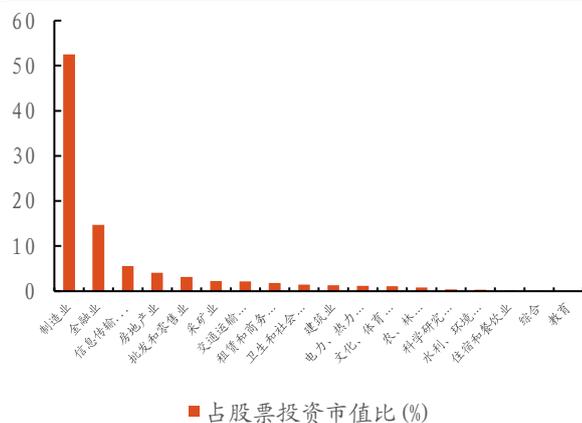
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 18: 年初以来子版块涨跌



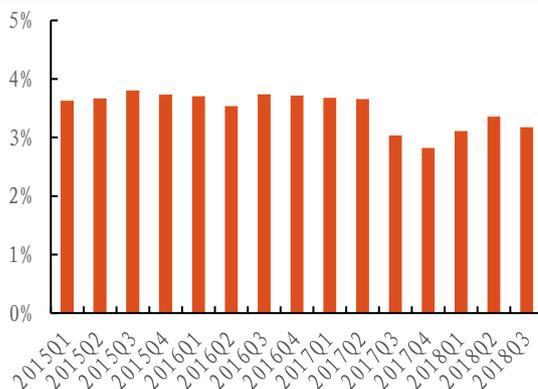
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 2018 年三季度基金持仓行业分布



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 批发零售业基金持仓情况



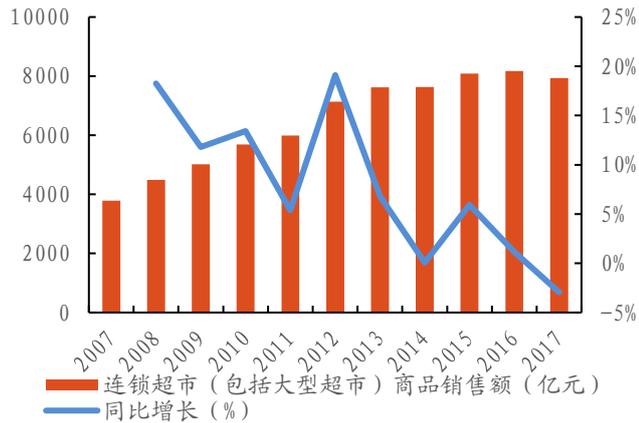
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2. 关注点一: 超市行业, 必选消费确定性强

2.1. 行业增速放缓, 但上市公司业绩表现较好

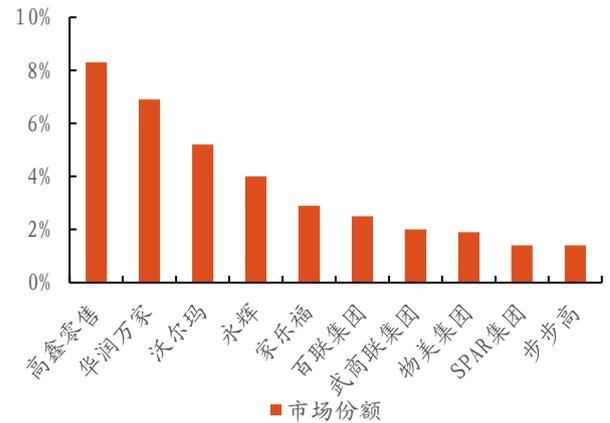
行业增速下滑, 品牌需要整合。我国超市自 20 世纪末开始兴起, 21 世纪初外资品牌受到消费者的广泛欢迎而快速扩张, 内资品牌受益于行业发展也在积蓄实力, 而自从电商开始蓬勃发展, 方便快捷的购物方式极大地冲击线下实体超市, 行业增速不断下滑, 超市行业面临洗牌压力。同时我国由于地域广博, 供应链体系较为复杂等原因, 超市品牌集中度不高, 全国性品牌较少, 根据凯度测算, 前十大线下零售商份额加总仅为 36.5%, 对比美国前三大超市品牌占据近 80% 的市场, 我国超市在行业整合方面还有较大进步空间。

图表 21: 连锁超市商品销售额及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 截至 10 月线下前十大快消零售商份额

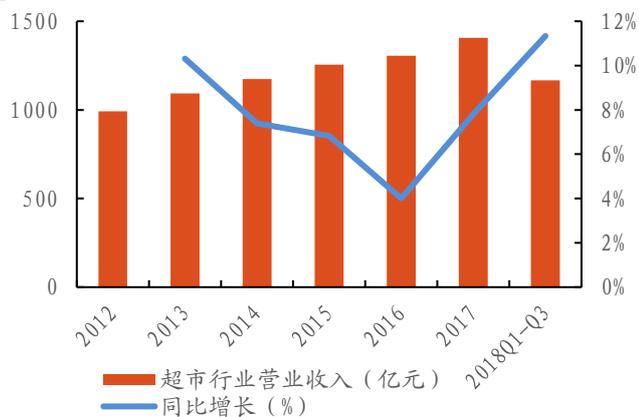


资料来源: 凯度, 东方财富证券研究所

上市公司营收增速加快, 利润增幅较高。2018 年前三季度, 超市行业总营收 1167 亿元, 同比增长 11.34%, 总归母净利 24.17 亿元, 同比增长 23.62%。各公司今年以来经过品类优化、进口商品引进等方式, 有效提高销售毛利率, 而受永辉管理和销售费用升高较多的影响, 行业三费费用率今年以来也有所上升。

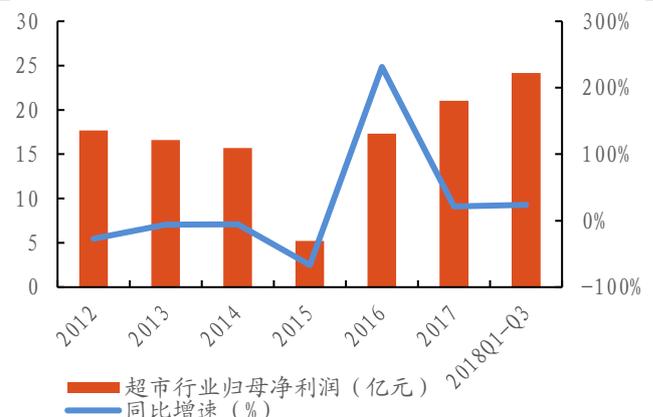
行情方面, 自年中以来, 超市行业显著跑输沪深 300, 相较于年初跌幅已超过 30%, 市盈率方面, 相较于过去三年, 今年超市行业 PE 有所下行, 当前行业 PE 不足 40。

图表 23: 超市行业上市公司营业收入及增速



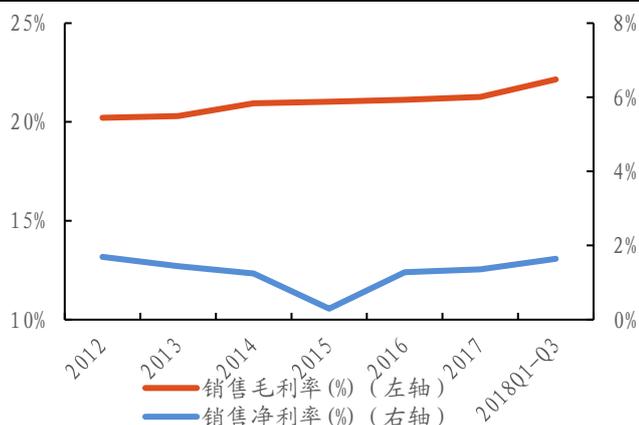
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 超市行业上市公司归母净利润及增速



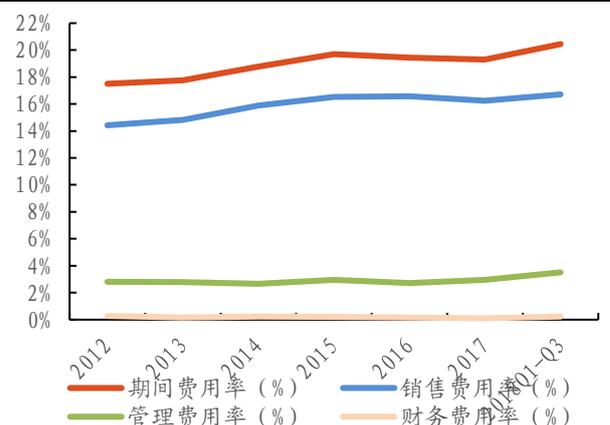
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 超市行业上市公司毛利率及净利率



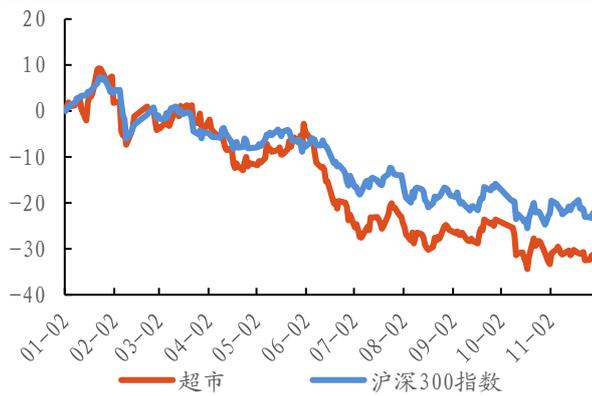
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 26: 超市行业上市公司三费情况



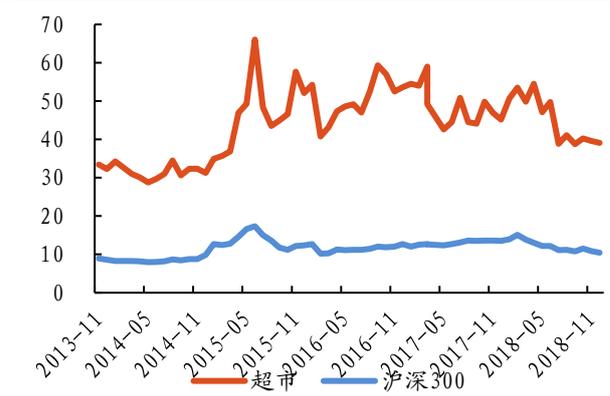
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 超市行业今年涨跌幅



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 超市行业市盈率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

超市行业主营必选消费品, 在未来宏观大环境不甚明朗的条件下, 超市公司业绩稳定性较强, 未来上市公司营收增速首先依托自有门店数量的持续增长, 以及整合区域品牌带来的规模扩大, O2O 模式的探索有望扩充线上销售业绩, 在商品品类组合上的升级也将带来客单价的提升。当然, 目前仍有很多难点有待攻克, 生鲜行业上游供应商过于分散、冷链运输的基础设施不完备、全链路食品安全难监管、创新业态需要较长培育期等, 均需要时间去探索和实践。

2.2. 重点个股——永辉超市

2.2.1. 永辉超市财务情况回顾

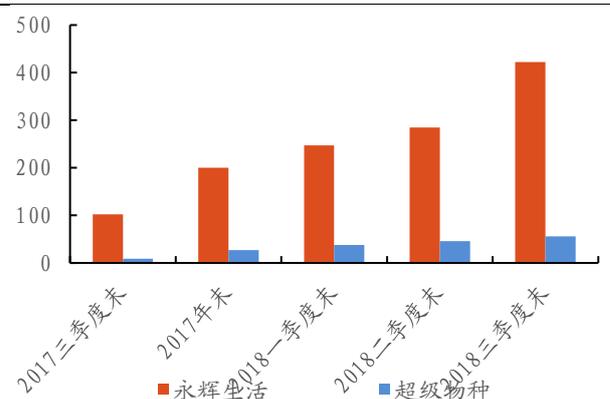
永辉超市 2018 年前三季度营收 526.92 亿, 同比增长 21.67%, 归母净利润 10.18 亿元, 同比减少 26.90%, 归母净利润下降的原因, 一是上半年计提股权激励, 使得管理费用大增, 二是由于开店及对外投资, 存款利息减少, 贷款利息增加使得财务费用升高, 三是创新业态处于培育期的亏损状态。截至 9 月末, 云超门店总数约 646 家, 相比于去年同期增加约 120 家门店, 同比增长 23%, 永辉生活达到 422 家门店, 同比增加 314%, 超级物种 56 家门店, 同比增长 522%。公司单三季度营收 182.95 亿元, 同比增长 22.04%, 受益于门店扩张和同店增长, 公司单季度营收增速呈上升趋势, 归母净利润 0.84 亿元, 同比减少 74.98%, 单三季度公司毛利率 20.72%, 相比去年同期提高 0.66 个百分点, 期间费用率 20.73%, 相比去年同期提高 3.20 个百分点。

图表 29: 永辉超市云超门店数及增速



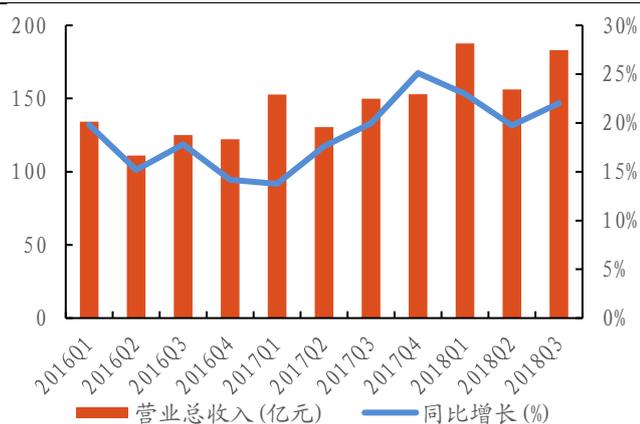
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 永辉超市云创门店数



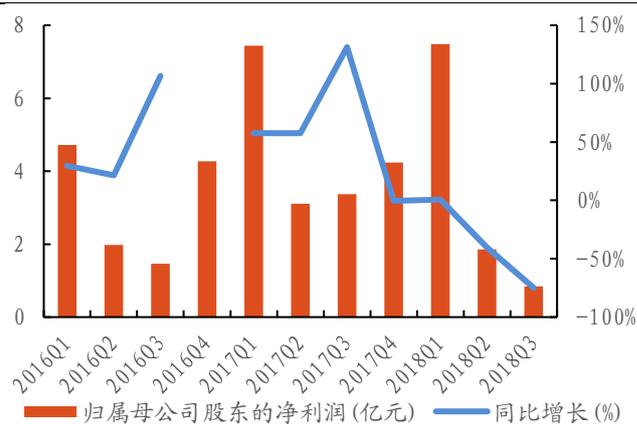
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 31: 永辉超市单季度营收及增速



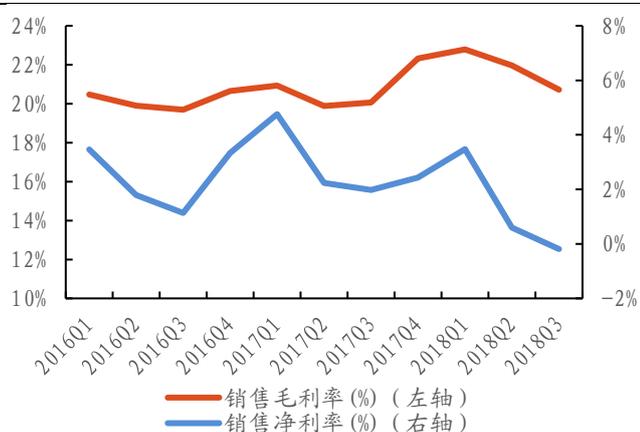
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 32: 永辉超市单季度归母净利润及增速



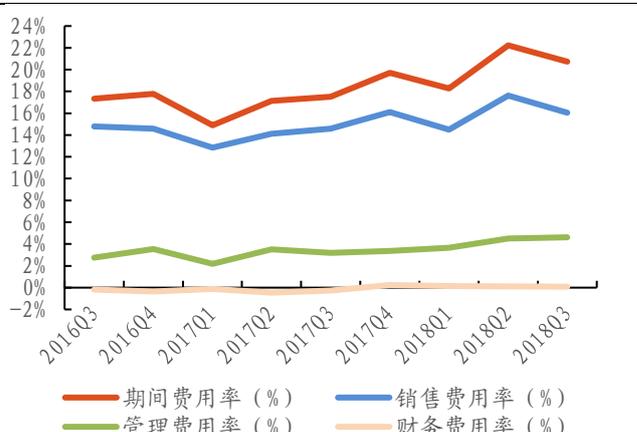
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 33: 永辉超市单季度毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 34: 永辉超市单季度三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2.2.2. 永辉超市 2018 年足迹回顾与展望

2018 年公司在坚持云超业务稳定发展的同时,在业态创新、生鲜供应链打造、数字化改造、组织架构调整等方面也有很大的进展。业态创新方面,公司除了加强对永辉生活、超级物种的培育和迭代以外,还与腾讯共同布局了到家业务新模式,即永辉生活卫星仓,前置仓模式可以提高 SKU 数,提升配送效率。而在“科技永辉”的打造上,公司年初与腾讯的紧密联合,2 月份与清华大学联合成立智能供应链管理研究院,8 月与科创企业地平线战略合作,在 AI、大数据、物联网等方面均有所布局,11 月上线区块链食品安全溯源系统,促进生鲜产业链的信息透明化。作为生鲜超市龙头,永辉持续进行供应链的打造,通过入股或引资的方式结成利益联盟,纵向打造垂直产业链,横向扩张物流体系与区域业务合作。

2019 年看点:公司自有门店及并购门店数量有望进一步稳步增长,保证公司云超收入持续增长,生鲜供应链的打造有利于提升毛利率,云创版块暂缓扩张速度,积累经营经验,提升门店管理的精细化,从而有望带来业绩的向好。

图表 35: 永辉超市 2018 年足迹回顾

时间	事件
01-03	公司受让红旗连锁 9% 的股份, 与红旗连锁、中民未来签署《战略合作框架协议》。三方将在新零售、社区增值服务、以及社区物流等方面进行深度合作。
01-23	公司与腾讯、家乐福达成股权投资意向书, 三方将协作共赢, 在供应链、科技应用和业务赋能等方面进一步展开合作。
02-09	腾讯受让公司 5% 的股份完成过户
03-23	公司为了打造生鲜供应链改革示范项目, 提升公司重点单品差异化竞争力、品类定制化能力和毛利空间, 入股国联水产。
06-14	公司入股湘村股份、闽威实业, 通过投资锁定形成产业协同
08-28	永辉云商全球水产养殖联盟达成战略合作, 双方将共同推广得到国际认证体系 BAP 认可的水产商品, 共建安全稳定的水产供应链。
09-04	永辉与腾讯首次向外界展示了其共同布局的到家业务新模式——永辉生活卫星仓
10-25	公司与百佳、腾讯宣布, 三方将组建新合营公司“百佳永辉”, 整合百佳和永辉在广东省的商超业务, 腾讯将为新公司提供“数字化工具箱”中的各项能力和技术。
11-05	上线区块链食品安全溯源系统, 为生鲜食品流转的各环节进行存证, 促进食品安全。
11-06	进博会期间, 与包括澳洲优质肉类供应商 KilcoyGlobalFoods、Cargill 在内的近十家合作伙伴现场签约采购意向合同, 继续扩大全球直采的供应链优势。
11-19	公司从战略管理角度出发, 决定将云超一、二集群进行合并管理
11-26	公司与高瓴舜盈、红杉彬盛、游达自然人股东拟对永辉投资有限公司进行增资, 继续发力彩食鲜业务

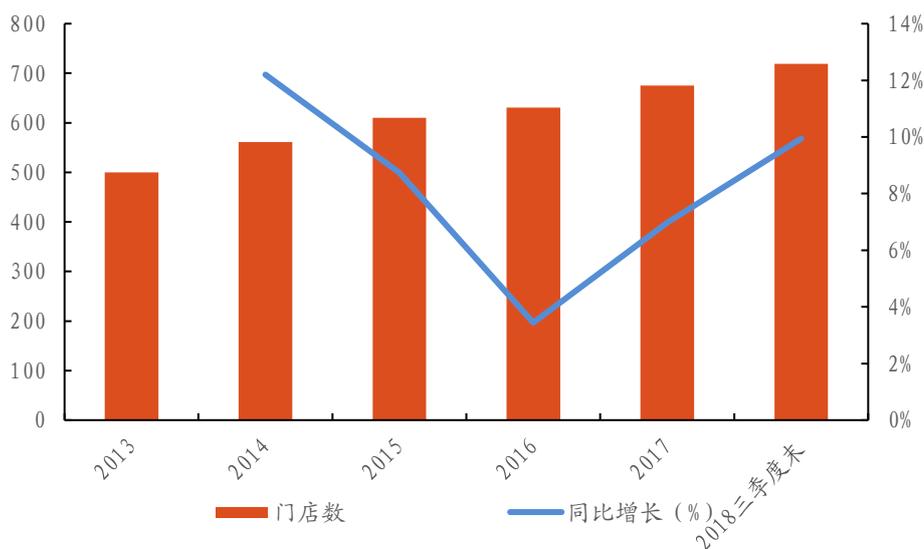
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2.3. 重点个股——家家悦

2.3.1. 家家悦财务情况回顾

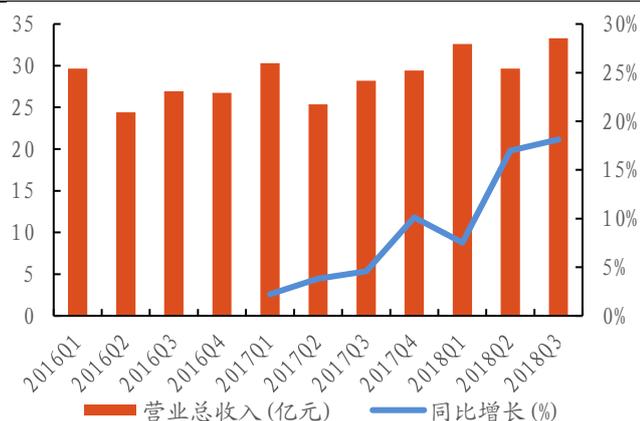
家家悦 2018 年前三季度营收 95.56 亿, 同比增长 13.95%, 其中同店增长 4.5%, 归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 34.03%。截至 9 月末, 门店总数 719 家, 相比于去年同期增加 65 家门店, 同比增长 10%。公司单三季度营收 33.29 亿元, 同比增长 18.13%, 受益于门店扩张和同店增长, 公司单季度营收增速呈上升趋势。2018 年单三季度公司归母净利润 1.07 亿元, 同比增长 31.25%, 归母净利润增速快于营收增速, 主要是由于生鲜、食品等品类毛利率的提升。单三季度公司毛利率 21.82%, 相比去年同期提高 0.86 个百分点, 期间费用率 17.39%, 相比去年同期小幅提高 0.61 个百分点。

图表 36: 家家悦门店数及增速



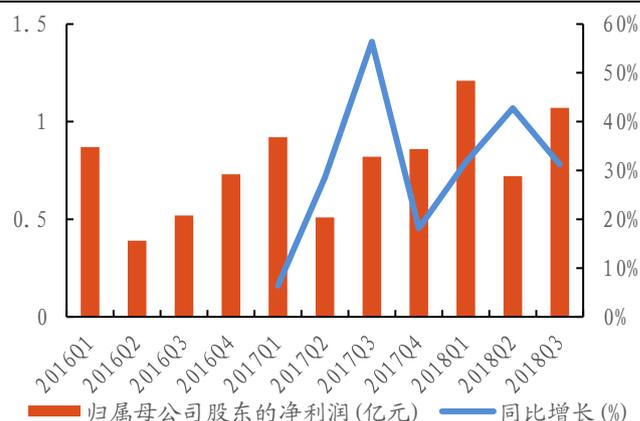
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 37: 家家悦单季度营收及增速



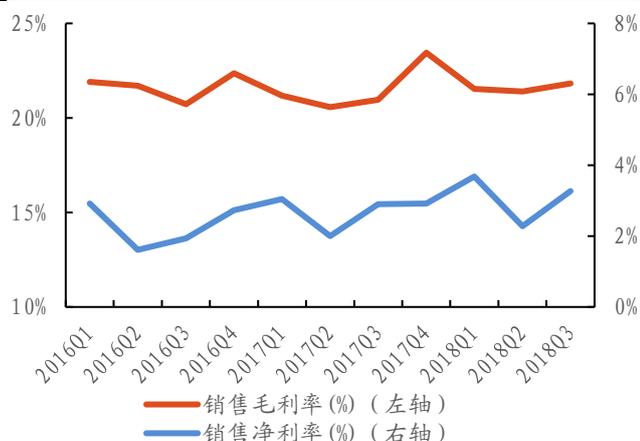
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 38: 家家悦单季度归母净利润及增速



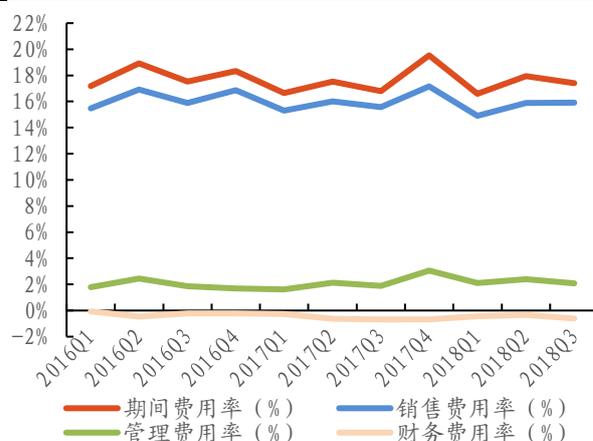
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 家家悦单季度毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 40: 家家悦单季度三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2.3.2. 家家悦 2018 年足迹回顾和未来展望

2018 年公司除了继续扩张线下门店，夯实区域龙头地位，还在新零售、供应链、区域合作等方面进行探索。年中，公司与第三方平台合作，试水到家业务，9 月初开设首家智慧无人超市，11 月初与其他六名股东合资设立上海世伴供应链有限公司，以资本为纽带共享供应链资源，开展联合采购、自有品牌开发等业务，26 日，决定通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥超市 67% 股权，走出山东，走向河北，迈出进军全国的第一步。

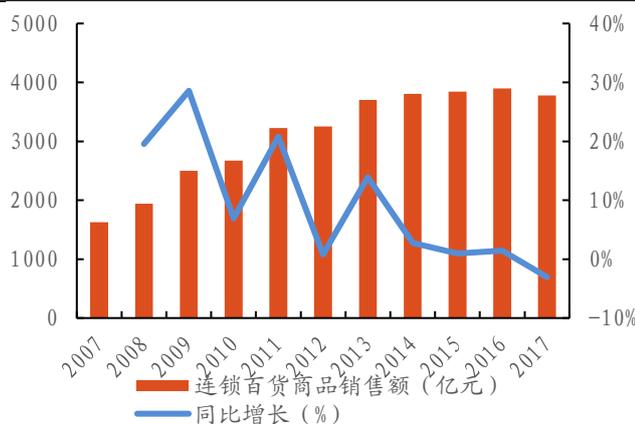
2019 年，在门店扩张方面，新开门店数计划超过 2018 年，胶东地区继续密集布局，山东西部地区重点部署，山东省外仍有继续通过资本的方式进行扩张的可能性，无论是自有门店的扩张还是通过资本方式整合，公司已具备良好的复制能力，营收有望继续稳步增长。公司对供应链体系和自有品牌的持续打造，有望助力毛利率和营运效率的提高，莱芜和烟台的物流中心明年投产将进一步支撑门店的高速扩张。

3. 关注点二：百货行业，龙头处于被低估状态

3.1. 传统百货亟待转型，龙头公司业绩良好

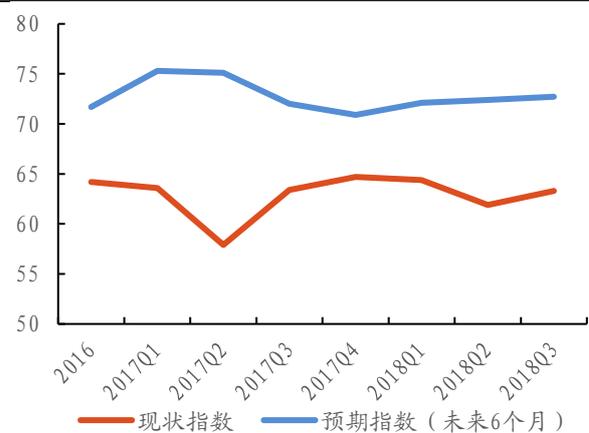
百货行业最近几年，随着电子商务大力冲击、反腐工作抑制高端消费、顾客需求的多元转变，叠加中国百货以联营为主的经营模式较为简单，同质化比较严重，销售额呈下降趋势，上述诸多痛点需要较长时间调整解决，许多企业不堪重负只能选择“止损”关闭，而另一些百货则通过转型奥莱、加码体验、增加自营等多种方式积极转型。相比于百货，购物中心业态体量更大，在布局、业态上面更有发挥空间。休闲和娱乐功能更强，餐饮比例更高，这些不仅有利于形成品牌差异化，而且能延长顾客在购物中心滞留时间。目前购物中心业态整体保持健康态势，三季度购物中心预期指数 72.7，高出荣枯线 22.7，显示业主对接下来的新年消费市场颇具信心。

图表 41：连锁百货商品销售额及增速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 42：购物中心发展指数



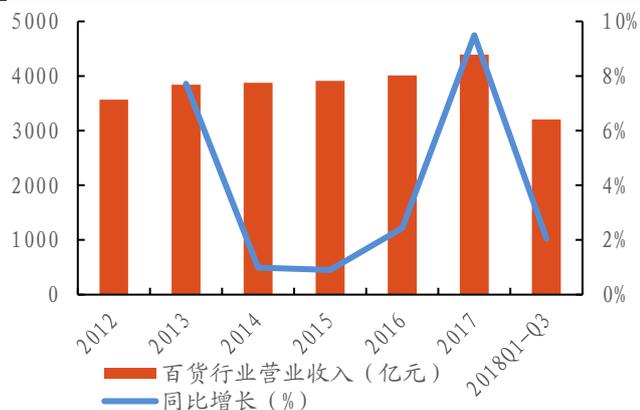
资料来源：CCFA，东方财富证券研究所

A 股百货行业上市公司大部分历史悠久，以同质化较高的百货业态为收入主要来源，尽管多数都在谋求转型，但鉴于业态改造和积累自营商品经营能力需要较长一段时间，2018 年百货行业营收、归母净利润仅保持了微增态势。毛利率有上升趋势，前三季度行业平均毛利率达到 23.61%，相比于去年同期上升

0.77%，三费则维持在 17.4%左右的水平，相比去年同期，微升 0.34%。A 股百货公司中王府井和天虹股份作为体量较大的龙头公司，在转型升级、数字化改造等方面步伐较快，业绩表现也较为亮眼。

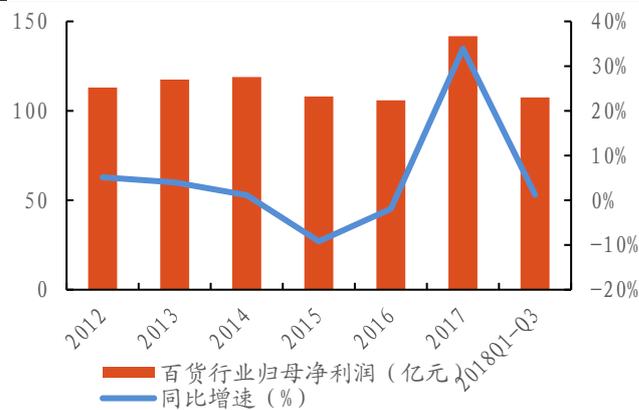
行情方面，自年中以来，百货行业显著跑输沪深 300，相较于年初跌幅已超过 30%，市盈率方面，今年百货行业 PE 大幅下行，已达五年以来的低点，目前仅为 14 左右。

图表 43: 百货行业上市公司营业收入及增速



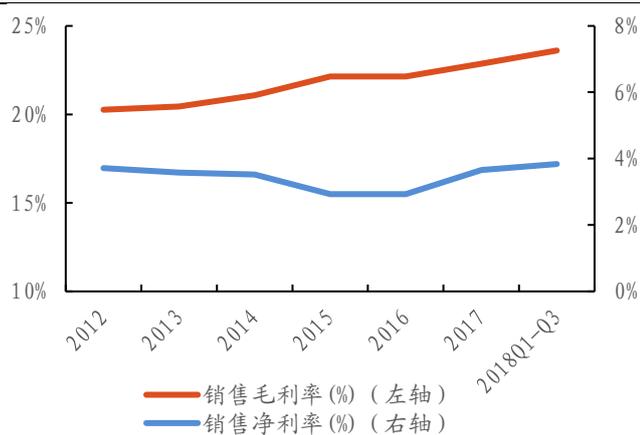
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 44: 百货行业上市公司归母净利润及增速



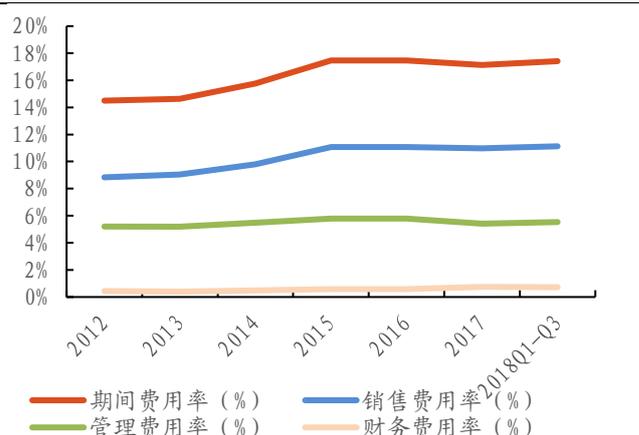
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 百货行业上市公司毛利率及净利率



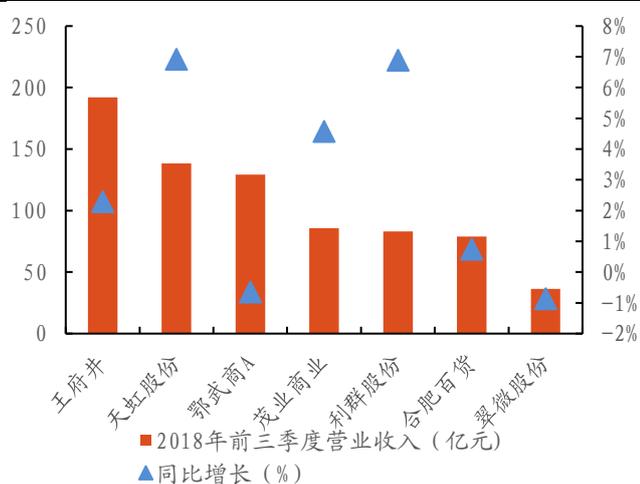
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 46: 百货行业上市公司三费情况



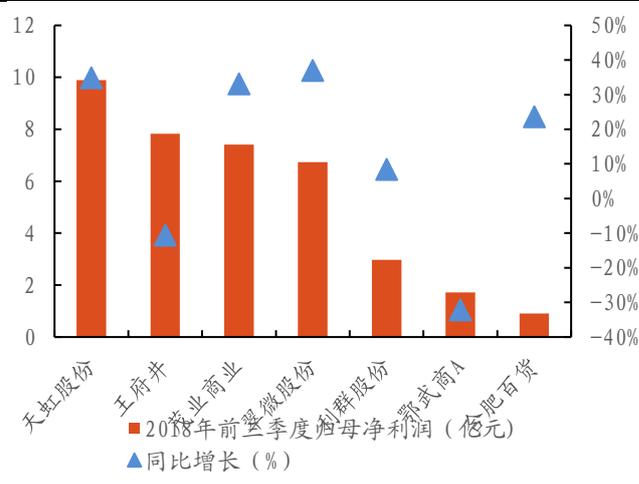
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 百货行业重点公司三季度营收



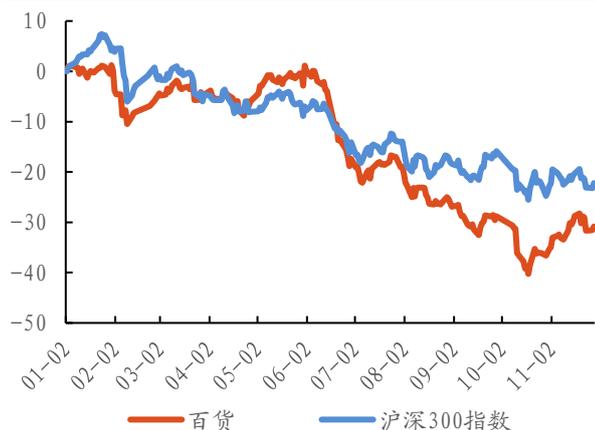
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 48: 百货行业重点公司三季度归母净利润



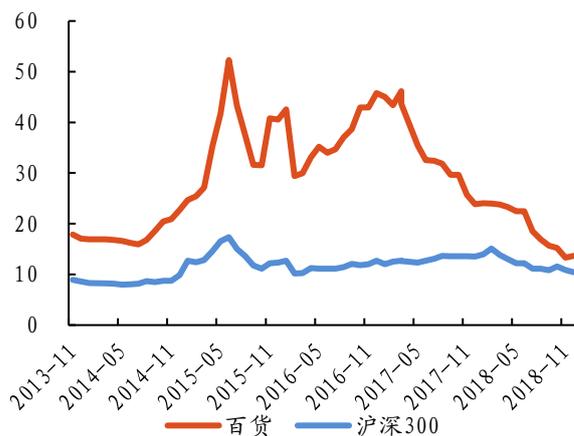
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 49: 百货行业今年涨跌幅



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 50: 百货行业市盈率



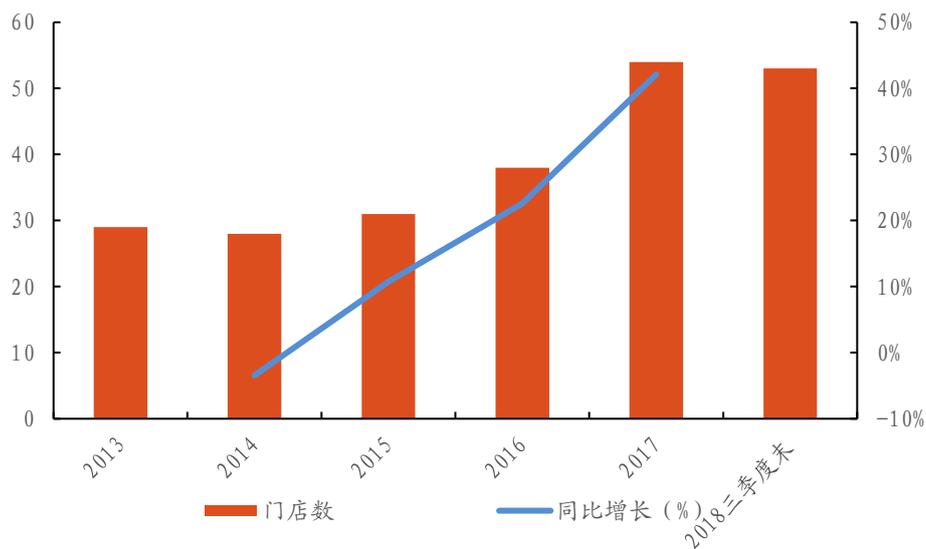
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.2. 重点个股——王府井

3.2.1. 王府井财务情况回顾

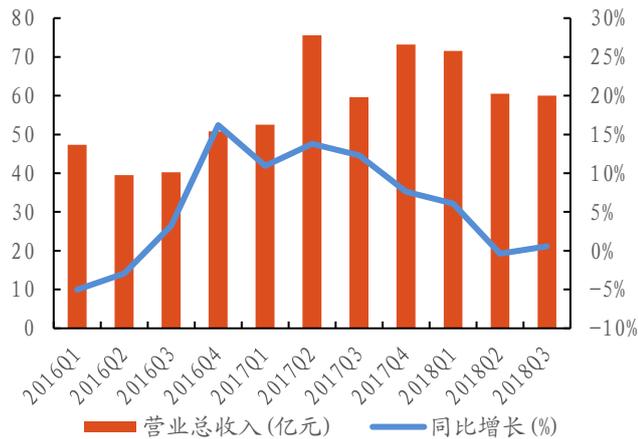
王府井 2018 年前三季度营收 191.98 亿, 同比增长 2.26%, 归母净利润 9.89 亿元, 同比增加 88.65%, 主要是由于吸收王府井国际后的追溯调整使得上年基数降低, 以及当期财务费用率的下降。第三季度关闭 1 家门店, 截至 9 月末, 公司共经营 53 家门店。公司单三季度营收 60 亿元, 同比增长 0.58%, 归母净利润 2.33 亿元, 同比增加 7.74%, 主要是毛利率相比于去年同期增加了 0.35 个百分点, 期间费用率 15.27%, 相比去年同期提高 0.13 个百分点。

图表 51: 王府井门店数及增速



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 52: 王府井单季度营收及增速



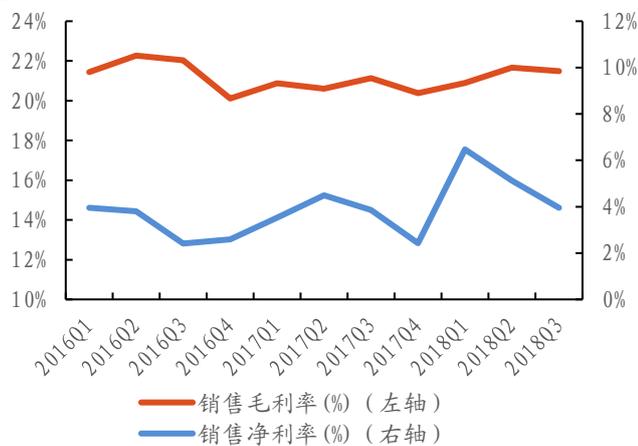
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 王府井单季度归母净利润及增速



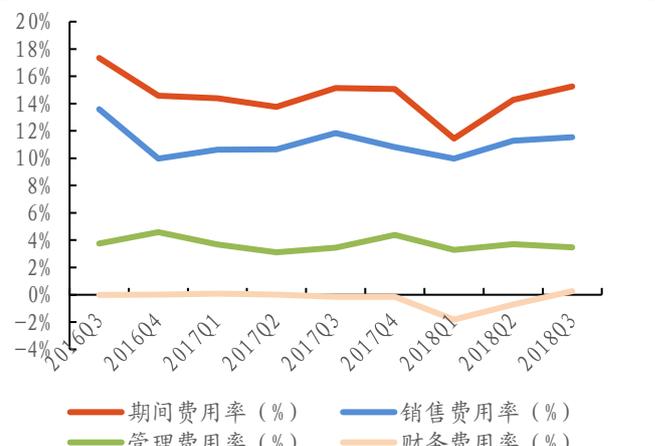
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 54: 王府井单季度毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 55: 王府井单季度三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.2.2. 王府井 2018 年足迹回顾和未来展望

年初, 公司完成重大资产重组, 北京市国资委将公司大股东王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团, 首旅集团是中国领先的综合型旅游服务企业, 划转之后王府井将与首旅集团旗下各类资源不断加深联动。门店方面, 公司今年签约筹备了多个项目, 同时加强全渠道建设, 促进线上线下有效融合。

2019 年, 保守公司新开门店 3 家, 新项目以购物中心和奥莱为主, 通过与当地政府、国外百货巨头、商业地产公司等进行战略合作, 新开的项目将会更具特色和代表性, 预计培育期也会进一步缩短。此外, 公司与首旅集团的协同效应也将进一步增强, 未来想象空间较大。与同行业可比公司相比, 王府井规模最大, 利润水平较高, 费控良好, PE 较低, 是被低估的优质龙头百货。

图表 56: 王府井 2018 年足迹回顾

时间	事件
01-30	公司控股股东王府井东安的国有资产被无偿划转给首旅集团
03-20	河南平原示范区出让 10 宗地块, 被河南王府井置业有限公司摘得, 用于王府井商业小镇项目, 奥莱项目计划于 2019 年 5 月建成开业
05-15	王府井集团与蓝光投资集团签署战略合作协议, 下一步双方会就拓展资源城市, 联合投资开发城市商业地产项目、运营等方面共谋发展
07-11	王府井集团与美国塔博曼集团拟打造混合式奥莱综合体
07-19	公司与南京新百达成战略合作意向, 将在零售业务等方面开展深度合作
7 月	公司与青海正悦商源投资有限责任公司签署租赁协议, 用于运营王府井购物中心, 预计 2019 年开业
08-02	王府井集团旗下自有品牌“王府井梦工厂”首登首旅集团线上平台——“首客首享”
08-14	王府井集团奥莱管理公司与山水文园投资集团签订战略合作协议, 王府井奥特莱斯将入驻山水主题小镇
8 月	公司与成都三利投资有限公司签署租赁协议, 用于运营王府井购物中心, 预计 2021 年开业
09-20	王府井与首航超市合资成立超市品牌后开出第一家店

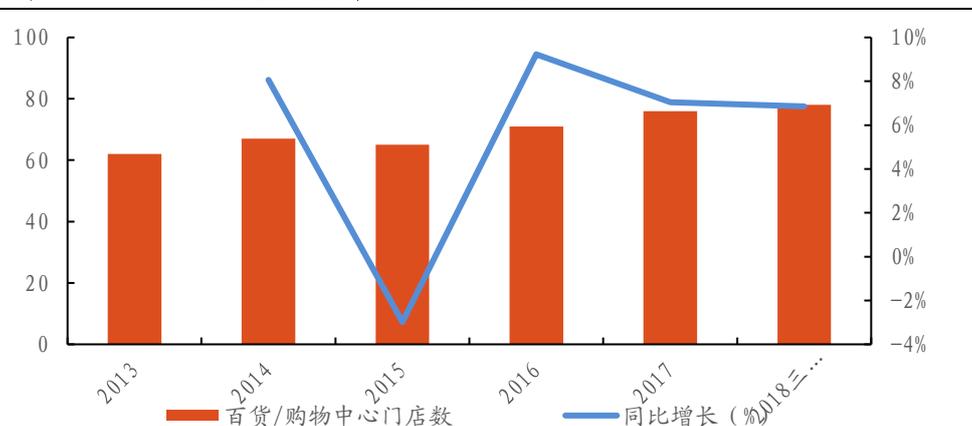
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

3.3. 重点个股——天虹股份

3.3.1. 天虹股份财务情况回顾

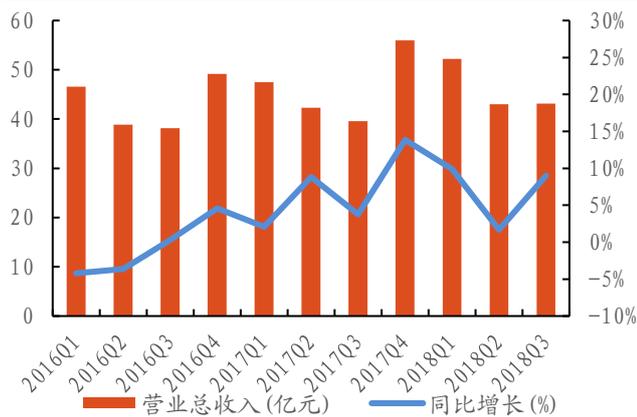
天虹股份 2018 年前三季度营收 138.34 亿, 同比增长 6.92%, 归母净利润 6.73 亿元, 同比增加 36.94%, 营收增长主要来自新开门店, 以及成熟门店的同店增长, 利润增长主要来自百货联营模式毛利率的增长。截至 9 月末, 公司共经营 78 家百货/购物中心门店, 相比去年同期增加 5 家门店。公司单三季度营收 43.11 亿元, 同比增长 8.97%, 归母净利 1.88 亿元, 同比增加 60.77%, 主要是由于毛利率相比于去年同期增加了 1.25 个百分点, 同时期间费用率下降 0.59 个百分点。

图表 57: 天虹股份百货/购物中心门店数及增速



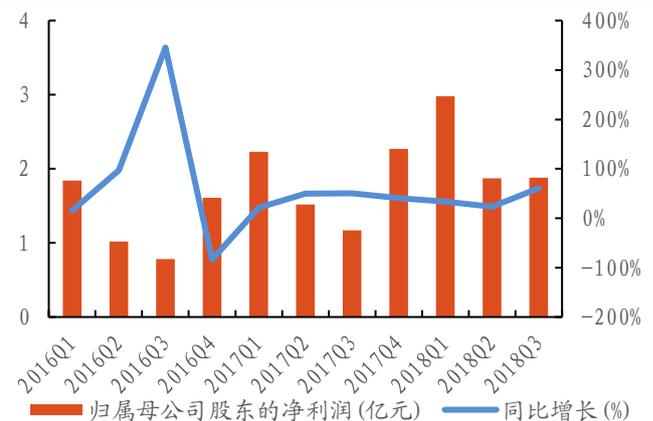
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 58: 天虹股份单季度营收及增速



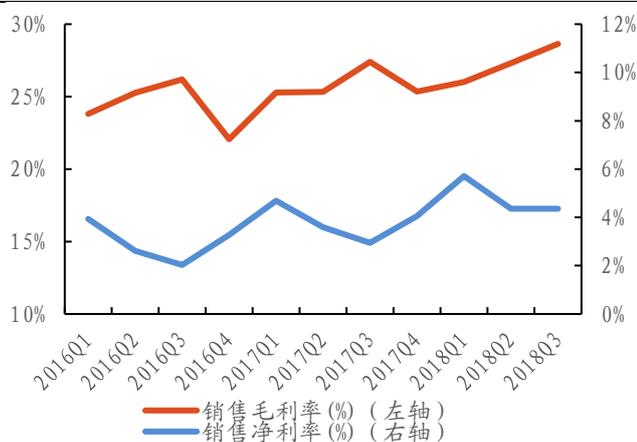
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 59: 天虹股份单季度归母净利润及增速



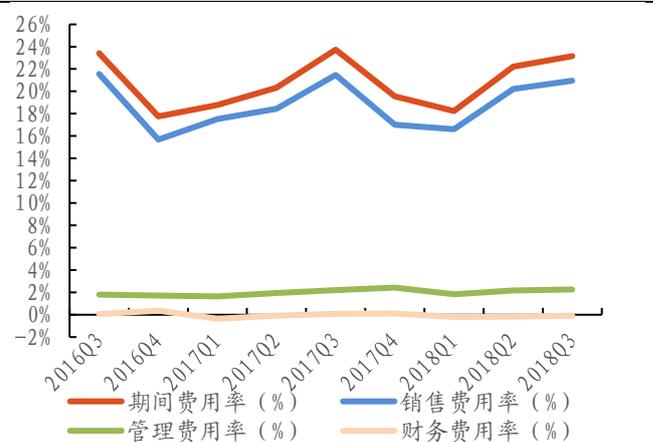
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 60: 天虹股份单季度毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 61: 天虹股份单季度三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.3.2. 天虹股份 2018 年足迹回顾和未来展望

2018 年, 公司坚持“体验化”、“数字化”和“供应链”三大战略。体验化方面, 公司 2018 年新开的四家门店中, 三家都为休闲体验服务比重较高的购物中心项目, 今年新签约的项目也都计划打造集购物、休闲、服务于一体的综合项目, 同时公司首个管理输出的购物中心项目开业, 凸显了公司专业的零售管理经验及购物中心运营经验。数字化方面, 公司与联通以及腾讯均达成战略合作, 建立智能零售实验室, 11 月份首个智慧零售标杆店开业, 数字化率高达 85%, 门店自助化率也达到了 50%。供应链方面, 2018 年上半年公司新增海外合作厂家 46 个, 上线“互联网+智慧供应链”采购平台, 提高效率和信息的透明化。

2019 年, 公司将继续坚持三大战略, 门店数量上, 过去几年公司平均每年新增 5 家门店, 而公司储备项目中 2019 年新开的项目保守预计有 8 家, 门店增速有望加快, 公司运营购物中心的经验逐渐成熟, 门店培育期也有望缩短。而未来与腾讯合作带来的数字化提升将进一步提高公司运营效率和人效。

图表 62: 天虹股份 2018 年足迹回顾

时间	事件
01-10	公司与江西上饶龙溪集团正式签约, 项目预计 2019 年下半年开业
01-18	与湖南金盘子置业有限公司签约, 购物中心项目预计 2019 年开业
02-03	宁乡天虹开业
02-04	余干天虹购物中心开业
02-09	公司与深圳联通达成战略合作, 双方将进一步提升信息化水平, 共同推动双方业务升级
03-16	公司与吴江财智置业发展有限公司正式签约, 将打造商业综合体
04-25	公司与腾讯签署了战略合作协议, 双方拟充分发挥在各自产业的优势, 重点围绕数字化、智慧零售等多个领域开展深入的合作
05-17	天虹超市推出“互联网+智慧供应链”采购平台, 助力供应商信息的透明化及入驻周期的缩短
07-05	公司与湖南聚美置业有限公司正式签约, 项目将打造大型城市综合体
07-05	公司与泰州东方中国医药城控股集团有限公司签约, 项目一期预计 2019 年开业。
07-13	公司与深圳市百业安家商业有限公司达成合作, 项目预计 2018 年底开业
07-23	公司与东莞市巨基房地产开发有限公司签约, 用于打造天虹购物中心
07-27	宜春天虹购物中心开业
07-28	公司和厦门特运集团有限公司签约, 项目预计 2019 年上半年开业
09-19	浏阳天虹购物中心开业
09-29	佛山招商置地 IPARK 购物中心开业, 这是天虹股份首个管理输出的购物中心项目
10-12	公司与深圳百姓市场管理有限责任公司达成合作, 租赁项目致力于打造“购物+休闲”的综合型业态
10-27	公司与赣州市旺达房地产开发有限公司签约, 项目用于建造购物中心, 预计 2019 年年中开业
11-07	公司与赣州容汇广场有限公司签约, 项目将成为当地体量最大的商业体
11-09	微信支付与天虹联手打造的首家智慧零售标杆店开业, 提供“到家”、扫码购、人脸支付等服务
11-20	公司与长沙方略投资发展有限公司签约, 致力于打造当地的商业标杆

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

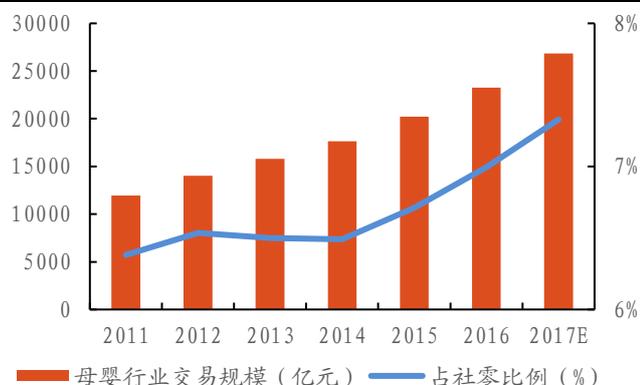
4. 关注点三: 母婴专业店, 受益行业快速发展

4.1. 母婴行业整体规模有望超过 3 万亿

从上世纪末开始各省份相继开放了“双独二孩”的试点, 到 2013 年 11 月正式启动“单独二孩”的政策, 再到 2016 年 1 月 1 日, 全面放开二孩政策, 一系列生育政策的调整使得之前积蓄下来的二孩生育意愿逐渐得到释放, 为维持生育率的稳定奠定了基础。而随着“4+2+1”家庭日益成为家庭结构的主流, 人们对新生儿的养育重视程度在逐步提升, 逐渐崛起的 80、90 后消费新势力对于个性化、高端化的母婴产品、服务有着更为强烈的需求, 与此同时科学育

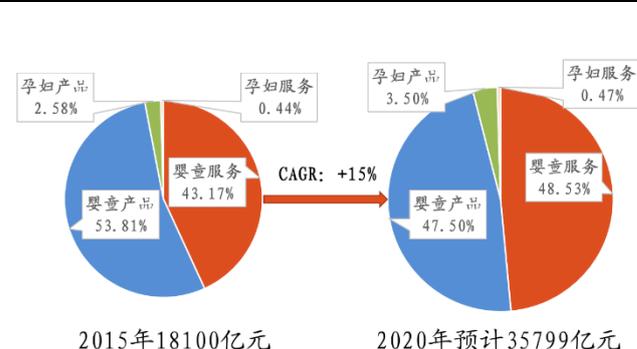
儿观念也逐渐向线城市和农村普及，一系列趋势推动母婴行业规模以年复合增长率约 15% 的速度扩张，到 2020 年将超过 35000 亿元。据彭博社报道，我国有望全面放开生育限制，母婴行业有望迎来新一轮机会点，今年以来也有较多资本入局。

图表 63: 母婴行业交易规模及占社零比例



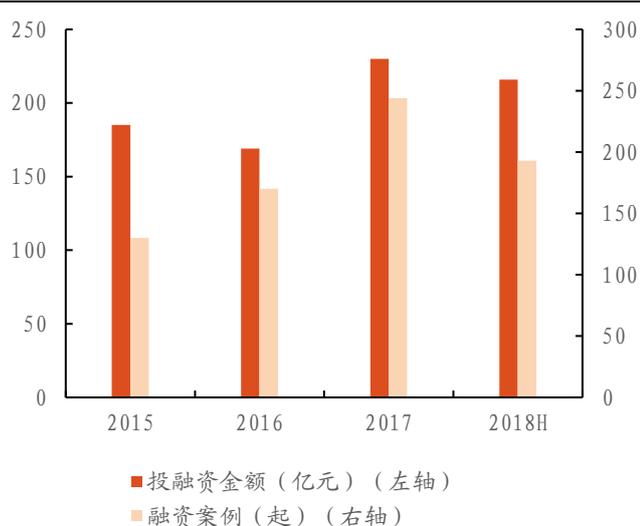
资料来源: 易观国际, 东方财富证券研究所

图表 64: 预计 2020 年母婴行业规模



资料来源: 罗兰贝格, 东方财富证券研究所

图表 65: 母婴行业投融资金额和数量



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

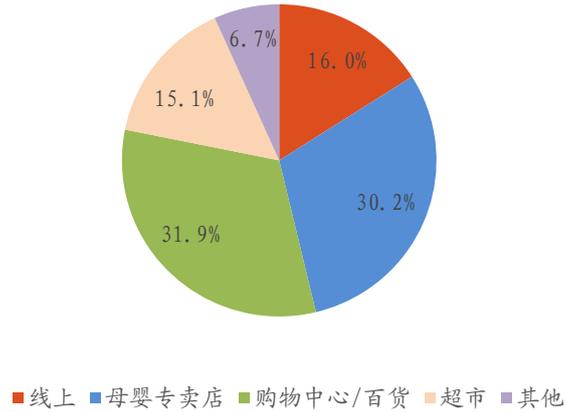
图表 66: 今年以来母婴行业重要投融资事件

时间	企业	领域	事件
03-30	爱婴室	连锁零售	上交所上市, 成为 A 股母婴第一股
06-04	宝宝树	母婴社区	与阿里达成资本战略合作, 阿里持股 10%
09-12	年糕妈妈	内容电商	完成过亿元 B+轮融资, 复星领投
10-29	亲宝宝	成长记录	完成数亿元人民币 C 轮融资, 好未来领投
11-05	乐友孕婴童	连锁零售	美国华平投资集团完成对其控股权收购
11-27	宝宝树	母婴社区	港交所上市, 成为母婴社区第一股

资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

尽管线上渠道在不断崛起, 母婴行业线下渠道特别是母婴专卖店依然占据较大市场份额, 对消费者而言, 母婴店拥有更为真实的视触体验、快捷的退换货政策和经验丰富的导购人员, 而对于品牌商而言, 其新客的获得与新品的推广也离不开线下母婴店渠道, 线下母婴店天然的展示功能会潜移默化地加深潜在客户的印象, 线下多元的营销手段 (免费试用、新生儿礼包等) 也更容易触达消费者。在新零售的背景下, 母婴店也在加强线上线下全渠道建设, 我们认为未来几年母婴专卖店行业规模将会维持高增速。

图表 67: 预计 2018 年母婴各渠道市场份额

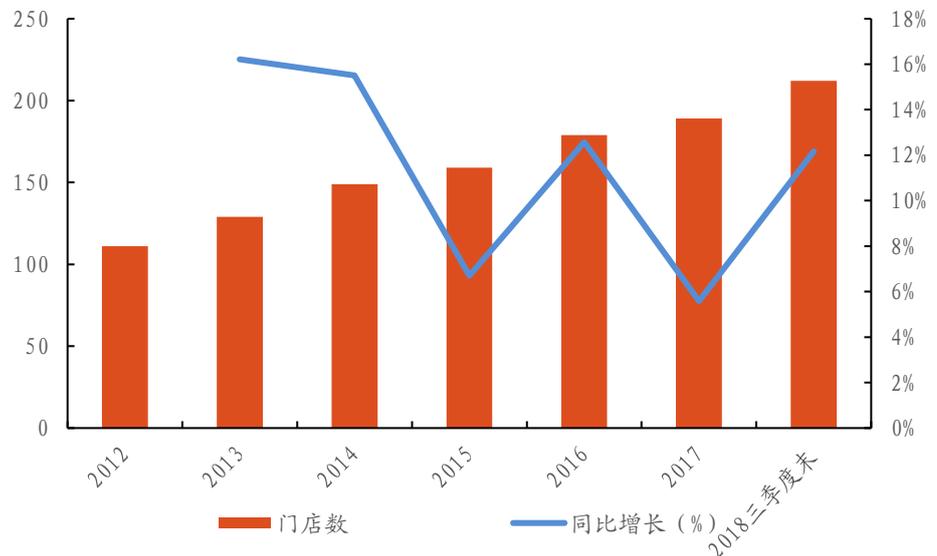


资料来源: 罗兰贝格, 尼尔森中国, 东方财富证券研究所

4.2. 重点个股——爱婴室

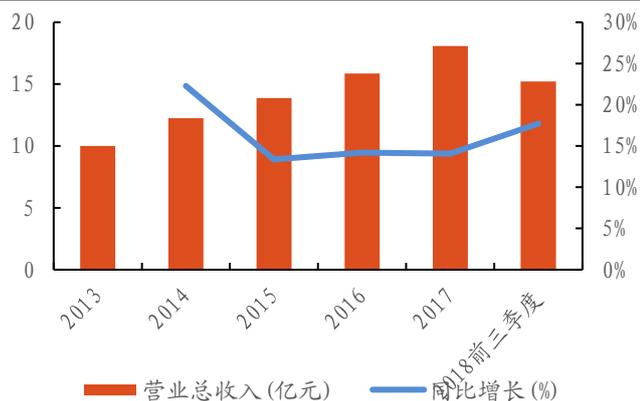
爱婴室 2018 年前三季度营收 15.21 亿, 同比增长 17.70%, 归母净利润 0.66 亿元, 同比增加 37.94%, 营收增长主要来自新开门店, 以及成熟门店的同店增长, 分类别来看, 公司报告期内着重车床类产品的经营, 电商平台专门开设“车床馆”, 车床类商品实现 84.12% 的营收增长, 奶粉类、食品类业绩增幅也为双位数, 而在毛利率上, 公司大力发展棉纺类的 OEM 自有品牌, 实现棉纺类产品毛利率大增 8.81%, 玩具、车床类毛利率增幅也居前。截至 9 月末公司共经营 212 家门店, 相比去年同期增加 23 家门店。

图表 68: 爱婴室门店数及增速



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 69: 爱婴室营收及增速



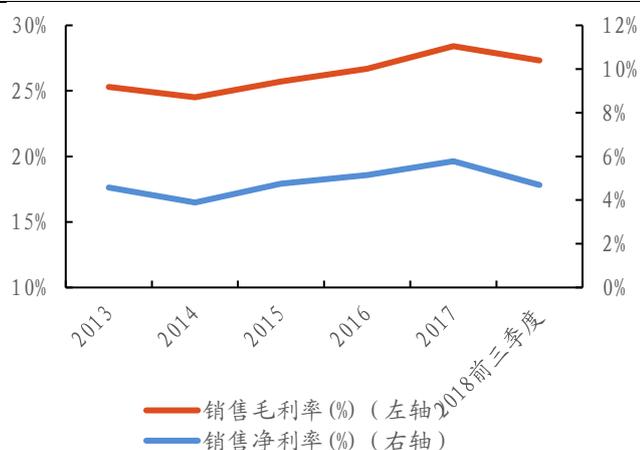
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 70: 爱婴室归母净利润及增速



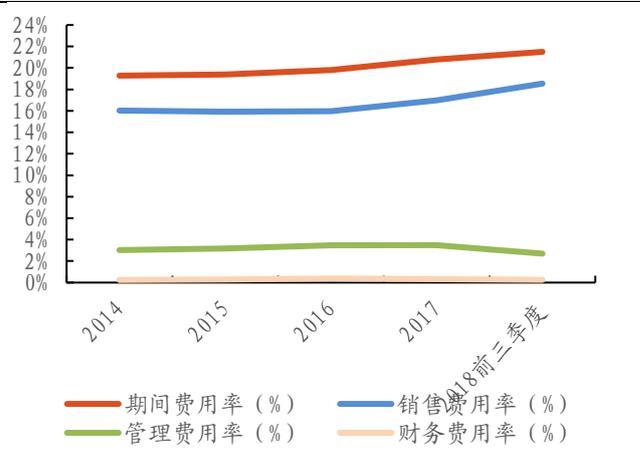
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 71: 爱婴室毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 72: 爱婴室三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

公司未来两年预计新开 90 家门店, 且目前街边店调整基本完成, 关店率会进一步下降, 随着门店的扩张, 公司在所在区域的知名度和消费者的信赖度会不断提升, 形成规模效应, 从而进一步保证新旧门店营收的增长, 公司未来会逐步加大自有品牌销售占比, 提高与供应商的议价能力, 从而持续提高盈利能力。

5. 子版块及重点关注公司盈利预测

图表 73: 子版块盈利预测

子版块	净利润增速		PE	
	2018	2019	2018	2019
超市	9.2%	17.8%	36.6	31.1
百货	19.3%	15.3%	14.5	12.2
连锁	88.8%	-24.6%	26.1	13.8
贸易	15.1%	9.0%	10.8	9.4
专业市场	24.1%	13.4%	10.4	8.4

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 74: 重点关注公司盈利预测 (截至 12 月 4 日)

股票代码	股票名称	总市值	净利润增速		PE		评级
			2018	2019	2018	2019	
601933.SH	永辉超市	705.3	-17.6%	45.9%	46.8	32.1	买入
603708.SH	家家悦	101.6	26.9%	20.8%	25.9	21.5	买入
600859.SH	王府井	115.4	27.9%	12.2%	10.0	8.9	增持
002419.SZ	天虹股份	140.0	27.4%	15.3%	15.2	13.1	增持
603214.SH	爱婴室	39.1	25.5%	25.5%	33.7	26.8	增持

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

线上线下融合不及预期;
宏观经济发展不及预期。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。