

行业负重前行 企业积极探索 展店或是2019年亮点

——2018年商贸零售行业投资策略

行业投资策略

陈文倩（分析师）

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

●零售行业承压 企业探索突破方向:

零售行业承压运行，整体增速受限。受收入增速下降、收入分配未明显改善、购房导致的居民杠杆率升高、有效供给不足等因素影响，消费增速或延续下行趋势，但减税等因素可能会抑制消费增速下滑幅度的条件下，零售市场整体增速受限。

随着电商冲击影响从高向低回落，互联网巨头积极拥抱传统零售企业，尝试用互联网技术为传统零售赋能，而传统零售企业在底部运行多年之后，传统零售企业积极探索互联网等新技术对传统零售的改进，部分区域龙头经过多年积累和积极探索，有望率先走出适合自身发展路径。

●认清零售行业的变化，适者生存:

早期商业零售核心一货。早期传统的商业零售运营讲究是“进、销、调、存”，整体管理流程核心其实是货，进货、销货、调货、存货。因为市场早期国内物资不够丰富，计划经济年代，供不应求的商业零售市场，消费者要按照计划（分到的粮票布票等）消费。可以想见的到当时进货一定是重中之重，其他环节可以说巧妇难为无米之炊，只有货进来，才有调、存、销后续运营空间。这个时期的零售人才进货环节八仙过海，各显神通，如何能够采购到货，并配送回来，因为运力也是受限的。在经济发展初期，不仅是零售行业，各行各业发展都处于一种捉襟见肘的窘态，供不应求的行业环境下消费者需求被严重抑制。

现代商业零售核心一人。现代商业零售市场，无论是新零售还是与之对应的传统零售，运营管理上讲究的已经从传统的“进、销、调、存”替换为“人、货、场”，仅从字面就能感受到现在零售运营更立体，货仅是零售运营中的一个环节，更重要的是对人的理解，以及对场的选择，这也意味着管理将更加复杂，企业规模的每次变化对管理人的要求和考验难度都将大大提升。互联网的诞生，电商兴起，到大数据广泛应用的工作生活的各个层面后，对人的定量定性分析，对非标商品的标品化推进，进一步促进线上线下融合。

●投资策略和推荐标的:

考虑2018年一季度零售行业表现超预期增长，随后社零增速持续回落，零售整体业绩增速承压，但社零消费总量仍是稳中向好。我们推荐关注积极探索的区域龙头，其通过自身积极扩张有望实现业绩持续增长。

●风险提示：宏观波动不确定性，消费信心波动，企业拓展不达预期。

重点推荐标的的业绩和评级

证券代码	股票名称	2018-12-12			EPS			PE			投资评级
		股价	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E			
002024.SZ	苏宁易购	10.73	0.45	0.71	0.26	23.84	15.11	41.27	强烈推荐		
002419.SZ	天虹股份	11.73	0.6	0.73	0.82	19.55	16.07	14.3	推荐		
603708.SH	家家悦	20.95	0.66	0.78	0.84	31.74	26.86	24.94	强烈推荐		

资料来源：新时代证券研究所

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

《一二线消费回归理性 低线城市消费升级进行中》2018-12-09

《消费升级水平区域分化明显 为零售企业市场下沉提供空间和方向》2018-12-02

《2018年“黑五”未受“双11”影响表现突出，政策或支持其快速发展》2018-11-25

《10月社零增速放缓 受节日促销影响消费趋向集中爆发》2018-11-18

《10月社零增速8.6%，中秋及电商购物节影响明显》2018-11-18

目 录

1、 零售行业承压 企业探索突破方向.....	4
2、 认清零售行业的变化，适者生存.....	5
2.1、 早期商业零售核心——货.....	5
2.2、 现代商业零售核心——人.....	6
2.3、 互联网即为实体零售提供助力，又为实体零售培养竞争者.....	7
2.4、 电商两个方向冲击实体零售.....	9
3、 认清零售行业发生的变化，适者生存.....	10
3.1、 最终消费对经济贡献处于高位.....	10
3.2、 2018 年社零增速有所回落 消费市场整体平稳.....	12
4、 零售寻找增长点—布局低线城市消费，关注消费升级.....	13
4.1.1、 截止 2018 年三季度农村人均消费支出实际增长远高于城镇.....	13
4.1.2、 消费升级—关注服务消费占比提升.....	14
4.1.3、 消费升级—居民消费质量提升.....	15
5、 投资策略和推荐标的.....	17
5.1、 家家悦——山东生鲜超市龙头，以胶东为模板开启跨省扩张模式.....	18
5.2、 山东市场容量巨大，资源禀赋优异.....	19
5.3、 山东消费潜力与市场可拓空间兼具.....	20
5.4、 加速省内扩展，开启省外扩张.....	21
6、 苏宁易购——挖掘县镇潜力，零售云布局低线城市智慧零售端口.....	22
6.1、 “零售云”低线城市智慧零售端口，2018 年加速布局.....	22
6.2、 低线城市存量增量兼具 零售云诞生恰逢其时：.....	22
6.3、 低线城市实体渠道仍是主力 线上线下增长前景广阔.....	23
6.4、 零售云加盟模式解决县镇经销商痛点：.....	23
6.5、 苏宁实体渠道精细维护，线上线下良性互动。.....	24
7、 天虹股份——百货中积极展店的优质区域龙头.....	25
7.1、 天虹股份业态结构调整 平台型百货和购物中心表现亮眼.....	25
7.2、 优化业态结构调整显效，数字化探索降本增效.....	25

图表目录

图 1: 中国居民杠杆率与人均消费支出增速 (%).....	4
图 2: 和美国相比，中国房地产市值占 GDP 比重较高，而股市市值比重较低.....	4
图 3: 中国一线城市房地产市值占 GDP 比重较高.....	5
图 4: 10 月社零总额增速 8.6%，同比增速较上月回落 0.6%.....	5
图 5: 计划经济凭票消费.....	5
图 6: 现代零售围绕“人”的分析.....	6
图 7: 现代零售围绕“货”设计.....	6
图 8: 现代零售围绕“场”的构建.....	7
图 9: 人均快递件数.....	7
图 10: 人均网上零售额.....	7
图 11: 线上消费占比持续抬升.....	8
图 12: 零售百强企业中实体企业销售增速 (%).....	8
图 13: 2018 年天猫双十一成交额 2135 亿元.....	8
图 14: 2018 年天猫双十一全球化购物狂欢节.....	9

图 15:	2013-2018 年全国居民消费升级综合指数走势图	10
图 16:	“三驾马车”对 GDP 的贡献, 最终消费居首位	11
图 17:	最终消费支出结构 (%)	11
图 18:	1985-2017 年城镇居民人均消费升级 (元)	11
图 19:	社零总额基数不断抬高, 增速持续回落	12
图 20:	社零当月同比持续回落, 社零实际当月同比回落明显	12
图 21:	2018 年前三季度居民人均可支配收入平均数增长 8.8%	13
图 22:	2018 年前三季度居民人均消费支出及构成	13
图 23:	人均 GDP 持续增长	14
图 24:	GDP 中居民消费率 (%) 有回落	14
图 25:	居民人均消费支出基数持续抬升, 同比有回落	14
图 26:	消费信心指数居高位有所回落	14
图 27:	服务业在 GDP 中占比	15
图 28:	服务型消费支出占比	15
图 29:	网上零售服务类消费占比	15
图 30:	网上零售实物类消费占比	15
图 31:	城镇居民人均消费支出结构 (%)	15
图 32:	农村居民人均消费支出结构 (%)	16
图 33:	人均社零总额逐年抬升	16
图 34:	人均肉类消费 (kg)	16
图 35:	人均蛋类消费量	17
图 36:	人均奶类消费量	17
图 37:	人均服装消费量支出 (元)	17
图 38:	平均每百户私人汽车	17
图 39:	公司门店分布图	18
图 40:	山东常住人口数	19
图 41:	2017 年全国 GDP 前五名省份	19
图 42:	2017 年全国社零总额前五名省份	19
图 43:	2016 年农林牧渔业总产值 (亿) 前十名	20
图 44:	2018 上半年部分省份人均可支配收入与人均消费支出	20
图 45:	2016 年部分省份常住人口城镇化率	20
图 46:	苏宁零售云愿景	22
图 47:	一线城市家电消费遇冷	23
图 48:	零售云集合多品牌赋能经销商	23
图 49:	中国农村网购市场规模 (亿元)	23
图 50:	县镇低线市场分析	24
图 51:	零售云加盟店特色	24
图 52:	农村居民每百户耐用品拥有量持续上升 (台)	24
图 53:	城镇居民每百户耐用品拥有量平稳 (台)	24
表 1:	截止 2018 年三季度末家家悦门店数量	18
表 2:	山东省可扩展门店推算	21
表 3:	家家悦财务摘要和估值指标	22
表 4:	苏宁易购财务摘要和估值指标	24
表 5:	天虹股份财务摘要和估值指标	25

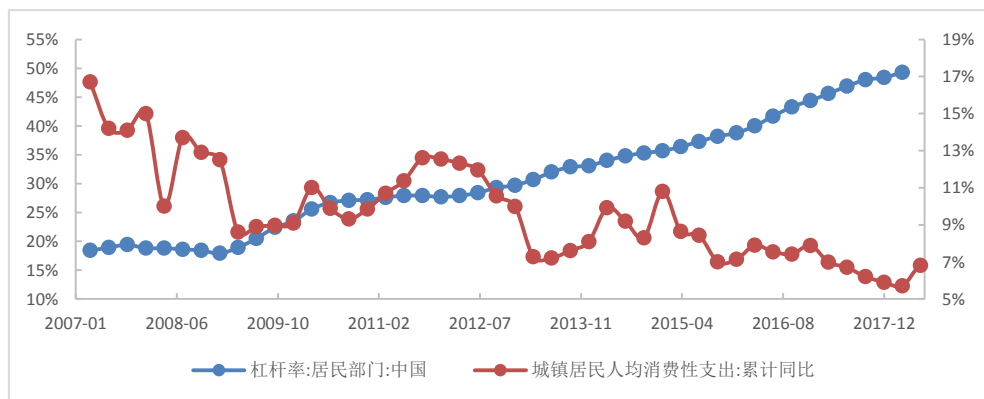
1、零售行业承压 企业探索突破方向

零售行业承压运行，整体增速受限。受收入增速下降、收入分配未明显改善、购房导致的居民杠杆率升高、有效供给不足等因素影响，消费增速或延续下行趋势，但减税等因素可能会抑制消费增速下滑幅度的条件下，零售市场整体增速受限。

随着电商冲击影响从高向低回落，互联网巨头积极拥抱传统零售企业，尝试用互联网技术为传统零售赋能，而传统零售企业在底部运行多年之后，传统零售企业积极探索互联网等新技术对传统零售的改进，部分区域龙头经过多年积累和积极探索，有望率先走出适合自身发展路径。

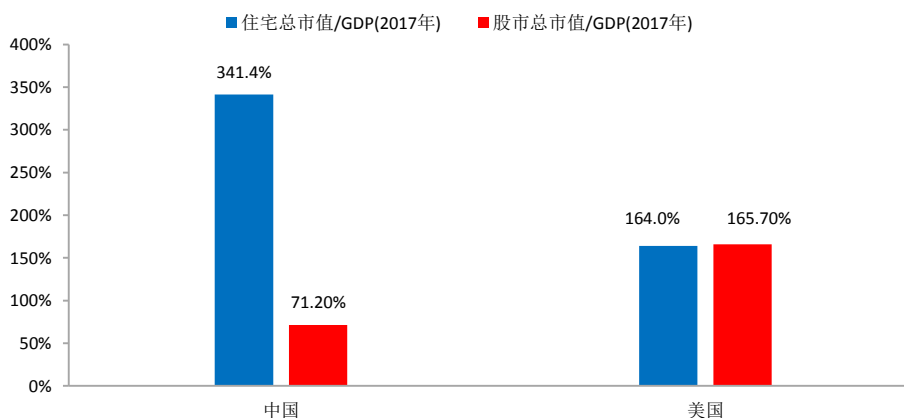
考虑 2018 年一季度零售行业表现超预期增长，随后 5 月份社零增速 8.5%，社零增速持续回落，并创近 15 年以来新低，零售整体业绩增速承压。但同时我们也注意到 5 月社零增速回落条件下，也是首次 5 月份单月社零总额突破 3 万亿元。社零消费增速回落，但社零消费总量仍是稳中向好。2019 年行业或将面对“年报季报不理想”风险，在此条件下，我们推荐关注积极探索的区域龙头，其通过自身积极扩张有望实现业绩持续增长。

图1： 中国居民杠杆率与人均消费支出增速（%）

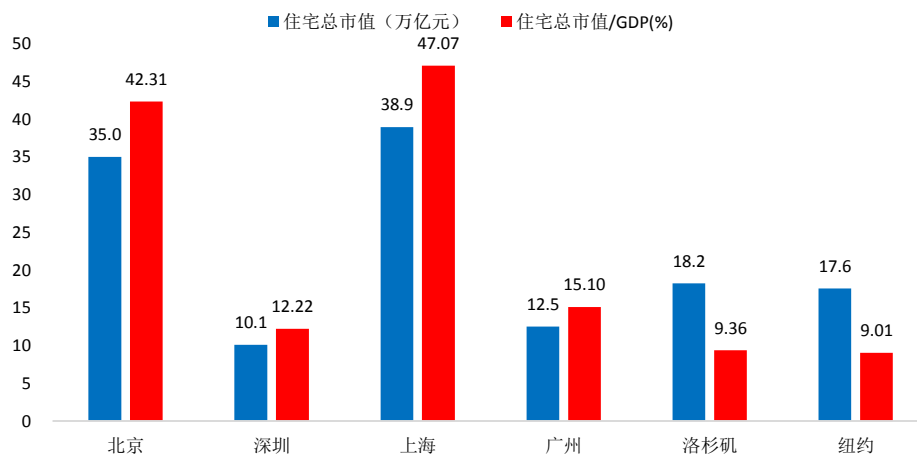


资料来源：wind，新时代证券研究所

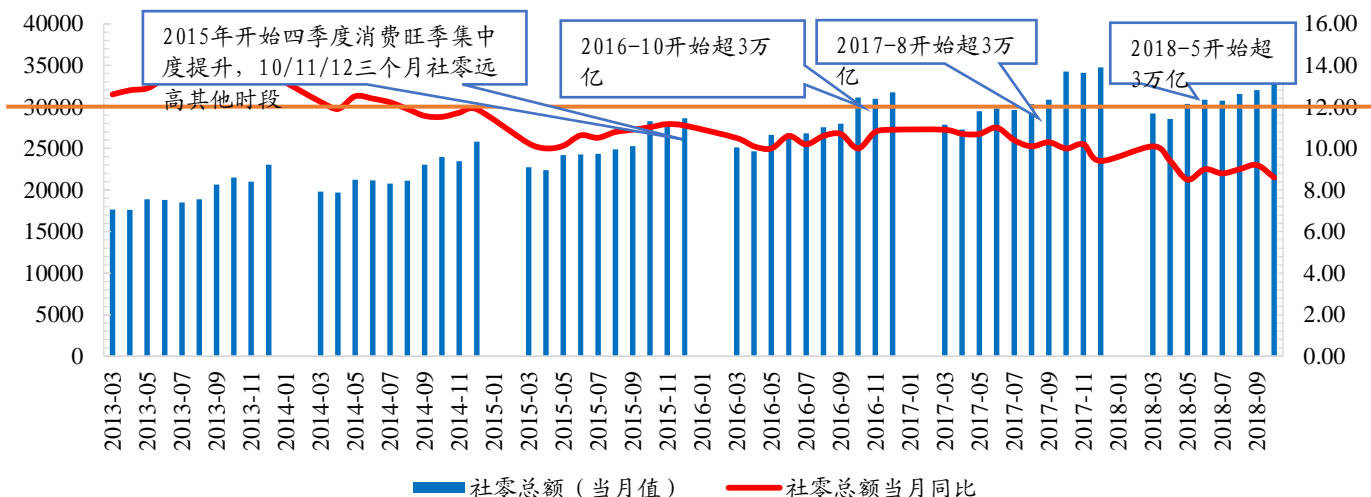
图2： 和美国相比，中国房地产市值占 GDP 比重较高，而股市市值比重较低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 中国一线城市房地产市值占 GDP 比重较高

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 10月社零总额增速8.6%，同比增速较上月回落0.6%

资料来源：wind，新时代证券研究所

2、认清零售行业的变化，适者生存

2.1、早期商业零售核心——货

早期传统的商业零售运营讲究是“进、销、调、存”，整体管理流程核心其实是货，进货、销货、调货、存货。因为市场早期国内物资不够丰富，计划经济年代，供不应求的商业零售市场，消费者要按照计划（分到的粮票布票等）消费。可以想见的到当时进货一定是重中之重，其他环节可以说巧妇难为无米之炊，只有货进来，才有调、存、销后续运营空间。这个时期的零售人才进货环节八仙过海，各显神通，如何能够采购到货，并配送回来，因为运力也是受限的。在经济发展初期，不仅是零售行业，各行各业发展都处于一种捉襟见肘的窘态，供不应求的行业环境下消费者需求被严重抑制。

图5： 计划经济凭票消费



资料来源：百度图片，新时代证券研究所

2.2、现代商业零售核心——人

伴随着国内经济的快速增长，各行各业蓬勃发展，物资极大丰富，商品消费从供不应求到供过于求，物资从紧缺到过剩，零售行业发生了天翻地覆的变化。

现代商业零售市场，无论是新零售还是与之对应的传统零售，运营管理上讲求的已经从传统的“进、销、调、存”替换为“人、货、场”，仅从字面就能感受到现在零售运营更立体，货仅是零售运营中的一个环节，更重要的是对人的理解，以及对场的选择，这也意味着管理将更加复杂，企业规模的每次变化对管理人的要求和考验难度都将大大提升。

传统零售进、销、调、存过渡到现代零售的人、货、场，是伴随经济发展，物质丰富，消费群体变化多因素促成。早期零售人找货，人求货，现如今整体表现出供过于求，演变为货找人。人找货的阶段，商品容易标准化，而人是难以定性定量把握，所以过去找货和现在找人对零售企业的要求也更加复杂。互联网的诞生，电商兴起，到大数据广泛应用的工作生活的各个层面后，对人的定量定性分析，对非标商品的标品化推进，进一步促进线上线下融合。

图6：现代零售围绕“人”的分析



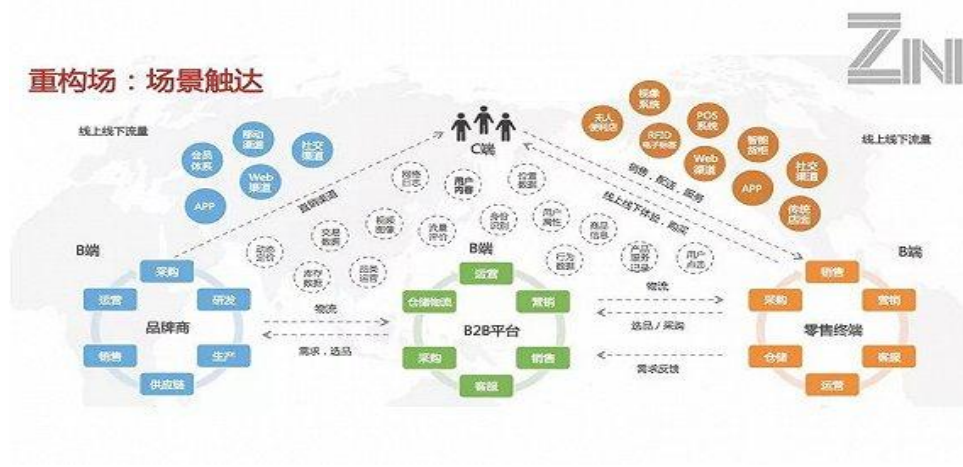
资料来源：锌财经，新时代证券研究所

图7：现代零售围绕“货”设计



资料来源：锌财经，新时代证券研究所

图8：现代零售围绕“场”的构建



资料来源：锌财经，新时代证券研究所

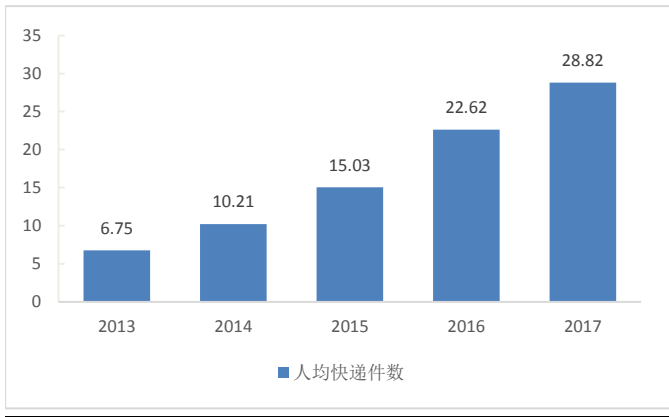
2.3、互联网即为实体零售提供助力，又为实体零售培养竞争者

“人、货、场”管理运营的复杂性，已经不是仅仅靠零售人的工作经验足以应对。互联网的发展，大数据的诞生对现代化商业零售的复杂性提供了一项管理利器。但这项工具在诞生之初并未马上见效，在互联网、大数据等工具帮助优化零售之前，其诞生的电商才是对零售最大的冲击。

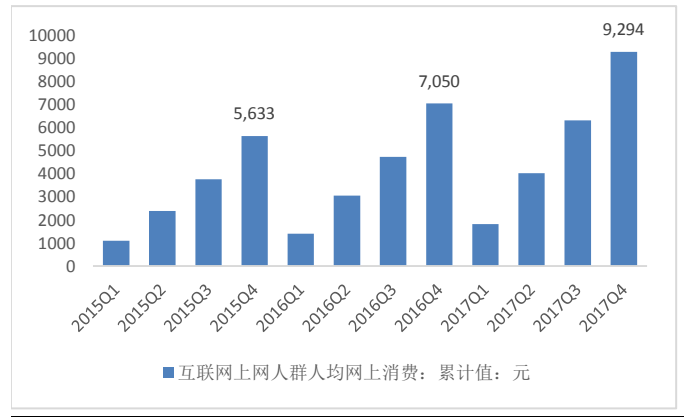
电商诞生初期实体零售并未感受到其锋芒，但随着 2012 年八项规定，限制三公消费，叠加天猫双十一成现象级购物盛宴，实体零售迎来了行业长期低迷。从国内零售百强企业中实体企业销售增速可以明显看出，2012 年实体企业零售增速从 20.9% 的增速陡降至 11%，随后一路滑落至 2015 年下半年最低点 3.2%。短短几年时间实体零售受到剧烈冲击，而这一段时间线上零售突飞猛进，以双十一为典型代表的线上狂欢节，影响范围从国内扩展至全球，销售体量也从 2009 年最初的 0.52 亿成交额，发展到 2018 年天猫双十一 2135 亿元成交额。

图9：人均快递件数

图10：人均网上零售额



资料来源: wind, 新时代证券研究所



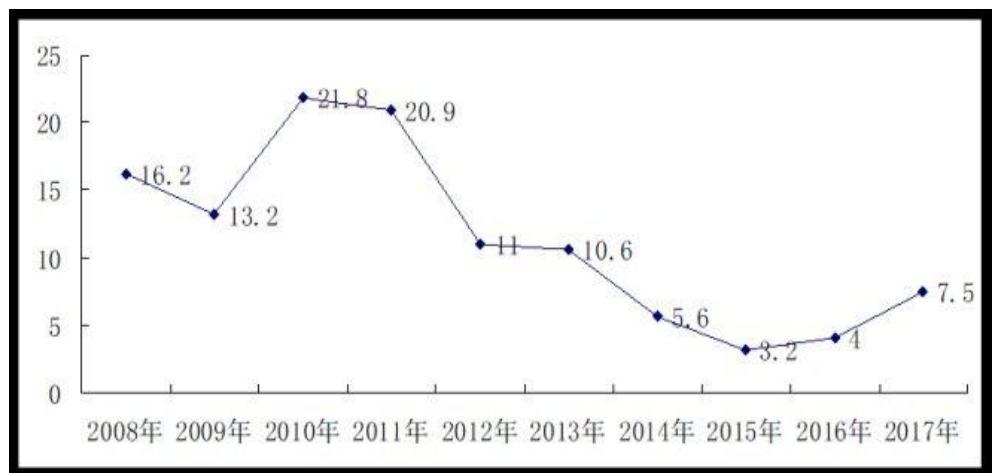
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图11: 线上消费占比持续抬升



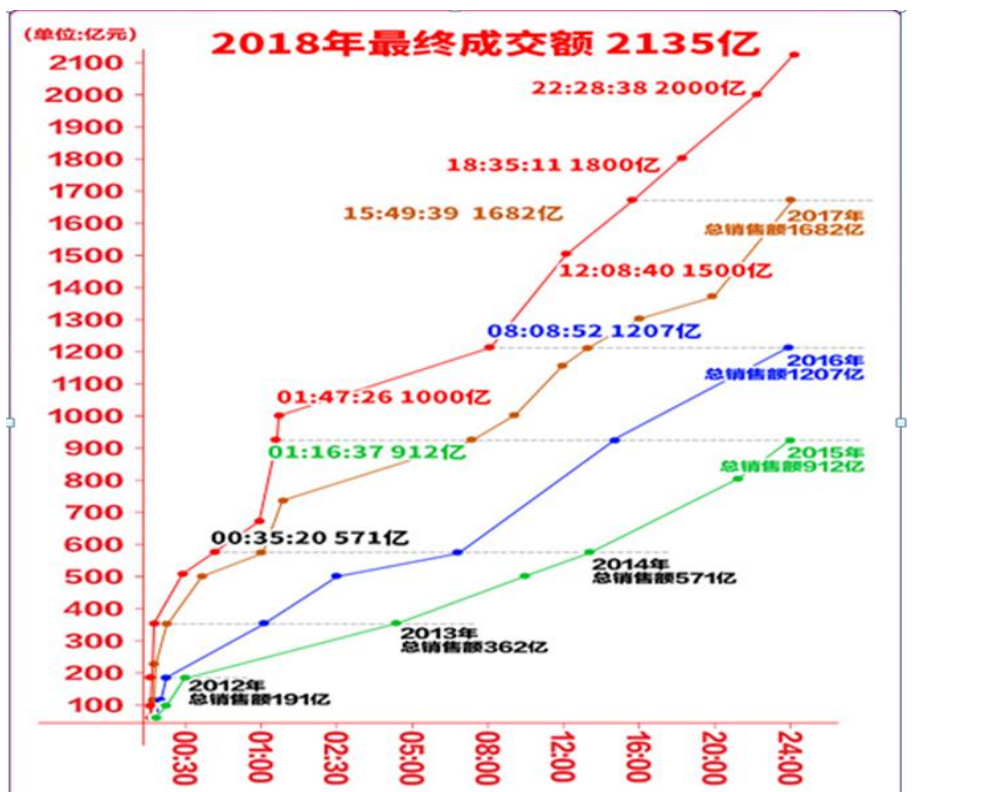
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图12: 零售百强企业中实体企业销售增速 (%)



资料来源: 联商网, 新时代证券研究所

图13: 2018年天猫双十一成交额2135亿元



资料来源：亿邦动力网，新时代证券研究所

2.4、 电商两个方向冲击实体零售

电商从两个方向冲击实体零售，首先冲击的是渠道，打破了层层渠道局限，简化渠道大幅缩减成本，提高商品周转效率，同时也是对 B 端的提质增效，其带给消费者的直观感受就是低价，电商初期低价是吸引客流的最好手段；其次，电商通过互联网还擅长场景转移，支付场景转移，消费场景转移等，使得消费区域局限性被部分打破，提升 C 端消费者购物体验，如：2018 年天猫双十一的口号已经是买全球、卖全球，消费场景覆盖全球 24 个时区。

图14： 2018 年天猫双十一全球化购物狂欢节



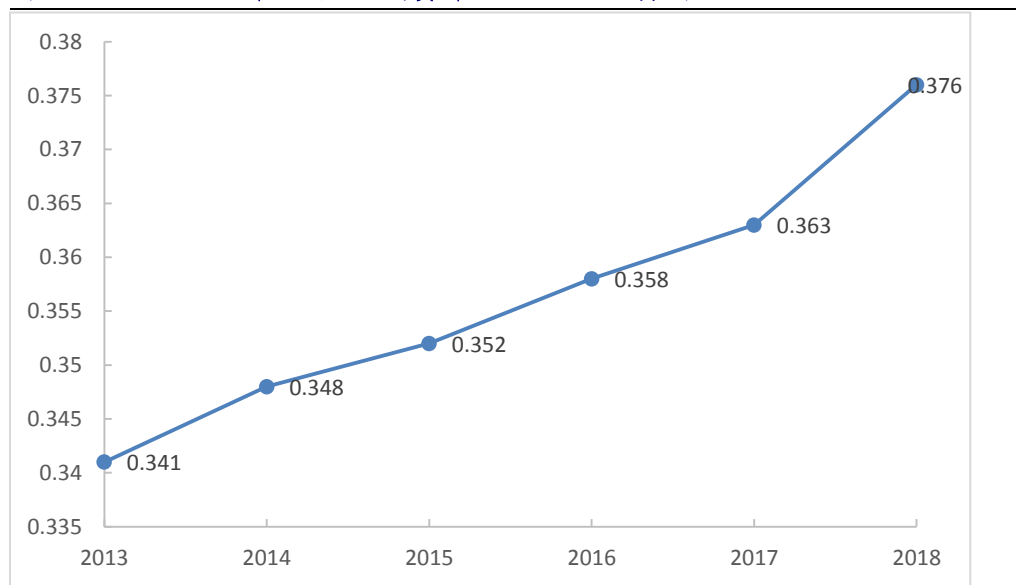
资料来源：百度图片，新时代证券研究所

3、认清零售行业发生的变化，适者生存

经济发展与消费息息相关，改革开放 40 年，伴随国内经济的飞速发展，消费者被开发和培养出更多消费需求。消费者在升级，零售经营重心由货转移到人。理解升级的“人”的消费需求，可能才能更好的理解零售行业发展趋势。

实体零售、传统零售在互联网电商冲击下，似乎有被颠覆的趋势，尤其是实体零售百强增速持续滑落至 2015 年下半年最低点的这段时间，实体零售企业在底部煎熬，不断探索与线上结合，开设自己的线上平台，开发 app 等，但效果微乎其微。2016 年马云提出新零售概念，2017 年明确新零售定义必须线上线下兼备才是新零售。定义一出资本市场纷纷涌入零售行业，阿里、腾讯互联网两巨头不断收割线下实体，打造阿里帝国和腾讯联邦，2018 年市场期待互联网巨头加持的零售企业会焕发出不一样的活力。但事实是，互联网携资入场并未给零售行业带来立竿见影的效果。我们认为必须认清行业发生的变化，零售企业并不是缺乏改善的工具，零售市场的复杂性，需要的是适合的工具。

图15： 2013-2018 年全国居民消费升级综合指数走势图



资料来源：《中国居民消费升级指数报告 2018》，苏宁金融研究院整理测算，新时代证券研究所

3.1、最终消费对经济贡献处于高位

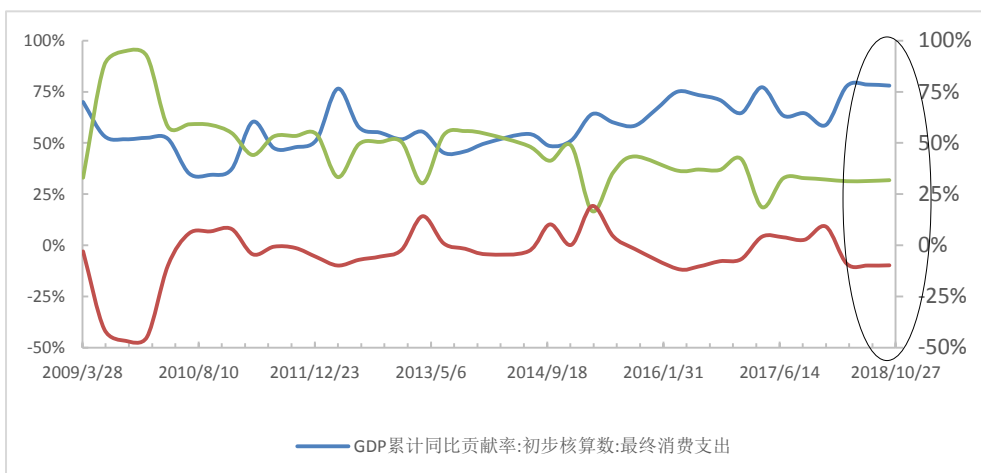
消费、投资、出口是拉动经济增长的“三驾马车”。在过去很长一段时间里，中国经济增长主要依靠投资和出口拉动，消费对中国经济增长的贡献率较小。2008 年，我国最终消费支出对 GDP 增长的贡献率仅为 45.7%，远低于大多数发达国家水平。不过，随着各级政府加快结构调整、推动产业升级，消费对经济增长的贡献不断提升。

经济结构调整之下，经济增速承压，另外两驾马车有所乏力，扩大内需成为拉动宏观经济增长的头号动力。2018 年前三季度，最终消费支出对 GDP 的贡献程度分别高达 77.8%、78.5%、78.0%。考虑最终消费支出包括政府消费支出与居民消费支出两部分，2008 年至 2017 年，中国居民最终消费支出占全部消费的比重始终在 73% 左右，虽然 2017 年略有下降，为 72.91%，但居民最终消费占比重要性不变。

在消费对 GDP 增长贡献率稳步提升的同时，消费结构升级的步伐也在进一步加快。近年来，随着我国居民消费从注重量的满足向追求质的提升、从有形物质商

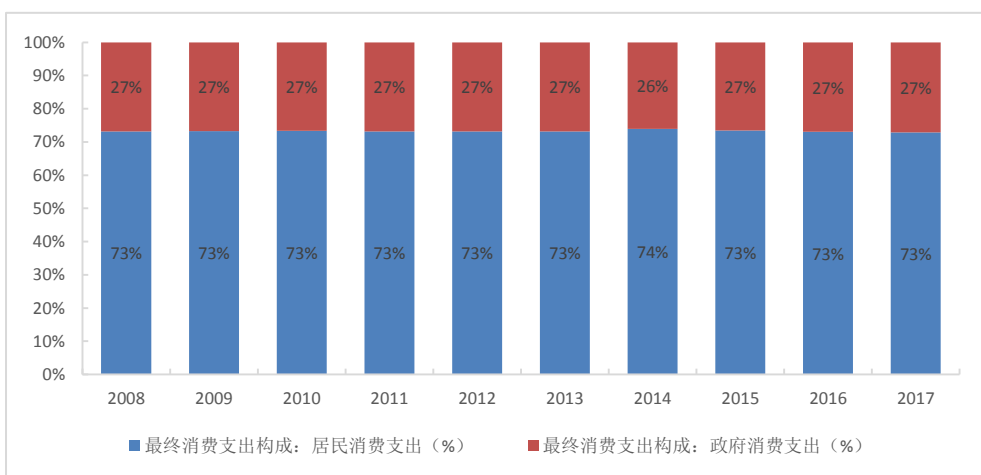
品向更多服务消费转变，通讯器材、汽车、居住相关商品、文化用品等品质升级类商品销售旺盛，大众餐饮、文化娱乐、休闲旅游、教育培训、医疗卫生、健康养生等服务性消费成为新的消费热点。

图16: “三驾马车”对 GDP 的贡献, 最终消费居首位



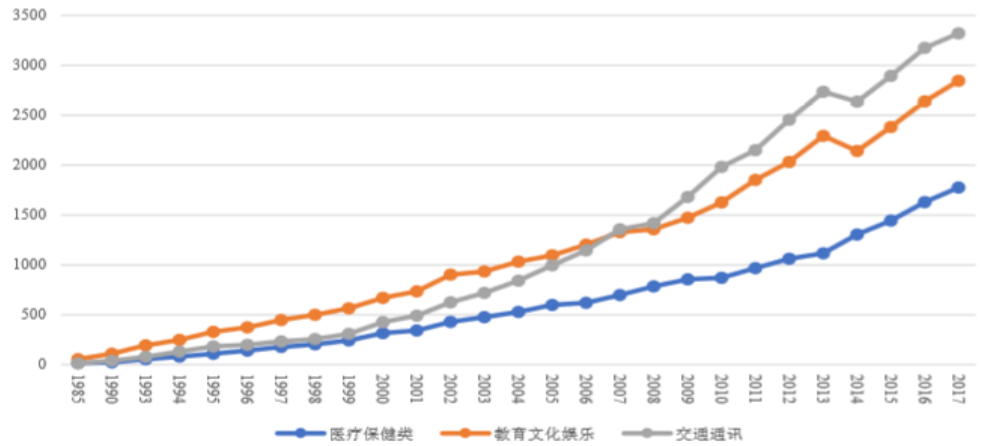
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图17: 最终消费支出结构 (%)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图18: 1985-2017 年城镇居民人均消费升级 (元)



资料来源：国家统计局，苏宁金融研究院，新时代证券研究所

3.2、2018 年社零增速有所回落 消费市场整体平稳

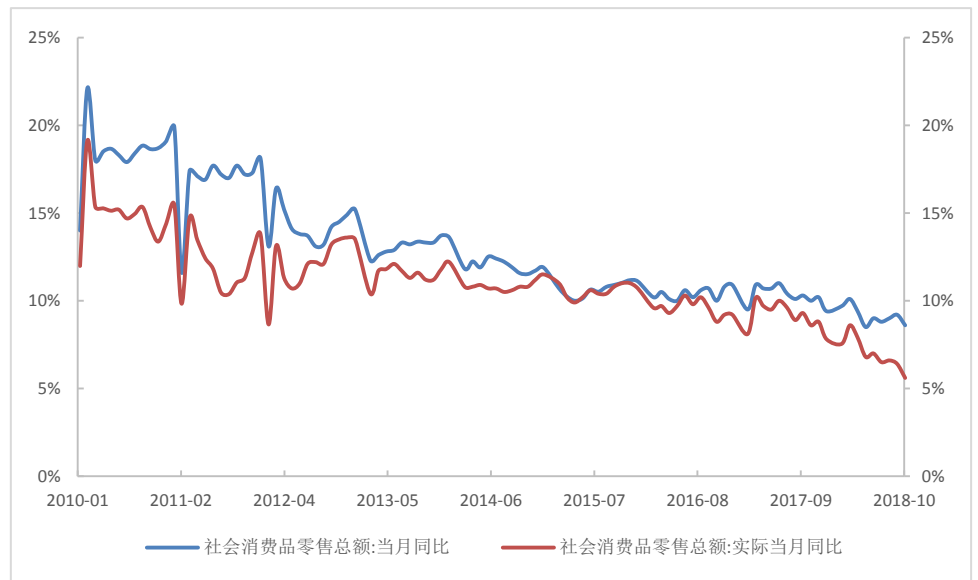
2018 年 5 月社零增速 8.5% 回落较大，为 15 年以来最低水平，但我们也应该看到 5 月份社零总额超 3 万亿元，是 2018 年以来单月首次突破 3 万亿元，社零消费持续增长趋势不变。2018 年 10 月社零同比增速为 8.6%，为 2018 年以来的第二低；扣除物价上涨因素的实际增速为 5.6%，创下了近年来的新低。从前 10 个月的累计增速来看，名义增幅与实际增幅分别为 9.2% 和 7.16%，均为近年来的最低。

图19：社零总额基数不断抬高，增速持续回落



资料来源：wind，新时代证券研究所

图20：社零当月同比持续回落，社零实际当月同比回落明显



资料来源：wind，新时代证券研究所

4、零售寻找增长点—布局低线城市消费，关注消费升级

4.1.1、截止 2018 年三季度农村人均消费支出实际增长远高于城镇

2018 年前三季度，全国居民人均消费支出 14281 元，比 2017 年同期名义增长 8.5%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。其中，城镇居民人均消费支出 19014 元，增长 6.5%，扣除价格因素，实际增长 4.3%；农村居民人均消费支出 8538 元，增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 9.8%。农村人均消费支出实际增长远高于城镇，高于社零增速，农村人均消费支出持续增长。

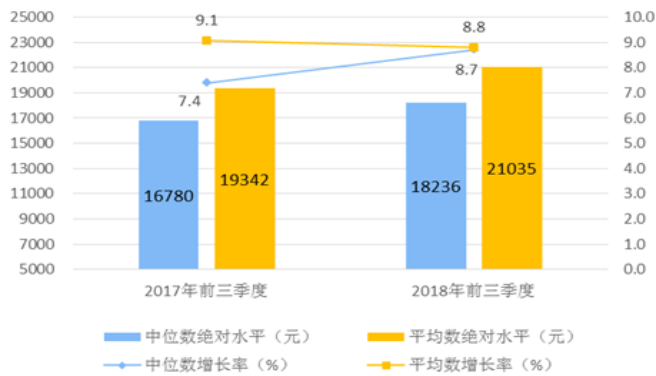
居民收入增长平稳，实际增速继续快于人均 GDP 增速。前三季度，全国居民人均可支配收入 21035 元，比 2017 年同期名义增长 8.8%；扣除价格因素，实际增长 6.6%，延续了上半年以来的平稳增长态势。国内生产总值（GDP）增长 6.7%，扣除人口总量自然增长因素后的人均 GDP 增速约为 6.2%，居民人均可支配收入实际增速与 GDP 增长基本同步，快于人均 GDP 增速 0.4 个百分点。

农村居民收入增长快于城镇居民。前三季度，城镇居民人均可支配收入 29599 元，同比名义增长 7.9%；农村居民人均可支配收入 10645 元，增长 8.9%。农村居民人均收入增速快于城镇居民 1.0 个百分点。城乡居民收入比由 2017 年同期的 2.81 下降至 2.78。

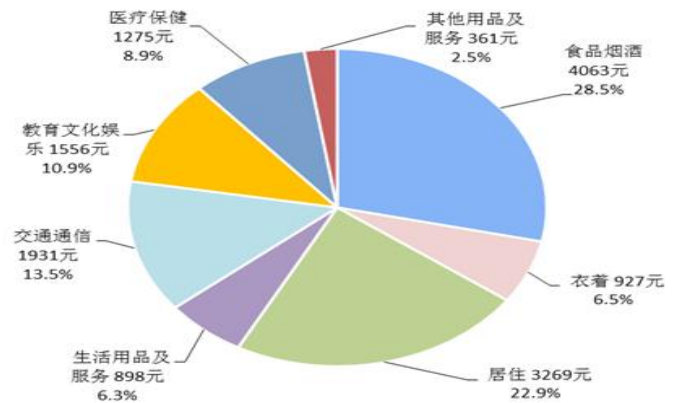
农村地区 10 月当月社会消费品零售总额同比增幅为 9.7%，1-10 月累计增速为 10.3%；城镇地区 10 月当月社会消费品零售总额增速为 8.4%，1-10 月累计增速为 9%。各项数据也均处在近年来的低点位置。

图21: 2018 年前三季度居民人均可支配收入平均数增长 8.8%

图22: 2018 年前三季度居民人均消费支出及构成

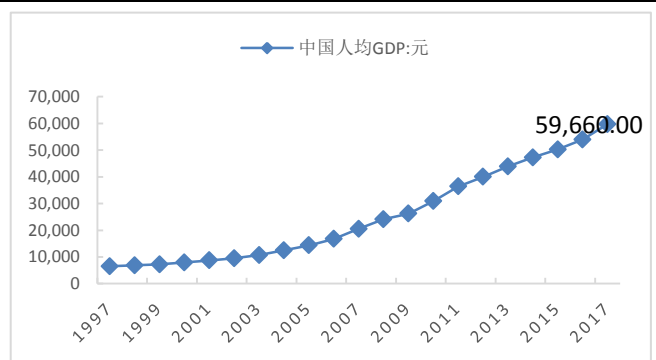


资料来源: 统计局网站, 新时代证券研究所



资料来源: 统计局网站, 新时代证券研究所

图23: 人均GDP持续增长



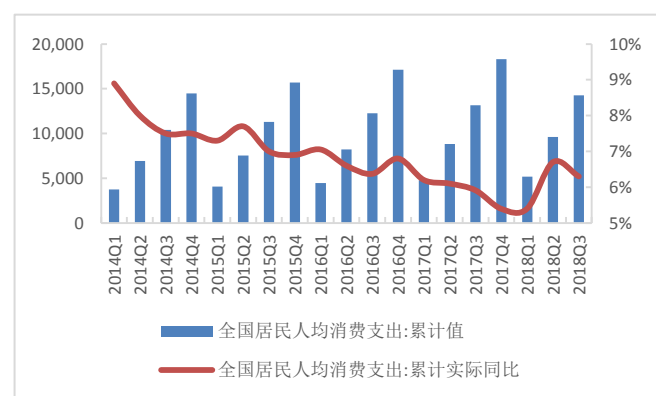
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图24: GDP中居民消费率(%)有回落



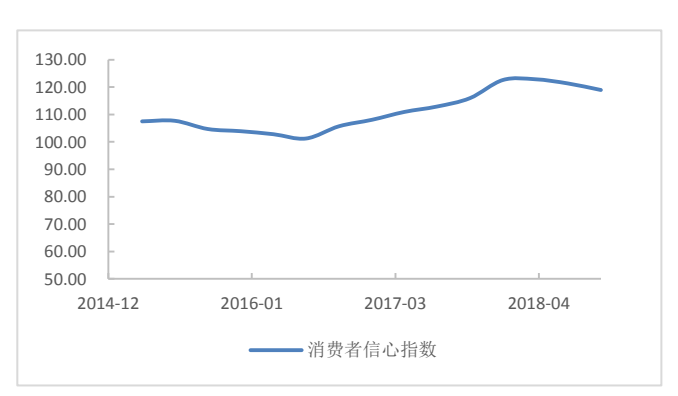
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图25: 居民人均消费支出基数持续抬升, 同比有回落



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图26: 消费信心指数居高位有所回落

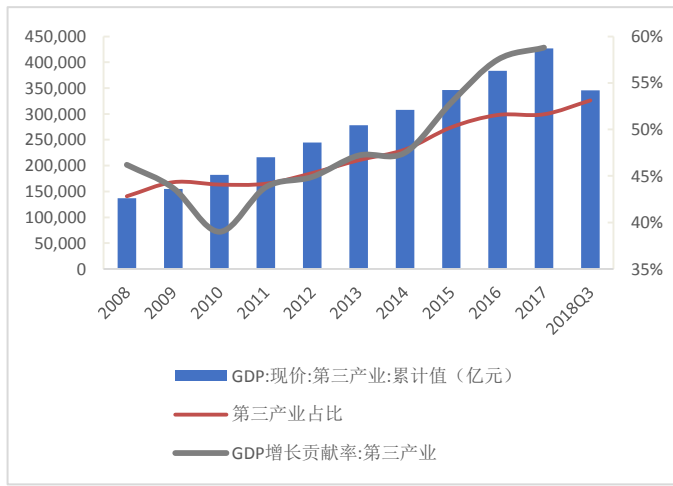


资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.1.2、消费升级—关注服务消费占比提升

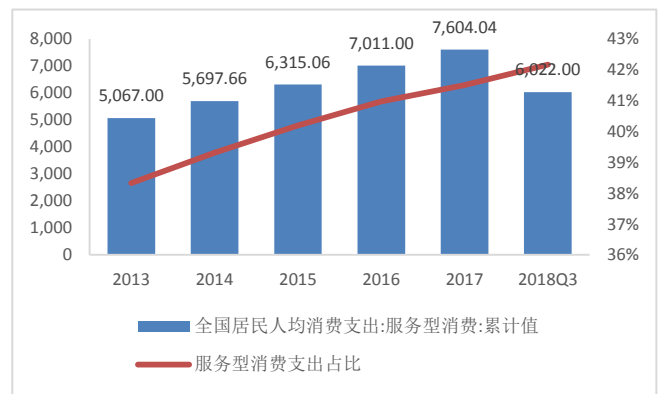
社零不包含大部分服务性消费。社会消费品零售总额包含实物商品金额, 以及提供餐饮服务所取得的收入金额。社零指标的统计并没有涵盖教育、医疗、文化、艺术、金融等服务性消费。随着消费者消费升级, 服务占比不断抬高, 真是消费金额难免被低估。

图27: 服务业在 GDP 中占比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图28: 服务型消费支出占比



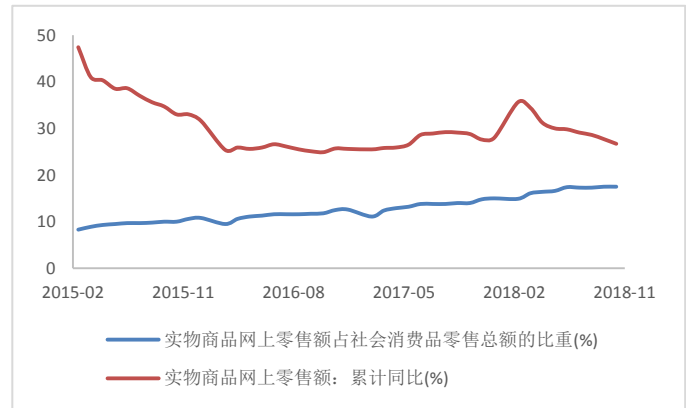
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图29: 网上零售服务类消费占比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图30: 网上零售实物类消费占比



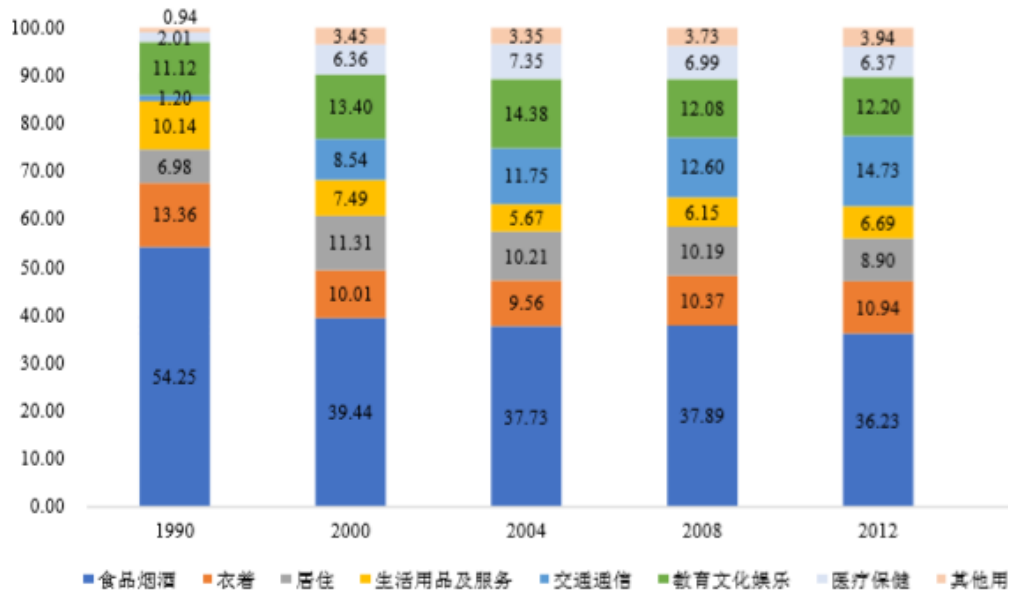
资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.1.3、消费升级—居民消费质量提升

消费市场的增长一个来自客群数量提升,另一方面来自客群质量提升。从无到有,从有到精,量的提升,质的提升。

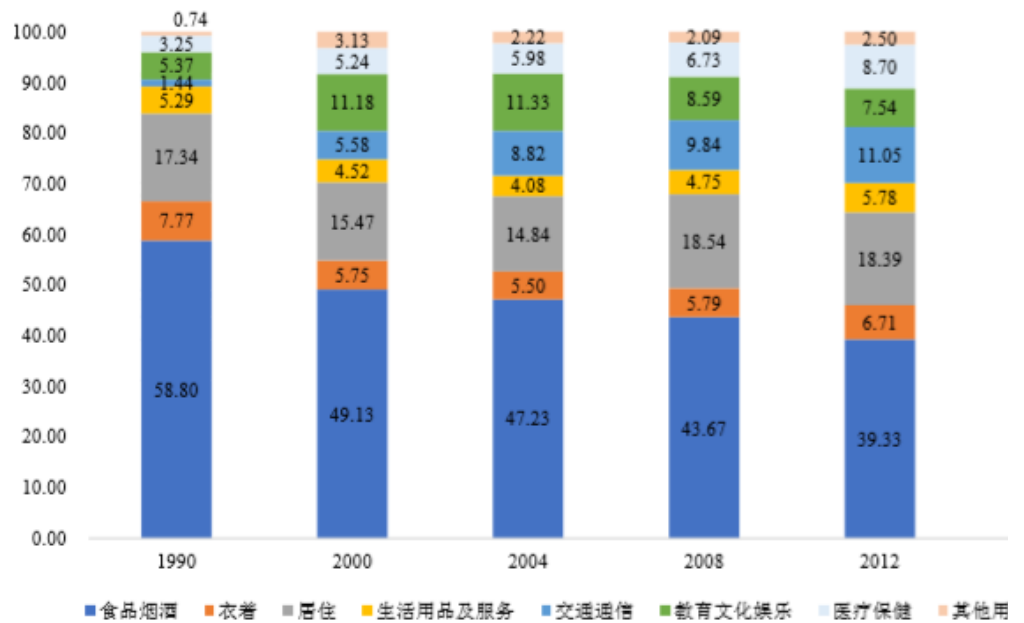
城乡居民具体消费结构直观地反映这一事实。食品烟酒、衣着、居住的消费在城镇居民消费中的比重呈下降趋势,尤其是食品烟酒类消费,已经从1990年的54.25%降至2017年的28.64%;同时,交通通信、医疗保健、居住的消费支出所占比例不断提高。在农村居民消费结构中,食品烟酒、衣着、居住的消费在整个居民消费中的比重下降趋势更为明显,其中食品烟酒类消费从1990年的58.8%下降至2017年的31.18%,与之相应的是,交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、居住的消费所占份额在稳步攀升,交通通信和医疗保健两项尤为明显。消费结构一直处在升级的通道上。

图31: 城镇居民人均消费支出结构(%)



资料来源：国家统计局，苏宁金融研究院，新时代证券研究所

图32: 农村居民人均消费支出结构 (%)



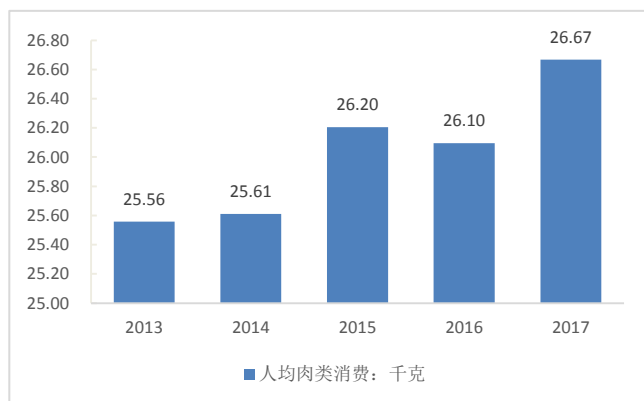
资料来源：国家统计局，苏宁金融研究院，新时代证券研究所

图33: 人均社零总额逐年抬升

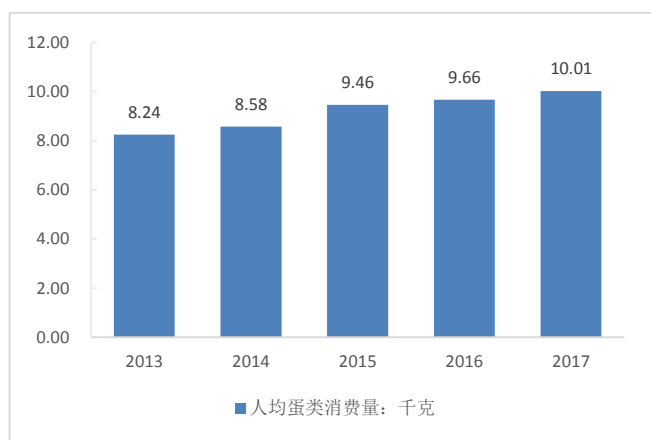
图34: 人均肉类消费 (kg)



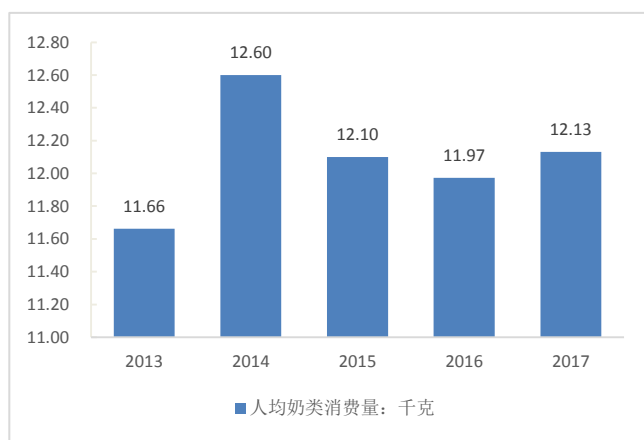
资料来源: wind, 新时代证券研究所



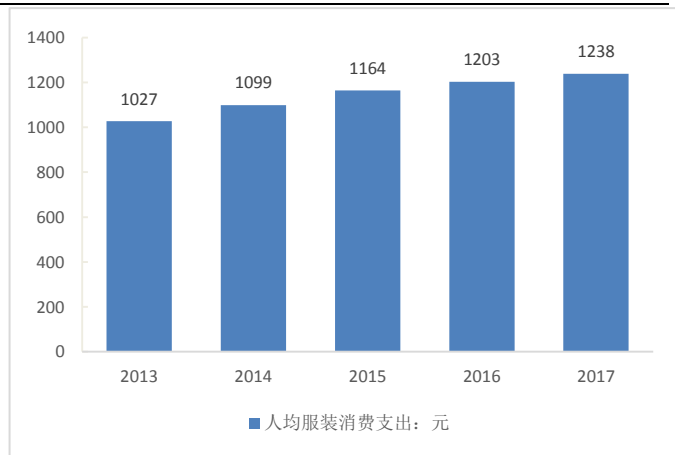
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图35: 人均蛋类消费量

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图36: 人均奶类消费量

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图37: 人均服装消费量支出 (元)

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图38: 平均每百户私人汽车

资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、投资策略和推荐标的

宏观经济波动,社零增速趋缓,零售行业运行整体承压。但我们认为社零虽然增速有回落,但考虑社零基数不断抬升,消费品市场保持平稳增长。

考虑 2018 年一季度零售行业业绩超预期增长，随后社零增速回落创年底新低，零售整体业绩增速承压，2019 年年报一季报密集披露，或有业绩增速不及预期影响。在此条件下，我们推荐关注积极探索的区域龙头，其通过自身积极扩张有望实现业绩持续增长。

超市板块首推：家家悦，山东省内超市龙头，通过省内积极扩张布店战略，巩固省内影响力，实现收入利润良性增长。

百货板块首推：天虹股份，华南区域扩张，是百货板块里面少有积极开店扩张影响力的百货标的。新开店培育期缩短，同店业态组合收入改善明显。

专业连锁板块首推：苏宁易购，线下表现优秀，线上持续快速增长，“一大两小多专”业态协同助力公司 O2O 模式成长。

5.1、家家悦——山东生鲜超市龙头，以胶东为模板开启跨省扩张模式

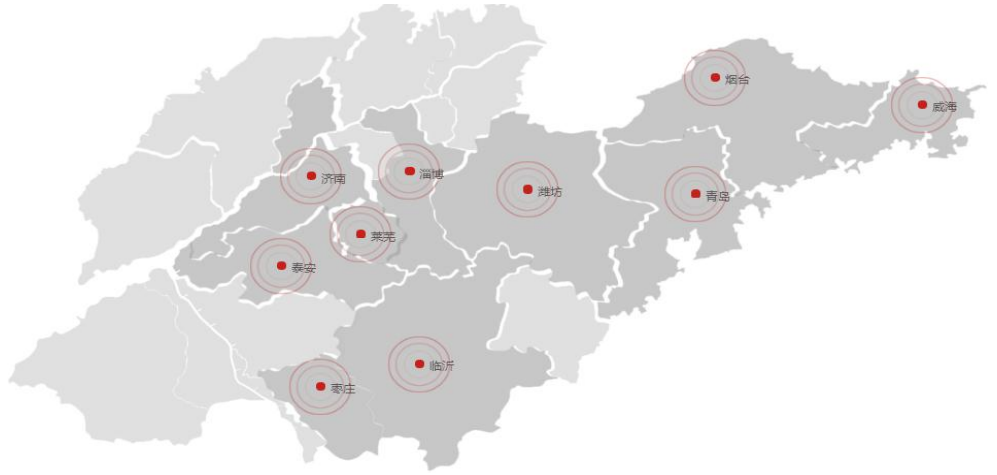
家家悦公司源起威海，立足于山东省内，以大卖场和综合超市为主体。山东资源禀赋优异，兼具存量及增量空间，生鲜特色构筑超市零售核心竞争力。2017 年年底，公司拥有门店数量 675 家，其中胶东区（青岛、威海、烟台）589 家，约占 87.60%。截止 2018 年三季度末，公司新开门店 63 家，剔除关闭门店 19 家，三季度末公司门店共计 719 家。

表1：截止 2018 年三季度末家家悦门店数量

	2018Q1		2018Q2		2018Q3	
	新开店数量	总数量	新开店数量	总数量	新开店数量	总数量
大卖场	3	3	2	5	2	7
社区综合超市	4	4	9	13	11	24
农村综合超市		0		0		0
百货		0		0		0
便利店		0	2	2	8	10
专业店	2	2	6	8	5	13
宝宝悦	2	2	6	8	4	12
其他专业店		0		0	1	1
青岛维客商业	9	9		9		9
关闭门店	-5	-5	-5	-10	-9	-19
合计	13	13	14	27	17	44

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图39：公司门店分布图



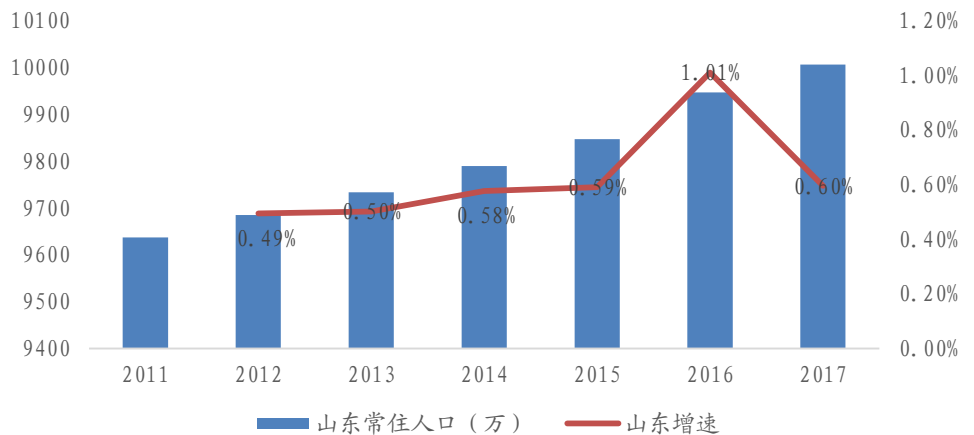
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

5.2、山东市场容量巨大，资源禀赋优异

山东被誉为“温带水果之乡”利于公司基地直采，稳控农场品上游资源；其次作为人口第二大省，GDP全国第三，社零总额全国第二，山东消费市场容量巨大；但整体超市行业集中度较低，本土企业区域割据，公司除大本营威海市场占有率达70%左右(数据来自公司交流)，其余重点核心城市市占率明显低于烟威地区，仍有较大提升空间。我国超市渠道将逐步成为生鲜销售主流，超市行业渗透率仍有提升空间，生鲜品类的高复购率、高用户粘性、引流抓手等属性为超市业构建核心竞争力。

山东人口大省，经济基础雄厚，社零市场容量巨大。山东省常住人口数稳步增长，2017年达到10005.83万人，同比增长0.60%，为全国第二大人口省份；2017年山东省实现生产总值72,678.18亿元，同比增长7.4%，位于全国第三位；在良好的经济基础、充足的消费群体下，山东2017年社零总额为33,649.00亿元，同比增长9.80%，位于全国第二名。

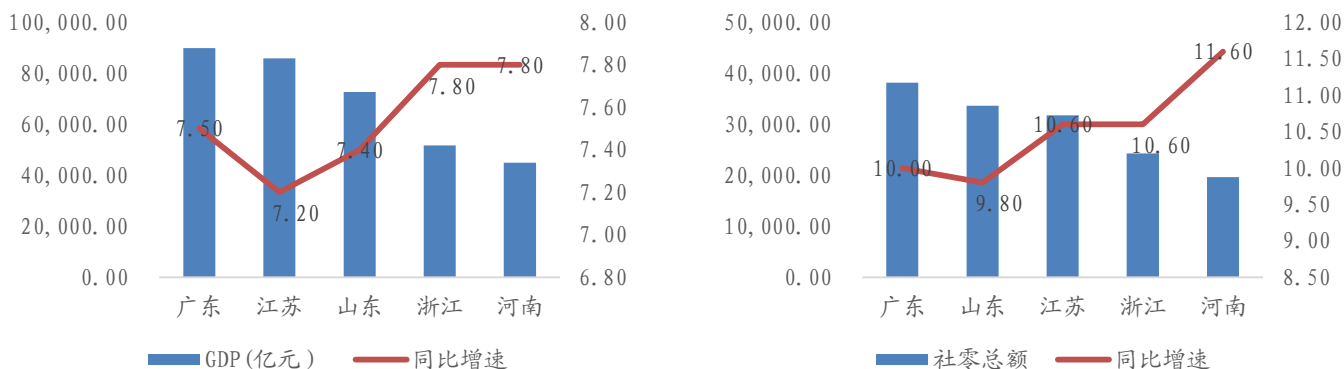
图40：山东常住人口数



资料来源：山东省统计公告、新时代证券研究所

图41：2017年全国GDP前五名省份

图42：2017年全国社零总额前五名省份

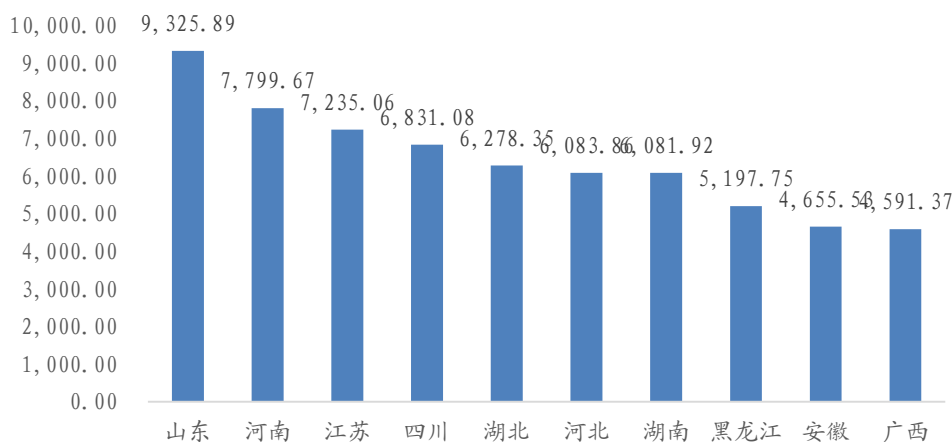


资料来源: wind、新时代证券研究所

资料来源: wind、新时代证券研究所

山东省优质的农产品、水产品资源为公司扩展生鲜业务,稳控农产品上游资源,开展基地直采等提供便利。山东省 2016 年农林牧渔业总产值为 9325.89 亿元,为全国第一,超出第二名河南省 1526.22 亿元。山东省主要受益于地理位置与温带季风性气候优势,雨热同季,日照时数充足,充分满足了当地植物一年两作的生长需求,被誉为“菜篮子”以及“温带水果之乡”,也是中国粮食作物和经济作物重点产区。除粮食、果蔬等农产品外,山东省水产资源丰富且产业发展处全国前列,截止 2016 年拥有 13 家国家级水产原良种场,占全国 16%,居全国之首;省级原良种场达到 57 家,育苗能力达到 5000 亿单位;创建全国现代渔业种业示范场 11 家,占全国 13%,居全国第二。

图43: 2016 年农林牧渔业总产值(亿)前十名



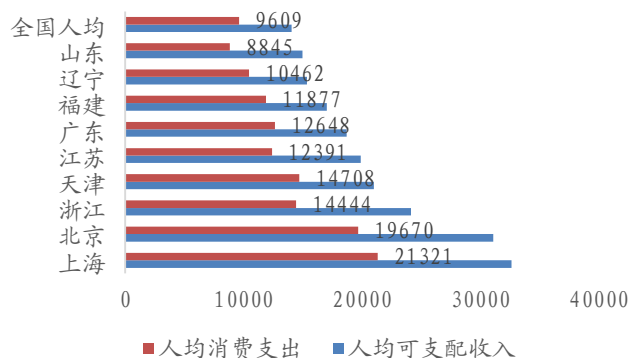
资料来源: wind、新时代证券研究所

5.3、山东消费潜力与市场可拓空间兼具

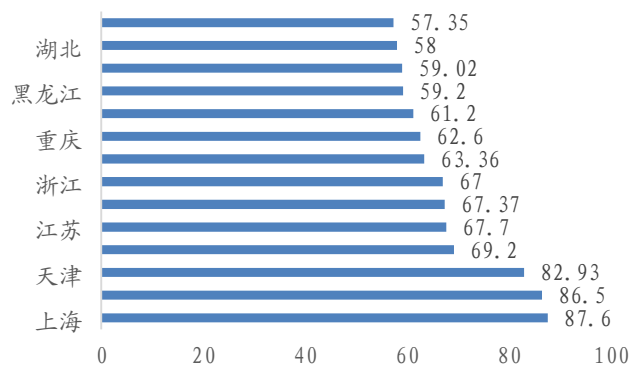
消费潜力: 人均消费支出及城镇化率均存增长空间。2018 上半年山东省居民人均可支配收入达 14967 元(第九名),领先全国平均水平 904 元,但人均可支配收入为 8845 元(第 13 名),低于全国平均水平 764 元;2016 年常住人口统计口径下山东省城镇化率为 59.02%,高于全国平均水平 1.67%,但较广东、江苏等沿海省份存在 10%左右的差距,仍存在提升空间,同时也为家家悦实施渠道下沉和布局农村超市等战略提供市场。

图44: 2018 上半年部分省份人均可支配收入与人均消费支出

图45: 2016 年部分省份常住人口城镇化率



资料来源：国家统计局、智研咨询、新时代证券研究所



资料来源：国家统计局、智研咨询、新时代证券研究所

推算市场扩张空间：胶东区门店总量可达 2072 家，除威海外核心城市市占率仍不足 10%，市场可拓空间充足。

从门店密度预估：威海为公司大本营，且为当地绝对龙头企业，我们假设其在威海门店铺设处于相对饱和的状态，进而以威海为标准推算家家悦在山东其他领域可拓空间。根据招股说明书披露，2016 年 9 月末公司威海市拥有门店 306 家，结合当地消费基础和门店密度，门店数/GDP=0.095。在不考虑其他因素的情况下，在此标准下，仅威海、烟台、青岛胶东核心区域，市场门店总量可达 1920 家，山东省门店总量可达 6480 家左右，远超现有门店数。

表2：山东省可扩展门店推算

城市	GDP (亿元)	人均 GDP (元/人)	常住人口 (万人)	2016 年 9 月末门店数	推算门店数
威海	3212.2	114220	281.93	306	306
烟台	6925.66	98388	706.4	206	660
青岛	10011.29	109407	920.4	30	954
济南	6536.12	90999	723.31	17	623
莱芜	702.76	51533	137.58	28	67
临沂	4026.75	38803	1044.3	12	384
淄博	4412.01	94587	468.69		420
枣庄	2142.63	54984	391.56		204
东营	3479.6	164024	213.21		331
潍坊	5522.68	59275	935.7		526
济宁	4301.82	51662	835.44		410
泰安	3316.79	59027	563.74		316
日照	1802.49	62357	290.11		172
德州	2932.99	50856	579.23		279
聊城	2859.18	47624	603.68		272
滨州	2470.1	63745	389.1		235
菏泽	2560.24	29904	862.26		244
山东省	68024.49	68733	9946.64	620	6480

资料来源：公司公告，山东省统计局，新时代证券研究所

5.4、加速省内扩展，开启省外扩张

公司 2018 年继续强化大本营威海烟台门店经营能力，同时加速山东省内西部

布局，未来两年计划实现山东省全覆盖。2018 年底，拟以自有资金投资 1.56 亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权，开启省外扩张。通过组织管理、物流配送、供应链优势等环节提高西部收入贡献，优化福悦祥采购。我们预计快速扩张期公司收入有望提速，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.82/1.01/1.11 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表3: 家家悦财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10777	11,330	12,906	14,844	16,566
增长率(%)	2.8	5.1	13.9	15.0	11.6
净利润(百万元)	251	311	383	471	521
增长率(%)	1.6	23.7	23.3	22.8	10.7
毛利率(%)	21.7	21.6	21.8	22.1	21.9
净利率(%)	2.3	2.7	3.0	3.2	3.1
ROE(%)	10.8	12.5	14.3	15.9	15.8
EPS(摊薄/元)	0.54	0.66	0.82	1.01	1.11
P/E(倍)	40.57	32.8	26.6	21.7	19.6
P/B(倍)	4.37	4.1	3.8	3.4	3.1

资料来源：新时代证券研究所

6、苏宁易购——挖掘县镇潜力，零售云布局低线城市智慧零售端口

6.1、“零售云”低线城市智慧零售端口，2018 年加速布局

“零售云”是 2018 年初正式启动的新业务，与苏宁易购直营店共同构造公司下沉县域乡镇市场的智慧零售端口。借助苏宁零售核心能力，同时与县镇传统家电零售商多年深耕的经验、人脉优势相融合，在县乡镇市场孕育出集合大品牌背书、高科技赋能、小业态的灵活多变的县镇新零售物种。

图46: 苏宁零售云愿景



资料来源：苏宁零售云业务资料，新时代证券研究所

6.2、低线城市存量增量兼具 零售云诞生恰逢其时：

受换新需求平稳释放的影响，大家电三四线市场的增速明显好于一二线城市。

而对于仍存有较高增量空间的环境电器和厨房小电而言，三四线无疑正释放着巨大的增长势能。苏宁指出县镇低线市场巨大且稳定的存量市场全年规模超 9000 亿，城镇化及消费升级带来想象空间增速有望维持 28% 左右。

6.3、低线城市实体渠道仍是主力 线上线下增长前景广阔

线上渗透率低，实体渠道采购仍是主力：目前县域级线上渗透率较低不到 20%，实体采购占比偏高，低线城市门店仍是当地市场消费主流渠道。但低线及农村居民越来越能够接受网购的消费模式，根据中投顾问的预测，农村网购市场规模将从 2014 年的 1817 亿元增长到 2021 年的 23266 亿元，增长前景广阔。

图47：一线城市家电消费遇冷



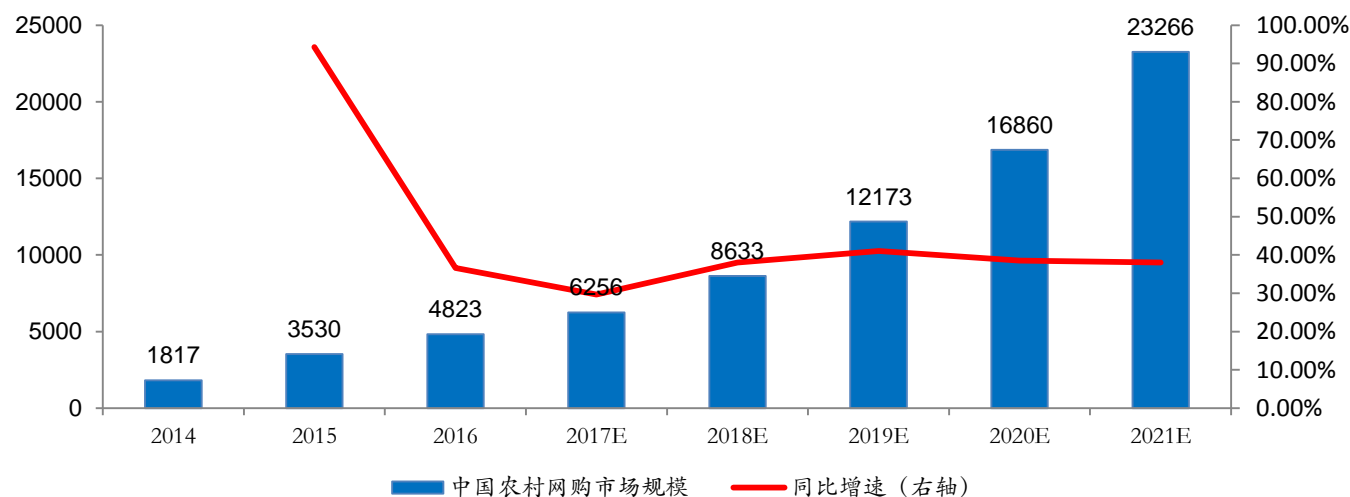
图48：零售云集合多品牌赋能经销商



资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

图49：中国农村网购市场规模（亿元）



资料来源：中投顾问产业研究中心预测，新时代证券研究所

6.4、零售云加盟模式解决县镇经销商痛点：

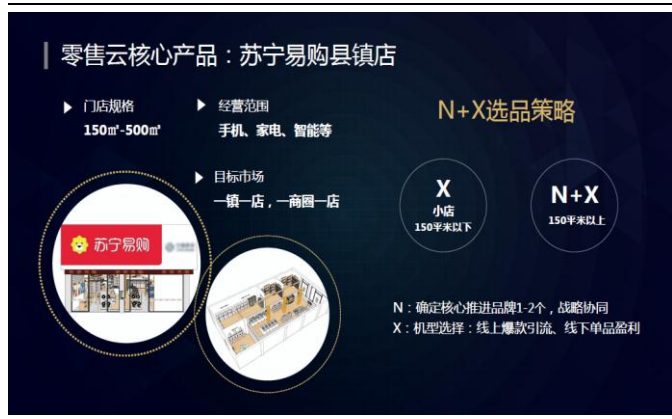
根据奥维云网（AVC）线下 4500 家门店提供的日度销售数据，家电品类线下市场尽管行业低迷，但主力品牌的表现却可圈可点。可见市场越是不景气，品牌的重要性越大。而对传统低线城市家电手机经销商而言，其可经营品牌和规模等受资金成本等多条件限制，难以同时经营多个知名品牌能力。而加盟苏宁零售云经销商可以无压力实现海量 SKU 扩充；共享苏宁仓配装一体服务；品牌和营销资源共享；专用数字化工具共享；以及加盟开店全过程的帮扶和零售运营能力输出。

图50: 县镇低线市场分析



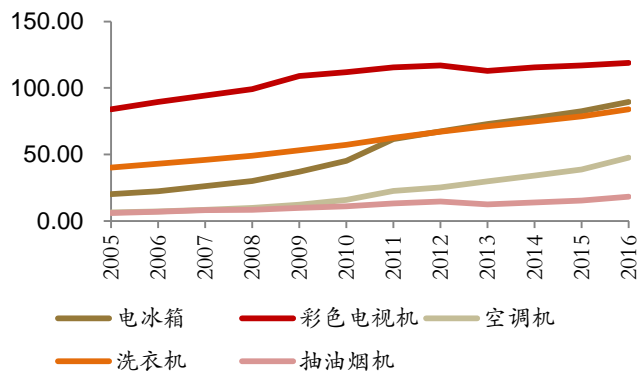
资料来源: 苏宁零售云业务资料, 新时代证券研究所

图51: 零售云加盟店特色



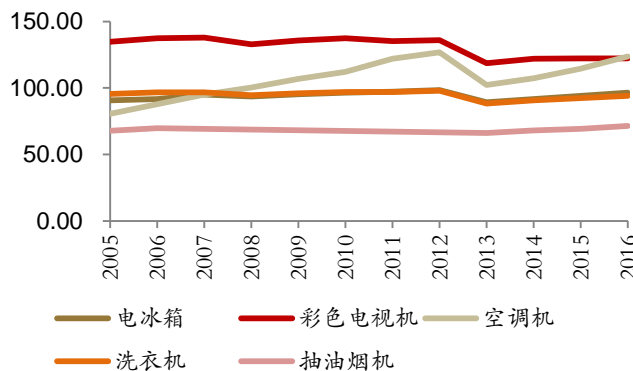
资料来源: 苏宁零售云业务资料, 新时代证券研究所

图52: 农村居民每百户耐用品拥有量持续上升(台)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图53: 城镇居民每百户耐用品拥有量平稳(台)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

6.5、苏宁实体渠道精细维护，线上线下的良性互动。

苏宁拥有专业的商品供应链管理能力和自身优势致力于打造各类目的专业运营能力; 公司拥有完整的物流基础设施网络, 不断提升服务质量。2018年苏宁加速对实体渠道扩建, 满足客户不同层次需求。公司还结合家电3C家居生活品类的特点, 探索与家装建材、商超等业态的合作, 创新店面业态及模式。线下渠道不断深入打造口碑, 有望反哺线上运营。披露业绩快报投资收益大幅增厚净利, 我们预计公司2018-2020年净利润分别为65.72/24.19/36.08亿元, 对应EPS分别为0.71/0.26/0.39元, 维持“强烈推荐”评级。

表4: 苏宁易购财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	148585	187,928	243,914	315,223	402,877
增长率(%)	9.6	26.5	29.8	29.2	27.8
净利润(百万元)	704.4	4,213	6,572	2,419	3,608
增长率(%)	-19.3	498.0	56.0	-63.2	49.2
毛利率(%)	14.4	14.1	14.2	14.4	14.6
净利率(%)	0.5	2.2	2.7	0.8	0.9
ROE(%)	0.7	4.8	6.0	2.2	3.2
EPS(摊薄/元)	0.08	0.45	0.71	0.26	0.39
P/E(倍)	175.25	29.3	18.8	51.0	34.2

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
P/B(倍)	1.88	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：新时代证券研究所

7、天虹股份——百货中积极展店的优质区域龙头

7.1、天虹股份业态结构调整 平台型百货和购物中心表现亮眼

百货行业在零售板块承压严重，天虹股份经过几年时间厚积薄发，在行业整体低迷，开店信心不足的行业环境下，天虹以华南区为中心继续开拓全国市场。

天虹股份 2018 年 1-9 月实现营业收入 138.34 亿元，同比增长 6.92%；剔除地产收入，零售收入 130.49 亿元，同比增长 5.73%；净利润 6.73 亿元，同比增长 36.94%，扣非净利润 5.9 亿元，同比增长 35.34%。

通过优化业态组合，加强体验式升级，复制和开发特色主题街区，执行收益管理，提高客流和收益，可比店实现较好增长，结构上租赁、体验型的商户在增长，一直在推进的平台型业务百货和购物中心收益管理成效开始体现，推动公司毛利率明显提升。

与腾讯联合成立“零售智能实验室”，在智能识别、AI、大数据等领域进行合作，在零售数字化进行更多探索，进一步提高经营效率，降低成本。

7.2、优化业态结构调整显效，数字化探索降本增效

公司不断优化业态组合，执行收益管理，提高了客流和收益，可比店店效向好；以华南区为中心继续开拓全国市场，公司签约门店及储备项目充足；深耕供应链体系，加快物流基地建设。公司将继续加大轻资产发展，租赁、加盟模式，业态结构等调整促使毛利率改善超预期，对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73/0.82/0.91 元，维持“推荐”评级

表5：天虹股份财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17273	18,536	19,656	20,906	22,082
增长率(%)	-0.7	7.3	6.0	6.4	5.6
净利润(百万元)	524.1	718	875	990	1,098
增长率(%)	-56.6	37.0	21.9	13.1	10.9
毛利率(%)	24.2	25.8	26.5	26.7	26.9
净利率(%)	3.0	3.9	4.5	4.7	5.0
ROE(%)	9.3	11.9	13.4	14.1	14.5
EPS(摊薄/元)	0.44	0.60	0.73	0.82	0.91
P/E(倍)	25.60	18.7	15.3	13.6	12.2
P/B(倍)	2.40	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源：新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>