

## 社消增速下行周期的零售行业该如何看待？

### 核心观点：

#### ● 社消总额增速下行，结构之中仍具亮点

2008年金融危机之后，我国的社消增速持续处于下行阶段；一方面参考美日的发展情况，消费增速与GDP基本保持同周期的变化趋势；另一方面，结构亮点显现：社消增速的下行主要受汽车类产品的拖累，食品粮油等必需品消费表现相对优异；中西部地区零售消费加速崛起；规模以下的小型零售商户市场庞大，增长潜力不容小觑；此外伴随人均可支配收入的上涨和消费者信心的回升，购买力呈现复苏态势。

#### ● 从发达经济体的发展经验来看，社消下行周期如何进行渠道配置

通过历史行情走势和销售额变化趋势可以看出，在消费增速下行阶段必需品消费跑赢可选消费，对应的超市和大卖场渠道表现优于百货渠道；零售行业中超市渠道的占有率逐步上升，百货有所下滑。各渠道中，行业集中度不受行业规模变化的影响，均呈现稳步提升，龙头优势显著。

#### ● 对消费增速下行阶段中零售行业估值体系的探究

通过中美历史数据分析，PS是零售行业较为适用的估值指标，但我国的指标拟合度水平和国外仍然存在一定的差距。我国的零售行业相较之下尚处于成长阶段，行业集中度相对较低，伴随着高速扩张，企业在初期较难快速实现盈利，与营收规模相关的PS不能完全体现出市场对于公司的预期。我们需要在运用PS的基础之上，考虑公司的规模扩张不会过度的以牺牲成本为代价，保障实现盈利以回报投资者，因此选择PE作为估值的补充指标，两者兼顾关注企业的规模成长和盈利价值。

#### ● 对消费增速下行时期企业治理体系的探究

纵观消费下行阶段中美零售公司的治理策略主要集中在以下层面：

①产品追求物美价廉，以更低的价格提供更高品质的商品；同时通过自有品牌凸显差异化；②依据消费者个性化需求，通过体验式消费提升消费者的满意度；全渠道无缝连接，线上线下并进协同发展；通过会员制度提升消费者的粘性和忠诚度；③承担社会责任，向员工提供福利促进人才与企业的双赢；通过环保和慈善的举措推进社会公益进步。

#### ● 配置建议

渠道层面，我们认为必选消费优于可选消费，具有规避零售行业风险的特征；与商品属性对应，重点推荐以超市为主的必选消费渠道。公司层面，建议通过PS估值体系为主要标尺，并补充结合利润转化率；同时关注标的公司在增速下行阶段是否采取切实有效的管理策略，构建和完善公司的竞争优势。通过对财务数据、经营数据以及公司战略的分析，我们看好家家悦(603708.SH)、永辉超市(601933.SH)、天虹股份(002419.SZ)、老凤祥(600612.SH)、周大生(002867.SZ)和苏宁易购(002024.SZ)的未来发展。

#### ● 风险提示

宏观层面中美贸易战加剧；零售行业层面社消增速持续下行；公司层面新零售推行/门店扩张等不及预期。

## 零售行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

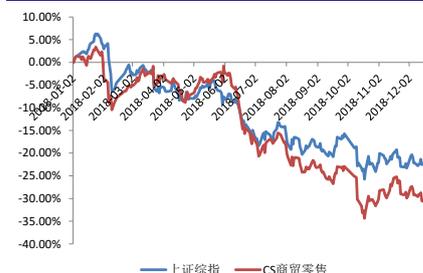
甄唯莹

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

### 行情走势

日期：2018.12.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 相关研究

《【银河零售\_李昂】百货零售业深度报告暨2018年中期投资策略：品质消费主升浪，百货渠道价值回归》

《【银河零售】2018年度行业策略专题报告\_新零售引领行业发展新阶段》



需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			18-20EPS
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	CAGR
家家悦	603708.SH	0.84	1.02	1.21	25	20	17	20.02%
永辉超市	601933.SH	0.16	0.22	0.30	48	34	25	36.93%
天虹股份	002419.SZ	0.75	0.88	1.03	15	13	11	17.19%
老凤祥	600612.SH	2.45	2.78	3.15	16	14	12	13.39%
周大生	002867.SZ	1.66	2.08	2.53	17	14	12	23.45%
苏宁易购	002024.SZ	0.75	0.34	0.51	14	31	21	-17.54%

资料来源: wind 一致预期, 中国银河证券研究院

## 目 录

<b>一. 社消总额增速下行，结构之中仍具亮点</b> .....	<b>3</b>
(一) 消费增速与 GDP 基本保持同周期变化趋势 .....	3
1.居民消费支出占总体 GDP 比例维持在较高水平 .....	3
2.人口老龄化趋势加重，就业人口数量增速放缓 .....	4
(二) 消费增速下行阶段整体零售市场虽表现分化，但仍不乏积极因素 .....	5
1.汽车类商品拖累整体增速，食品粮油等必需品消费相对表现优异 .....	6
2.东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待 .....	7
3.规模以下零售商市场庞大，增长潜力不容小觑 .....	8
4.人均可支配收入上涨，消费者信心回升，购买力呈现复苏态势 .....	8
<b>二. 从发达经济体的成熟经验来看，社消下行周期该如何进行渠道配置？</b> .....	<b>9</b>
(一) 行情走势回顾：必需品消费跑赢可选消费，大卖场与超市表现优于百货行业 .....	9
(二) 渠道份额变迁：超市渠道占有率逐年上升，百货渠道占有率逐年下降 .....	11
(三) 各渠道竞争格局：龙头效应显著，行业集中度逐步提升 .....	12
<b>三. 对消费增速下行阶段中零售行业估值体系的探究——如何选择零售企业？</b> .....	<b>15</b>
(一) 从拥有成熟零售市场经验的美国可以发现：PS 估值最优 .....	15
(二) 从我国实际情况出发，仍需考虑 PE 估值 .....	19
(三) PS 估值的延伸运用：寻找可以实现有效规模扩张的企业 .....	19
1.保持稳定向上的门店数量与增速，利于市场份额的有效扩张 .....	20
2.存货与应收账款周转更快，零售企业运营效率更高 .....	21
3.经营性现金流持续净流入，公司变现能力成熟稳定 .....	24
(四) PE 估值的延伸运用：衡量零售企业将规模效应货币化的能力 .....	26
<b>四. 对消费增速下行时期企业治理体系的探究——零售企业如何打造可持续的核心竞争力？</b> .....	<b>27</b>
(一) 产品： .....	28
1. “物美价廉”：有效提升商品品质，合理把控商品价格 .....	28
2.自有品牌商品凸显竞争的差异化 .....	29
(二) 服务： .....	30
1.落实个性化需求，体验式消费提升消费者满意度 .....	30
2.全渠道无缝连接，线上线下协同发展 .....	31
3.会员制有效提高消费者粘性，增强顾客的品牌忠诚度 .....	33
(三) 社会责任： .....	35
1.提供内部员工福利，促进人才与企业双赢 .....	35
2.对外贡献承担公益责任，推进环境、社区共同进步 .....	36
<b>五. 配置建议</b> .....	<b>37</b>
<b>六. 风险提示</b> .....	<b>37</b>
<b>附录：</b>	
(一) 估值指标的运用拓展：PB 和 PE 指标的结合 .....	38

---

(二) 股息率：持续分红代表对股东的投资回报水平，留存收益体现后期的成长性.....	39
(三) 美股零售公司的数据指标表现.....	44
1. 门店数量与增速.....	44
2. 同店增速与坪效.....	45
3. 存货与应收账款周转情况.....	46
4. 费用率.....	48
5. 净利率.....	48

## 一. 社消总额增速下行，结构之中仍具亮点

### (一) 消费增速与 GDP 基本保持同周期变化趋势

对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出，两者出现涨跌转折的时间点基本一致，增减变化大体保持相同的趋势。以 2008 年的全球金融危机为例，中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速均出现了不同程度的下滑，美国和日本甚至在 2009 年表现为负增长，尽管 2010 年同比增速回升，但此后持续显示出增速下行趋势。由此可以看出，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

图 1: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势

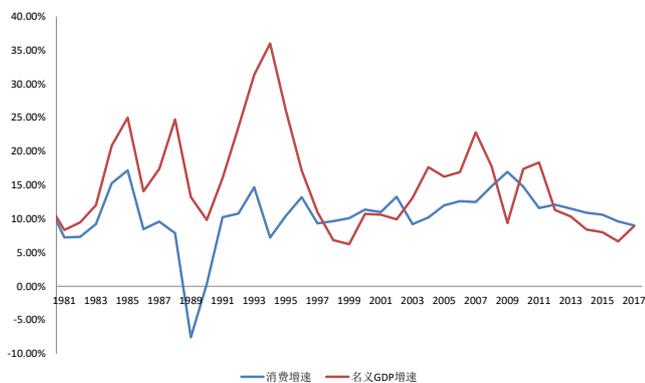
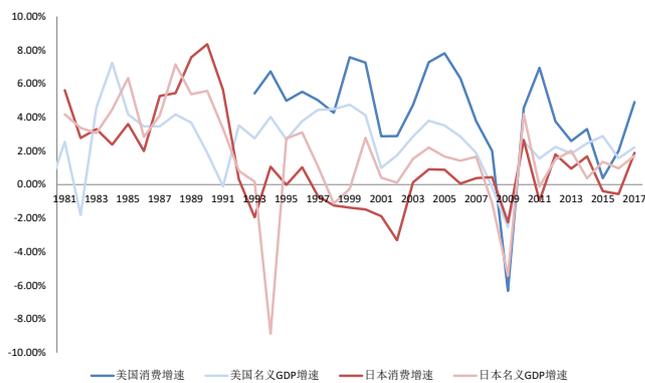


图 2: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

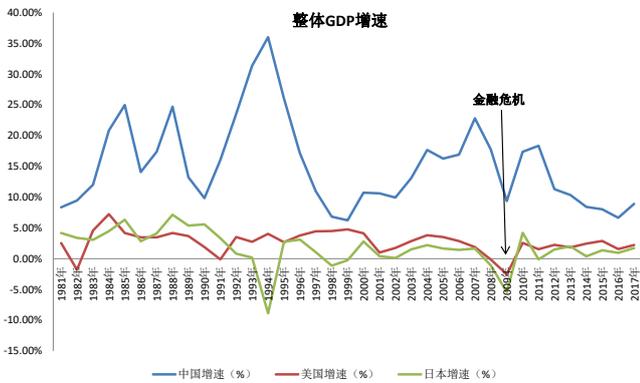
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

我们认为消费增速和 GDP 指标可以表现为相似的周期变动一方面是因为居民消费支出占总体 GDP 维持在较高水平，并呈现出缓慢上升趋势；另一方面由于人口数量、人口结构等因素可以对 GDP 和整体的消费水平产生相似的影响。

### 1. 居民消费支出占总体 GDP 比例维持在较高水平

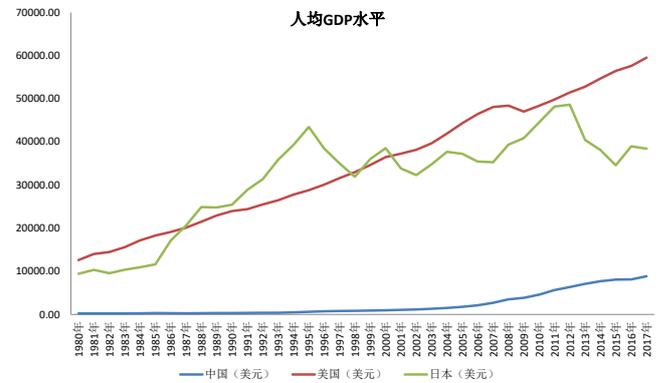
中国的 GDP 增速明显高于美日两国，但三个国家的整体 GDP 增速的变动趋势较为一致，2008 年金融危机之后均在下降后出现增速的回升。美国与中国的人均 GDP 都明显表现出逐年上升的态势，相比之下，日本的人均 GDP 水平有所放缓。同时中美两国的消费支出 GDP 逐年攀升，美国的居民消费 GDP 占比总体 GDP 比重维持在 60% 以上并向 70% 靠拢，中国前期有所滑落但自 2009 年开始占比开始缓慢上升恢复至 40% 左右；而日本居民消费 GDP 的增速表现不如中美两国，占比总体的比例即使在全球金融危机之后出现滑落，亦维持在 50% 以上。由此看出，无论 GDP 或是人均 GDP 的变化如何，居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平，居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。

图 3：中美日三国 GDP 增速 2016 年开始回暖



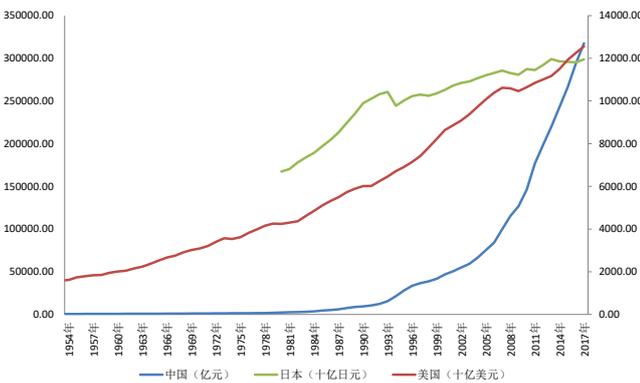
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美日人均 GDP 维持在高位，中美人均 GDP 逐步攀升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升

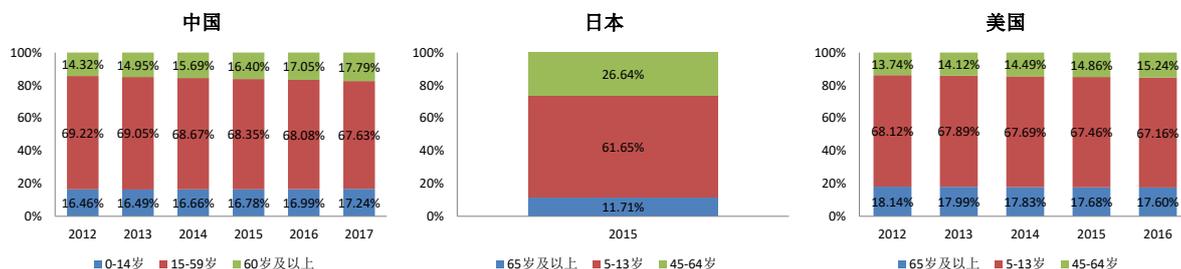


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2. 人口老龄化趋势加重，就业人口数量增速放缓

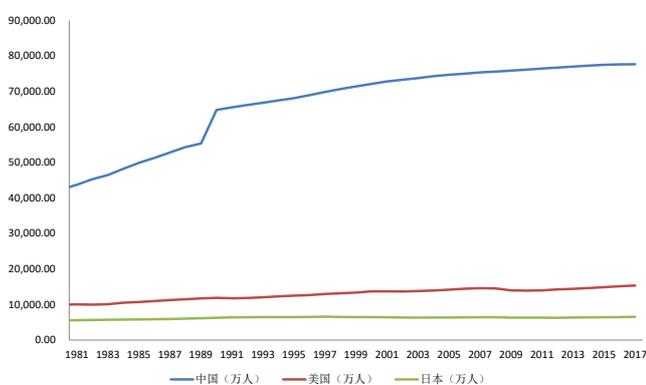
人口对于经济发展和消费带来的影响结果相似：其数量的不断扩张不仅是劳动力和生产力水平上升的基础，同时也是消费需求扩张的必要条件之一；近年来人口结构变化所带来的影响更为受到关注，老龄化趋势的加重一方面可能会拉低经济增长的潜力，另一方面会改变原有的消费能力水平和偏好。中美日三国的老年人口占比均明显呈现出逐年扩张的趋势，日本的老龄化人口占比超过 25% 相对更高，中美两国 60 岁/65 岁以上的人口占比也在向 20% 靠近；同时青年与中年人口合计占比减少，尽管就业人口数量在金融危机之后有所回升，但中国和美国的就业人口增速近年呈现出放缓趋势。

图 7：中美日三国人口结构变化趋势



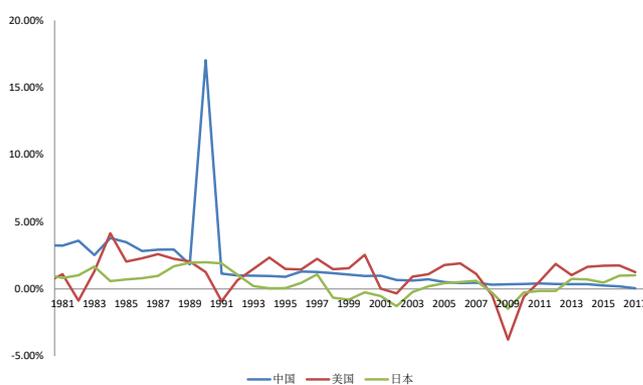
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：中美日三国就业人口数量变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：中美日三国就业人口增速变化趋势

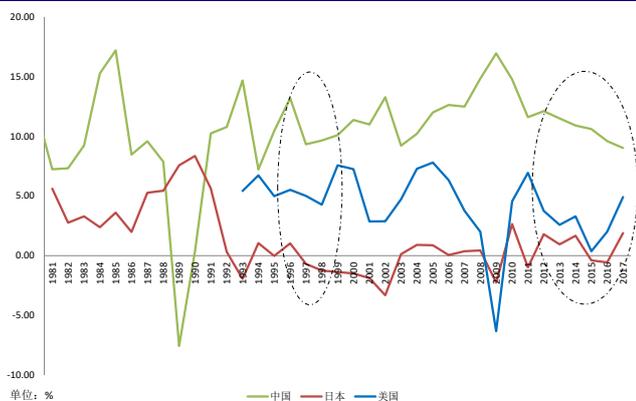


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二） 消费增速下行阶段整体零售市场表现分化，但仍不乏积极因素

自 1992 年开始，中国的消费增速就明显高于美国和日本的消费增速。1997-1998 年亚洲金融危机和 2008 年金融危机发生之后，系统性风险显著提升，三个国家的社零总额出现不同程度的回撤。但在 2008 年金融危机之后的几年中，美国和日本率先在 2015-2016 年开始出现回升加速的趋势，只有中国依旧保持社会消费品零售额增速下降的趋势。因此我们选定本次金融危机之后，排除 2008-2011 年期间系统性风险与阶段性反弹的影响，以 2011-2016 年为主要时间段，探究海外发展较好的细分零售板块以及表现突出的零售企业，总结其在消费增速下行时依旧可以保持稳定发展的优势所在，发掘归纳与之匹配的选股逻辑。

图 10：中美日三国零售额实际同比增速（考虑通货膨胀因素）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

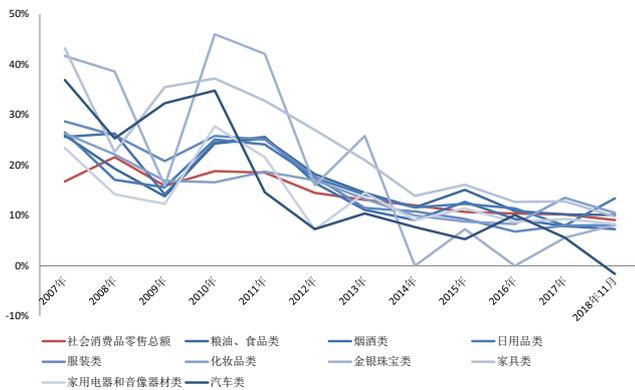
## 1. 汽车类商品拖累整体增速，食品粮油等必需品消费相对表现优异

从社会消费品零售的品类成分来看，各品类的零售额在 2009 年之后基本都表现为增速放缓趋势。其中，家具类产品持续保持增速高于总体增速水平；粮油、食品、日用品等必选品类表现次之，除 2009 年和 2014 年表现稍弱，剩余时间表现均优于总体水平；金银珠宝类在 2008 年危机之后表现异军突起，直至 2011 年表现都明显跑赢其他各品类，避险优势凸显；烟酒、服装、化妆品、电器等可选品类在 2013 年之前优于总体水平，但从 2013 年开始走弱跑输整体增速；汽车类表现自 2010 年起为最弱，持续跑输整体社零增速。

从贡献占比情况来看，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大（自 2010 起占比超过 10%）；截止 2016 年粮油、食品、日用品、化妆品和家具类商品的占比基本呈现上升趋势，烟酒、服装、黄金珠宝和电器类商品的比例自 2014 年开始便表现出下滑。

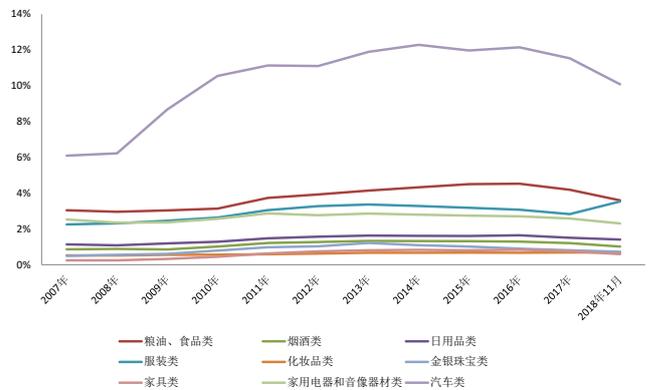
综合来看，一方面我国社零总体情况受汽车类产品拖累下滑，同时占比较高的服装类（占比约 3%）和电器类（占比超过 2.5%）表现亦不尽人意；另一方面，粮油食品类和日用品类（分别占比超过 4% 和 1.5%）虽表现相对优异，但难以撬动整体，拉升零售总额水平积极上涨。

图 11: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)



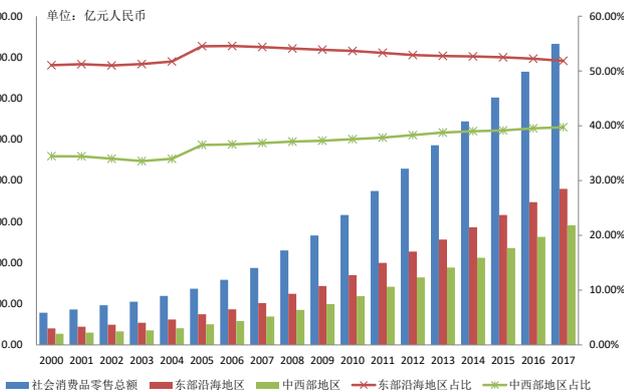
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待

从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50% 以上；浙江、福建、海南、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 57% 左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平；相比之下，辽宁省、天津市和上海市对消费增速的拖累较为明显，三者合计占比东部沿海地区近 18% 的消费零售额，分别于 2015/ 2014/ 2012 年开始同比增速不及 10%，其中辽宁省和天津市 2017 年的同比增速分别仅为 2.90% 和 1.70%，远不及全国的整体水平 10.20%。

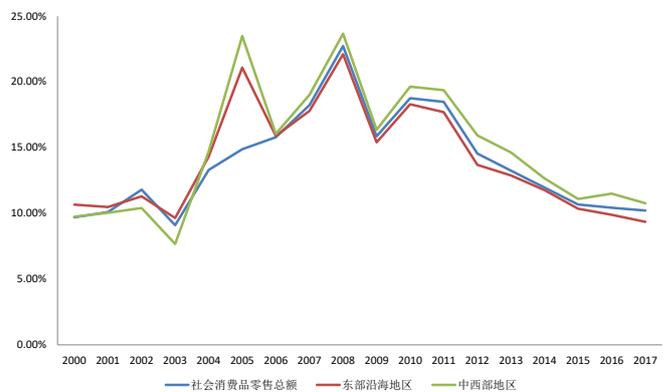
中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，2017 年的占比已接近 40%；其中中部地区占比约为 21%，西部地区占比剩余的 19%。中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川省的表现较为优异，2017 年同比增速高达 12%，贡献中西部地区约 12% 左右的零售额。

图 13: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注：根据地理位置划分，选取山东、河北、辽宁、江苏、天津、浙江、福建、上海、广东、海南 10 个省市合计为东部沿海地区；山西、河南、安徽、湖北、江西、湖南六个省份为中部地区，陕西、四川、云南、贵州、广西、甘肃、青海、宁夏、西藏、新疆、内蒙古、重庆十二个省、自治区和直辖市为西部地区，上述 18 个省市合计为中西部地区。

另注：由于各省市统计数据的公布频次之间存在时间差距，重庆、广西、内蒙古等贡献相对较大的省市最新统计数据为 2017 年 12 月，为统一衡量标准方便横向对比，故选取 2017 年年末作为最近的时间点。

### 3. 规模以下零售商市场庞大，增长潜力不容小觑

统计局社消数据具体品类划分的统计主要针对限额以上的单位，即年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业。从规模的角度来看，限额以上的单位占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势，2017 年的占比仅为 41.19%，2018 年 11 月份占比下滑至 35.49%，剩余的销售零售额贡献均来自于规模以下的单位企业。

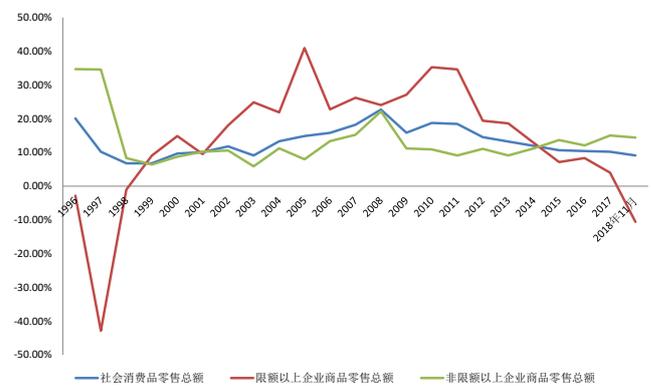
增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升，2017 年增速高达 15.04%，表现明显优于整体的 10.20%；2018 年 11 月社消总额累计增速下滑至 9.1%，同期规模以下企业增速维持在 14.4% 的高位。

图 15：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分规模）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分规模）



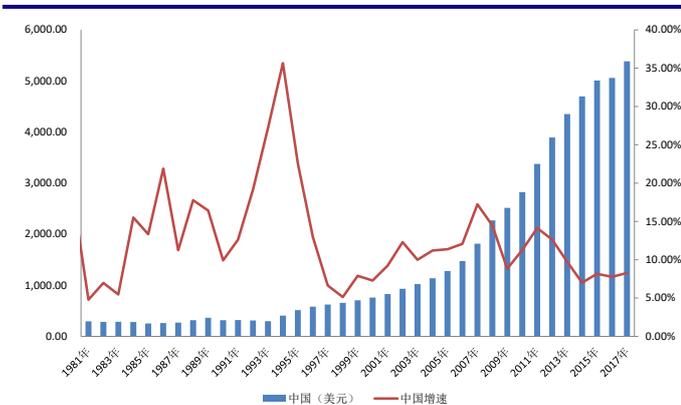
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 4. 人均可支配收入上涨，消费者信心回升，购买力呈现复苏态势

在物价水平平稳的环境之下，人均可支配收入和工资水平的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用，因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。我们通过数据可以观察到 2008 年金融危机之后，中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升，

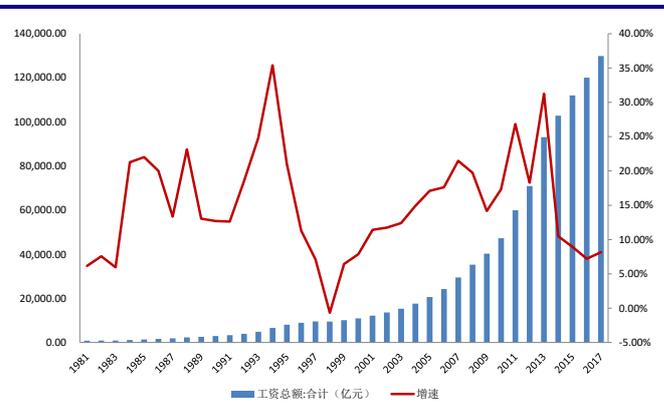
截至 2018 年 9 月的表现，消费者信心指数已接近历史的最高值水平。由此可见，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势，利于未来的消费发展。

图 17：中国人均可支配收入变化趋势



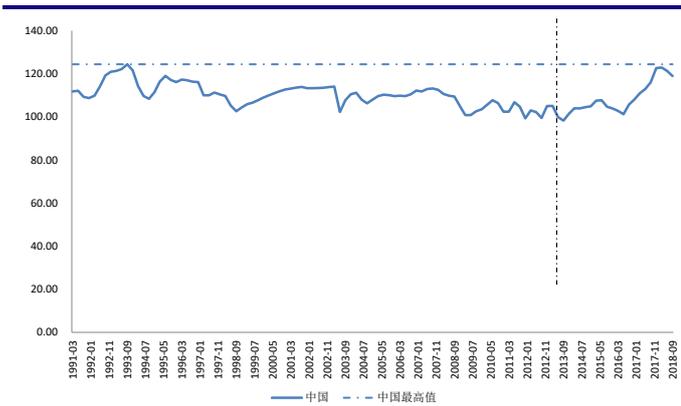
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：中国整体工资水平变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：中国消费者信心指数变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二. 从发达经济体的发展经验来看，社消下行周期中如何进行渠道配置？

### (一) 行情走势回顾：必需品消费跑赢可选消费，大卖场与超市表现优于百货行业

我们选取 GICS(标准普尔与摩根斯坦利公司制定的 Global Industry Classification Standard) 对消费行业进行分类，区分必选（日常）消费和可选消费。其中，日常消费与日常生活中最为

基本和必需的消费相关，主要包括食品饮料、超市板块的企业；可选消费对应生活质量的改善和提升，主要包括百货、家居、家电、汽车、旅游和文化传媒类的公司。

表 1：中美日三国行情指标选择

	中国	美国	日本
大盘指标	沪深 300 (000300.SH)	S&P 500 (SP500.SPI)	SPTOPIX (SPTOPIX.SPI)
必选消费	沪深 300 消费 (000912.SH)	Consumer Staples (SP50030.SPI)	Consumer Staples (SPTOPIX30.SPI)
	大卖场与超市指数 (882476.WI)		
可选消费	沪深 300 可选 (000911.SH)	Consumer Discretionary (SP50025.SPI)	Consumer Discretionary (SPTOPIX25.SPI)
	百货商店指数 (882467.WI)		

资料来源：中国银河证券研究院整理

注：由于亚马逊 (AMZN.O) 所经营的范围更适合于日常消费，因此数据处理将其从可选移至必需消费分类。

从复盘指数走势可以看出，自 2009 年起，美国大盘总体走势与必需消费板块均呈现出回升趋势，尤其是必选消费板块自 2016 年开始加速上升，2017 年后明显跑赢可选消费板块；2011-2016 年期间，大盘指数、必需消费和可选消费的五年复合增长率分别为 12.36%/ 14.97%/ 15.34%；2016 至今必需消上涨约 75%，而可选消费下跌近 30%。

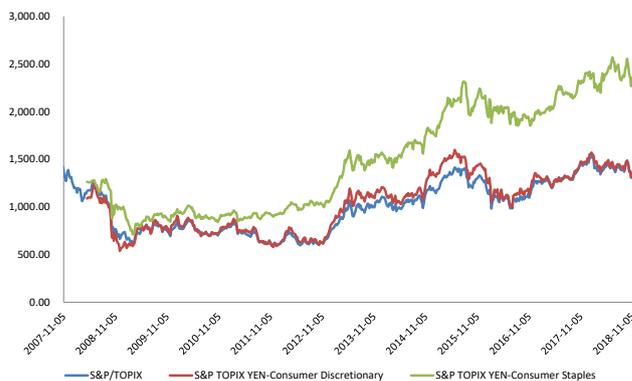
日本的可选消费走势与大盘整体基本一致，仅在 2013-2016 年内轻微优于大盘；2008 年金融危机之后，必需消费开始走强，在波动中保持稳健的上升趋势，且逐渐拉开与可选消费以及大盘指数之间的差距，优势较为突出。2011-2016 年期间，大盘指数、必需消费和可选消费的五年复合增长率分别为 10.41%/ 17.14%/ 11.20%。

图 20：美国行情走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 21：日本行情走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从产品分类来看，中国的必选消费走势明显强于可选消费，同时消费的两个指数均跑赢大盘的整体水平；从渠道角度来看，与必需消费对应的大卖场与超市指数表现亦优于与可选消费对应的百货商店指数。2011-2016 年期间，大盘指数、必需消费和可选消费的五年复合增长率分别为 1.36%/ 4.74%/ 3.97%，大卖场与超市、百货商店的五年复合增长率分别为 5.96%/ 4.03%；2017 年至今，沪深 300 消费指数大涨超过 30%，而 300 可选下跌近 10%。

图 22：中国行情走势（沪深 300/300 可选/300 消费）

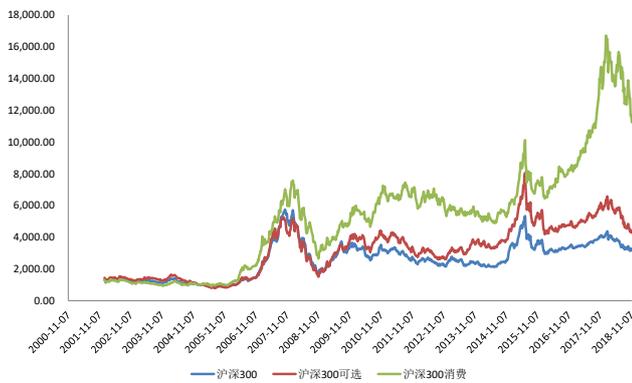
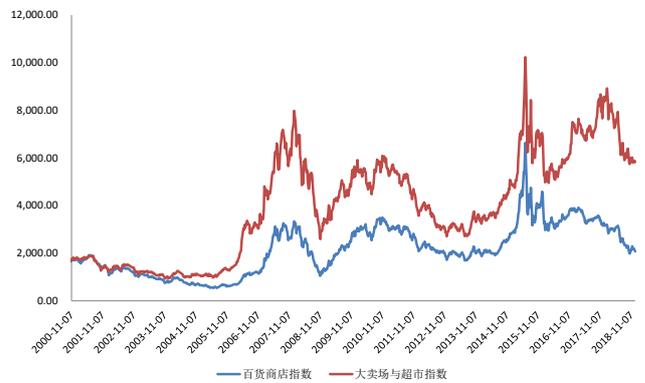


图 23：中国行情走势（百货/大卖场及超市指数）



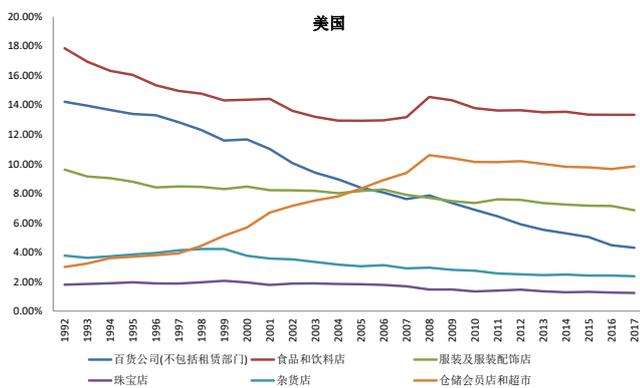
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）渠道份额变迁：超市渠道占有率逐年上升，百货渠道占有率逐年下降

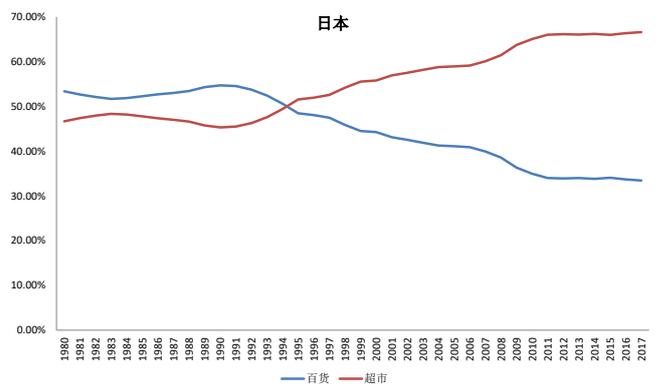
从细分渠道的销售额情况来看，2008 年以后美国仓储会员店和超市渠道销售额占比走势较为平缓，维持在 10%-12% 的较高水平，表现仅次于餐饮行业的食品饮料店（已逐年下滑至 14% 左右）；百货渠道的销售额占比明显呈现出逐年下降的趋势，在 2005 年超市渠道的零售额占比已经超过百货，截止 2017 年百货渠道的占比仅为 6% 左右。日本大规模零售的超市销售额占比与百货表现为反向相关，1995 年超市业态的发展便超过百货，截止 2017 年超市的占比一路攀升至约为百货的两倍。

图 24：美国零售各行业销售额占比情况变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 25：日本零售各行业销售额占比情况变化趋势

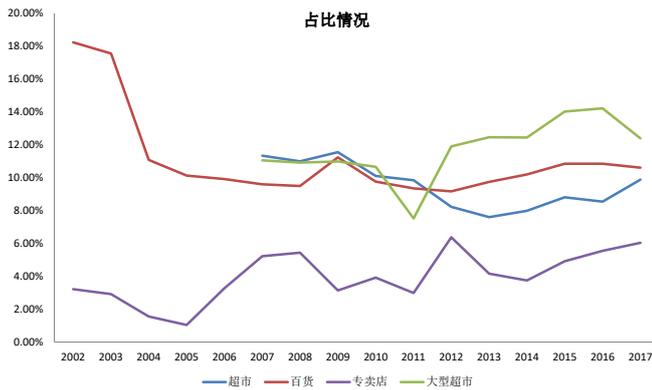


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

与美国和日本的行业表现相似，中国的超市渠道零售额维持占据较高的行业份额，其中大型超市的占比明显更高，2011 年开始超市和大型超市占比合计逐步从 20% 上升至 25% 左右，

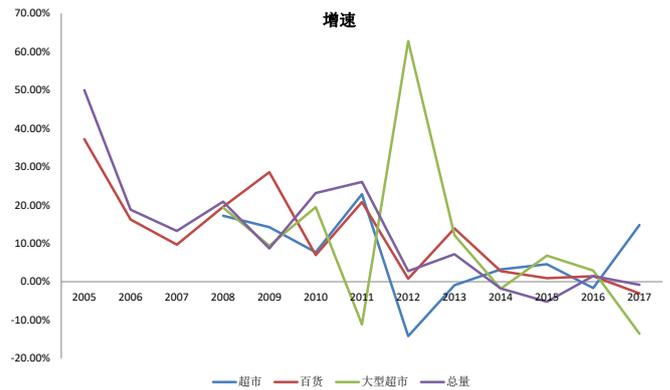
相比之下百货维持在 10%左右，但 2016 年开始大型超市的销售额占比有下滑趋势，普通超市份额逐渐回升；从增速来看，自 2012 年开始尽管行业的整体增速处于放缓阶段，大型超市在 2012 年经历了远超行业水平的大幅增长，后期由于基数较大，增速有所下滑；普通超市渠道增速自 2013 年逐步提升，在 2017 年行业整体的销售额增速都出现下滑的时候普通超市渠道依旧保持正增长趋势，同比增速高达 14.77%。

图 26：中国零售各行业销售额占比情况变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 27：中国零售各行业销售额增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：其中大型超市定义为面积在 2500 平方米以上的超市；而传统超市的面积大多集中在 1500 平方米以内。

### (三) 各渠道竞争格局：龙头效应显著，行业集中度逐步提升

美国百货行业整体下行的时候，龙头公司的市场份额均呈现上升趋势，特别是劳氏公司，相对份额占比最大且维持在 40%左右，表现明显优于其他公司；梅西百货和柯尔百货表现略差，相对市场份额出现了不同程度的下滑，TJX 在 2013 年一举超过梅西百货。超市板块内的沃尔玛和塔吉特相对市场份额有所下降，但沃尔玛的销售额相对份额依旧保持明显优势水平，维持在 60%左右，远超其他超市品牌；好市多和克罗格持续表现出上升趋势，相对市场份额向 15%左右靠拢。

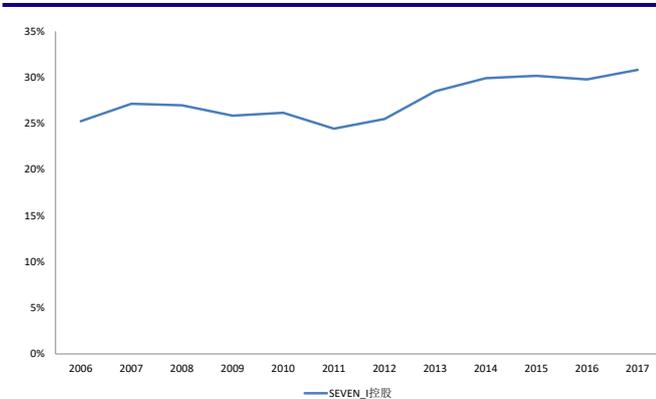
图 28：美国百货行业龙头公司相对市场份额变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

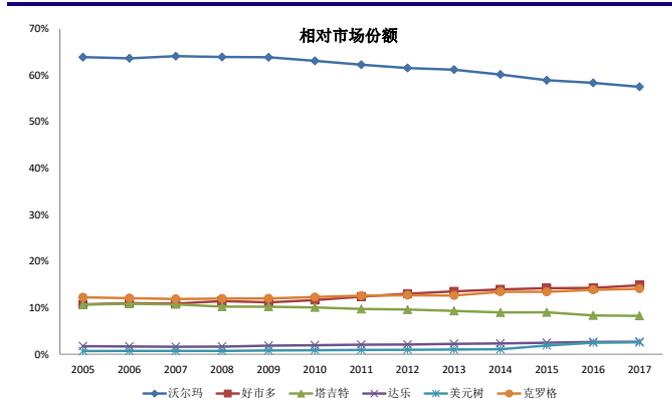
对于日本零售行业的龙头公司（除百货行业的 J.零售前线），无论其所在子行业的发展如何，基本都处于市场份额稳健上升的状态。其中涉及便利店、超市、专卖店、百货等诸多业态经营的 SEVEN & I 控股占日本总体零售额份额稳定上升至 30% 左右；超市龙头永旺集团份额上升速度相较其他公司较为明显，超市行业市场份额占比从 2011 年的 40% 左右攀升至 2017 年的 65% 左右；相较之下，百货行业的三越伊势丹和高岛屋增幅较小，总体表现稳定。

图 30：日本全行业龙头公司市场份额变化趋势



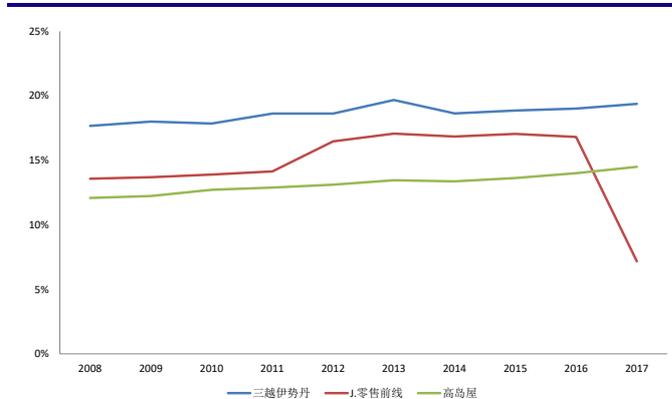
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29：美国超市行业龙头公司相对市场份额变化趋势



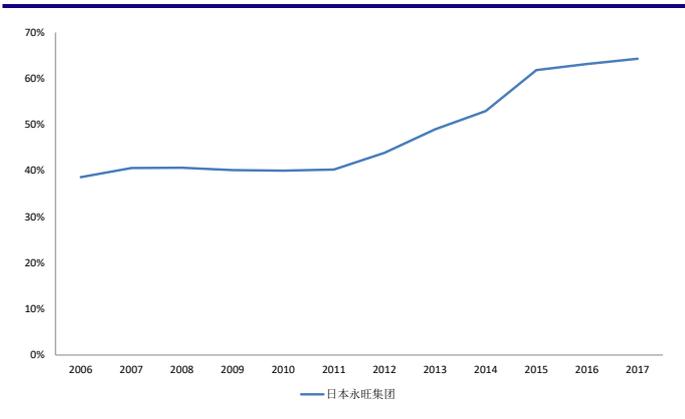
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 31：日本百货行业龙头公司市场份额变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

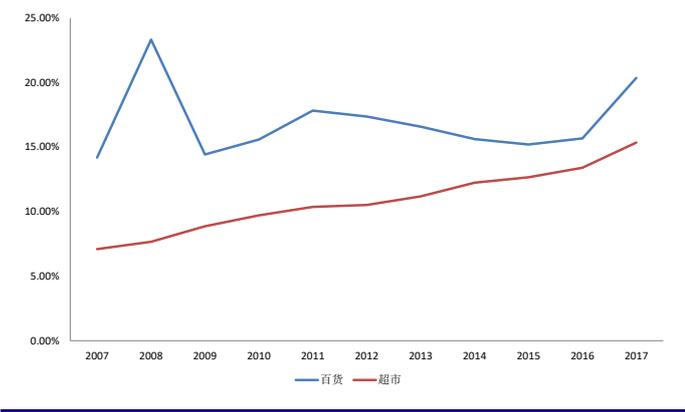
图 32：日本超市行业龙头公司市场份额变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

中国的百货和超市行业集中度都呈现出稳步提升趋势，2008 年百货行业占比突然大幅提升是由于当年百货行业总体销售额大幅下滑但是龙头公司增速稳定不减。

图 33：中国百货和超市行业龙头公司市场份额总和变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 在各渠道中初筛值得关注的龙头标的

综合考虑最新的市值体量进行龙头公司的筛选，百货中所选定表现较好的公司近 13 年的市占率均高于 1%，其中供销大集市值最大，但之前表现较为平庸不足 1%，2017 年市占率大幅上升至 2.13%。超市中三江购物市占率自 2008 年开始逐年下滑后毫无起色且最新的市占率不足 0.5%，因此剔除；安德利自身处于上升阶段，但最新市占率仅为 0.21%，体量较小因此也不做包含。连锁行业由于缺乏整体数据，且可进一步细分为黄金珠宝、化妆品、家电家具等板块，因此仅参考其自身体量规模做初步筛选。

表 2：标的公司初步筛选

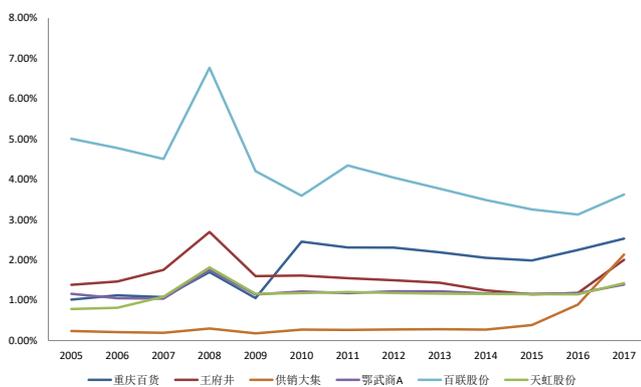
百货类	超市类	专业连锁类
重庆百货(600729.SH) 王府井(600859.SH)	家家悦(603708.SH)	新华都(002264.SZ) 苏宁易购(002024.SZ) 上海家化(600315.SH)

供销大集(000564.SZ) 鄂武商(000501.SZ) 永辉超市(601933.SH) 红旗连锁(002697.SZ) 老凤祥(600612.SH) 周大生(002867.SZ)  
新世界(600628.SH) 合肥百货(000417.SZ) 中百集团(000759.SZ) 步步高(002251.SZ) 潮宏基(002345.SZ)  
百联股份(600827.SH) 天虹百货(002419.SZ)

资料来源：中国银河证券研究院整理

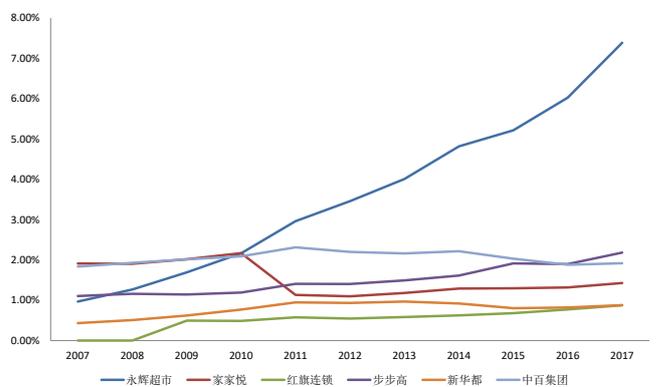
百货行业中所选公司在2008年和2010年分别达到两次行业集中度的阶段峰值,2011-2016年普遍处于市占率下降状态,2016-2017年开始回升;其中百联股份市场份额较大。超市行业中,永辉超市一枝独秀持续保持市场份额的高速增长,且2011年之后逐步与其他超市拉开较大差距;家家悦、红旗连锁和步步高自2013年后也持续扩大市场份额占比。

图 34：中国百货行业龙头公司市场份额变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 35：中国超市行业龙头公司市场份额变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 三. 对社消增速下行阶段中零售行业估值体系的探究—— 如何选择零售企业

#### (一) 从拥有成熟零售市场经验的美国可以发现：PS 估值最 优

PE 是目前 A 股较为广泛应用的估值指标之一,但从美股中零售企业的实际数据表现来看,所选样本公司中包括互联网线上渠道(亚马逊)、百货渠道(罗斯百货、梅西百货等)、超市渠道(沃尔玛、好市多等)、个护化妆品(宝洁、雅诗兰黛等)、专卖店(百思买、蒂芙尼等)都表现出相同情况,即 PS 和 PB 与公司市值走势的契合度远高于 PE。

表 3：美国估值指标与市值走势的相关性（最高为红色，最低为绿色）

所属行业	证券代码	证券简称	PE(TTM)	PB(LYR)	PS(TTM)
与市值相关性					
互联网与直销零售	AMZN.O	亚马逊	8.23%	71.38%	90.97%

大卖场与超市	WMT.N	沃尔玛	60.12%	80.83%	74.16%
个人用品	PG.N	宝洁公司	61.02%	85.20%	85.47%
大卖场与超市	COST.O	好市多	87.78%	97.76%	97.41%
百货商店	LOW.N	劳氏公司	77.11%	94.65%	96.09%
服装零售	TJX.N	TJX	85.43%	95.02%	95.86%
个人用品	CL.N	高露洁	73.62%	-37.50%	95.84%
个人用品	EL.N	雅诗兰黛	77.36%	85.53%	98.00%
综合货品商店	TGT.N	塔吉特	-35.51%	73.88%	94.48%
服装零售	ROST.O	罗斯百货	87.17%	90.83%	97.66%
个人用品	KMB.N	金佰利	57.14%	-50.31%	96.99%
食品分销商	SYN.N	西斯科	79.82%	85.45%	90.84%
综合货品商店	DG.N	达乐	-40.89%	94.56%	82.16%
食品零售	KR.N	克罗格	-20.26%	88.87%	90.61%
综合货品商店	DLTR.O	美元树	45.75%	17.72%	28.41%
电子产品零售	BBY.N	百思买	35.72%	82.39%	96.52%
专卖店	ULTA.O	ULTA 美妆	-23.31%	73.89%	76.41%
专卖店	TIF.N	蒂芙尼	59.93%	87.73%	94.51%
百货商店	KSS.N	柯尔百货	63.72%	83.92%	97.92%
休闲用品	HAS.O	孩之宝	68.59%	97.72%	98.25%
百货商店	JWN.N	诺德斯特龙	47.58%	15.60%	77.71%
百货商店	M.N	梅西百货	48.16%	92.24%	99.66%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

对比之下, PS 的优势主要体现在: ①与企业的销售额挂钩, 具体可以转化为零售企业的规模, 公司通过门店数量的扩张或是更高的坪效等经营状况的提升可以获取更高的销售额收入; ②销售额更多的是公司经营规模的外在表现, 需要更多的消费者到店进行消费或是在线下单才能确认产生, 公司只能通过不断地优化自身来吸引顾客; 而净利润可以通过节约成本等途径实现, 因此单看净利增长不足以体现公司规模持续的成长性; ③可以排除非经常性损益带给净利润的影响, 政府的补贴、门店等固定资产的处置等因素都有可能对最终的归母净利润产生较大的偏差。

PB 的优势主要体现在净资产在短期内不容易发生较大的波动, 零售类企业大多固定资产占比较高, 门店及商品存货等资产在较长的时间范围内不会突然变化, 账面价值相对较为稳定。

从 A 股指数行情和估值指标的具体走势来看, CS 商贸零售行业总体以及 CS 百货、CS 连锁行业表现与其 PS 变化趋势较为契合, 但 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平, 属于被市场低估的阶段。CS 超市行业表现与 PS、PE 都呈现出一定的契合, 其中 PS 表现更佳; 最新的 PE 和 PB 低于历史平均水平, 但 PS 略高于历史均值。

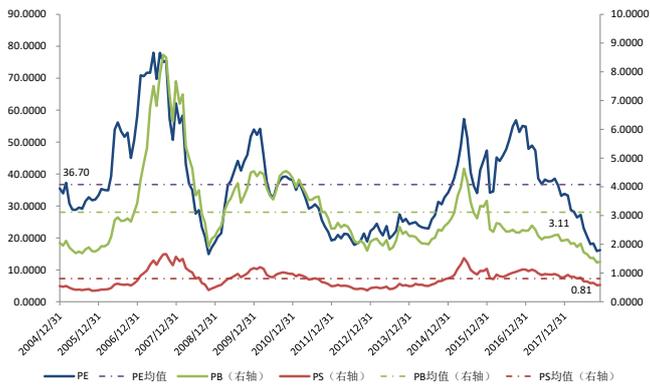
表 4: 行业表现和估值指标情况汇总

		指数	PB	PS	PE
CS 商贸零售	2004.12.31 数据	1000.0000	2.0470	0.5440	35.4957

	2018.11.30 数据	3839.4141	1.3919	0.5851	16.1820
	当月数据对应历史百分位	46.10%	1.10%	29.50%	1.70%
	相对涨跌幅	283.94%	-32.00%	7.56%	-54.41%
CS 百货	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7739	0.8368	53.4326
	2018.11.30 数据	3268.0653	1.3229	0.7740	16.6799
	当月数据对应历史百分位	42.00%	1.10%	28.40%	8.80%
	相对涨跌幅	226.81%	-25.42%	-7.50%	-68.78%
CS 超市	2004.12.31 数据	1000.0000	1.7149	0.3466	29.1656
	2018.11.30 数据	3397.3560	2.0952	0.6283	36.7678
	当月数据对应历史百分位	57.30%	24.80%	47.30%	43.70%
	相对涨跌幅	239.74%	22.18%	81.28%	26.07%
CS 连锁	2004.12.31 数据	1000.0000	2.9010	0.6368	56.8370
	2018.11.30 数据	6726.5675	1.3341	0.6349	13.0364
	当月数据对应历史百分位	48.50%	0.50%	23.60%	0.50%
	相对涨跌幅	572.66%	-54.01%	-0.30%	-77.06%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: CS 商贸零售行业指数与估值指标



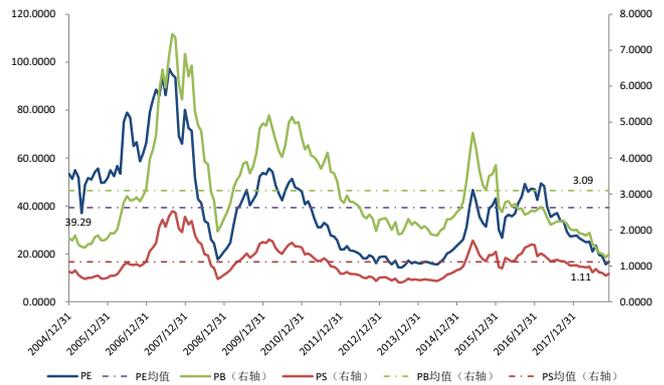
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: CS 超市行业指数与估值指标



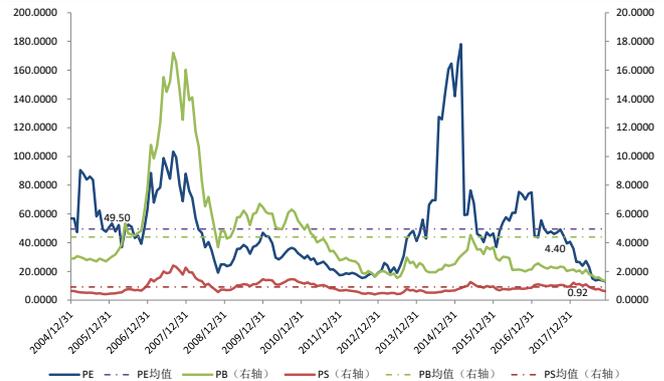
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: CS 百货行业指数与估值指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: CS 连锁行业指数与估值指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

对国内的标的公司进行美股公司相同的处理，国内的公司基本满足 PS 最优，PB 和 PE 与市值的变化趋势相关性较弱；分行业来看，超市行业中的公司相对更适应使用 PS 进行估值。由此可见，我们更适合通过 PS 估值指标对标的公司进行相对估值，超市板块的表现相对其他子行业更为成熟理性。

表 5：中国估值指标与市值走势的相关性（最高为红色，最低为绿色）

所属行业	证券代码	证券简称	PE(TTM)	PB(LYR)	PS(TTM)
			与市值相关性		
超市	1	603708.SH 家家悦	45.17%	54.57%	89.37%
	2	603031.SH 安德利	96.38%	94.66%	99.80%
	3	002264.SZ 新华都	-8.75%	2.13%	32.23%
	4	601116.SH 三江购物	91.53%	70.78%	98.92%
	5	601933.SH 永辉超市	15.61%	-5.99%	31.27%
	6	002697.SZ 红旗连锁	93.33%	76.56%	91.35%
	7	000759.SZ 中百集团	-5.73%	45.81%	60.65%
	8	002251.SZ 步步高	60.97%	-17.88%	20.95%
百货	1	600729.SH 重庆百货	-7.99%	-3.62%	-9.77%
	2	600859.SH 王府井	60.91%	51.88%	60.83%
	3	600280.SH 中央商场	12.24%	61.14%	94.48%
	4	600785.SH 新华百货	55.30%	53.71%	54.74%
	5	601366.SH 利群股份	98.12%	91.17%	98.94%
	6	000564.SZ 供销大集	67.54%	40.98%	74.92%
	7	600858.SH 银座股份	-10.18%	62.98%	40.36%
	8	603101.SH 汇嘉时代	98.09%	94.64%	99.23%
	9	600723.SH 首商股份	44.02%	45.74%	19.76%
	10	002561.SZ 徐家汇	93.56%	70.81%	97.72%
	11	603123.SH 翠微股份	83.00%	25.59%	88.31%
	12	600697.SH 欧亚集团	-5.20%	4.85%	-12.23%
	13	000501.SZ 鄂武商 A	-4.05%	-7.03%	23.10%
	14	600628.SH 新世界	44.56%	61.17%	84.53%
	15	000417.SZ 合肥百货	9.61%	44.12%	66.12%
	16	002277.SZ 友阿股份	43.09%	-3.80%	34.53%
	17	600827.SH 百联股份	-9.05%	-1.76%	90.71%
	18	002419.SZ 天虹股份	80.55%	54.44%	85.90%
家电连锁	1	002024.SZ 苏宁易购	44.14%	-15.56%	8.69%
日用化妆品	1	603605.SH 珀莱雅	95.94%	6.91%	98.40%
	2	600315.SH 上海家化	8.12%	8.47%	73.24%
	3	300740.SZ 御家汇	97.55%	91.90%	87.97%
黄金珠宝	1	000587.SZ 金洲慈航	30.67%	56.69%	-41.10%
	2	600086.SH 东方金钰	-45.82%	9.60%	-24.82%
	3	000026.SZ 飞亚达 A	51.40%	25.11%	21.28%
	4	002345.SZ 潮宏基	52.83%	3.73%	16.27%

	5	600612.SH	老凤祥	-52.41%	-13.17%	16.25%
	6	002721.SZ	金一文化	-11.03%	58.24%	71.55%
	7	603900.SH	莱绅通灵	79.78%	68.74%	92.07%
	8	002867.SZ	周大生	41.95%	6.03%	54.31%
电商	1	002127.SZ	南极电商	-7.03%	69.32%	84.83%
	2	002640.SZ	跨境通	2.64%	62.69%	-13.30%
其他连锁	1	603214.SH	爱婴室	98.64%	99.13%	99.26%
	2	600415.SH	小商品城	83.48%	39.70%	77.96%
	3	600122.SH	宏图高科	14.92%	6.52%	68.69%
一般零售	1	002094.SZ	青岛金王	-9.19%	50.72%	29.30%
贸易	1	600735.SH	新华锦	21.61%	45.35%	97.15%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 从我国实际情况出发, 仍需考虑 PE 估值

对比中美的估值指标可以发现, 即使 PS 是零售行业所需较为合适的估值指标, 目前我国的指标拟合度水平和国外的水平之间仍然存在一定的差距。考虑到国外的零售行业发展更为成熟, 龙头优势明显, 盈利水平和商业模式相对稳定, 因此与营收规模相关的 PS 更容易体现出市场对于公司的预期; 而我国的零售行业相较之下尚处于成长阶段, 行业集中度相对较低, 伴随着企业高速扩张, 新开门店或是新增业态在运营初期成本投入较大, 较难快速实现盈利, 可能会出现净利润为负的情形。我们需要在运用 PS 的基础之上, 考虑公司的规模扩张不会过度的以牺牲成本为代价, 保障实现盈利以回报投资者, 因此选择 PE 作为估值的补充指标。

表 6: 中美零售行业估值指标与行情相关性对比

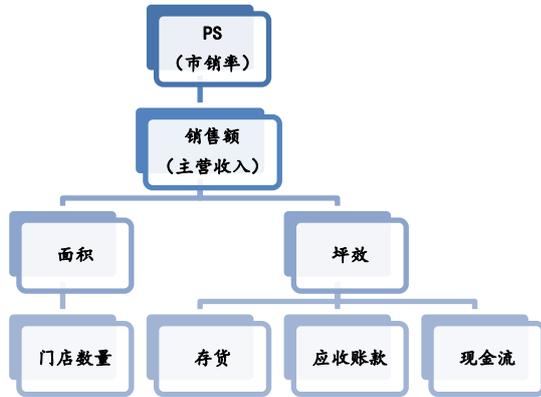
	PE(TTM)	PB(LYR)	PS(TTM)	PE(TTM)	PB(LYR)	PS(TTM)
<b>美国</b>						
平均值	45.65%	68.52%	88.91%			
市值加权平均值	37.71%	73.04%	88.43%			
中位数	60.03%	85.33%	95.18%			
<b>中国</b>			<b>中美差值</b>			
平均值	38.68%	38.84%	56.33%	6.96%	29.68%	32.58%
市值加权平均值	33.07%	19.76%	43.70%	4.64%	53.28%	44.73%
中位数	44.02%	45.74%	68.69%	16.01%	39.59%	26.49%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (三) PS 估值的延伸运用: 寻找可以实现有效规模扩张的企业

我们主要考虑与零售企业销售额规模相关的经营指标与财务指标，列举如下：

图 40：PS 估值指标的架构拆分

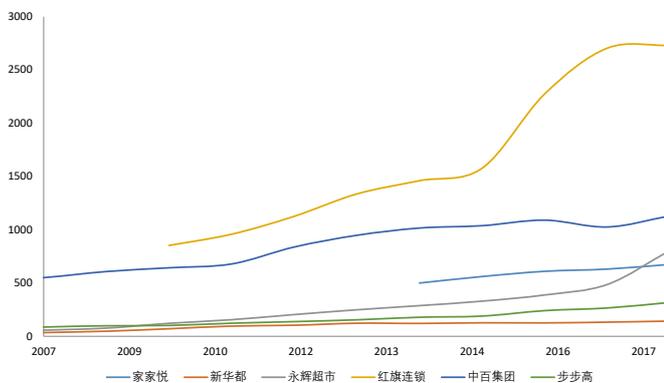


资料来源：中国银河证券研究院整理

## 1. 保持稳定向上的门店数量与增速，利于市场份额的有效扩张

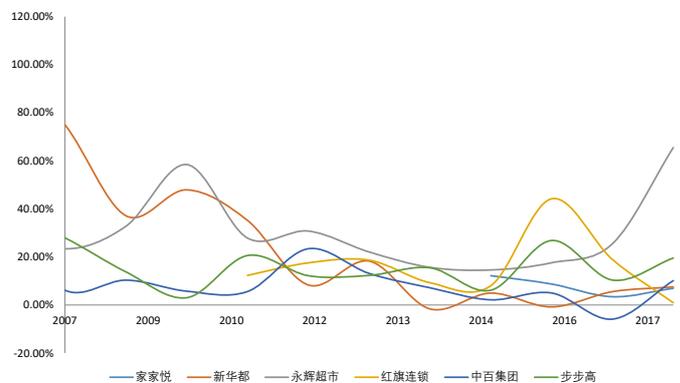
市场份额的扩张需要持续稳定的新增门店作为发展的基础。中国超市板块中红旗连锁门店数量优势明显，但今年门店增速明显下滑；永辉超市的门店数量和增速情况优于其他超市品牌；家家悦和步步高持续保持较为稳定的门店增速。百货板块中王府井和天虹股份门店扩张的趋势较为平稳向上。专业连锁板块中，苏宁易购、潮宏基、老凤祥和周大生门店数量不断扩张，保持较为健康的增速；其中苏宁易购的门店数量激增主要是因为门店数量的统计口径发生变化，如果排除 2215 家加盟直营店的影响，其 2017 年的门店增速为 9.14%，和前期相比依旧处于较高的水平。随着门店数量的稳步增长，上述公司未来的市场份额扩张可期。

图 41：中国超市行业龙头公司门店数量变化趋势



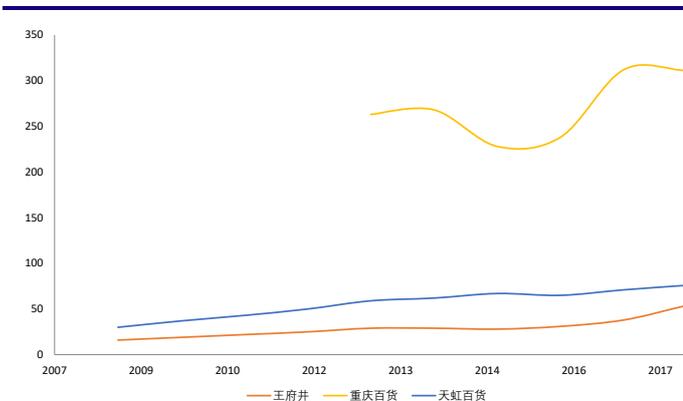
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 42：中国超市行业龙头公司门店数量增速变化趋势



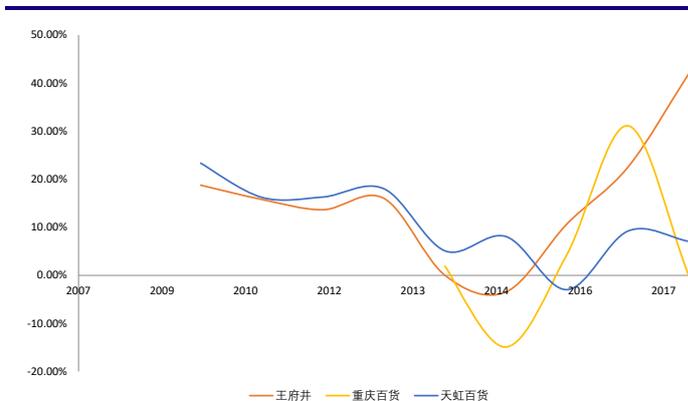
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 43：中国百货行业龙头公司门店数量变化趋势



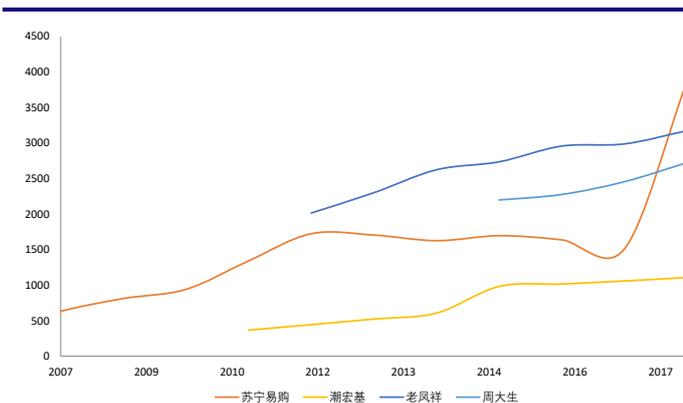
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 44：中国百货行业龙头公司门店数量增速变化趋势



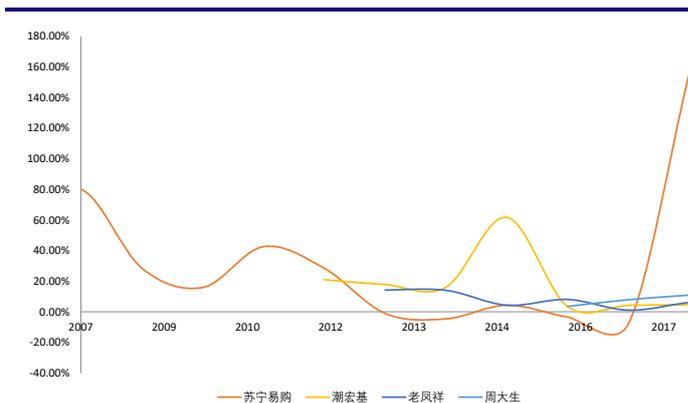
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45：中国专业连锁行业龙头公司门店数量变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 46：中国专业连锁行业龙头公司门店数量增速变化趋势



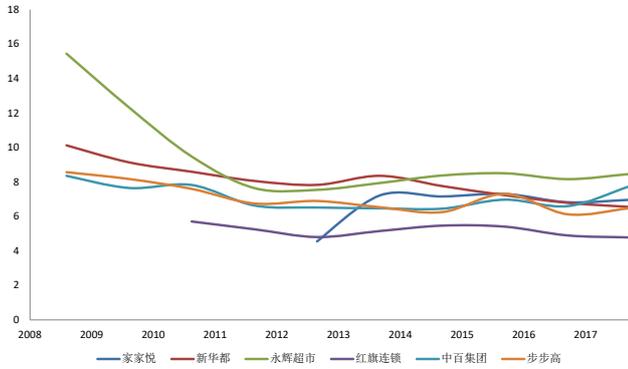
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2. 存货与应收账款周转更快，零售企业运营效率更高

由于零售企业通常涉及占比相对较高的商品存货，以及赊销垫付的销售方式，因此资产中主要需要考虑存货和应收账款的运营情况以判断企业的回款能力。一方面我们希望公司保持较快的存货周转率和应收账款周转率；同时公司不能以牺牲库存数量、减少应收账款为代价来换取更快地周转效率，而是通过改善经营实现高效。

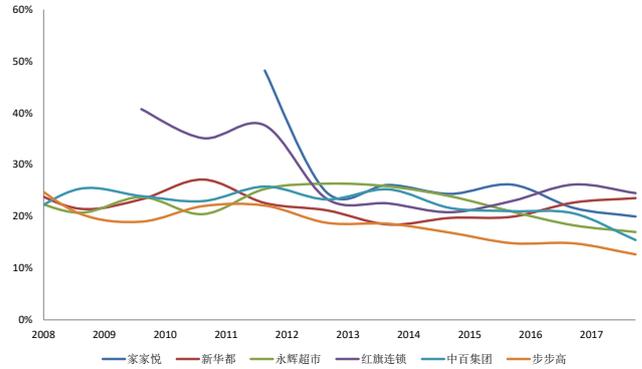
我国零售行业超市板块中永辉超市存货周转明显较快，中百集团、家家悦、步步高呈现上升趋势，红旗连锁处于相对劣势地位；百货板块中王府井的存货周转率明显高于其他公司，新世界和百联股份的存货周转率有提升的趋势；专业连锁板块中，苏宁易购的存货周转率有逐渐转好的回升趋势，老凤祥和上海家化一致维持在相对较高的水平。结合存货占比资产情况来看，永辉超市、家家悦、新华都、重庆百货、天虹百货、王府井、合肥百货、百联股份、老凤祥和苏宁易购的表现更好一些。

图 47：中国超市行业龙头公司存货周转率变化趋势



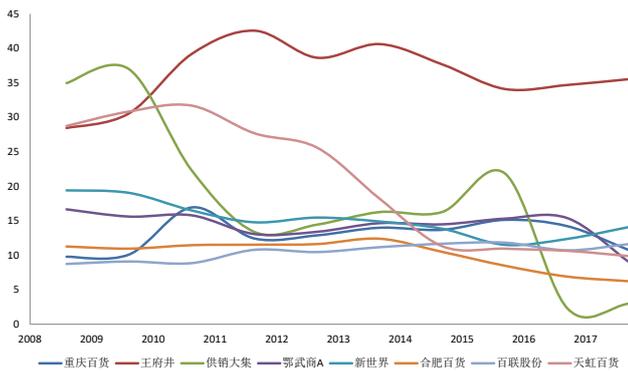
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48：中国超市行业龙头公司存货占比资产变化趋势



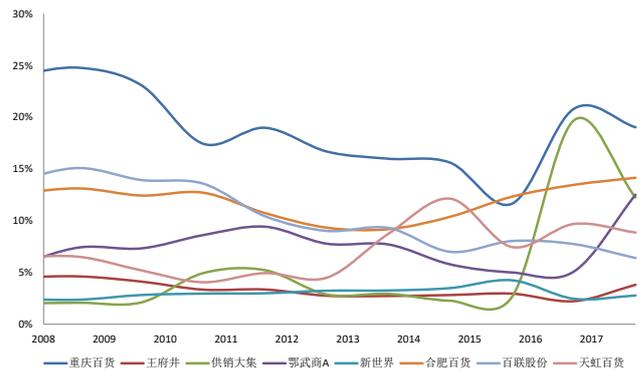
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 49：中国百货行业龙头公司存货周转率变化趋势



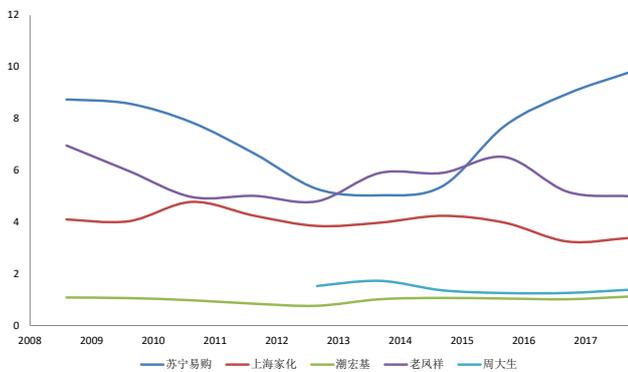
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 50：中国百货行业龙头公司存货占比资产变化趋势



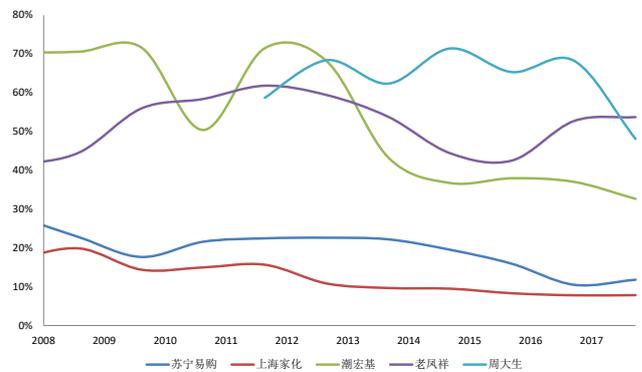
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 51：中国专业连锁行业龙头公司存货周转率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 52：中国专业连锁行业龙头公司存货占比资产变化趋势

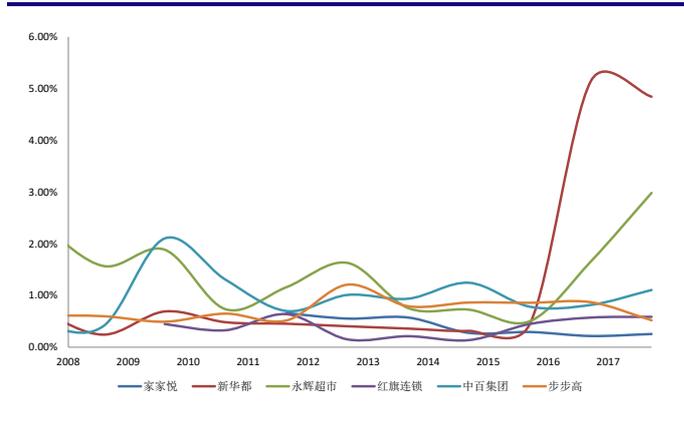
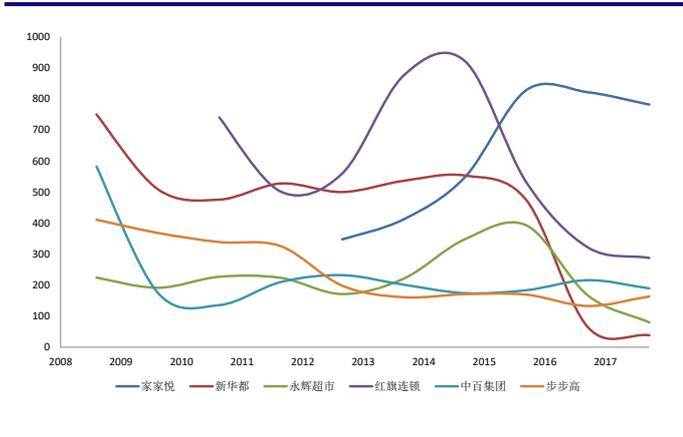


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从应收账款周转率的角度来看,超市板块中家家悦、红旗连锁、新华都前期处于较高水平,但总体所有公司都呈现下降趋势,2016年后只有家家悦维持在较高周转率水平上;百货板块中鄂武商持续走高,天虹百货在2016年后略有提升,其他公司都维持在较低水平;专业连锁板块中苏宁易购和老凤祥相对周转较快,但仅有周大生的周转情况出现轻微提升的态势。结合应收账款占比资产情况来看,超市和百货主要特征表现为应收账款减少因此周转率随之上升,相较而言新华都、永辉超市、重庆百货、天虹股份、鄂武商表现更好;专业连锁中老凤祥和苏宁易购表现出一定的优势。

图 53: 中国超市行业龙头公司应收账款周转率变化趋势

图 54: 中国超市行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势

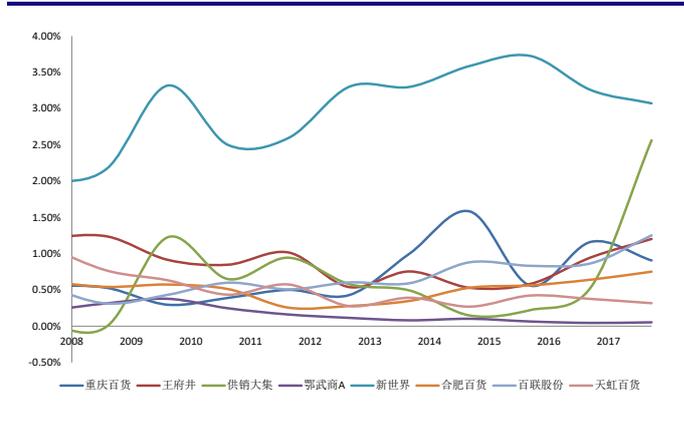
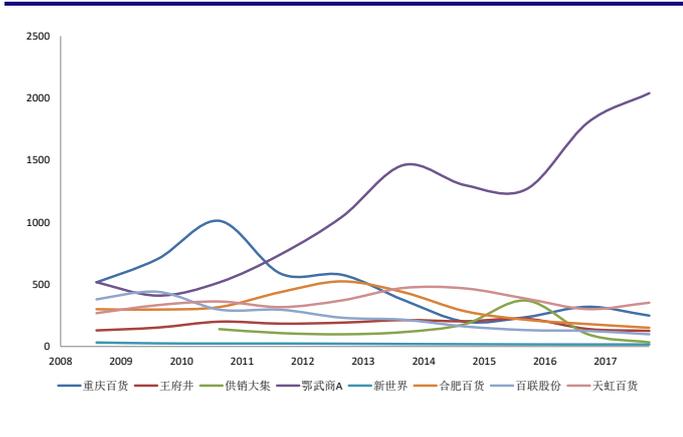


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 55: 中国百货行业龙头公司应收账款周转率变化趋势

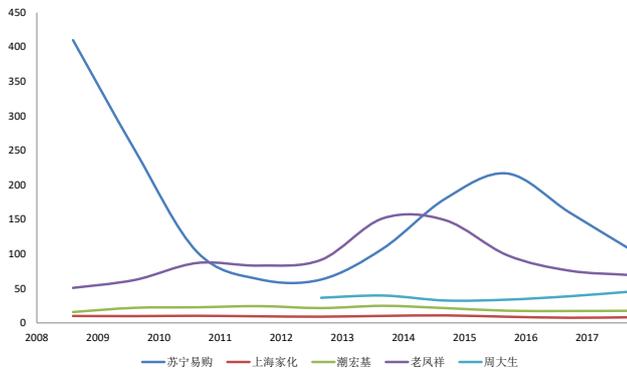
图 56: 中国百货行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

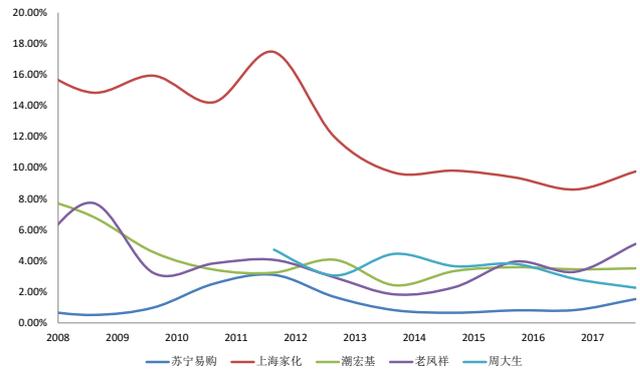
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57：中国专业连锁行业龙头公司应收账款周转率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 58：中国专业连锁行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 经营性现金流持续净流入，公司变现能力成熟稳定

现金流体现了企业的变现能力，对于发展较为成熟稳定的公司而言，一般要求经营性现金流为净流入（运营资本的投入带来收益）。数据显示，**美股表现优秀的零售企业基本满足经营性现金流保持为正，投资和筹资性现金流为负的特征**。其中投资性现金流为净流出主要表现在公司投资门店、设备等用于扩张，同时并没有出现已有资产的出售剥离行为；筹资性现金流亦为净流出可以解释为公司目前经营较好选择通过派发红利的方式对股东进行回报。以上述现金流情况为标准，筛选出我国零售企业中符合条件的公司。

表 7：美国现金流表现（+为净流入趋势，-为净流出趋势）

所属行业	证券代码	证券简称	现金流趋势		
			经营性	投资性	筹资性
互联网与直销零售	AMZN.O	亚马逊	+	-	+
大卖场与超市	WMT.N	沃尔玛	+	-	-
个人用品	PG.N	宝洁公司	+	-	-
大卖场与超市	COST.O	好市多	+	-	-
百货商店	LOW.N	劳氏公司	+	-	-
服装零售	TJX.N	TJX	+	-	-
个人用品	CL.N	高露洁	+	-	-
个人用品	EL.N	雅诗兰黛	+	-	-
综合货品商店	TGT.N	塔吉特	+	-	-
服装零售	ROST.O	罗斯百货	+	-	-
个人用品	KMB.N	金佰利	+	-	-
食品分销商	SYYS.N	西斯科	+	-	-
综合货品商店	DG.N	达乐	+	-	-
食品零售	KR.N	克罗格	+	-	-

综合货品商店	DLTR.O	美元树	+	-	-
电子产品零售	BBY.N	百思买	+	-	-
专卖店	ULTA.O	ULTA 美妆	+	-	+-
专卖店	TIF.N	蒂芙尼	+	-	-
百货商店	KSS.N	柯尔百货	+	-	+-
休闲用品	HAS.O	孩之宝	+	-	-
百货商店	JWN.N	诺德斯特龙	+	-	-
百货商店	M.N	梅西百货	+	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 8: 中国现金流表现 (+为净流入趋势, -为净流出趋势)

所属行业	证券代码	证券简称	现金流趋势			
			经营性	投资性	筹资性	是否符合规律
超市	1	603708.SH 家家悦	+	-	+-	√
	2	603031.SH 安德利	+	-	+	
	3	002264.SZ 新华都	+-	+-	+-	
	4	601116.SH 三江购物	+	-	-	√
	5	601933.SH 永辉超市	+	-	+	
	6	002697.SZ 红旗连锁	+	-	+-	√
	7	000759.SZ 中百集团	+	-	+-	√
	8	002251.SZ 步步高	+	-	+	
百货	1	600729.SH 重庆百货	+	-	-	√
	2	600859.SH 王府井	+	-	-	√
	3	600280.SH 中央商场	++	-	+-	
	4	600785.SH 新华百货	+	-	+-	
	5	601366.SH 利群股份	+	-	+-	√
	6	000564.SZ 供销大集	+	+-	+-	
	7	600858.SH 银座股份	+	-	+-	√
	8	603101.SH 汇嘉时代	+	-	+-	√
	9	600723.SH 首商股份	+	-	-	√
	10	002561.SZ 徐家汇	+	-	-	√
	11	603123.SH 翠微股份	+	-	+-	
	12	600697.SH 欧亚集团	+	-	+	
	13	000501.SZ 鄂武商 A	+	-	-	√
	14	600628.SH 新世界	+	-	-	√
	15	000417.SZ 合肥百货	+	-	+-	
	16	002277.SZ 友阿股份	+	-	+-	
	17	600827.SH 百联股份	+	-	-	√
	18	002419.SZ 天虹股份	+	-	-	√
家电连锁	1	002024.SZ 苏宁易购	+	-	+	
日用化妆品	1	603605.SH 珀莱雅	+	-	+-	√

	2	600315.SH	上海家化	+	++	-	
	3	300740.SZ	御家汇	+	-	+	
黄金珠宝	1	000587.SZ	金洲慈航	++	++	+	
	2	600086.SH	东方金钰	-	-	+	
	3	000026.SZ	飞亚达 A	++	-	++	
	4	002345.SZ	潮宏基	++	-	+	
	5	600612.SH	老凤祥	+	++	++	
	6	002721.SZ	金一文化	-	-	+	
	7	603900.SH	莱绅通灵	+	-	++	√
	8	002867.SZ	周大生	+	-	-	√
电商	1	002127.SZ	南极电商	+	-	+	
	2	002640.SZ	跨境通	++	-	+	
其他连锁	1	603214.SH	爱婴室	+	-	-	√
	2	600415.SH	小商品城	+	-	++	√
	3	600122.SH	宏图高科	+	-	+	
一般零售	1	002094.SZ	青岛金王	+	-	++	
贸易	1	600735.SH	新华锦	+	++	-	√

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (四) PE 估值的延伸运用: 衡量零售企业将规模效应货币化的能力

图 59: PE 估值指标的架构拆分



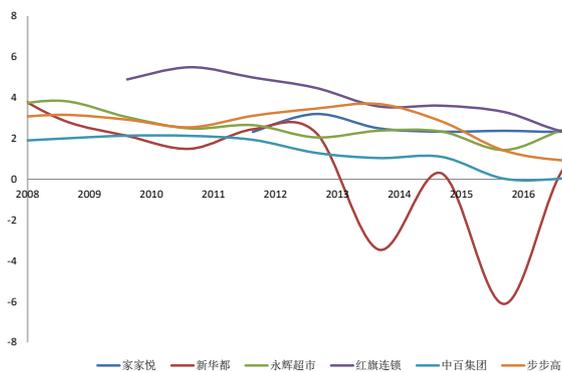
资料来源: 中国银河证券研究院整理

净利率较为准确的衡量了标的公司的盈利水平, 尽管营业外收入和支出以及非经常性损益可能会对净利率造成一定偏差, 通过对比营业收入和净利润依旧可以有效的筛选, **企业在扩大销售规模的同时注重经营管理的效率, 控制成本和费用, 提高自身的盈利水平。**此外, 通过统计各公司的财务数据发现, 对应 ROE、ROA、ROIC 等类似衡量盈利能力的指标, 市场份额逐年扩张的优势公司所表现出来的趋势一致, 故选取净利率作为代表。

对标我国零售行业的公司, 超市板块中家家悦和永辉超市的净利率走势较好, 分别稳定在

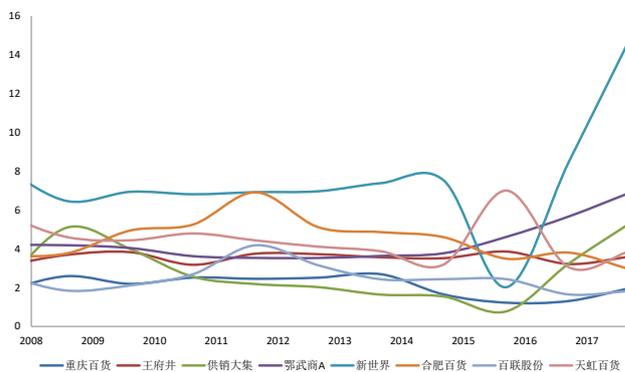
2.3%和3%左右；红旗连锁、步步高和中百集团在前期下落之后有回升稳定的趋势，新华都表现明显弱于其他品牌。百货板块中天虹股份、王府井、百联股份、重庆百货四家企业表现较为稳定，净利率水平分别约为4%、3.5%、2.5%和2%；供销大集持续低迷，在2017年的突然提升主要源于原西安民生百货资产重组，收购西安兴正元购物中心和海南供销大集集团发生并表，因此发生一次性的突然变动；新世界的净利率从2015年的2.02%攀升至2017年的15%主要是由于所持新南东股权带来的巨额非经常性损益。专业连锁板块中周大生、潮宏基、老凤祥呈现出平缓上升趋势，相对表现更为稳定。

图 60：中国超市行业龙头公司净利率变化趋势（单位：%）



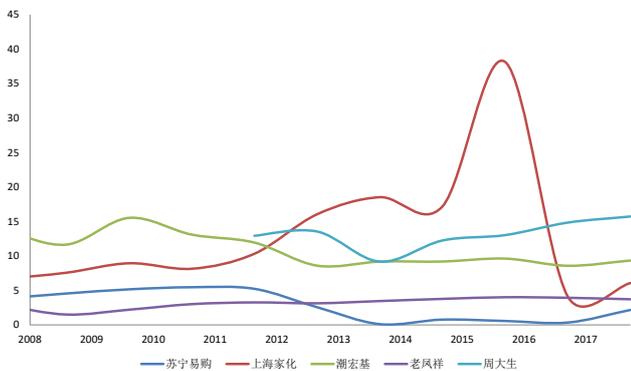
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 61：中国百货行业龙头公司净利率变化趋势（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 62：中国专业连锁行业龙头公司净利率变化趋势（单位：%）

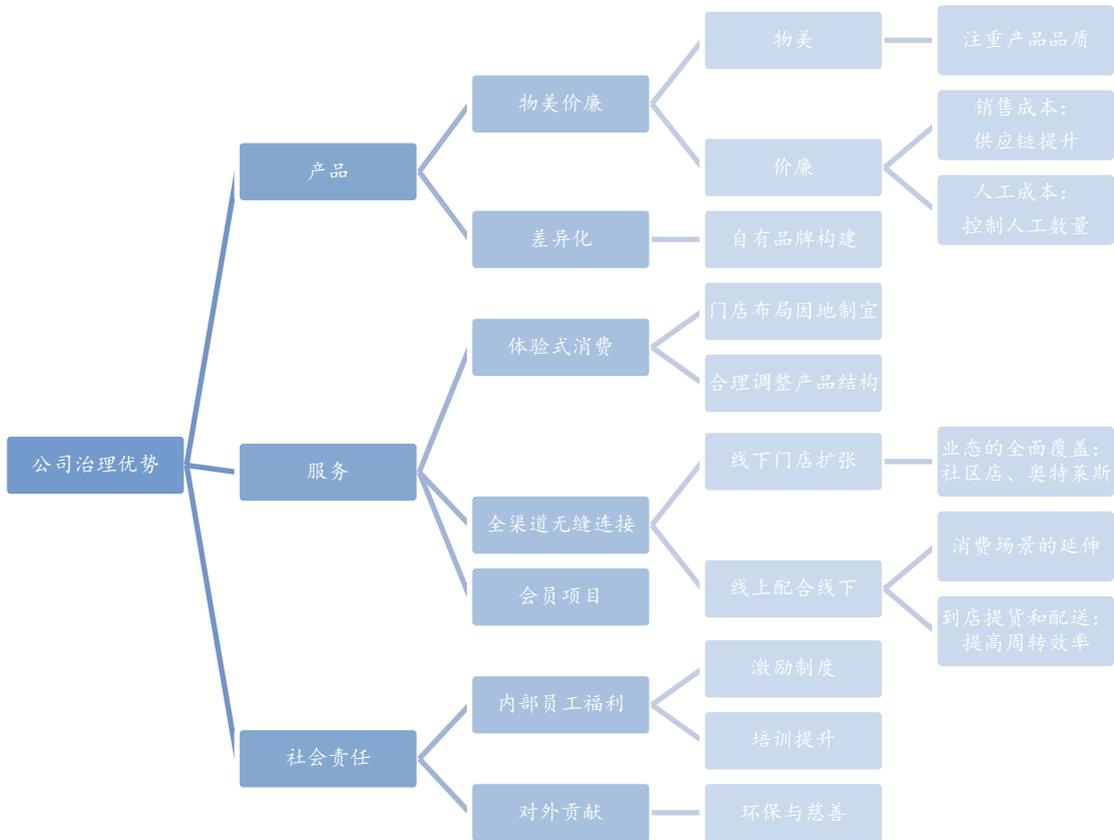


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 四. 对消费增速下行时期企业治理体系的探究——零售公司如何打造可持续的核心竞争力？

总结消费增速下行时期，特别是2008年金融危机之后，表现较好的美股零售行业龙头公司的治理层面优势，主要体现在以下方面：

图 63：美国零售行业公司治理优势汇总



资料来源：中国银河证券研究院整理

## （一） 产品：

### 1. “物美价廉”：有效提升商品品质，合理把控商品价格

大部分普通而理性的消费者主要追求高性价比的商品，因此“物美价廉”的商品对大众有着持久吸引力。“物美价廉”的本质是平衡对商品品质和价格的把控。在提升商品品质上，百货板块、专业连锁板块注重提升商品的设计感、时尚度和研发新产品的力度，而超市板块注重保障食品生鲜的鲜度和品类扩张。在价格把控方面，低价来源于公司对费用的良好控制。缩短产业链环节、优化供应链可有效降低销售成本；优化用人体系，提高营运效率可一定程度降低人工成本。

**表 9：中美公司“提升产品品质”的具体措施**

美国	中国
柯尔百货 - 推出明星合作品牌，限量发售设计师系列	家家悦 - 拓展全球商品直采渠道，引进进口商品
克罗格 - 推出有机食品自有品牌	永辉超市 - 建立食品安全可追溯体系：永辉食品安全云网
塔吉特 - 和著名设计师合作，提升服装和配饰商品的时尚度	百联股份 - 推出了“Leme 生活鲜超”品牌，提供优质新鲜商品
TJX - 拥有成熟的买手团队，保证商品的时尚、当季性	天虹股份 - 大力推广发展即煮、即食商品和加工切配、现场制作服务；拥有专业的时尚买手及商品运营团队，深入时尚前沿精选商品
	上海家化 - 重视产品研发，每年开发大量新产品
	老凤祥 - 拥有高水平设计团队，新产品更新率高
	红旗连锁 - 实现农超对接，严选供应商
	中百集团 - 整合成立商品统采中心；围绕买手制组建买手小分队，突出南北干货及散装食品的直采；生鲜统采统配

资料来源：公司历年财报，中国银河证券研究院整理

**表 10：中美公司“控制成本和商品价格”的具体措施**

美国	中国
沃尔玛 - 雇佣大量兼职工降低人工成本	家家悦 - 生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采
好市多 - 人工费用较低；营业时间较短，运营高效；供应链优势：制造商直采，直接运送到仓库或仓储超市	永辉超市 - 全国供应商分级管理，源头合作；物流配套跟进；与多家战略合作伙伴联合采购、协同营销；彩食鲜与永辉生鲜中央工厂的设立
罗斯百货 - 根据销售速度和季节性特征调整货品，保证低进货价	天虹股份 - 建立生鲜、农超对接基地，畜禽肉、果蔬 PC 厂
美元树 - 扩展配送中心，降低运输成本	苏宁易购 - 拥有大量仓储及相关配套、快递网点，打造全国物流网络；研发自动化仓储拣选机器人，降低人工费用
达乐 - 优化商店劳动力管理系统，能源管理和集中采购系统，实施工作简化计划，商店减租计划	老凤祥 - 集产供销于一身，具有完整的产业链和规模化生产制造能力
TJX - 合作供应商数量庞大，议价能力强	中百集团 - 加快供应链“减品瘦身”、去小型化；不断推进多个物流的中心建设

资料来源：公司历年财报，中国银河证券研究院整理

## 2. 自有品牌商品凸显竞争的差异化

零售公司作为商品销售的渠道商，实现产品的差异化主要通过自有品牌得以实现，目前主要是超市板块的公司通过了解消费者的具体需要，针对性的打造食品、日用品、服装、家居类的自有品牌。店内所售的自有品牌产品价格通常低于其他品牌的同类产品，自给自足的产品在

质量上更易掌控;企业通过售卖自有品牌产品可以节约相关的通道费用以及广告推广所需的营销费用;此外可以帮助公司提升毛利率,体现差异化优势,树立品牌形象。

**表 11: 中美公司“自有品牌”的具体措施**

美国	中国
好市多 – Kirkland Signature™ (柯克兰) 保健品	家家悦 – “荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“悦味上品”、“悦记牧歌”等 食品类
沃尔玛 – Great Value 惠宜 食品和日用品, Mainstays 家居用品, Simply Basic 服装	永辉超市 – “彩食鲜”生鲜, “馋大狮”零食, “食百全球买”
克罗格 – Simple Truth 有机食品	天虹股份 – “天优”食品粮油, “菲尔芙”日用品, “天口味”生鲜, “奥百思”厨房用品
达乐 – Rexall 医疗保健品	新华都 – “惠享”食品和家居清洁类
塔吉特 – Threshold 家装, Cherokee 时尚服装	步步高 – “家什居”家居类

资料来源: 公司历年财报, 中国银河证券研究院整理

## (二) 服务:

### 1. 落实个性化需求, 体验式消费提升消费者满意度

随着经济水平提高、中产阶级崛起、年轻一代逐渐步入消费高峰期, 个性化、多样化消费需求大规模兴起, 消费逐渐从传统零售模式下的低价、耐用性、产品功能等基础性诉求向内容和服务扩张, 内容方面社交体验感、自身参与感和价值认同感成为消费追求的目标, 服务方面场景化消费、个性化服务、灵活化交付成为消费不可或缺的环节, 即消费者偏好从商品消费转向体验消费。通过对商场、产品的安排及体验过程的设计, 围绕消费者视觉、触觉、味觉的感官参与, 适应消费者个性化、情感化、品质化的需求, 以强烈感染力和独特商场文化获得形象与档次的提升, 最后落实到对消费者的消费意识与消费行为的有效激发。**体验式消费成为线下门店新的消费增长点。**

一方面, 门店通过独具特色的建筑设计、各种硬件设施、富有特色的室内装潢, 将门店布局与商业定位完美结合, 塑造消费者需要的体验式购物环境; 另一方面, 企业通过调整产品结构, 满足内容方面消费者日趋个性化的需求。

**表 12: 中美公司“门店布局因地制宜”的具体措施**

美国	中国
梅西百货 – “My Macy’s”: 因地制宜的设计百货; MAGIC selling program 提升店内购物体验	家家悦 – 人脸识别等智慧零售提供便捷购物体验; 动线清晰、选购方便的升级版大卖场格局
诺德斯特龙 – 设置 “Trunk Club” 体验店	永辉超市 – 超级物种打造”零售+餐饮+APP” 体验式消费的系列工坊; 红标店升级 Bravo 绿标店工作; 打造 “餐厨生活馆”、“智慧顽童”、“梦享E家” 等品类项目
罗斯百货 – 店面设计简单, 便利性强, 消费者可通过自助	中百集团 – 商场增加餐饮、娱乐、服务配套经营面积; “鲜

体验寻找的乐趣

**劳氏公司** - 线下门店加强 IT 设施; 改进店面布局和商品陈列展示, 成立店面设计团队

**克罗格** - 推出 Main & Vine, 以社区为中心, 购物者可体验烹饪示范、食品品尝等

百传奇”探索“生鲜+餐饮”模式

**步步高** - 鲜食演义“超市+餐饮+APP”, 百货业态强化场景体验

**重庆百货** - 推动有条件的场店调改或购物中心转型

**王府井** - 多店引入快时尚、集合店、时尚餐饮、互动体验

**供销大集** - 百货业深化转型“生活+体验”, 门店生鲜+餐饮化改造

**鄂武商 A** - “吃、喝、玩、乐”等多功能配套服务, 梦时代项目(雪世界、海洋王国、主题乐园、未来科技四大主题)

**百联股份** - 门店数字化改造; 推进中小门店转型, 千店千面

**天虹百货** - 强化餐饮娱乐服务、打造主题集合馆、构建移动端服务系统; 天虹微喔便利店“零售+餐厅+个性化服务+O2O”; 系列特色主题街区; 中高端体验型超市 Sp@ce

**苏宁易购** - 升级旗舰店; 母婴店红孩子加入亲子服务

**上海家化** - 引入体验型专卖店模式

**老凤祥** - 升级专店形象和道具改良

资料来源: 公司历年财报, 中国银河证券研究院整理

表 13: 中美公司“合理调整产品结构”的具体措施

美国	中国(与“物美”环节相对应)
<b>沃尔玛</b> - 加大对商品数据分析的投资力度	<b>家家悦</b> - 超市提高包装菜和加工产品占比, 增加切配食材和熟食的品种; 引进高端食材
<b>诺德斯特龙</b> - 了解消费者需求调动库存为其提供所需商品, 扩大与品牌商合作提高产品差异性	<b>永辉超市</b> - 引入并推广差异化、地标性、定量包装商品, 淘汰末端品牌、末端商品、低共性商品; 服装采购推行品质订制、定向开发
<b>劳氏公司</b> - 利用数据分析优化商品品类	<b>红旗连锁</b> - 定期分析销售数据管理商品品类
<b>美元树</b> - 强调新奇感、季节性、差异化商品; 增加冷冻冷藏产品品类	<b>重庆百货</b> - 优化品类结构, 引进重点品牌
	<b>王府井</b> - 强化重点商品资源建设, 加大进口商品买断自营比例
	<b>合肥百货</b> - 增加非商品经营比重
	<b>百联股份</b> - 提升品牌级数、优化品类结构, 扩大品牌蓄水池, 拓展快时尚品牌
	<b>天虹百货</b> - 大力拓展速食商品和生活服务内容

资料来源: 公司历年财报, 中国银河证券研究院整理

## 2. 全渠道无缝连接, 线上线下一协同发展

传统的线下门店主要在于为消费者提供现场服务,利于消费者现场感受所需要购买的商品;同时线下可以满足消费者一些即时“到店即买”的消费需求,不同的门店业态之间功能相互补充。此外,随着互联网和数字技术的发展,线上销售成为另一个重要的销售途径,可以面对更加广阔的消费者群体、提供更加丰富的商品,打破地域对于消费的限制,同时降低店铺租金的运营成本。**线上销售的拓展虽然对线下销售起到一定分流的效应,但也是联通和完善线下的手段,是线下门店的场景拓展**,比如更便于消费者挑选和查看商品信息、进行商品的预定和抢购、有效缓解线下门店库存不足等;线下的发展也利于提升线上的便利性,门店不再仅限于销售商品,功能同步扩张到商品展示以及前置仓储备库存。因而**线上线下的协同发展成为零售业发展的重要思路**。

**表 14: 中美公司“线下门店多业态发展”的具体措施**

美国	中国（与门店布局因地制宜相结合）
<b>梅西百货</b> - 原有百货的基础上推出 Bloomingdale's Outlet	<b>永辉超市</b> - 云超板块包括红标店与绿标店;云创板块运营永辉生活、超级物种;同时引入波龙工坊、鲑鱼工坊、盒牛工坊等物种
<b>沃尔玛</b> - 2012 年包含郊区购物中心、超市、大卖场、仓储超市、线上购物网站等业态;2015 年推进将折扣店改造为购物超级广场、稳步扩张购物超级广场、大量扩张社区店	<b>家家悦</b> - 公司已大卖场和综合超市为业态主体,同时开展开展社区综超、农村综、社区精品超市
<b>诺德斯特龙</b> - 门店类型包括标准店“Nordstrom”,折扣店“Nordstrom Rack”以及精品店“Jeffrey”	<b>新华都</b> - 发展“邻聚”生活超市,创新发展全新的餐饮+零售业态“海物会”及新华都自由人“运动概念主题店”
<b>劳氏公司</b> - 收购奥查德五金店,借此拓展较小业态的门店	<b>中百集团</b> - 原有中百仓储店、中百超市、中百百货和中百工贸电器;合作发展中百罗森便利店,创建中百超市邻里生鲜店
<b>克罗格</b> - 2010 年将超市分为食品商店、玩具、服装、珠宝等一般性商品店、低价及促销仓库、杂货与药品销售服务店;2015 年推出以社区为中心的新概念杂货店,提供多种体验;2016 年开展专业药房	<b>天虹股份</b> - 确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态;2017 年开始独立发展超市业态
<b>塔吉特</b> - 2012 年发展城市新业态 CityTarget;2014 年拓展新型小业态门店 UrbanExpress,进入大学市场	<b>重庆百货</b> - 推动百货购物中心转型
	<b>王府井</b> - 2014 年起在原有百货的业态基础上,重点发展购物中心和奥特莱斯
	<b>百联股份</b> - 2018 新开奥莱 3 家,重点发展社区购物中心
	<b>步步高</b> - 主要包括大卖场、超市、家电专业店、步步高广场、步步高百货和步步高城市生活广场,多业态灵活组合;2018 年推出社区生鲜新业态“好爸爸生鲜”
	<b>苏宁易购</b> - 主要业态涵盖家电 3C、母婴、超市、社区便利店以及乡镇市场苏宁易购直营店;此外还包括苏鲜生超市、苏宁极物家居生活店等

资料来源:公司历年财报,中国银河证券研究院整理

**表 15: 中美公司“线上发展”的具体措施**

美国	中国
----	----

**梅西百货** - 2012 年线下、线上（网页和移动客户端）可以无缝全渠道消费

**沃尔玛** - 2015 年对电商（线上购物网站和手机 APP）投资，包括对科技和基础设施建设的投资；2016 年扩展“线上下单，到店自提”业务；2017 年收购美国电商 jet.com，投资京东 1 号店

**好市多** - 2012 年购物 APP 已投入使用，2013 年初完成对购物网站的改造；2014 年开始开展和其他电商的合作，如 Google Express 和阿里巴巴

**诺德斯特龙** - 2009 年设有线上网站 Personal Book, Fashion Rewards；2008 年开始提供预定当天即可到店提货服务；2010 年升级存货平台，线下丰富线上供给

**柯尔百货** - 线上品类更丰富，包含一些门店内没有的家电

**劳氏公司** - 2012 年通过网站、手机 APP，提供到家服务和门店自取服务

**克罗格** - 2011 年大多商店支持在线订购、商店取货；2014 年移动 app，网站和社交媒体网站已成熟

**美元树** - 2009 年推出电子商务业务

**TJX** - 2013 年购物网站 tjmaxx.com 上线

**重庆百货** - 百货微商城；超市上线美团外卖；电器上线世纪购家电馆；汽贸上线车管家商城；马上消费上线智能客服机器人

**王府井** - 网上商城、天猫官方旗舰店、移动商城、微店+各门店全渠道体系

**供销大集** - 大集网民生商城 2015 年上线，并购控股掌合天下，“一带一路”跨境电商合作，互联网金融服务平台

**鄂武商 A** - 2015 年武商集团 APP 上线，2016 年武商网开辟 B2B 网上集采模式和跨境电商；结合直播、短视频、快闪店、主题 IP 等热门传播渠道运营

**合肥百货** - 通过虚拟预付卡整合手机端及线下

**百联股份** - 开展“到家”、网订店取、B2C、O2O 业务

**天虹百货** - 移动生活消费服务平台虹领巾；移动电商平台

**家家悦** - 发力农村电商、跨境电商

**新华都** - 2013 年与阿里巴巴合作，B2B、O2O、B2C 方面进行布局，对接“淘宝到家”

**永辉超市** - 永辉生活 app，小程序，线上业务京东到家，永辉微店，“供零在线”

**红旗连锁** - IMP 综合营销平台，红旗 APP，红旗微商城。涉足跨境电商，与美团合作

**中百集团** - BTOC 平台，网上在线客服、网上超市，多点自由购，便民超市邻里生鲜“淘鲜达”

**步步高** - 2014 年“云猴”O2O 本地生活平台上线，2015 年“云猴全球购”PC 端和移动端上线

**苏宁易购** - 推出打通线上线下平台的产品，苏宁易购 APP

**上海家化** - 开设直营天猫旗舰店

资料来源：公司历年财报，中国银河证券研究院整理

### 3. 会员制有效提高消费者粘性，增强顾客的品牌忠诚度

美国零售行业中许多企业的主要营收都来自于会员成员，会员不仅仅是通过其身份享受商品折扣以及积分奖励，或是只有会员身份才可以进店消费；结合美国“信用消费”的特征，零售企业和银行等金融机构还为会员提供借贷卡和信用卡的消费金融选择。会员制推行的初衷在于培养消费者的忠诚度，零售行业作为渠道商，缺乏独特的行业壁垒，通过满足消费者的需求

以获得长期稳定的市场份额，有助提升企业的竞争力。同时会员制可以促进企业和顾客的双向交流，一方面消费者可以利用会员信息，有针对性的选择购买自身效用最优的商品；另一方面利于帮助商家了解消费者的消费习惯和需求。

**表 16：中美公司“会员项目”的具体措施**

美国	中国
<b>沃尔玛</b> - 山姆会员店，仅会员有权进店消费；储值会员卡	<b>家家悦</b> - 印花换购奖励；打通线下与线上微信会员，全面上线微信电子会员，上线微信小游戏发放抵用券；2017 年会员达到 463.92 万，贡献约 75% 的销售收入
<b>好市多</b> - 付费会员，享受额外优惠和购物回报；续费率北美地区约为 89%-91%，全球范围内约为 86%-88%	<b>永辉超市</b> - 自主会员建卡发卡系统；2017 年会员总数达 3232 万人，总消费达 260 亿元
<b>诺德斯特龙</b> - 2011 年新增仅限会员的线上私人消费品牌 Haute Look；Fashion Rewards 预付卡和信用卡带来的成员消费频次更高	<b>中百集团</b> - 研发“掌上中百会员客户端”，扩大预付卡消费范围；微信小程序开发“会员付”功能；2017 年注册会员达到 15 万人
<b>柯尔百货</b> - 2014 年建立会员体系 Yes2You rewards	<b>步步高</b> - 构建大会员平台，会员人数突破 1300 万，数字化会员超过 344 万人
<b>塔吉特</b> - 消费者免费申请塔吉特借记卡或信用卡（统称为红卡），为红卡持有者提供 95 折优惠及节假日网购无条件免运费政策，渗透率高达 24%	<b>重庆百货</b> - 建立统一会员卡与提货卡的系统应用平台
<b>TJX</b> - 提供 TJX 信用卡的积分制度和增值服务	<b>王府井</b> - 推出会员专享大型营销；通过微信服务号、互联网金融会员卡“王府 UKA”、全渠道会员体系平台、王府井 APP 服务平台等多种技术手段搭建立体网络化顾客服务和营销体系；实现百货和奥莱跨业态会员打通，目标实现全集团范围内会员全渠道化
<b>克罗格</b> - 提供 Kroger 数字账户，包括移动 app，网站和社交媒体网站均可使用	<b>鄂武商</b> - 会员专享接机、季刊推送、VIP 户外体验、会员专属日、“感恩服务月”等活动
	<b>新世界</b> - 推出微信客服、专属休息区、免费上网区、免费 WIFI、手机充电、积分兑换停车优惠、免费医药箱等会员增值服务，会员人数已经突破 6 万人，会员销售占比已经达到 11.6%
	<b>百联股份</b> - 旗下 28 家企业共享百联通会员体系
	<b>天虹股份</b> - 融合线上购物和线下服务的创新型零售 app 虹领中，构筑移动生活消费服务平台，2017 年会员人数超过 600 万人
	<b>苏宁易购</b> - 打通线上线下会员系统，连接零售、金融、文创、体育等会员系统，实现苏宁生态会员的一账通；推出超级会员“SUPER VIP”产品，为超级会员提供商品返利、专属客服、售后服务等差异化的会员权益，2017 年苏宁易购零售注册用户 3.45 亿

资料来源：公司历年财报，中国银河证券研究院整理

### (三) 社会责任：

目前公司社会责任的要求不再仅限于创造社会财富，实现盈利为股东带来经济回报；更多的需要上升到对员工的社会责任，关注人的价值；同时考虑对自然和社会的公益责任，在经营的过程中实现对环境、社区的贡献。

#### 1. 提供内部员工福利，促进人才与企业双赢

员工的成长与企业的发展息息相关，特别是零售企业在销售等核心环节更加离不开员工的支持，与消费者接触的一线员工是构建良好购物体验的重要因素。公司提供的员工福利更多的体现为薪酬之外的奖励和提升，物质奖励主要包括销售激励方案、股权激励等，这些奖励大多与企业自身的规模扩张和发展相关，双方可以实现共赢；员工的提升则体现在人才培养计划上，通过技能的培训不仅可以提高员工自身的水平，也可以帮助员工更好的匹配公司岗位的需求。为员工提供福利可以帮助员工找到对于企业的归属感，同时也将回馈企业未来的稳定经营和可持续发展。

表 17：中美公司“员工激励制度”的具体措施

美国	中国
<p><b>沃尔玛</b> - 退休福利政策和山姆卡会员奖励；2010 年推行 2.1 亿只流通股规模的股权激励计划；2015 年投入 27 亿美元用于提升员工薪酬和员工培训</p> <p><b>塔吉特</b> - 员工折扣价</p> <p>(美国公司通过完成养老金固定收益计划 (Defined Benefit Plan) 和固定缴款计划 (Defined Contribution Plan) 确保员工的养老福利，同时配备齐全的医疗保险)</p>	<p><b>新华都</b> - 2009 年推出 1535.7 万股的首期股票期权激励计划；2015 年推行第一期员工持股计划；2018 年推出 935 万股的限制性股票激励计划</p> <p><b>家家悦</b> - 2017 年推行合伙人制度</p> <p><b>永辉超市</b> - 2012 年开始试运营门店合伙人项目；2015 年推出新店合伙人方案，提出“盈利即分红”思路；2016 年试点推进小店合伙人团队的六大系统分工，迭代了区总、品类教练、小店合伙人赛马管理办法；2017 年推行 1.67 亿股的限制性股票激励计划；2018 年与员工合伙人合作成立彩食鲜公司</p> <p><b>中百集团</b> - 制定超市事业部、生鲜事业部合伙制方案及区域、门店月度激励方案，超市公司在原有个人合伙的方式上优化为团队合伙</p> <p><b>步步高</b> - 2017 年实施员工持股计划</p> <p><b>王府井</b> - 2015 年组建奥莱管理公司，首次引入事业合伙人制</p> <p><b>天虹股份</b> - 2017 年推行股票增持计划覆盖范围下沉至门店经理；超额利润分享机制覆盖至基层</p> <p><b>上海家化</b> - 推出包含股票期权与限制性股票激励计划和 2015 员工持股计划两部分的长期激励计划</p> <p><b>苏宁易购</b> - 分别在 2011 年和 2014 年提出员工持股计划</p>

资料来源：公司历年财报，中国银河证券研究院整理

**表 18: 中美公司“员工培训”的具体措施**

美国	中国
柯尔百货 - 员工培训“共赢团队”建设	新华都 - 推行职业经理人制度
克罗格 - 建立内部业务社交网络, 重视员工反馈; 2017 年开始向每位员工提供 3500 美元的年度学费援助	永辉超市 - 建立公司三级培训管理制度, 开办大学生店长班、经理提升班、店长提升班; 培训体系全面覆盖各序列, 开发打造一系列专项培养项目, 向联华超市, 中百集团等合作伙伴输送专业人才; 融才计划
达乐 - 员工培训和发展计划	王府井 - 人才引进培养
塔吉特 - 员工学费报销	合肥百货 - 创新“封闭培训+实岗锻炼”的双百工程培训方式; 开设推进“百大讲堂”、“121”工程、MBA 班学习、36 常培训工作
	潮宏基 - 推出针对核心管理团队的事业合伙人制; 建设潮宏基商学院, 并开设 APP 培训平台, 实现全员特别是终端人员的持续再教育
	苏宁易购 - 成立“店长学院”; 开发完成销售专员系列课程, 有效提升店面销售人员的产品知识和销售能力

资料来源: 公司历年财报, 中国银河证券研究院整理

## 2. 对外贡献承担公益责任, 推进环境、社区共同进步

公司的对外贡献主要通过环保和慈善的方式实现。零售行业自身带来的环境污染较小, 更多的关注在于资源的节约和有效利用, 例如优化使用商品包装所涉及的塑料袋和纸板; 而慈善也不止于捐款, 零售企业可以通过捐物达到食品、服装等商品资源的充分利用。

**表 19: 中美公司“环保与慈善”的具体措施**

美国	中国
好市多 - 改进包装设计; 发展回收和废物管理系统	永辉超市 - 设立永辉爱心基金, 负责慈善及捐赠活动
克罗格 - 捐赠食品的零浪费项目 (Perishable Donations Program)	红旗连锁 - 累计向社会捐赠达 5000 多万元
达乐 - 自 2008 年开始回收包装纸板; 2013 年与客户和供应商合作, 为慈善机构募集超过 2000 万美元。2014 年为慈善机构捐赠近 1700 万美元	上海家化 - 启动“心晴·至美”关爱抑郁症系列公益活动, 开展全国大学生心理健康关爱计划、企业公民日、上马公益跑等公益活动; 加入阿拉善 SEE 生态协会的第一家日化企业, 完成中央空调系统改造、纯水制造车间浓水回收利用、供热系统节能改造
诺德斯特龙 - 开设慈善概念店“treasure & bond”	合肥百货 - 组织“慈善一日捐”等慈善活动, 参与各类捐助; 捐建百大小学
塔吉特 - 积极投入当地社会服务活动, 进行慈善捐款	天虹股份 - 提倡节能减排, 积极推广使用的新设备及设备新技术超过十多项; 2018 年开展教育扶贫、产业扶贫、兜底保障等工作; 利用天虹渠道、销售优势, 寻找贫困地区优质产品进行产业扶贫; 利用自身资源及联合外部

合作方，对贫困地区进行教育扶贫；结合公司需求，为残疾人创造合适的就业岗位做好兜底保障工作

**潮宏基** – 以文化修道为核心任务，携手稀捍行动联合发起“花丝工艺保护项目”

资料来源：公司历年财报，中国银河证券研究院整理

## 五. 配置建议

鉴于当下社消增速承压的零售行业背景，渠道层面，我们认为必选消费优于可选消费，具有规避零售行业风险的特征；与商品属性对应，重点推荐以超市为主的必选消费渠道。公司层面，建议通过PS估值体系为主要标尺，并补充结合利润转化率；同时关注标的公司在增速下行阶段是否采取切实有效的管理策略，构建和完善公司的竞争优势。

通过对财务数据、经营数据以及公司战略的分析，我们看好以下零售企业的未来发展：

表 20：配置公司建议

公司名称	自身情况
家家悦 603708.SH	山东区域超市龙头，自有完善的生产加工产业链和供应链，看好其快速开店扩张能力和持续发力的大卖场、综合超市业务；同时公司开始推进全国性战略布局，进一步完善供应链和物流布局。
永辉超市 601933.SH	规模增长符合预期，线下新增门店持续扩张，老店客流增长，云超板块营收稳步提升；同时公司通过增强体验式营销服务优化成本投入和运营效率；加强投资彩食鲜，未来供应链上下游高效协同，将有效提升整体平台化的供应链效率。
天虹股份 002419.SZ	升级商业模式、增强门店体验、优化零售业态，优化业态组合复制和开发特色主题街区，提高客流和收益，实现可比店利润的较好增长，亏损店大幅减亏扭亏，新店开店效果提升。全面推进购物中心和便利店业务，稳步布局与数字化改造双管齐下，供应链优化升级，业态创新升级，体验式消费优势逐步显现，业绩增长可期。
老凤祥 600612.SH	自营银楼、专卖店、经销商专柜等多渠道营销并进，市场布局逐步完善，品牌影响力稳步提升，黄金珠宝市场销售份额不断扩大，经营成本稳定在较低水平，发展模式趋于成熟。
周大生 002867.SZ	加盟模式助力门店数量快速扩张，在珠宝首饰行业集中度提升阶段抢占三四线市场份额，在消费升级的大背景下业绩增长可期。
苏宁易购 002024.SZ	线下价值凸显，门店数量与可比门店营收稳步增长；线上高增速持续，会员数量攀升，零售+物流+金融三线并进，基本面持续改善。

资料来源：中国银河证券研究院整理

## 六. 风险提示

宏观层面中美贸易战加剧

零售行业层面社消增速持续下行

公司层面新零售推行/门店扩张等不及预期

附录：

### (一) 估值指标的运用拓展：PB 和 PE 指标的结合

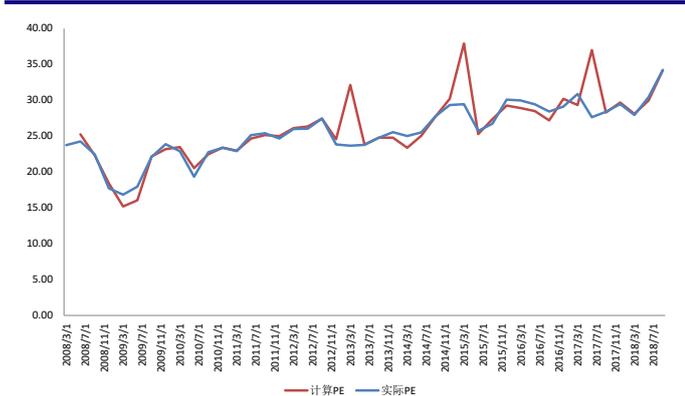
估值指标 PB 和 PE 可以在合理假设的条件下形成以下联系：

$$PE = \frac{\text{Price (股价)}}{\text{EPS (每股收益)}} = \frac{\text{Price(股价)/BPS (每股净资产)}}{\text{EPS (每股收益) / BPS (每股净资产)}}$$

$$= \frac{\text{Price(股价)/BPS (每股净资产)}}{\text{Earnings (收益) / Equity (净资产)}} = \frac{PB}{ROE}$$

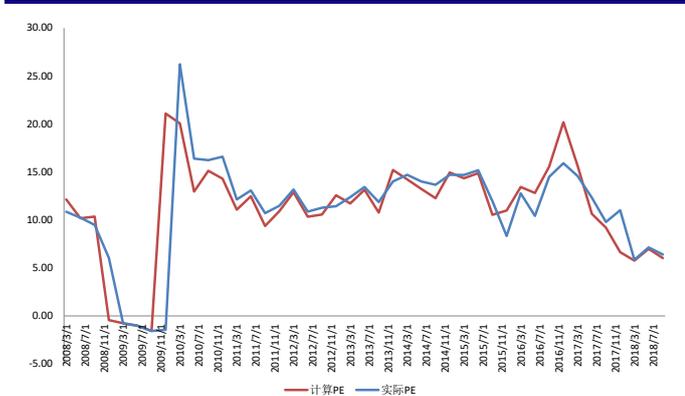
以 PB/ROE 所得的计算 PE 与实际的 PE (TTM) 进行对比，发现实际 PE 处于被低估的状态，以好市多为例，实际 PE (TTM) 在多数时间段表现出小于计算所得 PE；同时在发生剧烈明显变动时，计算 PE 具有一定的前瞻性，以塔吉特、克罗格和梅西百货为例，计算所得 PE 均比实际 PE (TTM) 先表现出对于市场的反应波动。未来我们可以通过计算 PE 发掘被低估的公司，或是在 PE 发生巨变之前提前预警市场异动。

图 64：好市多的 PE (TTM) 相比计算 PE 处于低估状态



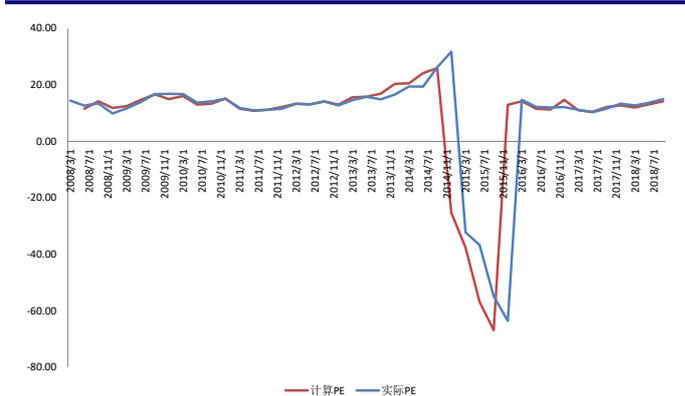
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 66：克罗格计算 PE 具有前瞻性



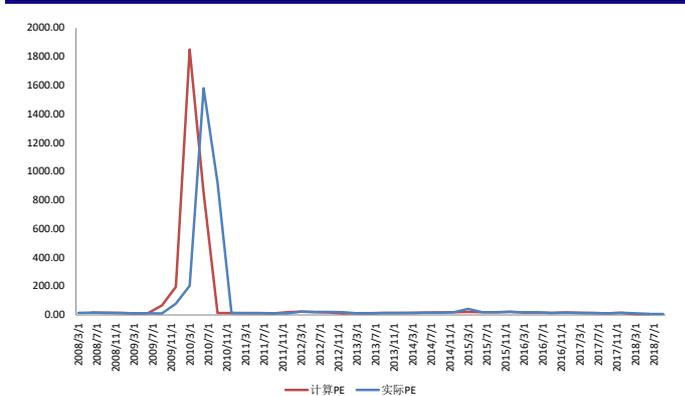
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 65：塔吉特计算 PE 具有前瞻性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 67：梅西百货计算 PE 具有前瞻性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

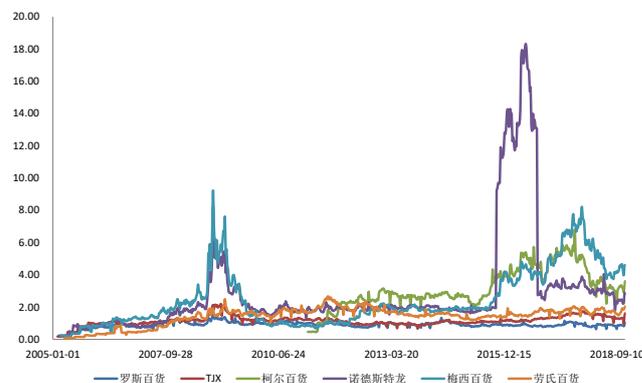
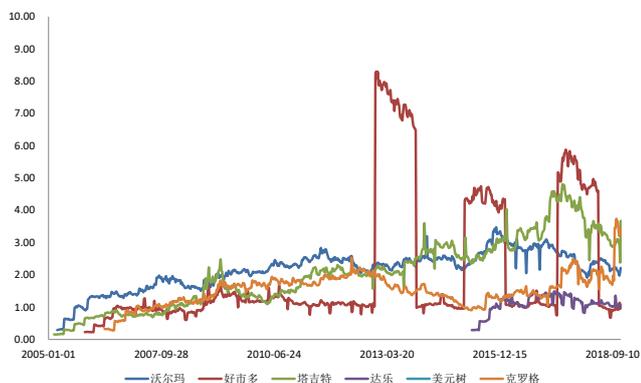
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 股息率: 持续分红代表对股东的投资回报水平, 留存收益体现后期的成长性

从美股的股息率数据来看, 一个发展稳定向好的公司, 其股息率需要保持稳定或者上升趋势, 但不能一直稳定在过高的水平。一方面派发股息是证明企业拥有持续盈利和分红的能力, 对投资公司的股东可以持续产生定量的利润回报; 另一方面高分红难以具有持续性, 需要充足的留存收益有效地支持公司未来发展, 通过扩大经营等途径维系公司的长远盈利, 因此股息率需要维持在合理范围内。

图 68: 美国超市行业龙头公司股息率变化趋势

图 69: 美国百货行业龙头公司股息率变化趋势



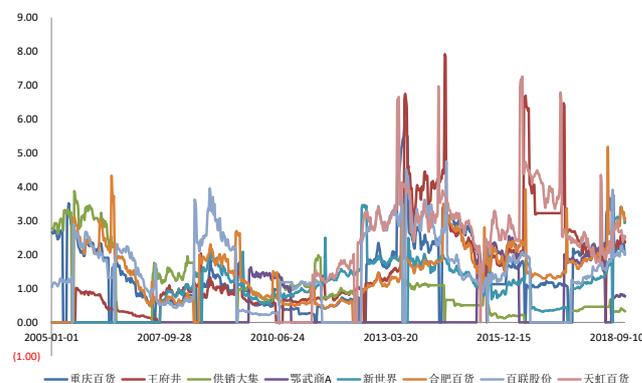
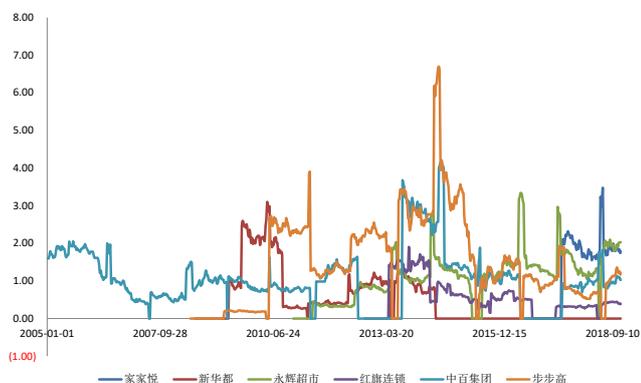
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

由此而看, 中国超市行业中步步高和中百集团在 2010-2015 年拥有较高水平的股息率, 永辉超市和家家悦现阶段股息率水平领先, 维持在 2% 左右的稳定水平; 百货行业之中, 王府井和天虹股份的股息率相较其他公司处于较高水平, 均值水平稳定在 3% 左右。

图 70: 中国超市行业龙头公司股息率变化趋势

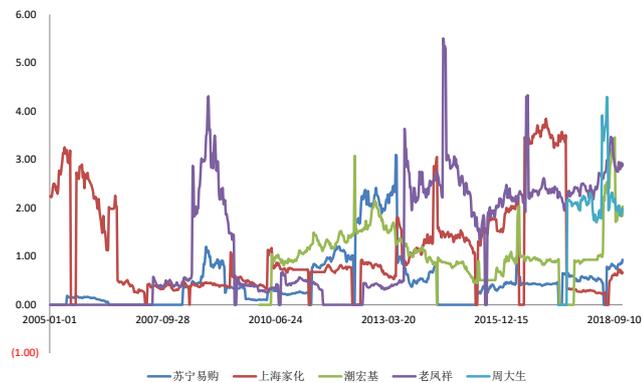
图 71: 中国百货行业龙头公司股息率变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 72：中国专业连锁行业龙头公司股息率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

进一步对公司的股息率水平进行筛选考量，一方面比较不同时间段范围内的均值情况变化趋势；另一方面和定期存款利率/贷款利率进行对比，如果连续多年的年度股息率超过一年期的银行定期存款利率，则这支股票具有成为收益型股票的潜质。结合前文分析表现较好、市场份额逐年上升的公司在所选时间段（金融危机平息后的 2011-2016 年）的股息率均值表现优于 2005 年至今的均值表现，同时公司的股息率会高于一年期的存款利率，从投资角度展现出一定的收益性；由此可见股息率是一个较为合理的判别指标。

表 21：美国股息率表现

所属行业	证券代码	证券简称	Dividend Yield 均值情况		最新美国一年期定期存款利率 0.86%	
			(2005 年至今)	(2011-2016 年)	大于 0.86%	给定时间区间内表现更优
互联网与直销零售	AMZN.O	亚马逊	-	-		
大卖场与超市	WMT.N	沃尔玛	2.15%	2.54%	✓	✓
个人用品	PG.N	宝洁公司	2.87%	3.14%	✓	✓
大卖场与超市	COST.O	好市多	2.09%	2.67%	✓	✓
百货商店	LOW.N	劳氏公司	1.43%	1.68%	✓	✓
服装零售	TJX.N	TJX	1.15%	1.08%	✓	
个人用品	CL.N	高露洁	2.19%	2.29%	✓	✓
个人用品	EL.N	雅诗兰黛	1.18%	1.11%	✓	
综合货品商店	TGT.N	塔吉特	2.05%	2.50%	✓	✓
服装零售	ROST.O	罗斯百货	0.91%	0.92%	✓	✓
个人用品	KMB.N	金佰利	3.35%	3.30%	✓	
食品分销商	SYN.N	西斯科	2.87%	3.18%	✓	✓
综合货品商店	DG.N	达乐	1.10%	0.99%	✓	
食品零售	KR.N	克罗格	1.53%	1.56%	✓	✓
综合货品商店	DLTR.O	美元树	-	-		
电子产品零售	BBY.N	百思买	2.18%	3.17%	✓	✓
专卖店	ULTA.O	ULTA 美妆	1.06%	1.06%	✓	
专卖店	TIF.N	蒂芙尼	1.70%	1.81%	✓	✓
百货商店	KSS.N	柯尔百货	3.17%	2.79%	✓	

休闲用品	HAS.O	孩之宝	2.49%	2.94%	✓	✓
百货商店	JWN.N	诺德斯特龙	2.85%	3.89%	✓	✓
百货商店	M.N	梅西百货	2.44%	2.09%	✓	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

对于我国的零售企业股息率类比设置两条筛选标准: ①对比最新的一年期定期存款利率 1.5%, 后期发现符合要求的公司较少, 故将标准降至 1%; ②2011-2016 年的均值表现优于 2005 年至今的均值表现。可以发现超市类板块中的家家悦、永辉超市、中百集团、步步高; 百货类板块中的重庆百货、王府井、翠微股份、新世界、合肥百货、百联股份、天虹百货; 专业连锁板块中的上海家化、潮宏基、老凤祥、周大生表现突出, 符合股息率筛选的标准。

表 22: 中国股息率表现

所属行业	证券代码	证券简称	Dividend Yield 均值情况		最新中国一年期定期存款利率 1.5%			
			(2005 年至今)	(2011-2016 年)	大于 1%	大于 1.5%	给定时间区间内表现更优	
超市	1	603708.SH	家家悦	1.43%	1.43%	✓		✓
	2	603031.SH	安德利	0.46%	0.46%			
	3	002264.SZ	新华都	0.47%	0.39%			
	4	601116.SH	三江购物	1.49%	1.67%	✓		✓
	5	601933.SH	永辉超市	1.09%	0.96%	✓		
	6	002697.SZ	红旗连锁	0.54%	0.66%			✓
	7	000759.SZ	中百集团	1.04%	1.14%	✓		✓
	8	002251.SZ	步步高	1.48%	2.01%	✓		✓
百货	1	600729.SH	重庆百货	1.46%	1.65%	✓		✓
	2	600859.SH	王府井	1.56%	2.21%	✓	✓	✓
	3	600280.SH	中央商场	1.01%	0.73%	✓		
	4	600785.SH	新华百货	1.45%	1.43%	✓		
	5	601366.SH	利群股份	0.95%	0.95%			✓
	6	000564.SZ	供销大集	0.80%	0.54%			
	7	600858.SH	银座股份	0.39%	0.63%			✓
	8	603101.SH	汇嘉时代	0.33%	0.00%			
	9	600723.SH	首商股份	0.89%	1.43%			✓
	10	002561.SZ	徐家汇	3.07%	3.04%	✓	✓	
	11	603123.SH	翠微股份	1.60%	1.60%	✓	✓	✓
	12	600697.SH	欧亚集团	1.70%	1.31%	✓	✓	
	13	000501.SZ	鄂武商 A	0.41%	0.35%			
	14	600628.SH	新世界	1.02%	1.38%	✓		✓
	15	000417.SZ	合肥百货	1.46%	1.49%	✓		✓
	16	002277.SZ	友阿股份	0.75%	0.83%			✓
	17	600827.SH	百联股份	1.46%	1.62%	✓		✓
	18	002419.SZ	天虹股份	2.54%	2.74%	✓	✓	✓
家电连锁	1	002024.SZ	苏宁易购	0.49%	0.76%			✓

日用化妆品	1	603605.SH	珀莱雅	0.38%	0.38%			√
	2	600315.SH	上海家化	1.12%	1.28%	√		√
	3	300740.SZ	御家汇	0.58%	0.58%			√
黄金珠宝	1	000587.SZ	金洲慈航	0.12%	0.08%			
	2	600086.SH	东方金钰	0.02%	0.00%			
	3	000026.SZ	飞亚达 A	0.74%	0.91%			√
	4	002345.SZ	潮宏基	1.06%	1.11%	√		√
	5	600612.SH	老凤祥	1.23%	1.47%	√		√
	6	002721.SZ	金一文化	0.24%	0.20%			
	7	603900.SH	莱绅通灵	0.81%	0.00%			
	8	002867.SZ	周大生	1.91%	1.91%	√	√	√
电商	1	002127.SZ	南极电商	0.27%	0.23%			
	2	002640.SZ	跨境通	0.20%	0.18%			
其他连锁	1	603214.SH	爱婴室	0.32%	0.32%			√
	2	600415.SH	小商品城	0.69%	0.88%			√
	3	600122.SH	宏图高科	0.19%	0.29%			√
一般零售	1	002094.SZ	青岛金王	0.28%	0.08%			
贸易	1	600735.SH	新华锦	0.04%	0.00%			

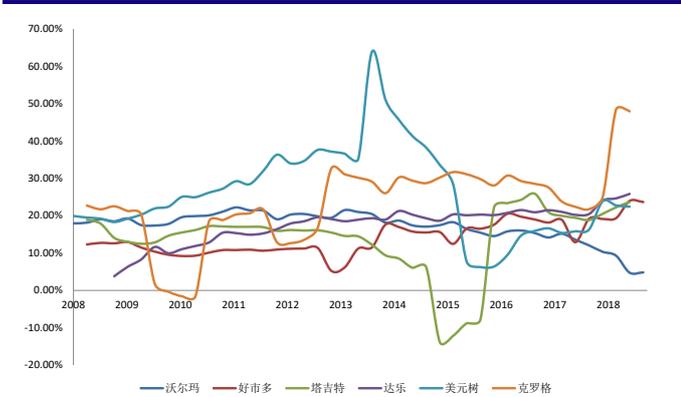
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

此外, 利用 DDM (股利贴现模型), 假设每一年公司的既定增长率稳定,  $ROE=r$ , 利用股息率和 ROE 可以求出长期的永续增速。根据美国的公司经验, 市占率走高的龙头公司, 该项指标的走势普遍偏好, 体现出公司未来的成长性较好。例如超市板块中好市多和克罗格的计算所得永续增速呈现出较高增长水平, 而沃尔玛则处于下降趋势; 百货板块中, 劳氏公司、TJX 和罗斯百货持续保持在较高水平, 梅西百货和柯尔百货的计算所得永续增速则明显不如其竞争对手。

$$\text{Dividend Yield} = \frac{D_0}{P_0} \quad P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(r-g)}$$

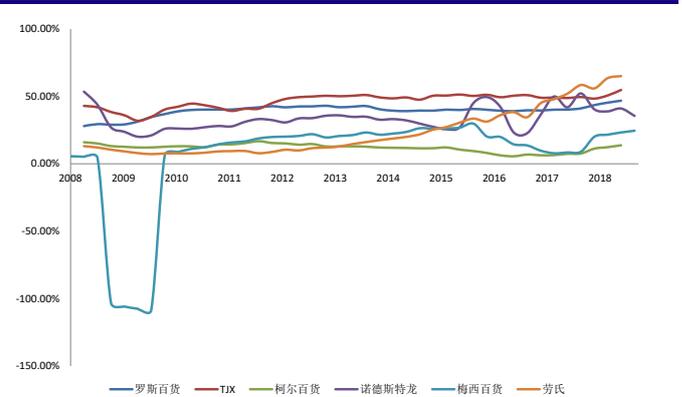
$$\rightarrow g = \frac{ROE - \text{dividend yield}}{1 + \text{dividend yield}}$$

图 73: 美国超市行业龙头公司计算永续增长率变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

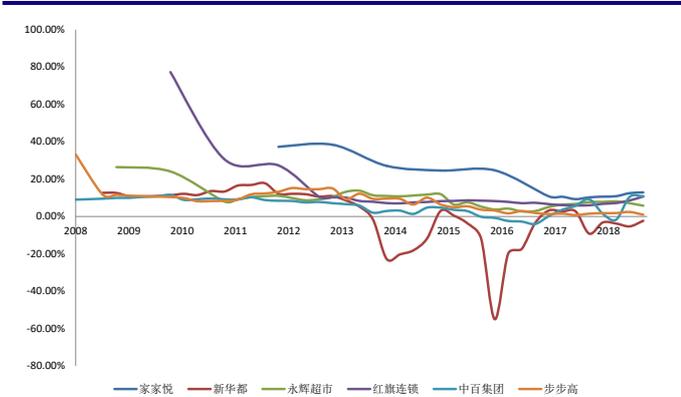
图 74: 美国百货行业龙头公司计算永续增长率变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

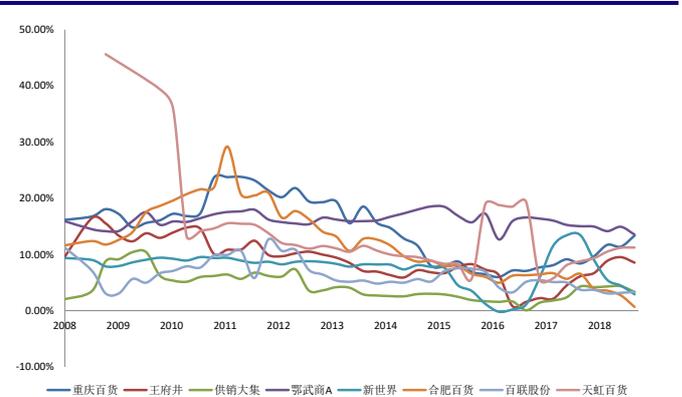
商贸零售行业之中,超市板块的家家悦、红旗连锁、永辉超市计算所得永续增速水平较高,中百集团处于不断提升的状态;百货类板块中鄂武商增速处于较高水平,重庆百货、天虹百货、王府井的增速不断提升;专业连锁板块中老凤祥、周大生增速处于较高水平,苏宁易购涨势明显。上述公司未来如果可以保持较好的计算所得永续增速水平,则相对规模扩张的成长潜力更大。

图 75: 中国超市行业龙头公司计算永续增长率变化趋势



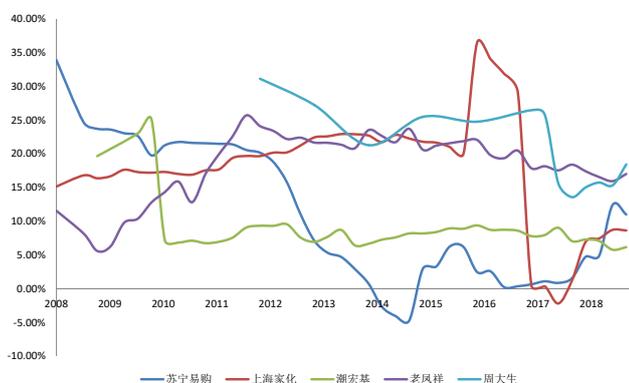
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 76: 中国百货行业龙头公司计算永续增长率变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 77：中国专业连锁行业龙头公司计算永续增长率变化趋势



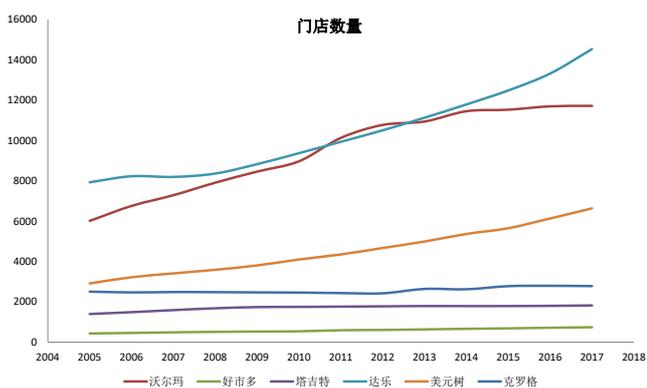
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### （三） 美股零售公司的数据指标表现

#### 1. 门店数量与增速

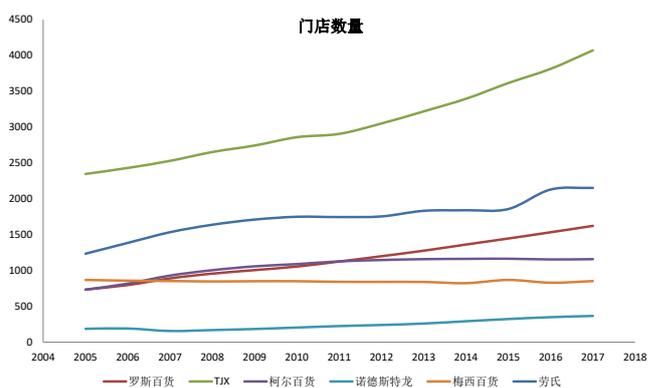
美国超市板块中，相对市场份额下滑的品牌（沃尔玛、塔吉特）门店扩张的速度明显较为缓慢，特别是塔吉特，在自身门店数量相对较少的情况下，门店的增速偏低，增量空间有限；百货板块中，相对市场份额下滑的品牌（柯尔百货、梅西百货）考虑原有门店基数，两者在门店数量不多的情况下，门店增速也较为缓慢。

图 78：美国超市行业龙头公司门店数量变化趋势



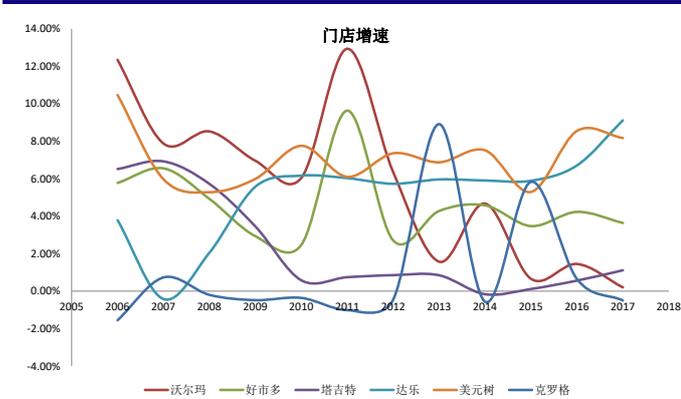
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 79：美国百货行业龙头公司门店数量变化趋势



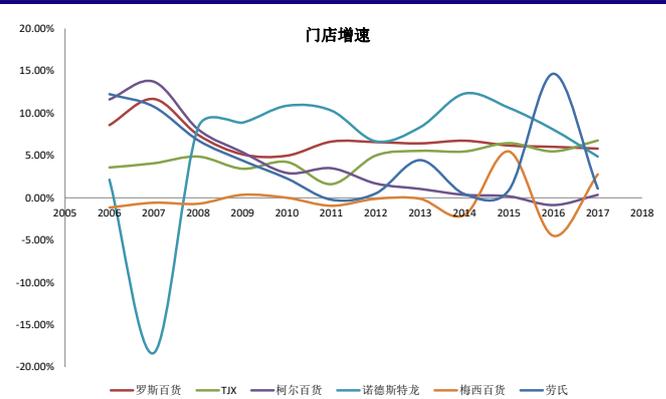
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 80：美国超市行业龙头公司门店数量增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 81：美国百货行业龙头公司门店数量增速变化趋势

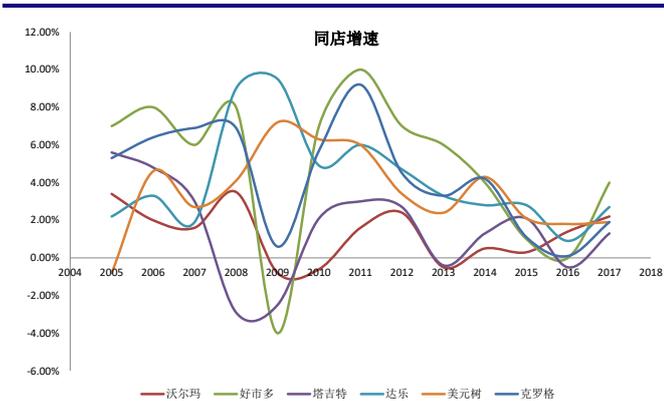


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2. 同店增速与坪效

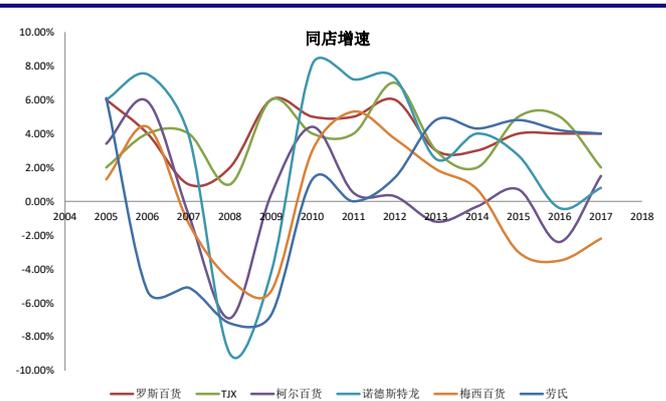
美国超市板块中，相对市场份额下滑的品牌（沃尔玛、塔吉特）同店增速处于较低水平；坪效没有明显上升的趋势，其中沃尔玛的坪效呈现出轻微下降，塔吉特基本保持相对平缓；百货板块中，相对市场份额下滑的品牌（柯尔百货、梅西百货）同店增速同样处于较低水平；坪效水平也明显低于行业内的其他竞争者。因此，零售企业需要不断的提升自己的同店增速和坪效来最大化存量部分的价值。

图 82：美国超市行业龙头公司同店增速变化趋势



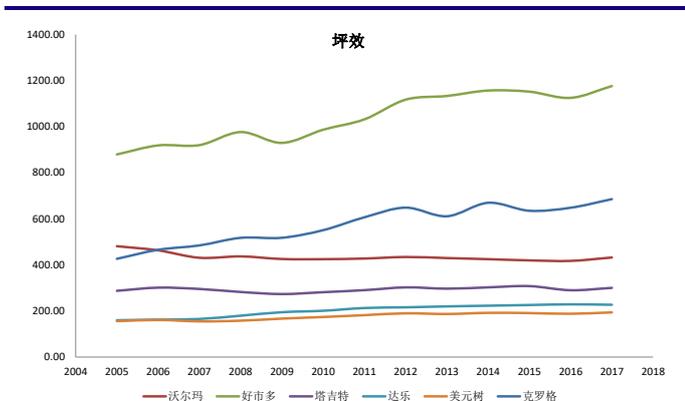
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 83：美国百货行业龙头公司同店增速变化趋势



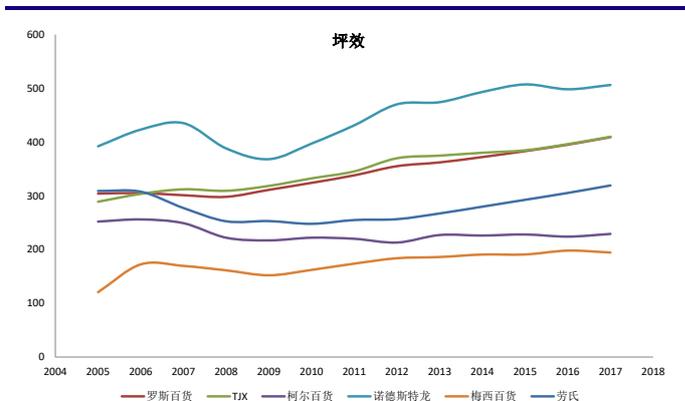
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 84：美国超市行业龙头公司坪效变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 85：美国百货行业龙头公司坪效变化趋势

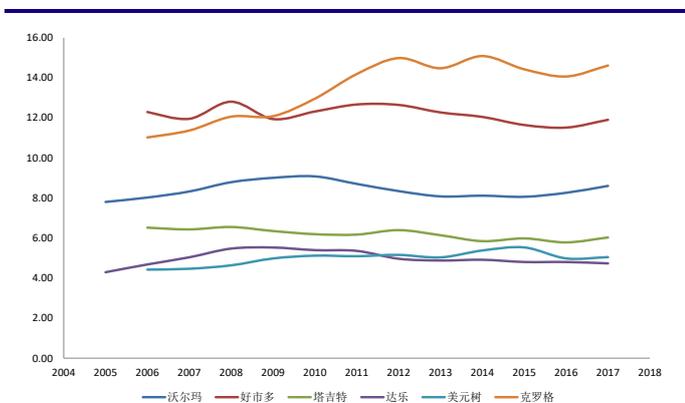


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 存货与应收账款周转情况

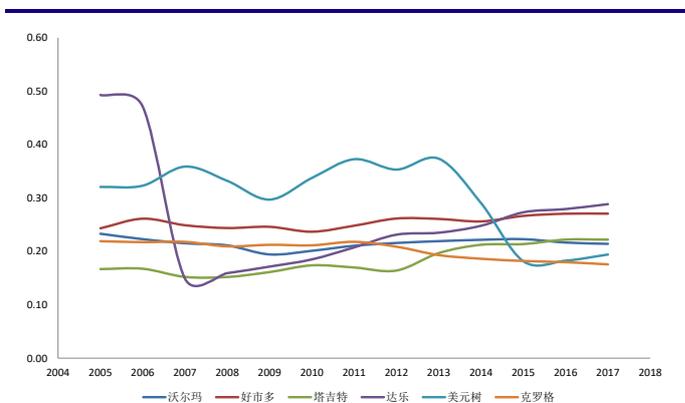
美股零售企业中相对市占率走高的企业以好市多、克罗格和 TJX 为代表，存货和应收账款周转更快，同时存货和应收账款占比资产的比率也相对更高。

图 86：美国超市行业龙头公司存货周转率变化趋势



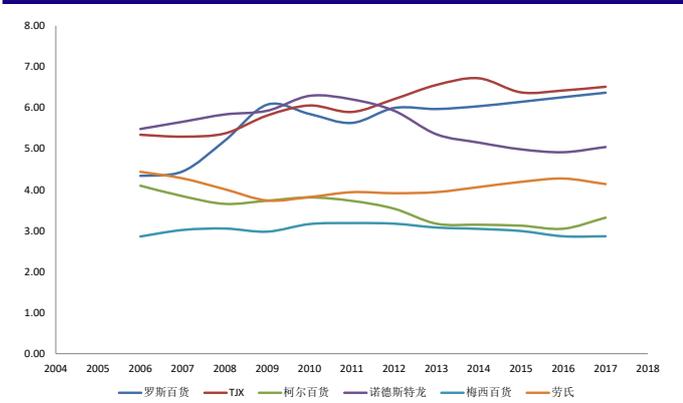
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 87：美国超市行业龙头公司存货占比资产变化趋势



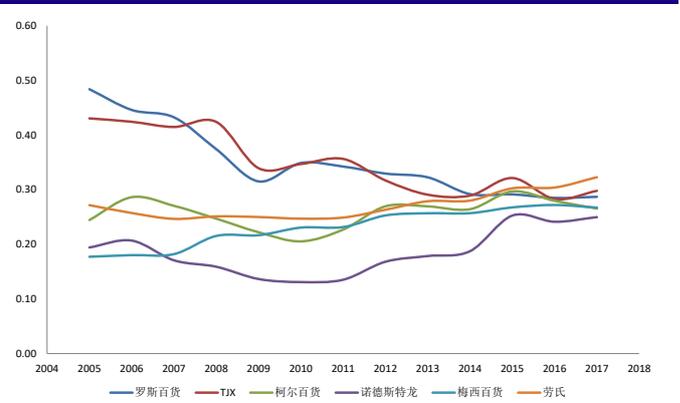
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 88：美国百货行业龙头公司存货周转率变化趋势



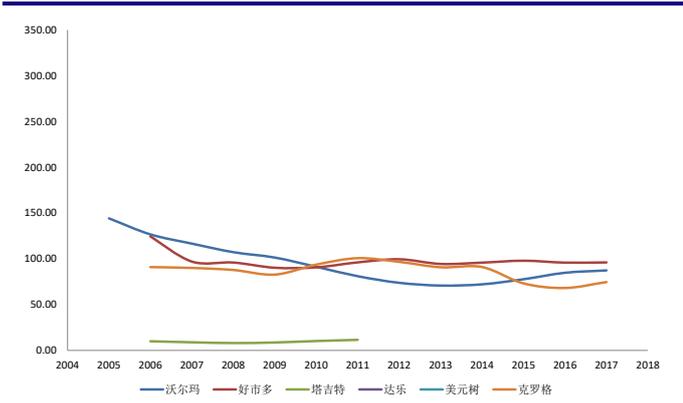
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 89：美国百货行业龙头公司存货占比资产变化趋势



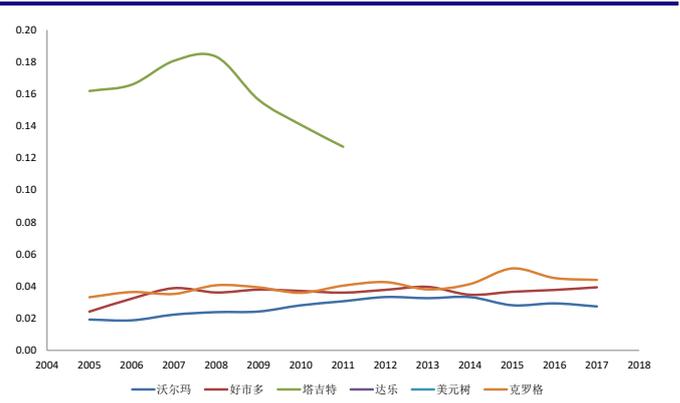
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 90：美国超市行业龙头公司应收账款周转率变化趋势



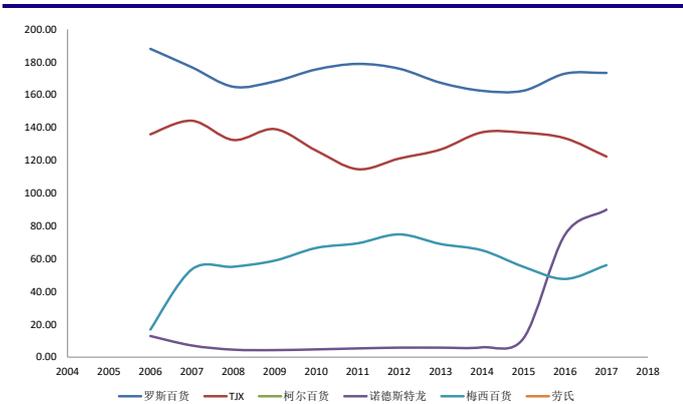
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 91：美国超市行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势



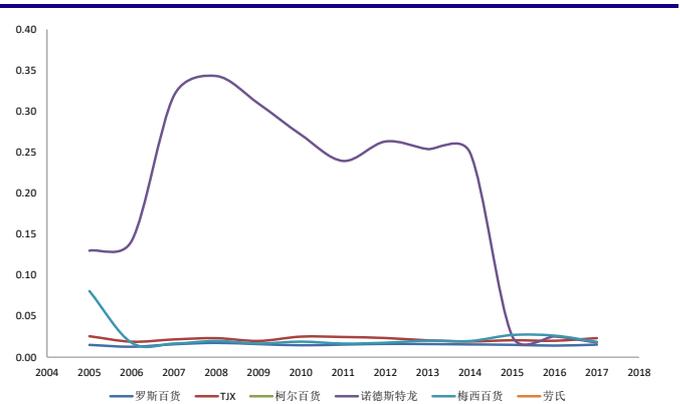
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 92：美国百货行业龙头公司应收账款周转率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 93：美国百货行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势

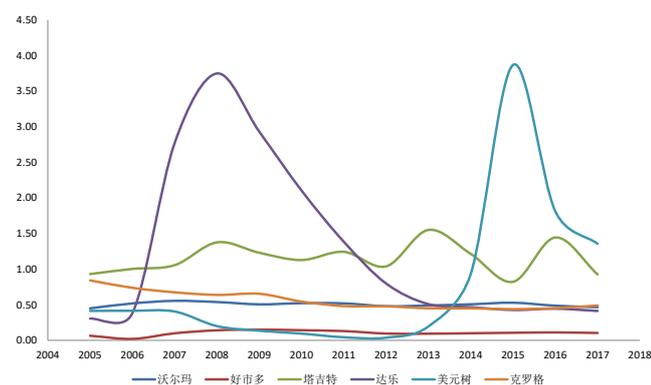


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 4. 费用率

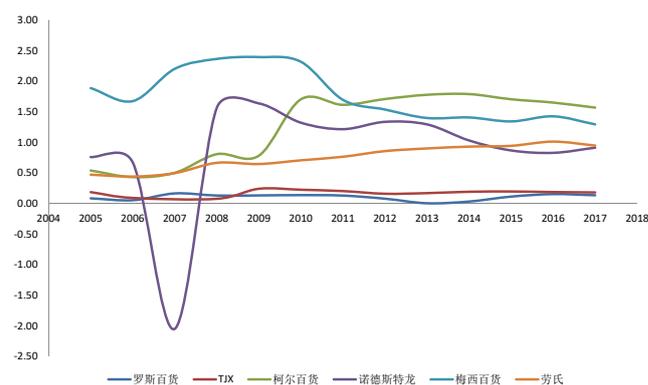
美股的零售企业之中，相对市场份额走高的好市多、TJX 和罗斯百货等公司相较同业竞争者明显拥有更低的费用率；相比之下，相对规模萎缩的塔吉特、柯尔百货和梅西百货的费用率居高不下，对应的盈利能力更弱。

图 94：美国超市行业龙头公司费用率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 95：美国百货行业龙头公司费用率变化趋势

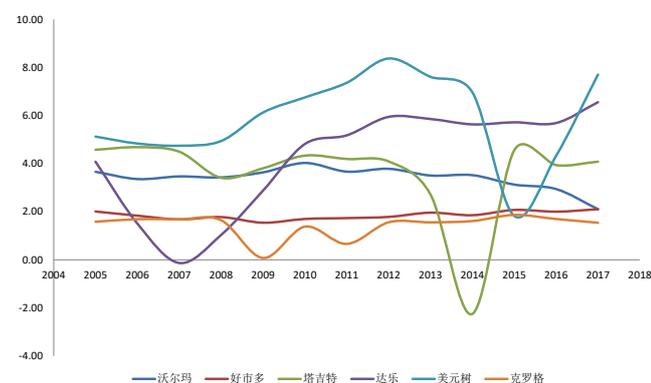


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 5. 净利率

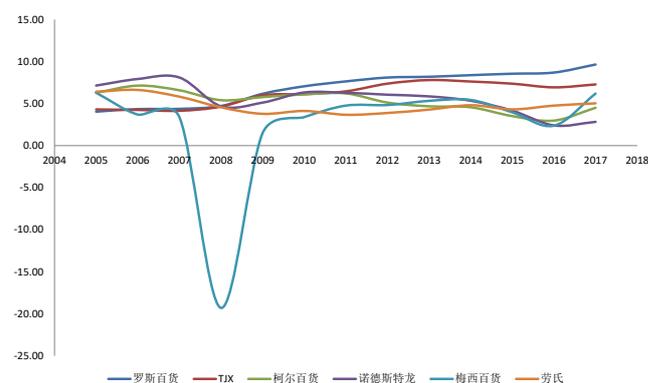
观察美股公司的净利率水平，沃尔玛、柯尔百货等相对市场份额下降的公司，净利率呈现出下降趋势；塔吉特、梅西百货甚至出现明显的净利率为负的时期。对比好市多、劳氏公司等公司还可以发现，公司的净利率不需要过高，稳定的净利率水平亦可以体现良好的盈利能力。

图 96：美国超市行业龙头公司净利率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 97：美国百货行业龙头公司净利率变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 插图目录

图 1: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势 .....	3
图 2: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势 .....	3
图 3: 中美日三国 GDP 增速 2016 年开始回暖 .....	4
图 4: 美日人均 GDP 维持在高位, 中美人均 GDP 逐步攀升 .....	4
图 5: 中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨 .....	4
图 6: 中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升 .....	4
图 7: 中美日三国人口结构变化趋势 .....	5
图 8: 中美日三国就业人口数量变化趋势 .....	5
图 9: 中美日三国就业人口增速变化趋势 .....	5
图 10: 中美日三国零售额实际同比增速 (考虑通货膨胀因素) .....	6
图 11: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类) .....	7
图 12: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类) .....	7
图 13: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区) .....	7
图 14: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区) .....	7
图 15: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模) .....	8
图 16: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模) .....	8
图 17: 中国人均可支配收入变化趋势 .....	9
图 18: 中国整体工资水平变化趋势 .....	9
图 19: 中国消费者信心指数变化趋势 .....	9
图 20: 美国行情走势 .....	10
图 21: 日本行情走势 .....	10
图 22: 中国行情走势 (沪深 300/300 可选/300 消费) .....	11
图 23: 中国行情走势 (百货/大卖场及超市指数) .....	11
图 24: 美国零售各行业销售额占比情况变化趋势 .....	11
图 25: 日本零售各行业销售额占比情况变化趋势 .....	11
图 26: 中国零售各行业销售额占比情况变化趋势 .....	12
图 27: 中国零售各行业销售额增速变化趋势 .....	12
图 28: 美国百货行业龙头公司相对市场份额变化趋势 .....	13
图 29: 美国超市行业龙头公司相对市场份额变化趋势 .....	13
图 30: 日本全行业龙头公司市场份额变化趋势 .....	13
图 31: 日本百货行业龙头公司市场份额变化趋势 .....	13
图 32: 日本超市行业龙头公司市场份额变化趋势 .....	14
图 33: 中国百货和超市行业龙头公司市场份额总和变化趋势 .....	14
图 34: 中国百货行业龙头公司市场份额变化趋势 .....	15
图 35: 中国超市行业龙头公司市场份额变化趋势 .....	15
图 36: CS 商贸零售行业指数与估值指标 .....	17
图 37: CS 百货行业指数与估值指标 .....	17
图 38: CS 超市行业指数与估值指标 .....	17
图 39: CS 连锁行业指数与估值指标 .....	17

图 40: PS 估值指标的架构拆分 .....	20
图 41: 中国超市行业龙头公司门店数量变化趋势 .....	20
图 42: 中国超市行业龙头公司门店数量增速变化趋势 .....	20
图 43: 中国百货行业龙头公司门店数量变化趋势 .....	21
图 44: 中国百货行业龙头公司门店数量增速变化趋势 .....	21
图 45: 中国专业连锁行业龙头公司门店数量变化趋势 .....	21
图 46: 中国专业连锁行业龙头公司门店数量增速变化趋势 .....	21
图 47: 中国超市行业龙头公司存货周转率变化趋势 .....	22
图 48: 中国超市行业龙头公司存货占比资产变化趋势 .....	22
图 49: 中国百货行业龙头公司存货周转率变化趋势 .....	22
图 50: 中国百货行业龙头公司存货占比资产变化趋势 .....	22
图 51: 中国专业连锁行业龙头公司存货周转率变化趋势 .....	22
图 52: 中国专业连锁行业龙头公司存货占比资产变化趋势 .....	22
图 53: 中国超市行业龙头公司应收账款周转率变化趋势 .....	23
图 54: 中国超市行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势 .....	23
图 55: 中国百货行业龙头公司应收账款周转率变化趋势 .....	23
图 56: 中国百货行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势 .....	23
图 57: 中国专业连锁行业龙头公司应收账款周转率变化趋势 .....	24
图 58: 中国专业连锁行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势 .....	24
图 59: PE 估值指标的架构拆分 .....	26
图 60: 中国超市行业龙头公司净利率变化趋势 (单位: %) .....	27
图 61: 中国百货行业龙头公司净利率变化趋势 (单位: %) .....	27
图 62: 中国专业连锁行业龙头公司净利率变化趋势 (单位: %) .....	27
图 63: 美国零售行业公司治理优势汇总 .....	28
图 64: 好市多的 PE (TTM) 相比计算 PE 处于低估状态 .....	38
图 65: 塔吉特计算 PE 具有前瞻性 .....	38
图 66: 克罗格计算 PE 具有前瞻性 .....	38
图 67: 梅西百货计算 PE 具有前瞻性 .....	38
图 68: 美国超市行业龙头公司股息率变化趋势 .....	39
图 69: 美国百货行业龙头公司股息率变化趋势 .....	39
图 70: 中国超市行业龙头公司股息率变化趋势 .....	39
图 71: 中国百货行业龙头公司股息率变化趋势 .....	39
图 72: 中国专业连锁行业龙头公司股息率变化趋势 .....	40
图 73: 美国超市行业龙头公司计算永续增长率变化趋势 .....	43
图 74: 美国百货行业龙头公司计算永续增长率变化趋势 .....	43
图 75: 中国超市行业龙头公司计算永续增长率变化趋势 .....	43
图 76: 中国百货行业龙头公司计算永续增长率变化趋势 .....	43
图 77: 中国专业连锁行业龙头公司计算永续增长率变化趋势 .....	44
图 78: 美国超市行业龙头公司门店数量变化趋势 .....	44
图 79: 美国百货行业龙头公司门店数量变化趋势 .....	44
图 80: 美国超市行业龙头公司门店数量增速变化趋势 .....	45

图 81: 美国百货行业龙头公司门店数量增速变化趋势 .....	45
图 82: 美国超市行业龙头公司同店增速变化趋势 .....	45
图 83: 美国百货行业龙头公司同店增速变化趋势 .....	45
图 84: 美国超市行业龙头公司坪效变化趋势 .....	46
图 85: 美国百货行业龙头公司坪效变化趋势 .....	46
图 86: 美国超市行业龙头公司存货周转率变化趋势 .....	46
图 87: 美国超市行业龙头公司存货占比资产变化趋势 .....	46
图 88: 美国百货行业龙头公司存货周转率变化趋势 .....	47
图 89: 美国百货行业龙头公司存货占比资产变化趋势 .....	47
图 90: 美国超市行业龙头公司应收账款周转率变化趋势 .....	47
图 91: 美国超市行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势 .....	47
图 92: 美国百货行业龙头公司应收账款周转率变化趋势 .....	47
图 93: 美国百货行业龙头公司应收账款占比资产变化趋势 .....	47
图 94: 美国超市行业龙头公司费用率变化趋势 .....	48
图 95: 美国百货行业龙头公司费用率变化趋势 .....	48
图 96: 美国超市行业龙头公司净利率变化趋势 .....	48
图 97: 美国百货行业龙头公司净利率变化趋势 .....	48

## 表格目录

表 1: 中美日三国行情指标选择 .....	10
表 2: 标的公司初步筛选 .....	14
表 3: 美国估值指标与市值走势的相关性 (最高为红色, 最低为绿色) .....	15
表 4: 行业表现和估值指标情况汇总 .....	16
表 5: 中国估值指标与市值走势的相关性 (最高为红色, 最低为绿色) .....	18
表 6: 中美零售行业估值指标与行情相关性对比 .....	19
表 7: 美国现金流表现 (+为净流入趋势, -为净流出趋势) .....	24
表 8: 中国现金流表现 (+为净流入趋势, -为净流出趋势) .....	25
表 9: 中美公司“提升产品品质”的具体措施 .....	29
表 10: 中美公司“控制成本和商品价格”的具体措施 .....	29
表 11: 中美公司“自有品牌”的具体措施 .....	30
表 12: 中美公司“门店布局因地制宜”的具体措施 .....	30
表 13: 中美公司“合理调整产品结构”的具体措施 .....	31
表 14: 中美公司“线下门店多业态发展”的具体措施 .....	32
表 15: 中美公司“线上发展”的具体措施 .....	32
表 16: 中美公司“会员项目”的具体措施 .....	34
表 17: 中美公司“员工激励制度”的具体措施 .....	35
表 18: 中美公司“员工培训”的具体措施 .....	36
表 19: 中美公司“环保与慈善”的具体措施 .....	36
表 20: 配置公司建议 .....	37

---

表 21: 美国股息率表现.....	40
表 22: 中国股息率表现.....	41

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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。

**谨慎推荐：**是指未来 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：**是指未来 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：**是指未来 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。

**李昂，** 商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

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

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：尚 薇 010-83574522 [shangwei@chinastock.com.cn](mailto:shangwei@chinastock.com.cn)

北京地区：王 婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：舒英婷 010-66561317 [shuyingting@chinastock.com.cn](mailto:shuyingting@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)