

## 商贸零售

## 泛零售业态观察：连锁药店和超市企业比较——药店毛利率和坪效优势显著，超市企业运营能力更优。

**评级：增持（维持）**

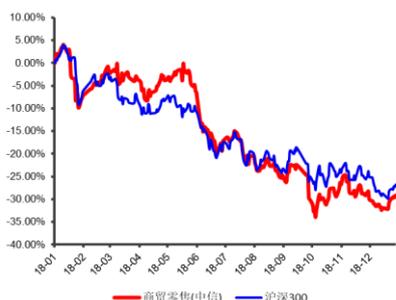
分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	94
行业总市值(百万元)	1100915.660
行业流通市值(百万元)	819530.9003

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 《新宝股份——渠道变革加速，优质供应链企业价值凸显》
- 2 《苏宁易购——家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态实现规模发展》
- 3 《永辉超市——生鲜龙头强者恒强，科技永辉加快布局新零售、打造平台化服务型企》
- 4 《家家悦——山东省超龙头，供应链优势显现，步入加速扩张期》

**重点公司基本状况**

公司名称	公司代码	股价	市值(亿元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
苏宁易购	002024.SZ	10.68	994.31	0.45	0.83	0.21	27.16	12.87	50.86	买入
新宝股份	002705.SZ	9.30	75.65	0.50	0.63	0.82	24.50	14.76	11.34	买入
永辉超市	601933.SH	8.14	779.04	0.19	0.19	0.22	53.20	42.84	37.00	增持
家家悦	603708.SH	20.73	97.02	0.66	0.86	1.06	30.15	24.10	19.56	买入
南极电商	002127.SZ	8.13	199.58	0.33	0.37	0.50	30.15	56.03	41.46	买入

**投资要点**

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 2.18%，跑赢沪深 300 指数 0.24 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 4.08%，跑赢沪深 300 指数 1.28 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 2.56%，连锁指数上涨 2.79%，百货指数上涨 1.82%，贸易指数上涨 1.83%。相对于本周沪深 300 上涨 1.94%，中小板指涨幅 3.12% 而言，商贸零售板块整体表现较优。商贸零售子版块公司涨跌幅前五名。涨幅排名前五名为兰州民百、广博股份、广州友谊、深赛格、南极电商分别上涨 15.06%、14.48%、8.28%、7.89%、7.68%。跌幅排名前五位分别为汉商集团、豫园商城、辽宁成大、南纺股份、弘业股份分别下跌 6.82%、3.92%、3.13%、2.86%、2.72%

■ 本周重点推荐公司：**苏宁易购：公司家电零售已形成宽阔护城河，全渠道多业态精耕智慧零售生态圈，开启规模发展新篇章，维持“买入”评级。**苏宁经营基本面向好，市场份额有望进一步提升，当前处于历史估值底部，存在较大的估值修复空间。苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显：（1）线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局，全方位把握各层级市场的消费机会；线下盈利能力回升，预计同店收入将保持稳健增长，为公司提供充足而稳定的收入来源。（2）线上将强化传统带电产品优势，加大开放平台商家引进力度，借助阿里资源优势，把握社交流量红利，预计线上仍将保持中高速增长，未来平台收入将进一步提升。（3）持续输出供应链服务能力，丰富仓储物流资源，推动社会化物流收入放量增长。苏宁金融持续聚焦核心业务，精耕生态圈金融需求；战略募集资金已到位，为业务发展提供有力支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元，实现归母净利润 77.18/19.72/31.91 亿元。

**新宝股份：三季度业绩靓丽，公司盈利能力稳健提升，看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。**公司发展思路清晰：外销业务基础深厚，随着品类的调整稳健增长；国内发展自有品牌，避免与海外客户产生正面交锋的同时布局品牌和渠道，逐步实现代工厂转型升级。公司业务主要分为外销和内销：1）外销以 ODM 为主，公司在出口市场占比较高，能够满足客户一站式采购需求。在维持厨房小家电订单较为稳定增长的同时，公司推出家居/个人护理新产品，有望在未来三年有效提升外销产品结构和溢价空间。2）内销业务多半为自有品牌，少部分为贴牌加工，目前东菱销量已经平稳较快增长，预计 2018-20 年同比增速 23%/21%/20%；摩飞品牌 2017 年在网络曝光度较高，2017 年翻番式增长，预计在 18 年仍将维持中高速增长。今年上半年由于外汇贬值影响，公司的业绩承压，预计三季度将稳步向好。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 90.57/102.64/115.45 亿元，同比增速为 10.15%/13.32%/12.49%。预计公司 2018-20 年分别实现净利润 5.09/6.39/8.21 亿元。

**家家悦：供应链优势渐显，拓展西部区域步入加速扩张期，维持“买入”评级。**公司的历史估值中枢在 31 倍左右，对标国内超市龙头企业永辉、红旗连锁等 2018 年 PE (wind 一致性预测) 约在 30-35 倍之间。考虑山东省内超市企业集中度将进一步提高，市场空间较大，且公司作为山东省超市龙头企业，供应链优势逐渐凸显，且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段，未来市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高，故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元，同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元，同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，分别给予 2018 年 31XPE，维持“买入”评级。

**永辉超市：生态体系渐成，云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售，维持“增持”评级。**公司是本土商超中率先具备跨区域扩张能力的龙头企业，受益于国内超市行业整合提速，强者恒强。公司深耕超市行业多年，供应链优势明显，合伙人+赛马制打造开放高效的企业管理，股权激励计划进一步释放经营活力。组织架构变革，云创出表独立运作减少公司利润端压力，全新业务布局聚力“新零售”。此前负责新业态孵化和 B2B 模块的

云创和云商出表独立运作，减轻了公司的利润端的压力，同时主业重新聚焦云超：两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部，整合原本分散的业务模块，搭建供应链运营和大数据科技中心，更有效地发挥规模效应。同时新零售也将在云超全面展开：试点 mini 店深入社区；推动永辉生活 APP 的开发；“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计 2018-2020 年公司实现营收 695.94/793.98/903.86 亿元，同比增长 18.78%/14.09%/13.84%。实现净利润约 18.13/20.68/27.96 亿元，同比增长-0.21%/14.05%/35.25%。摊薄每股收益 0.19/0.22/0.29 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 42/36/27 倍。维持“增持”评级。

- **周度核心观点：泛零售业态观察：连锁药店和超市企业比较——药店毛利率和坪效优势显著，超市企业运营能力更优。** 药店和超市行业目前都处于区域割据阶段，药店的连锁化成为趋势，通过自建门店和并购实现快速的跨省扩张。和超市行业相同，中国的药店零售行业现阶段也处于区域割据阶段，考虑到规模效益和成本的降低，药店的连锁化成为趋势，实行加强区域渗透率和拓展新区域并举、自建门店和收购并行的策略。

目前龙头连锁药店区域分布情况主要是（1）益丰药房门店均匀分布在华东和中南共 7 个省份，年均新增门店数超过 30%，超越同行（2）老百姓门店遍布 17 个省，是除了国控以外分布最广泛的药店企业，省内空间较大（3）大参林 75% 的门店分布在药品零售规模最大省份——广东，目前广西和河南区域也在扩张计划中，新增门店增速年均约 20%（4）一心堂从云南省内龙头成长为西南区域龙头，目前在广西、四川、海南均名列前茅。

通过对两个行业重点公司财务数据的比较，我们发现：超市企业的收入规模远超药店连锁企业，但药店在毛利率和坪效方面具备显著的优势。由于产品属性的不同，超市的运营能力优于药店，主要体现在核心指标现金循环周期上：超市和药店的应付账款周转率几乎无差异，但是超市的应收账款周转率和存货周转率显著优于药店，所以保证了有更多资金可以停留在超市企业的账上。

- **数据更新：**永辉超市门店更新，永辉超市 2018Q3 财报数据显示：截止 2018 年 9 月已开业门店 1124 家，已签约门店 191 家，2018Q3 永辉新开绿标店 25 家、永辉生活店 137 家、超级物种 10 家。家家悦门店更新，截止 2018 年 9 月，家家悦已开业门店 719 家，已签约门店 20 家。2018Q3 家家悦新开门店 26 家。
- **本周投资组合：**苏宁易购、新宝股份、家家悦、南极电商、永辉超市。建议重点关注步步高、中百集团等；产品型零售企业关注开润股份、飞科电器；百货重点关注王府井、重庆百货、天虹股份、银座股份等
- **风险提示：**1) 板块高弹性下市场系统性风险；2) 全渠道融合不及预期；3) 管理层对转型未达成统一；

## 内容目录

零售板块一周行情回顾 .....	- 4 -
周度市场以及子板块表现比较 .....	- 4 -
零售行业重点公司市场表现 .....	- 5 -
重点公司公告及下周大事提醒: .....	- 6 -
行业前瞻及投资组合: .....	- 8 -
月度配置观点以及标的公司: .....	- 8 -
投资组合: .....	- 8 -
行业观察: .....	- 9 -
公司及行业资讯 .....	- 12 -
新零售动态跟踪 .....	- 13 -
传统零售动态跟踪 .....	- 15 -
零售行业资本动态跟踪 融资动态 .....	- 16 -
风险提示 .....	- 16 -

## 图表目录

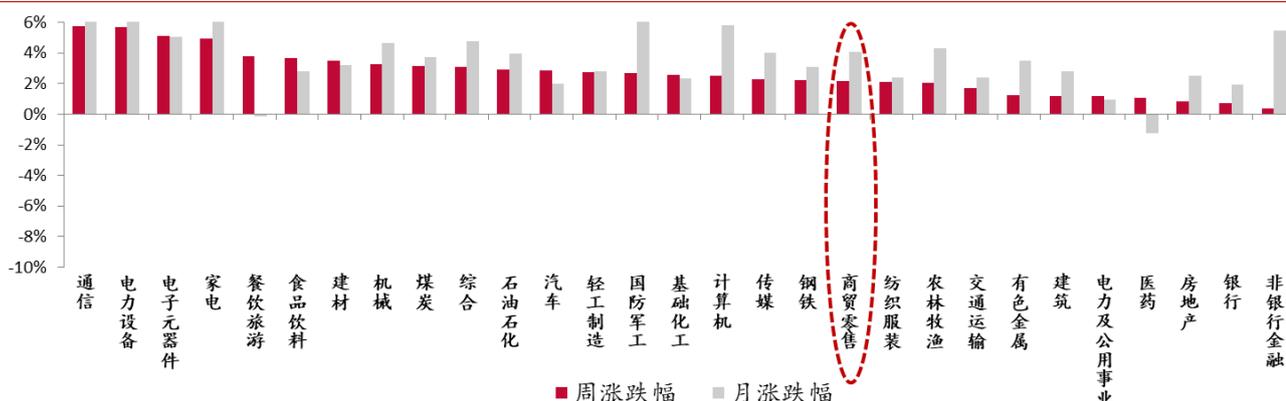
图表 1: 零售行业涨跌幅情况 .....	- 4 -
图表 2: 行业各子板块涨跌幅情况表现 .....	- 4 -
图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 4 -
图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 4 -
图表 5: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 5 -
图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 5 -
图表 7: 本周板块上市公司涨幅前五名表现 .....	- 5 -
图表 8: 本周板块上市公司跌幅前五名表现 .....	- 5 -
图表 9: 下周公司大事提醒 .....	- 7 -
图表 10: 本周重点推荐股票及看点 .....	- 8 -
图表 11: 连锁药店企业和超市企业营业收入规模 (亿元) / 收入增速 / 经营性现金流 (亿元) 比较 .....	- 10 -
图表 12: 连锁药店企业和超市企业核心财务数据比较 (数据截至 2017 年末) ...	- 10 -
图表 13: 益丰药房和永辉超市销售毛利率比较 (截至 2017 年末) -	11 -
图表 14: 益丰药房和永辉超市销售净利率比较 (截至 2017 年末) -	11 -
图表 15: 益丰药房和永辉超市员工薪酬费用率比较 (截至 2017 年末) .....	- 11 -
图表 16: 益丰药房和永辉超市租金费用率比较 (截至 2017 年末) -	11 -
图表 17: 连锁药店企业和超市企业经营能力比较 (数据截至 2017 年末) .....	- 12 -
图表 18: 连锁药店企业和超市企业门店分布比较 (数据截至 2018Q3) .....	- 13 -

## 零售板块一周行情回顾

### 周度市场以及子板块表现比较

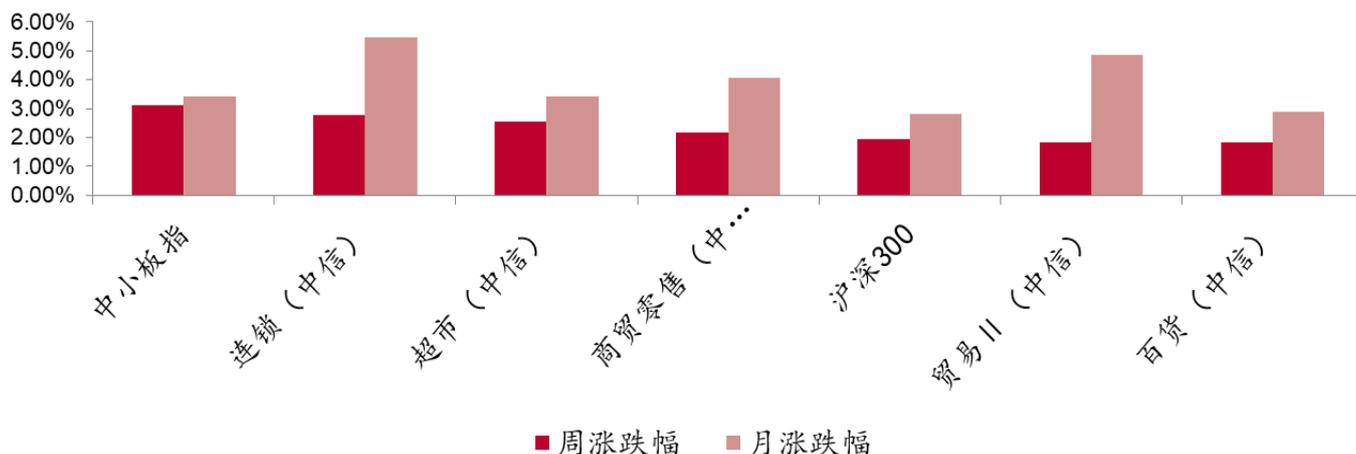
- **上周商贸零售子板块表现情况:** 商贸零售（中信）指数上涨 2.18%，跑赢沪深 300 指数 0.24 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 4.08%，跑赢沪深 300 指数 1.28 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 2.56%，连锁指数上涨 2.79%，百货指数上涨 1.82%，贸易指数上涨 1.83%。相对于本周沪深 300 上涨 1.94%，中小板指涨幅 3.12%而言，商贸零售板块整体表现较优

图表 1: 零售行业涨跌幅情况



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 2: 行业各子板块涨跌幅情况表现

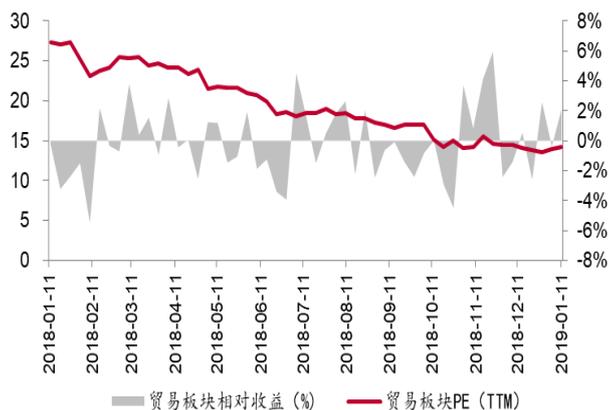


来源: WIND 中泰证券研究所

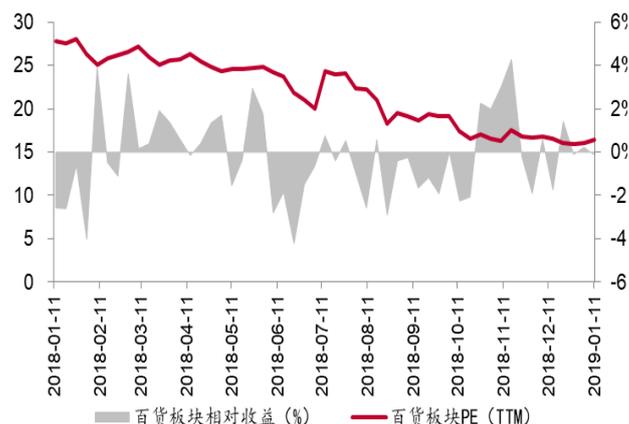
- **子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面，截至周五（1月11日）收盘，贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 14 倍、16 倍、13 倍和 39 倍，较上周略有上涨。

图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况

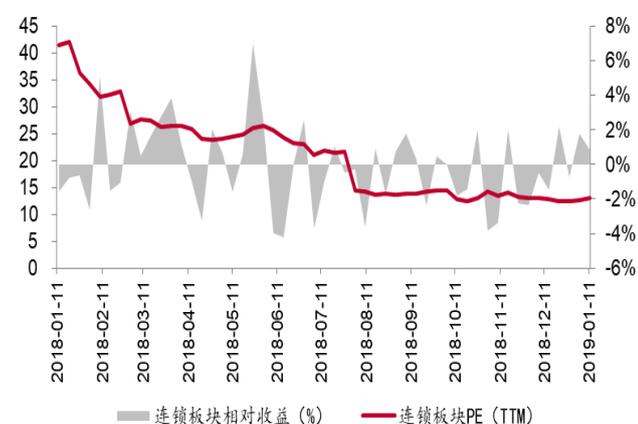
图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况



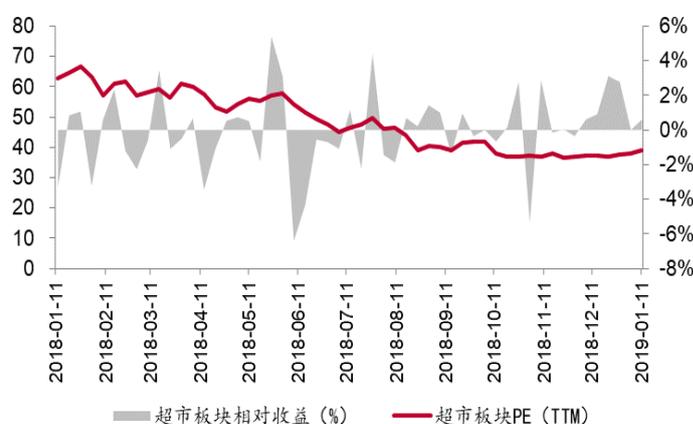
来源: WIND 中泰证券研究所



来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 5: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


来源: WIND 中泰证券研究所

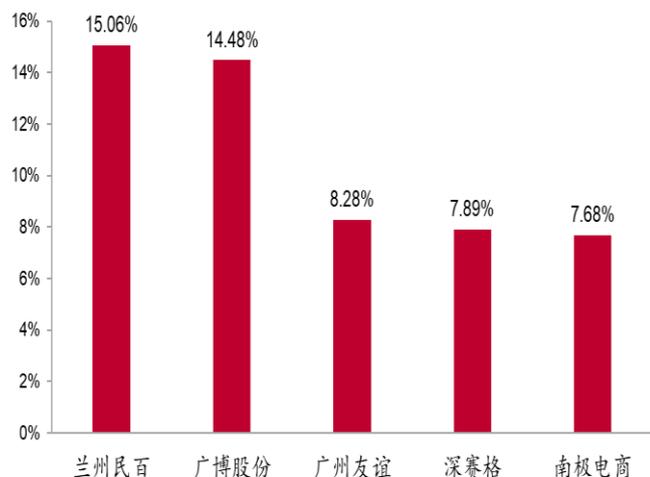
**图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


来源: WIND 中泰证券研究所

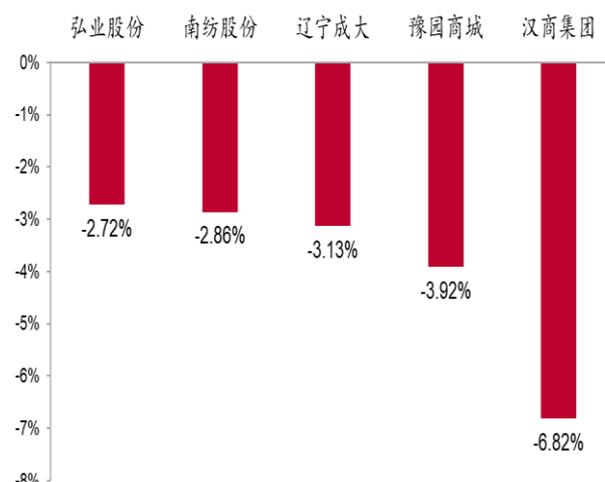
### 零售行业重点公司市场表现

- **商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。**涨幅排名前五名为兰州民百、广博股份、广州友谊、深赛格、南极电商分别上涨 15.06%、14.48%、8.28%、7.89%、7.68%。跌幅排名前五位分别为汉商集团、豫园商城、辽宁成大、南纺股份、弘业股份分别下跌 6.82%、3.92%、3.13%、2.86%、2.72%

**图表 7: 本周板块上市公司涨幅前五名表现**
**图表 8: 本周板块上市公司跌幅前五名表现**



来源: WIND 中泰证券研究所



来源: WIND 中泰证券研究所

### 重点公司公告及下周大事提醒:

- **【海航基础】关于股东股权质押的公告:** 海航基础设施投资集团股份有限公司(以下简称“公司”)于2019年1月7日接到公司股东天津市大通建设发展集团有限公司(以下简称“天津大通”)通知,天津大通将其持有本公司股票办理了质押。现将有关情况公告如下:天津大通将其持有的公司27,336,546股(占公司总股本的0.7%)无限售条件流通股质押给天津信托有限责任公司,质押期限自2019年1月4日起至质权人向中国证券登记结算有限责任公司办理解除质押为止。截至本次质押完成后,天津大通共持有公司股票27,336,546股,占公司总股本的0.7%,本次股票质押后天津大通累计质押的股票数量为27,336,546股,占其所持有公司股数27,336,546股的100%,占公司总股本的0.7%,剩余未质押的股数为0股。天津大通本次质押股票主要用于融资以满足其经营发展需要。天津大通资信状况良好,具备相应的资金偿还能力,有足够的风险控制空间,还款来源包括营业收入、营业利润、投资收益等。本次质押未设立警戒线及平仓线,无平仓风险,质押可能产生的风险在可控范围内。截至本次质押完成后,天津大通及其一致行动人海航基础控股集团有限公司、海航实业集团有限公司共持有公司股票2,404,847,810股,占公司总股本的61.54%;合计已质押的股票数量为2,379,843,515股,占天津大通及其一致行动人海航基础控股集团有限公司、海航实业集团有限公司共持有公司股票的98.96%,占公司总股本的60.90%;剩余未质押股数25,004,295股,其中125股为限售流通股,25,004,170股为无限售流通股。
- **【苏宁易购】关于回购部分社会公众股份的报告书:** 1、公司使用自有资金、自筹资金及其他筹资方式以集中竞价交易方式回购公司股份,回购总金额不低于人民币5亿元(含)且不超过人民币10亿元(含),回购价格不超过15元/股(含),具体回购数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。回购股份实施期限为自公司第六届董事会第三十五次会议

审议通过本次回购股份预案之日起 12 个月内。2、风险提示：（1）本次回购股份存在回购期限内股票价格持续超出回购价格上限，而导致本次回购计划无法顺利实施的风险。（2）本次回购存在如回购股份用于股权激励或员工持股计划，可能因股权激励计划或员工持股计划未能经公司董事会和股东大会等决策机构审议通过、激励对象放弃认购等原因，导致已回购股票无法全部授出的风险，存在回购股份有效期限未能将回购股份过户至股权激励或员工持股计划的风险。（3）公司将在回购期限内根据市场情况择机作出回购决策并予以实施。敬请投资者注意投资风险。

- 【步步高】关于公司大股东增持公司股份的进展公告：**步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“公司”）于 2018 年 10 月 11 日 接到公司大股东张海霞女士的通知，基于对公司未来发展前景的信心以及对公司投资价值的认同，张海霞女士计划在未来 6 个月内增持公司股份。公司于 2018 年 10 月 12 日对该项增持计划进行了披露，具体内容详见公司刊登于《中国证券报》、《证券时报》和巨潮资讯网 (<http://www.cninfo.com.cn>) 的《关于公司大股东拟增持公司股份的提示性公告》(公告编号: 2018-093)。截至本公告披露日，本次增持计划期间过半，因近期市场融资环境影响，张海霞女士尚未增持公司股份，本次增持计划未实施完毕。一、增持主体的基本情况 1、增持主体名称：张海霞女士 2、增持主体持股情况：截至本次增持计划首次公告日，张海霞女士持有公司股份 43,319,231 股，占公司股份比例的 5.01%。公司控股股东步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”）持有公司股份 302,241,133 股，占公司股份比例的 34.99%。步步高集团的实际控制人为王填先生，王填先生和张海霞女士为夫妻关系。截至本公告日，张海霞女士、步步高投资集团持股情况均未发生变动。

图表 9: 下周公司大事提醒

(01/13) 周日	(01/14) 周一	(01/15) 周二	(01/16) 周三	(01/17) 周四	(01/18) 周五	(01/19) 周六
周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
	茂业商业(600828): 股东大会召开	苏宁易购(002024): 股东大会互联网投票 起始	东百集团(600693): 股东大会现场会议登 记起始	萃华珠宝(002731): 股东大会互联网投 票起始	海印股份(000861): 股东大会现场会议登 记起始	
	宏图高科(600122): 股东大会召开		苏宁易购(002024): 股东大会召开		萃华珠宝(002731): 股东大会召开	
	茂业商业(600828): 股东大会互联网投 票起始		友阿股份(002277): 股东大会现场会议登 记起始		东百集团(600693): 股东大会互联网投票 起始	
	宏图高科(600122): 股东大会互联网投 票起始				东百集团(600693): 股东大会召开	

来源: WIND 中泰证券研究所

## 行业前瞻及投资组合:

### 月度配置观点以及标的公司:

- 从市场调研情况来看,消费整体呈现区域结构化的弱复苏,或将推动零售板块结构性配置机会;零售板块经过近5年的调整,预计未来板块将呈现结构性分化态势,部分具备供应链优势及激励机制充分的标的或将脱颖而出。新零售蓬勃发展,电商巨头抢占线下资源加速,主要集中在超市板块格局已初步成型。建议重点配置龙头标的苏宁易购、新宝股份、家家悦和永辉超市。

### 投资组合:

图表 10: 本周重点推荐股票及看点

公司名称	公司代码	市值	目标价	核心看点
苏宁易购	002024.SZ	994.31	18.00	家电零售形成宽阔护城河,全渠道多业态生态圈开启规模发展
新宝股份	002705.SZ	75.65	14.43	西式小家电龙头,渠道变革加速,优质供应链企业价值凸显
永辉超市	601933.SH	779.04	10.15	超市行业龙头,供应链不断夯实,新业态迭代升级,生态圈渐成
永辉超市	601933.SH	779.04	8.80	生态体系渐成,云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售
南极电商	002127.SZ	199.58	11.16	矩阵生态圈优势凸显,引领新快消品时代潮流

来源: 中泰证券研究所

- **苏宁易购: 公司家电零售已形成宽阔护城河,全渠道多业态精耕智慧零售生态圈,开启规模发展新篇章,维持“买入”评级。**苏宁经营基本面向好,市场份额有望进一步提升,当前处于历史估值底部,存在较大的估值修复空间。苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显: (1) 线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局,全方位把握各层级市场的消费机会; 线下盈利能力回升,预计同店收入将保持稳健增长,为公司提供充足而稳定的收入来源。(2) 线上将强化传统带电产品优势,加大开放平台商家引进力度,借助阿里资源优势,把握社交流量红利,预计线上仍将保持中高速增长,未来平台收入将进一步提升。(3) 持续输出供应链服务能力,丰富仓储物流资源,推动社会化物流收入放量增长。苏宁金融持续聚焦核心业务,精耕生态圈金融需求; 战略募集资金已到位,为业务发展提供有力支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元, 实现归母净利润 77.18/19.72/31.91 亿元。
- **新宝股份: 三季度业绩靓丽,公司盈利能力稳健提升,看好公司的业绩增长和长期投资价值,维持“买入”评级。**公司发展思路清晰: 外销业务基础深厚,随着品类的调整稳健增长; 国内发展自有品牌,避免与海外客户产生正面交锋的同时布局品牌和渠道,逐步实现现代工厂转型升级。公司业务主要分为外销和内销: 1) 外销以 ODM 为主,公司在出口市场占比较高,能够满足客户一站式采购需求。在维持厨房小家电订单较为稳定增长的同时,公司推出家居/个人护理新产品,有望在未来三年有效提升外销产品

结构和溢价空间。2) 内销业务多半为自有品牌, 少部分为贴牌加工, 目前东菱销量已经平稳较快增长, 预计 2018-20 年同比增速 23%/21%/20%; 摩飞品牌 2017 年在网络曝光度较高, 2017 年翻番式增长, 预计在 18 年仍将维持中高速增长。今年上半年由于外汇贬值影响, 公司的业绩承压, 预计三季度将稳步向好。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 90.57/102.64/115.45 亿元, 同比增速为 10.15%/13.32%/12.49%。预计公司 2018-20 年分别实现净利润 5.09/6.39/8.21 亿元。

- **家家悦: 供应链优势渐显, 拓展西部区域步入加速扩张期, 维持“买入”评级。**公司的历史估值中枢在 31 倍左右, 对标国内超市龙头企业永辉、红旗连锁等 2018 年 PE (wind 一致性预测) 约在 30-35 倍之间。考虑山东省内超市企业集中度将进一步提高, 市场空间较大, 且公司作为山东省超市龙头企业, 供应链优势逐渐凸显, 且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段, 未来市占率有望进一步提高, 业绩增长的确定性较高, 故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元, 同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元, 同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间, 分别给予 2018 年 31XPE, 维持“买入”评级。
- **永辉超市: 生态体系渐成, 云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售, 维持“增持”评级。**公司是本土商超中率先具备跨区域扩张能力的龙头企业, 受益于国内超市行业整合提速, 强者恒强。公司深耕超市行业多年, 供应链优势明显, 合伙人+赛马制打造开放高效的企业管理, 股权激励计划进一步释放经营活力。组织架构变革, 云创出表独立运作减少公司利润端压力, 全新业务布局聚力“新零售”。此前负责新业态孵化和 B2B 模块的云创和云商出表独立运作, 减轻了公司的利润端的压力, 同时主业重新聚焦云超: 两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部, 整合原本分散的业务模块, 搭建供应链运营和大数据科技中心, 更有效地发挥规模效应。同时新零售也将在云超全面展开: 试点 mini 店深入社区; 推动永辉生活 APP 的开发; “卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计 2018-2020 年公司实现营收 695.94/793.98/903.86 亿元, 同比增长 18.78%/14.09%/13.84%。实现净利润约 18.13/20.68/27.96 亿元, 同比增长-0.21%/14.05%/35.25%。摊薄每股收益 0.19/0.22/0.29 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 42/36/27 倍。维持“增持”评级。

#### 行业观察:

- **我们比较了连锁药店和超市企业的核心财务数据发现: 连锁药店毛利率和坪效优势显著, 超市运营能力更优。**目前超市行业和连锁药店行业都处于区域割据阶段, 且在行业整合加速的背景下, 部分区域龙头率先跑出, 抢占市场份额, 行业未来都有望孕育出全国范围内连锁经营、业绩弹性较大的优质头部企业。

- 龙头超市收入规模远超连锁药店，连锁药店收入增速优于超市。**虽然连锁药店的门店数远超超市，但收入规模却远小于龙头超市类企业；相应产生的经营性现金流数额也低于超市企业。稳定的经营性现金流支撑了超市企业在扩张过程中庞大的资本开支，构成了超市企业的安全边际。但从收入增速来看，四家连锁药店近年的收入增速保持在 15%-25%，优于超市企业；未来随着行业内并购整合加速，连锁药店的外延内生，龙头企业的市占率不断提高，连锁药店的收入增速空间可期。

**图表 11：连锁药店企业和超市企业营业收入规模（亿元）/收入增速/经营性现金流（亿元）比较**

行业分类	公司名称	营业收入（亿元）			收入增速			经营性现金流（亿元）		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
药店类	老百姓	45.7	60.9	75.0	15.9%	33.4%	23.1%	2.6	3.1	4.9
	益丰药房	28.5	37.3	48.1	27.6%	31.2%	28.7%	1.8	1.4	3.2
	大参林	52.7	62.7	74.2	15.8%	19.2%	18.3%	4.7	5.0	6.4
	一心堂	53.2	62.5	77.5	20.2%	17.4%	24.0%	1.9	1.9	3.9
超市类	永辉超市	421.5	492.3	585.9	14.8%	16.8%	19.0%	15.4	19.3	26.4
	家家悦	104.9	107.8	113.3	6.6%	2.8%	5.1%	4.3	7.6	7.8
	高鑫零售	967.6	1008.9	1033.8	5.1%	4.3%	2.5%	63.0	69.5	69.9

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 连锁药店毛利率、期间费用率均显著高于超市企业。**连锁药店毛利率普遍在 35%-40%之间，显著高于超市企业（毛利率约为 20%-25%），这主要是由于药品的毛利率高于生鲜和日化等产品。药店行业内比较来看，产品结构决定了毛利率差异，比如大参林的高毛利是由于参茸滋补药材、保健品的销售占比较大，是维持较高毛利率的重要支撑。由于部分生产企业药品供价低，利润空间大，通过药店贴牌迅速占领了零售柜台。连锁药店利用门店人力、物力和财力等门店资源主推高毛利产品已经成为目前许多连锁药店经营模式的主要模式之一。连锁药店的净利率高于超市企业。益丰药房的净利率优于另外三家，且保持了稳定增长的趋势。

**图表 12：连锁药店企业和超市企业核心财务数据比较（数据截至 2017 年末）**

行业分类	公司名称	毛利率	净利率	费用率			
				销售费用率	管理费用率	财务费用率	研发费用率
药店类	老百姓	35.31%	5.29%	22.24%	5.25%	0.82%	28.31%
	益丰药房	40.04%	6.60%	26.92%	4.14%	-0.09%	30.97%
	大参林	40.26%	6.40%	25.91%	4.66%	0.38%	30.96%
	一心堂	41.52%	5.45%	27.83%	4.58%	0.77%	33.18%
超市类	永辉超市	20.84%	2.88%	14.43%	3.04%	-0.15%	17.32%
	家家悦	21.58%	2.74%	16.01%	2.17%	-0.58%	17.61%
	高鑫零售	24.11%	2.92%				21.09%

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 13: 益丰药房和永辉超市销售毛利率比较 (截至 2017 年末)**

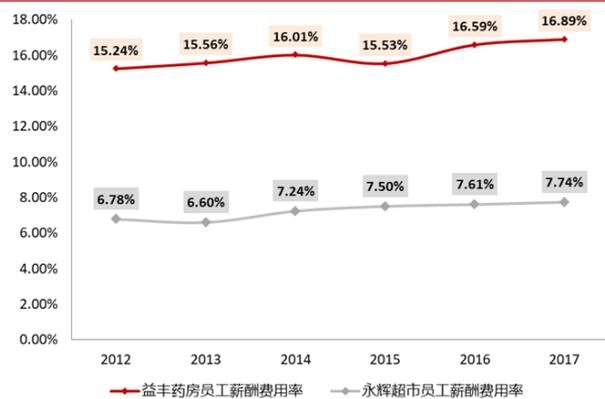

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 14: 益丰药房和永辉超市销售净利率比较 (截至 2017 年末)**

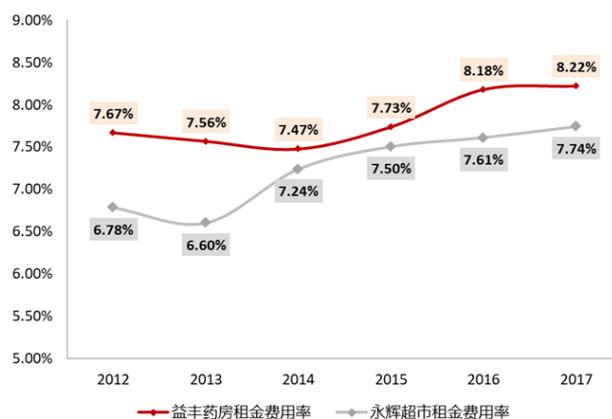

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 药店的期间费用率高于超市企业，差异主要体现在销售费用率。将费用支出拆分来看：益丰药房的员工薪酬费用率在 2017 年达到 16.9%，而永辉超市仅有 7.7%；此外，益丰药房的租金费用率（2017 年为 8.2%）略高于永辉（2017 年为 7.7%），且近两年由于租金价格的持续提高，无论是超市还是药店的租金费用率都在持续攀升。未来随着两个行业电商业务的发展以及区域渗透率的提高（尤其是三四线城市的渠道下沉），租金费用率的增长或将趋缓。

**图表 15: 益丰药房和永辉超市员工薪酬费用率比较 (截至 2017 年末)**
**图表 16: 益丰药房和永辉超市租金费用率比较 (截至 2017 年末)**



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 连锁药店的坪效是超市企业的 2-3 倍，运营效率超市企业优势更显著。**从单店坪效来看，药店的坪效是超市企业的 2-3 倍，差异的主要原因是超市门店的平均面积远超药店。行业内比较来看，国内各连锁药店坪效也存在差异，益丰药房和大参林优势更显著。差异主要原因一是经营模式不同，二是地域差别。由于大参林和益丰药房的门店经营面积相对较小，因此在陈列和空间使用上下了大工夫，发挥了较高的效率，因此日均坪效明显较一心堂和老百姓高。2017 年公司实现净利率 3.0%，较 2016 年提升 0.4pct；2018H1 公司实现净利率 3.5%，与 2017H1 持平。
 

从企业的营运能力来看，超市企业要优于药店，主要是产品属性的差异。比较核心指标现金循环周期来看：超市和药店的应付账款周转率几乎无差异，但是超市的应收账款周转率和存货周转率显著优于药店，所以保证了有更多资金可以停留在超市企业的账上。

**图表 17：连锁药店企业和超市企业经营能力比较（数据截至 2017 年末）**

行业分类	公司名称	日均坪效 (元/m <sup>2</sup> )	存货周转天 数	应收账款周 转天数	应付账款周 转天数	现金循环周期=存货周转 天数+应收账款周转天数 - 应付账款周转天数
药店类	老百姓	59	93.04	33.02	63.39	62.67
	益丰药房	63.9	93.31	21.92	35.23	80
	大参林	94.4	122.67	11	67.11	66.56
	一心堂	46.2	119.13	23.25	73.39	68.99
超市类	永辉超市	30.4	42.54	4.51	54.67	-7.62
	家家悦	19.7	51.7	0.45	59.68	-7.53
	高鑫零售	22.7	68.64	1.75		

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 药店和超市行业目前都处于区域割据阶段，药店的连锁化成为趋势，通过自建门店和并购实现快速的跨省扩张。**和超市行业相同，中国的药店零售行业现阶段也处于区域割据阶段，考虑到规模效益和成本的降低，药店的

连锁化成为趋势，实行加强区域渗透率和拓展新区域并举、自建门店和收购并行的策略。

目前龙头连锁药店区域分布情况主要是（1）益丰药房门店均匀分布在华东和中南共 7 个省份，年均新增门店数超过 30%，超越同行（2）老百姓门店遍布 17 个省，是除了国控以外遍布最广泛的药店企业，省内空间较大（3）大参林 75% 的门店分布在药品零售规模最大省份——广东，目前广西和河南区域也在扩张计划中，新增门店增速年均约 20%（4）一心堂从云南省内龙头成长为西南区域龙头，目前在广西、四川、海南均名列前茅。

图表 18: 连锁药店企业和超市企业门店分布比较 (数据截至 2018Q3)

	门店数 (截至 2018Q3)	总经营面积 (平米)	2018Q1-3 净新开门店数	店均面积 (平米, 估算)
益丰药房	3242 (加盟 130)	417273	1183 (新开 404, 收购 813, 闭店 34)	129
老百姓	3110 (加盟 500)	488090	724 (直营 421, 并购 303, 闭店 48)	157
大参林	3676	350000 (估算)	732 (直营 551, 收购 181, 闭店 41)	95
一心堂	5471	764737 (估算)	405 (新开 631, 搬迁 110, 闭店 116)	140
永辉超市	1124	6000000 (估算)	332	5338
高鑫零售 (数据截至 2018H1)	472	12702435	11	26912

来源: 公司公告 中泰证券研究所

## 公司及行业资讯

### 新零售动态跟踪

- 连连支付母公司上线全球首个跨境电商服务在线交易平台 LianLian Link:** 1月9日, “Hello World” 跨境电商生态大会在深圳举行。大会上, 连连支付母公司连连数字推出了全球首个跨境电商服务在线交易平台 LianLian Link, 这是连连“330 计划”落地的第一个大动作, 也将给跨境电商行业带来革新和跃进。不久前, 连连在商户开放日上首次对外宣布了“330 计划”, 在未来 3 年将投入 30 亿元, 扶持 100 万跨境电商卖家, 构建全球性跨境电商服务平台。本次大会上, 全球首个跨境电商服务在线交易平台 LianLian Link 重磅上线, 是连连“330 计划”落地的第一个大动作, 也是连连探索支付以外更多可能的最新成果。不同于连连以往的 LOGO 设计风格, LianLian Link 新 logo 采用蓝、红、黄、绿等配色, 寓意着 LianLian Link 将服务跨境电商卖家、平台、服务商等不同群体, 同时, 这也代表着不同类型的行业参与者相互“连接”, 共同组成 Link, 携手共创跨境电商新未来。在产品功能方面 LianLian Link 综合了卖家平台、服务商平台、开发者平台和供应商平台, 通过聚

合开店、选品、营销、物流、金融等全品类服务商，为跨境电商卖家提供一站式全链路服务。（联商网）

- **雷军承诺未来 365 天不减持小米股票 股价开盘跌 5.41%**：1 月 9 日，小米集团在港交所发布公告称，小米集团创始人、董事长兼 CEO 雷军和其他控股股东，承诺持有的所有股票，继续锁定 365 天，同时小米集团高级副总裁、CFO 周受资亦做出同样的承诺。但受大量股票即将解禁影响，小米股价今日开盘跌 5.41%，报 10.5 港元。根据此前小米集团向港交所递交的招股书显示，雷军在小米集团的持股比例为 31.41%，其通过 AB 股双重股权结构表决权超过 50%，为小米集团控股股东。公开资料显示，港股上市公司中，除小米外，并无已到解禁期的大股东做出过类似承诺的记录。同时，公告称，雷军在上市前获得的不超过 639,596,190 B 类股（「激励股份」）（时价 99 亿），捐赠与慈善机构。这是 2018 年 4 月 2 日为董事会认可雷军对公司贡献而授予的，占当时公司总股本的 2%。对此，资本市场分析人士认为，雷军此举，显示小米管理层对公司价值的信心。小米管理层的信心与把握，来源于小米集团近来在全球智能手机市场、IoT 以及生活消费品和互联网业务的高速成长。（联商网）
- **菜鸟与普洛斯共同增资卡行天下 加快建设智能骨干网**：1 月 11 日，卡行天下宣布引入菜鸟网络、普洛斯隐山资本战略增资。这意味着菜鸟与普洛斯正在升级战略合作，通过加深强强联手，共同建设智能物流骨干网。此次合作中，菜鸟与普洛斯隐山资本将通过增资卡行天下，升级 B2B 物流运输网络，提升为货主和企业服务的能力，为客户创造价值。同日，卡行天下董事会任命关晓东担任公司 CEO。关晓东表示，菜鸟和普洛斯都是卡行天下的早期投资方。此次战略增资，显示出菜鸟、普洛斯对 B2B 运输网络的进一步看好，将继续支持卡行天下深入开展物流运输网络建设，为货主和企业提供高效灵活、成本合理的物流解决方案。（联商网）
- **阿里巴巴发布阿里商业操作系统 重构企业运营 11 大要素**：1 月 11 日，阿里巴巴发布阿里商业操作系统，称将系统帮助全球零售业重构商业运营的 11 大要素。在当天举行的 2019 年全球品牌新零售峰会上，阿里巴巴集团 CEO 张勇指出，过去 20 年在阿里巴巴经济体内部，包括购物、娱乐、本地生活服务等多元商业场景及其形成的数字化能力，与云计算等其他服务充分融合，已经形成独特的阿里巴巴商业操作系统。张勇表示，阿里巴巴商业操作系统将帮助企业完成“品牌、商品、销售、营销、渠道、制造、服务、金融、物流供应链、组织、信息技术”等 11 大商业要素的在线化和数字化。七年前的今天，张勇宣布淘宝商城改名天猫，开启了全新的全球品牌电子商务时代。今天，张勇宣布开放阿里商业操作系统，将开启全球品牌数字化经营的时代。在这一前所未有的数字化浪潮之中，企业在商业操作系统的大熔炉中，也将完成自身的数字化转型。此外，阿里巴巴还同时发布了“A100 计划”，借此开启全球范围内最大规模的品牌数字化转型。“A100 计划”将横跨多个业务部门，向合作伙伴输出数字化能力，帮助品牌和零售商寻找到未来新的增长点，为数字经济时代带来信心与希望。阿里商业操作系统和“A100 计划”核心在于

阿里经济体能够同时触达企业和消费者，有能力在赋能企业数字化转型升级的同时，为消费者提供数字化服务和体验。（联商网）

### 传统零售动态跟踪

- **红旗连锁进一步深化与永辉超市合作：**1月9日，红旗连锁(002697)公告称，1月8日公司召开股东大会，审议通过了《关于补选公司非独立董事的议案》，选举了林琴为公司非独立董事。值得注意的是，林琴简历显示，其从2017年5月至今，任永辉超市股份有限公司(下称：永辉超市)永辉云商联合创始人/永辉云超供应链食百核心合伙人。永辉超市系红旗连锁第二大股东，持有公司21%股份。这意味着红旗连锁与永辉超市的战略合作在进一步深化。2017年12月底，红旗连锁与永辉超市达成战略合作，双方在生鲜、物流、定制产品、渠道整合、供应链金融等方面开展深度合作。2018年初，在永辉团队的大力支持下，红旗连锁海昌路分场、华润路分场同日开业，形成“商品+生鲜+服务”的社区生活店新业态。截至2018年12月底，红旗连锁携手永辉团队打造的生鲜型便利店已突破100家。目前，红旗连锁已开设2800家门店，将陆续增加类似门店，打造“商品+生鲜+服务”的社区生活新业态。（联商网）
- **拟溢价逾1600倍收购王老吉商标 白云山回复：**估值合理：看到“王小吉”“玉小吉”“五小吉”“黑凉茶王老吉”……你是不是觉得都是山寨“王老吉”？其实不然，这些商标都属于“王老吉”系列，为“王老吉”的防御性商标。多年来，白云山(600332, SH)及旗下企业只有“王老吉”系列产品商标使用权，而白云山控股股东广药集团则手握“王老吉”系列商标专用权。白云山在2018年12月27日晚间发布公告称，公司拟支付价款13.89亿元，协议受让控股股东广药集团所持“王老吉”系列420项商标专用权——基础性商标合计14项，防御性商标合计406项。值得注意的是，13.89亿元的估值，相较于标的资产经审计的账面值83.91万元，溢价率高达1654倍。加上白云山变更募集资金用途用于收购，以及广药集团较高的业绩承诺，上述交易随即引来上交所的问询函。元旦假期后(2019年1月5日)，白云山发布回复问询函公告称，上述商标资产估值具有合理性。（联商网）
- **步步高最新战略出炉 2019年将会有哪些大动作？**：1月9日，一场主题为“不忘初心，智慧前行”的2019年步步高集团管理年会在长沙步步高福朋喜来登酒店召开。步步高集团董事长王填首先就2019年的经济环境和步步高新的一年战略思想做了主题演讲，各事业部负责人对2018年工作进行了总结回顾，并对2019年公司策略进行了全面深刻的阐述。“商业零售首先是规模之争，之后是效率之争，未来还将进入算法之争。”王填说。基于这个趋势，他宣布，2019年依然逆势进攻，计划高质量、高密度地开店100家左右，同时优化供应链，继续推进企业数字化。王填还表示，2019年继续聚焦主业的业务增长，把生鲜核心能力的建设放到第一位，重构供应链，要经营有活跃度的数字化的会员，并针对现有市场高质量、高密度地开店。（联商网）

- **沃尔玛中国 2018 年新开 33 家门店，其中 8 家为惠选超市：**1 月 10 日，沃尔玛中国公司事务部高级副总裁石家齐透露，沃尔玛 2018 年共新开 33 家新店，其中 21 家大卖场，4 家山姆会员店，8 家惠选超市门店。此外，截止目前还在中国开设了 38 个云仓。在接下来的分享中，沃尔玛中国总裁及首席执行官陈文渊对沃尔玛 2018 年业绩作了回顾，他表示，大卖场业态中，鲜食销售占比达到四分之一，而山姆会员店可比销售增长 8%。（联商网）

#### 零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **社区团购平台“源创优品”获数百万元天使轮融资：**1 月 10 日，社区团购平台“源创优品”近日获得数百万元天使轮融资，融资方暂未透露。据源创优品 CEO 戴晓宁表示，本轮融资将主要用于市场开发、团队建设，供应链以及技术工具升级四方面，未来不排除会在新的技术手段上做积极探索。公开信息显示，源创优品成立于 2017 年 5 月，运营公司为前海源创优品（深圳）市场营销服务有限公司，目前团队规模接近 50 人以上，以预售+团购+商城为主要业务模式，与社区周边便利店合作。源创优品主要面向社区居民用户，通过线上预售，小区用户共同购买、同社区共同配送，线下社区运营点自提。用户可通过微信公众号、社群等渠道进行查看并参加团购，当天下单，次日到店，平台则负责管理供应链以及统一配送，收货 24 小时内无条件退换货。目前，源创优品已覆盖山东青岛、新疆乌鲁木齐、深圳等城市的数千个社区，保持着每月 50% 以上的复合增长，单月的 GMV 在数百万元，平台 SKU 在 3000—4000 个商品左右，商品更新的频率为一天更新一次，平台的客单价在 60—80 元左右。（联商网）

#### 风险提示

- 互联网零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力；
- 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，线上业绩低于预期等；

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。