

多因素推动消费回暖，关注渠道变革下的投资机会

——零售行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆18 年及 1Q19 复苏仍弱，多数细分行业龙头表现突出

零售行业主要的 55 家上市公司 2018 年营收增速较 2017 年下降 3.29 个百分点，归母净利润增速较 2017 年下降 35.12 个百分点；1Q2019 营收同比增速较 4Q2018 下降 0.33 个百分点，归母净利润同比减少 30.70%。天虹股份、老凤祥、周大生等细分行业龙头表现显著优于所属细分行业。

◆预计 2019 年后三季度可选消费复苏力度显著增强

受益于降税利好逐步显现、低基数等因素，我们预计 2019 年后三个季度消费复苏力度将显著增强，其中百货、黄金珠宝是首选投资领域，地产销售复苏也将带来后周期家电家具品类销售的复苏。此外超市受益于 CPI 抬头和猪价上行趋势。

◆渠道变革如火如荼，子行业各有侧重

随着零售新业态的不断成长发酵，我们注意到一些变化：百货业态开始更积极拥抱数字化转型，众多门店不惜牺牲短期营收进行闭店改造；超市进入新业态 2.0 时代，投资者仍应关注盈利能力。家电 3C 连锁业态聚焦渠道下沉，积极布局低线市场。

◆国企改革仍为全年重要主线

2019 年国企改革依然是零售行业的重要主线之一，纳入国务院“双百行动”名单的公司，以及隶属上海、北京地方国资委的企业均具备国企改革潜力。

◆重点推荐标的

推荐受益于消费复苏力度增强，门店扩张加速的**天虹股份**；渠道拓展维持高速，激励机制不断完善的**周大生**；受益于避险需求增长，国企改革有序推进的**老凤祥**；生鲜占比高，同店收入增速受益于通胀水平提升的**家家悦**；处于高速拓展期，股权激励强化凝聚力的**永辉超市**；规模优势明显，受益于可选消费复苏的**王府井**；货币资金充足、物业价值高的**首商股份**。

◆风险提示：居民消费需求增速未达预期，地产后周期影响部分细分行业收入增速，人工费用上涨速度高于预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002419	天虹股份	12.82	0.75	0.87	0.99	17	15	13	买入
002867	周大生	31.00	1.1	1.34	1.59	28	23	19	增持
600612	老凤祥	40.99	2.3	2.66	3.06	18	15	13	买入
603708	家家悦	29.04	0.92	1.1	1.3	32	26	22	增持
601933	永辉超市	10.00	0.15	0.26	0.32	67	38	31	增持
600859	王府井	15.47	1.55	1.57	1.72	10	10	9	买入
600723	首商股份	6.81	0.55	0.58	0.62	12	12	11	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 29 日

增持（维持）

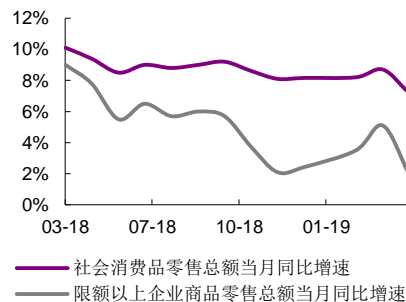
分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM
 (执业证书编号：S0930516050001)
 021-52523866
tangjiarui@ebsecn.com

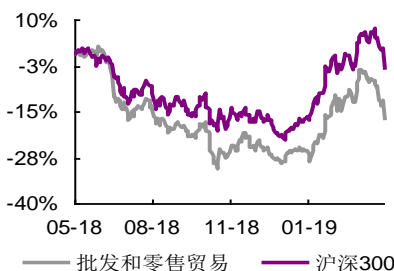
孙路 (执业证书编号：S0930518060005)
 021-52523868
sunlu@ebsecn.com

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)
 010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行业复苏趋弱，精选稳健个股——商贸零售行业 2019 年投资策略

.....2018-12-18

投资聚焦

研究背景

零售行业主要的 55 家上市公司 2018 年营收增速较 2017 年下降 3.29 个百分点，归母净利润增速较 2017 年下降 35.12 个百分点；1Q2019 营收同比增速较 4Q2018 下降 0.33 个百分点，归母净利润同比减少 30.70%。天虹股份、老凤祥、周大生等细分行业龙头表现显著优于所属细分行业。2019 年 3 月后消费回暖态势逐步增强，零售行业有望显著受益。

我们区别于市场的观点

4 月消费数据偏弱，导致部分投资者对消费的观点较为悲观。我们认为降税利好逐步兑现及低基数等因素将助力消费在 2019 年的回暖，预计 2019 年后三个季度消费复苏力度将显著增强。

对于百货行业，部分投资者持谨慎观点。我们认为消费回暖情况下，弹性相对较高的百货行业整体经营情况有望明显改善，具有规模优势和渠道拓展能力的龙头公司预计表现更加突出。

对于线下渠道，部分投资者倾向于关注线上的新变化，我们认为线下渠道的变革对于零售中长期的发展有重要作用，现阶段百货、超市、家电 3C 连锁在渠道端都以不同方式积极推进变革，值得投资者关注。

投资观点

当前时点我们推荐从以下几个角度来配置零售行业持仓：1) 可选消费复苏力度增强，最为受益的将是具有规模优势和渠道扩展能力的龙头公司天虹股份和王府井。2) 当前通胀水平呈现上升趋势，有利于超市同店收入增速的提升，也利好金饰的销售。金饰具有消费和避险双重属性，受益于社会避险需求增长，预计增速最为稳健，推荐老凤祥、周大生和家家悦。3) 一些物业价值高，市净率低的公司已经步入价值投资区间，收购兼并或者国企改革有可能带来价值重估，推荐王府井和首商股份。

目 录

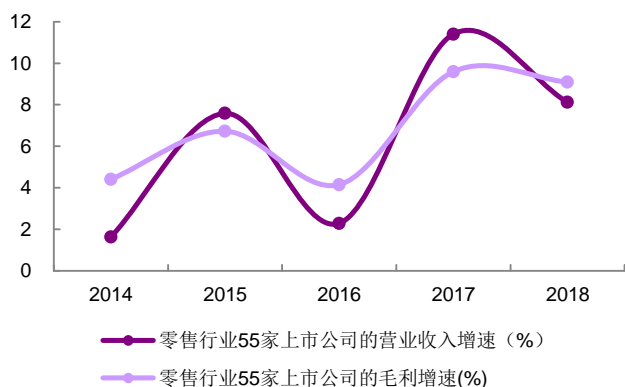
1、 行业回顾：18 年及 1Q19 复苏仍弱，多数细分行业龙头表现突出	4
1.1、 2018 年营收同比增长 8%，归母净利润同比增长 4%.....	4
1.2、 2018 年主要细分行业表现皆平淡，多数细分行业的龙头公司表现突出.....	4
1.3、 1Q2019 营收同比增长 3%，归母净利润同比减少 19%	6
1.4、 1Q2019 主要细分行业表现皆平淡，多数细分行业的龙头公司表现继续优于同行.....	6
2、 多因素助力消费回暖	8
2.1、 2019 年 3 月行业数据复苏力度增强，预计全年消费回暖为大概率事件.....	8
2.2、 增值税率下调对消费的促进作用有望逐步显现.....	9
2.3、 通胀水平上升有利于超市同店收入增速的提升.....	10
3、 渠道变革如火如荼，子行业各有侧重	11
3.1、 百货行业拥抱数字化改造，闭店整改势头正劲	11
3.2、 超市新业态进入 2.0 时代，仍应关注盈利能力变化.....	13
3.3、 家电 3C 连锁聚焦渠道下沉，积极布局低线市场	13
4、 国企改革仍为全年重要主线	15
4.1、 行业内国有企业经营状况.....	15
4.2、 行业国改重心与实现方式.....	17
4.3、 存在国企改革潜力的标的.....	18
5、 投资策略与重点推荐公司	19
5.1、 天虹股份：门店扩张加速，亏损店减亏明显.....	19
5.2、 周大生：渠道拓展维持高速，激励机制不断完善	20
5.3、 老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进.....	21
5.4、 家家悦：生鲜占比高，同店收入增速受益于通胀水平提升.....	22
5.5、 永辉超市：处于高速拓展期，股权激励强化凝聚力.....	23
5.6、 王府井：规模优势明显，受益于可选消费复苏.....	24
5.7、 首商股份：货币资金充足、物业价值高.....	25
6、 风险提示.....	26

1、行业回顾：18年及1Q19复苏仍弱，多数细分行业龙头表现突出

1.1、2018年营收同比增长8%，归母净利润同比增长4%

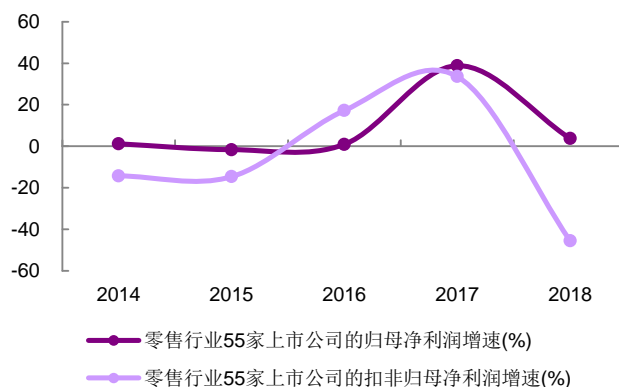
2018年零售行业营收增速较上年小幅下降，归母净利润增速大幅下降。零售行业主要的55家上市公司2018年实现营业收入8504.29亿元，同比增长8.11%，增速较2017年下降3.29个百分点。实现毛利1660.80亿元，同比增长9.09%，增速较2017年下降0.50个百分点。实现归母净利润286.58亿元，同比增长3.70%，增速较2017年下降35.12个百分点。实现扣非归母净利润104.46亿元，同比减少45.56%，而2017年同比增长33.59%。零售行业2018年的毛利率为19.53%，较2017年上升0.18个百分点，期间费用率为15.64%，较2017年上升0.88个百分点。

图表1：零售行业主要上市公司收入同比增速 (2014-2018)



资料来源：Wind

图表2：零售行业主要上市公司归母净利润同比增速 (2014-2018)

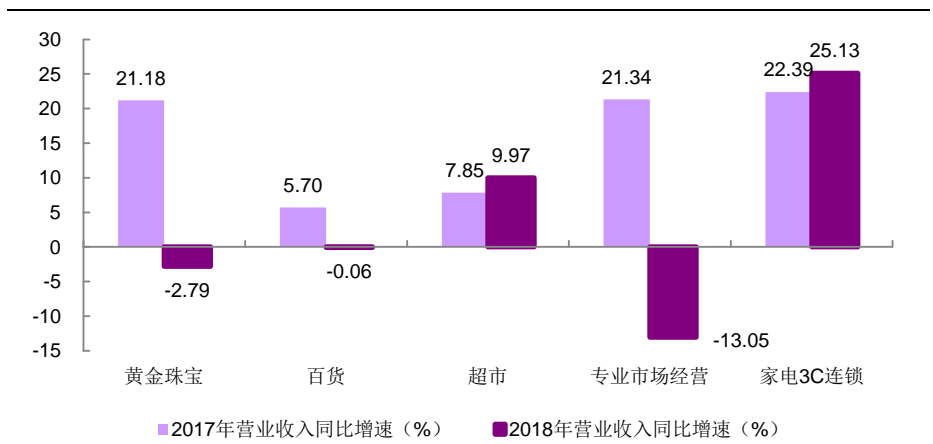


资料来源：Wind

1.2、2018年主要细分行业表现皆平淡，多数细分行业的龙头公司表现突出

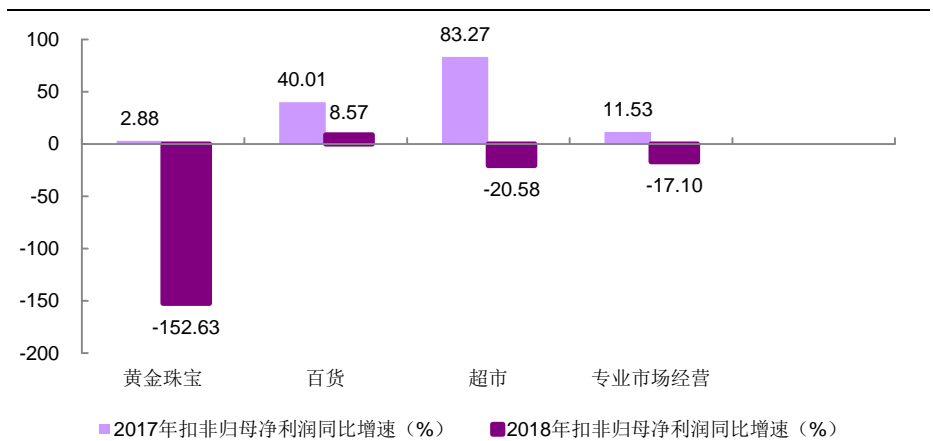
2018年零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业营收平均增速为-2.79%（整体法，下同），扣非归母净利润增速为-152.63%。龙头老凤祥营收增速为9.98%，扣非归母净利润增速为5.78%，周大生营收增速为27.97%，扣非归母净利润增速为32.53%。2) 百货行业营收平均增速为-0.06%，扣非归母净利润平均增速为8.57%。龙头王府井营收增速为2.38%，扣非归母净利润增速为66.95%，天虹股份营收增速为3.25%，扣非归母净利润增速为24.76%。3) 超市行业营收平均增速为9.97%，龙头永辉超市营收增速为20.35%。4) 家电3C连锁行业的营收平均增速为25.13%，龙头苏宁易购营收增速为30.35%。5) 专业市场经营行业的收入平均增速为-13.05%，扣非归母净利润增速为-17.10%。龙头美凯龙营收增速为29.93%，扣非归母净利润增速为11.31%。

图表 3：零售行业主要细分行业的营业收入同比增速（2017-2018）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 4：零售行业主要子行业扣非归母净利润同比增速（2017-2018）



资料来源：Wind，光大证券研究所，家电 3C 连锁行业因基数为负等原因无法计算增速

图表 5：2018 年零售行业主要 A 股上市公司经营情况

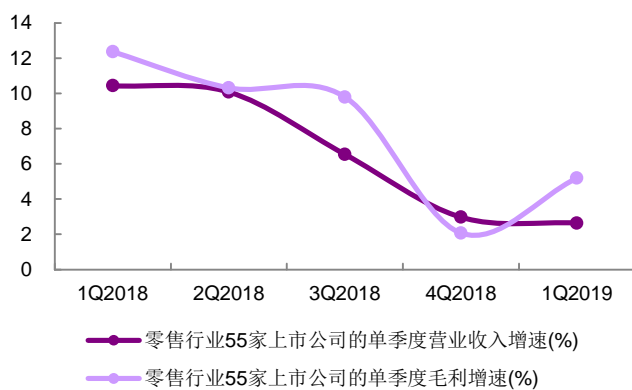
	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	002024.SZ	苏宁易购	2449.57	133.28	-3.59	30.35	216.38	NA	15.00	13.27
2	601933.SH	永辉超市	705.17	14.80	8.97	20.35	-18.52	-49.56	22.15	20.87
3	600827.SH	百联股份	484.27	8.72	6.87	2.64	2.96	8.34	20.93	17.94
4	600612.SH	老凤祥	437.84	12.05	10.83	9.98	6.02	5.78	8.24	3.17
5	600729.SH	重庆百货	340.84	8.31	7.91	3.55	37.28	34.91	18.42	14.44
6	600859.SH	王府井	267.11	12.01	10.65	2.38	66.95	42.02	21.18	14.07
7	600694.SH	大商股份	238.67	9.88	9.84	-10.75	12.69	15.63	25.89	17.96
8	002419.SZ	天虹股份	191.38	9.04	7.92	3.25	25.92	24.76	27.25	21.10
9	002251.SZ	步步高	183.98	1.56	1.17	6.65	3.45	-2.57	23.03	21.39
10	000501.SZ	鄂武商 A	177.06	10.50	10.93	-2.30	-15.42	-7.55	22.32	12.98
	平均数	(整体法)				15.73	78.63	-4.32	17.83	14.71
	中位数					3.40	9.35	8.34	21.67	16.19

资料来源：Wind，NA 表示因基数为负等原因无法计算

1.3、1Q2019 营收同比增长 3%，归母净利润同比减少 19%

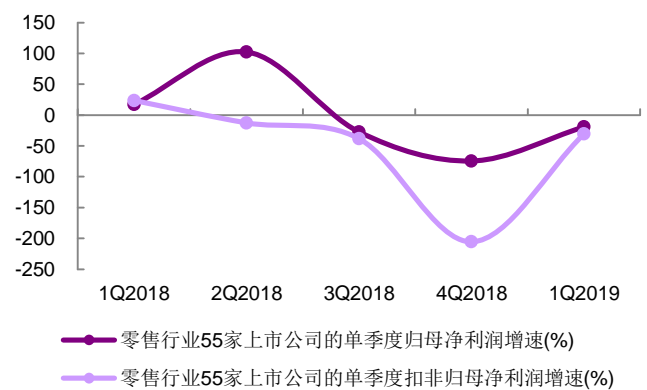
1Q2019 零售行业的营收同比增长 3%，增速较 4Q2018 环比略有下降，扣非归母净利润同比减少 31%，降幅显著收窄。零售行业主要的 55 家上市公司 1Q2019 实现营业收入 2454.93 亿元，同比增长 2.64%，增速较 4Q2018 下降 0.33 个百分点。实现毛利 481.65 亿元，同比增长 5.19%，增速较 4Q2018 上升 3.12 个百分点。实现归母净利润 78.06 亿元，同比减少 19.26%，降幅较 4Q2018 收窄 55.20 个百分点。实现扣非归母净利润 56.57 亿元，同比减少 30.70%，降幅较 4Q2018 收窄 174.85 个百分点。零售行业 1Q2019 的毛利率为 19.62%，较 1Q2018 上升 0.48 个百分点，期间费用率为 14.84%，较 1Q2018 上升 1.45 个百分点。

图表 6：零售行业主要上市公司单季度收入同比增速 (1Q2018-1Q2019)



资料来源：Wind

图表 7：零售行业主要上市公司单季度归母净利润同比增速 (1Q2018-1Q2019)

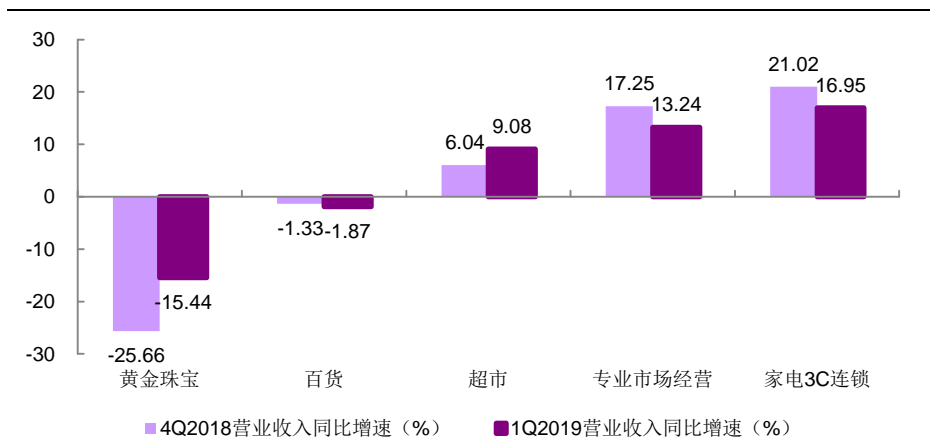


资料来源：Wind

1.4、1Q2019 主要细分行业表现皆平淡，多数细分行业的龙头公司表现继续优于同行

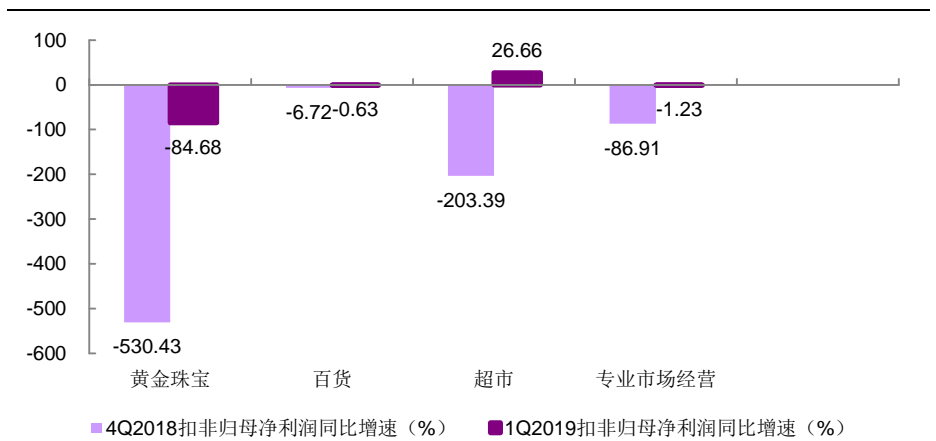
1Q2019 零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业营收平均增速为 -15.44%（整体法，下同），扣非归母净利润增速为 -84.68%。龙头老凤祥营收增速为 6.23%，扣非归母净利润增速为 5.78%，周大生营收增速为 17.04%，扣非归母净利润增速为 23.16%。2) 百货行业营收平均增速为 -1.87%，扣非归母净利润平均增速为 -0.63%。龙头王府井营收增速为 0.21%，扣非归母净利润增速为 -10.96%，天虹股份营收增速为 -0.82%，扣非归母净利润增速为 7.41%。3) 超市行业营收平均增速为 9.08%，扣非归母净利润平均增速为 26.66%。龙头永辉超市营收增速为 18.48%，扣非归母净利润增速为 34.11%。4) 家电 3C 连锁行业的营收平均增速为 16.95%，龙头苏宁易购营收增速为 25.44%。5) 专业市场经营行业的收入平均增速为 13.24%，扣非归母净利润增速为 -1.23%。龙头美凯龙营收增速为 22.37%，扣非归母净利润增速为 5.83%。

图表 8：零售行业主要细分行业营业收入增速（4Q2018-1Q2019）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 9：零售行业主要细分行业扣非归母净利润增速（4Q2018-1Q2019）



资料来源：Wind，光大证券研究所，家电 3C 连锁行业因基数为负无法计算增速

图表 10：1Q2019 零售行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	002024.SZ	苏宁易购	622.42	1.36	-9.91	25.44	22.16	NA	15.90	15.95
2	601933.SH	永辉超市	222.36	11.24	10.00	18.48	50.28	34.11	22.71	16.62
3	600827.SH	百联股份	142.41	3.29	3.18	5.04	6.39	6.09	20.03	15.44
4	600612.SH	老凤祥	150.05	3.74	3.48	6.23	11.94	8.98	7.46	2.89
5	600729.SH	重庆百货	100.20	4.73	4.61	-0.43	-9.59	-10.80	18.23	11.79
6	600859.SH	王府井	71.65	4.03	3.94	0.21	-11.27	-10.96	20.91	13.47
7	600694.SH	大商股份	64.98	3.88	3.77	-9.04	10.18	11.46	27.38	16.78
8	002419.SZ	天虹股份	51.78	3.14	2.93	-0.82	5.25	7.41	27.72	19.71
9	002251.SZ	步步高	56.19	1.86	1.84	2.55	3.47	14.70	23.66	18.90
10	000501.SZ	鄂武商 A	47.49	2.95	2.92	-1.81	3.61	3.90	20.71	11.40
	平均数	(整体法)				12.49	11.88	-21.21	18.16	14.46
	中位数					1.38	5.82	7.41	20.81	15.70

资料来源：Wind，NA 表示因基数为负等原因无法计算

2、多因素助力消费回暖

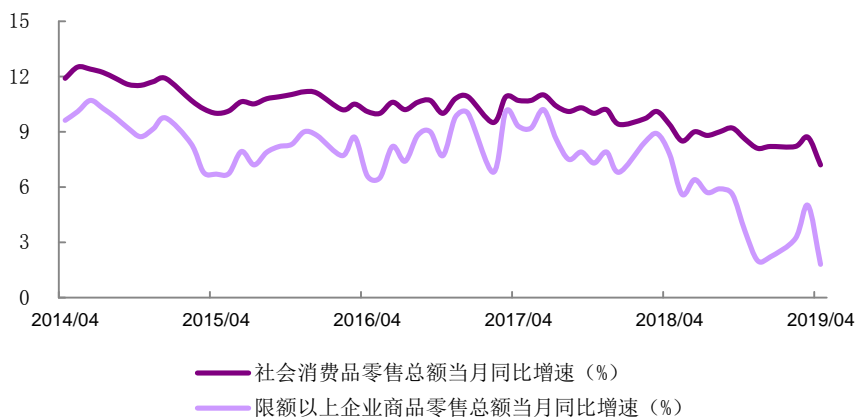
2.1、2019年3月行业数据复苏力度增强，预计全年消费回暖为大概率事件

2018年二季度以来，中国消费市场的回暖受到经济增速下行、国际贸易摩擦等宏观因素压制。

2019年3月，零售行业的复苏力度增强。2019年3月社会消费品零售总额同比增长8.7%，增速较2019年1-2月上升0.6个百分点。2019年3月限额以上企业商品零售总额同比增长1.0%，增速较2019年1-2月上升1.8个百分点。扣除石油和汽车销售后，2019年3月限额以上企业商品零售总额同比增长9.8%，增速较2019年1-2月上升3.3个百分点。

2019年4月社会消费品零售总额同比增长7.2%，增速较3月份下降1.2个百分点。但统计局同时披露，如考虑4月节假日天数同比减少两天的因素，测算4月当月社会消费品零售总额同比增长8.7%，与上月持平。根据我们终端调研情况看，消费边际改善的趋势未见明显反转，预计全年消费回暖仍为大概率事件。

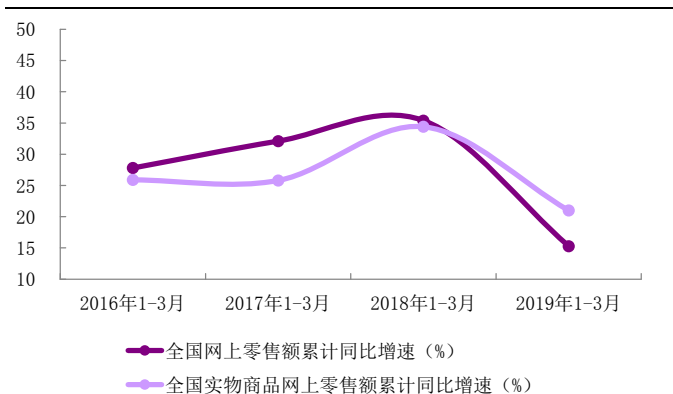
图表 11：社消同比增速及限上企业商品零售总额同比增速（2014.4-2019.4）



资料来源：国家统计局

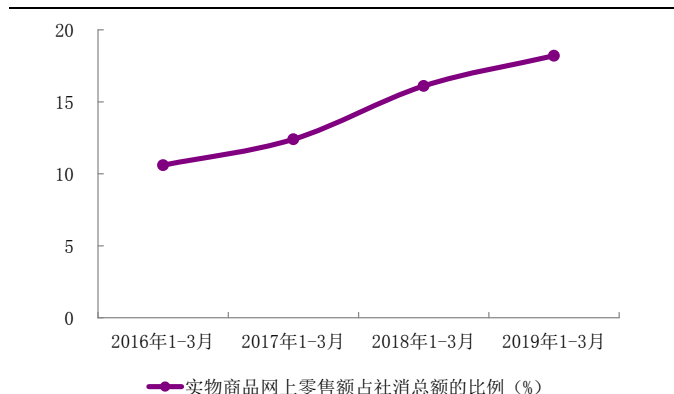
分渠道看，1Q2019全国网上零售额同比增长15.3%，增速较1Q2018下降20.1个百分点，实物商品网上零售额同比增长21.0%，增速较1Q2018下降13.4个百分点。我国的实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续小幅提升，1Q2019全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比例为18.2%，较1Q2018上升2.1个百分点。线上消费增速放缓较为明显，推动线上企业将营销重点向线下转移，从而实现全渠道销售，有利于线下消费的成长。

图表 12: 一季度全国网上零售额同比增速 (2016-2019)



资料来源: 国家统计局

图表 13: 一季度全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重 (2016-2019)



资料来源: 国家统计局

2.2、增值税率下调对消费的促进作用有望逐步显现

2019年4月1日, 增值税减税新政正式落地。由于向上游供应商让利, 实现上下游互惠共赢长期看是必然选择, 因此整体来看, 减税新政对零售行业的贡献难以直接体现, 但减税新政对居民可支配收入提升, 进而促进消费的正面作用可以预期。随着新政正式落地和连带的部分消费品价格下调, 居民消费积极性有望逐步提升。

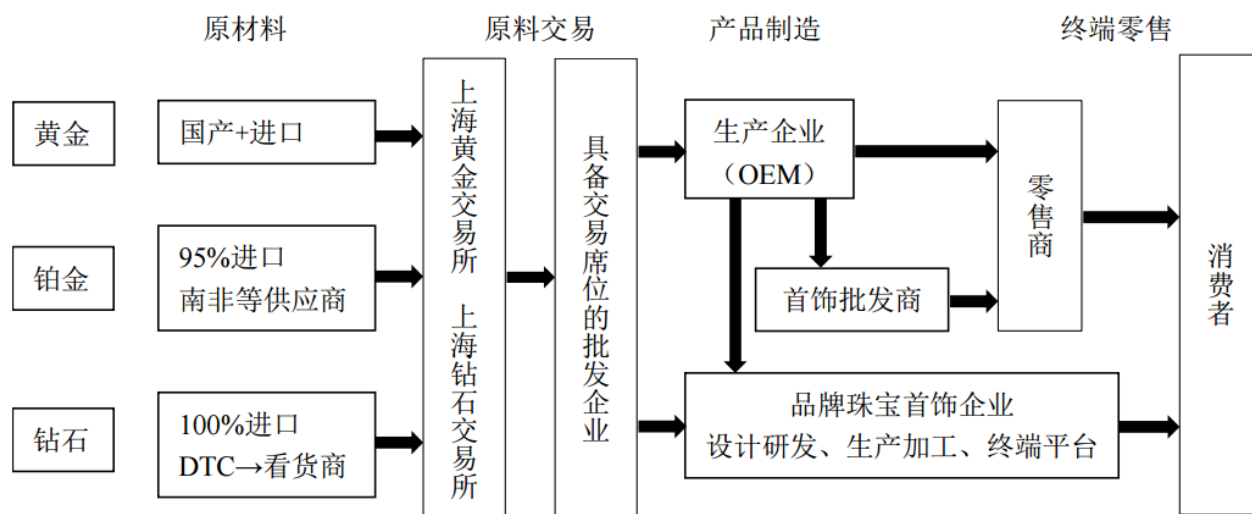
图表 14: 2019 年部分品牌/行业商品价格调整方案

品牌/行业	价格调整方案
大润发&欧尚	自 2019 年 4 月 1 日起, 涉及税改的商品售价将全面降价, 让消费者因税改能以更低的价格享受到更优质的商品。
Gucci、LV	为响应中国即将实施的增值税减让政策, LV 和 Gucci 等奢侈品牌在国内线上线下相继降价, 降价幅度约为 3%。
苹果	2019 年 4 月 1 日, 为响应税改新政, 苹果中国下调了官网和旗舰店的商品售价。2018 年 5 月, 由于增值税率自 17% 下调至 16%, 苹果产品价格也进行过小幅下降。
汽车行业	2019 年 3 月末以来, 一汽—大众品牌全系降价, 最高降价 8000 元。奔驰、宝马、沃尔沃、捷豹、路虎等豪车品牌也下调建议零售价, 最高降价 8.5 万元。

资料来源: 联商网

与此同时, 部分在产业链中话语权较强的渠道商有望在税改中直接受益, 典型行业为黄金珠宝。珠宝行业整体产业链较长, 包括矿石开采、加工、储存、原料交易、产品制造和终端零售等环节。由于产品价格中品牌溢价成分较高, 品牌/渠道商在产业链中有较强话语权, 行业利润大部分集中于品牌/渠道商。例如周大生 FY2018 镶嵌制品毛利率达到 25.96%, 素金制品毛利率达到 19.92%; 莱绅通灵 FY2018 钻石饰品毛利率高达 55.50%; 素金制品为主的行业龙头老凤祥由于以批发模式为主, 毛利率偏低, 但其行业领先的渠道数量和销售规模是公司在产业链中享有高话语权的保障。

图表 15: 黄金珠宝行业产业链关系图



资料来源: 周六福招股说明书

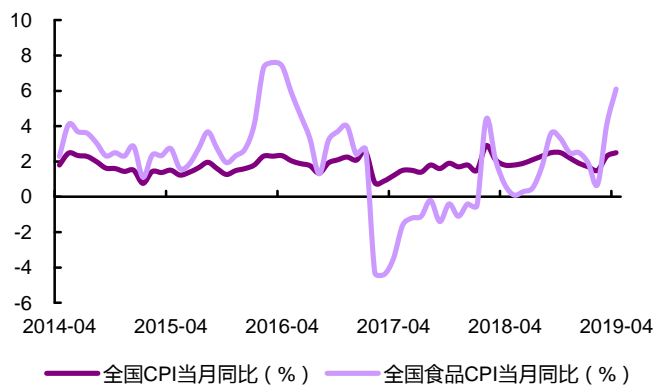
受降税利好以及低基数等因素影响, 我们预计 2019 年后三个季度, 可选消费复苏力度将显著增强, 弹性相对较高的百货行业整体经营情况有望明显改善, 具有规模优势和渠道扩展能力的龙头公司预计表现更加突出。

2.3、通胀水平上升有利于超市同店收入增速的提升

当前通胀水平呈现上升趋势, 有利于超市同店收入增速的提升。根据国家统计局发布的数据, 2019 年 4 月 CPI 同比增长 2.5%, 增速较 3 月上升 0.8 个百分点, 2019 年 4 月食品 CPI 同比增长 6.1%, 增速较 3 月上升 2.0 个百分点。

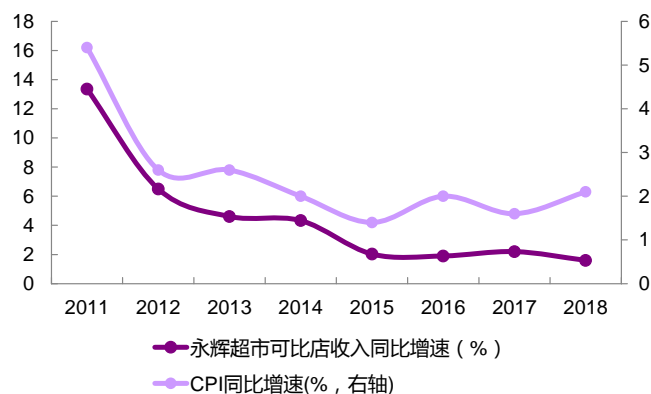
从历史上看, 超市企业的营收增速与 CPI 增速具有较强的相关性。受非洲猪瘟带来的产能出清影响, 猪肉价格支撑力度较强, CPI 尤其是食品类 CPI 预计仍将维持现阶段上升趋势, 有利于超市同店收入增速的提升。

图表 16: 全国 CPI 和食品 CPI 的当月同比增速 (2014/4-2019/4)



资料来源: 国家统计局

图表 17: 永辉超市的可比店收入同比增速 (2011-2018)



资料来源: 国家统计局, 公司公告

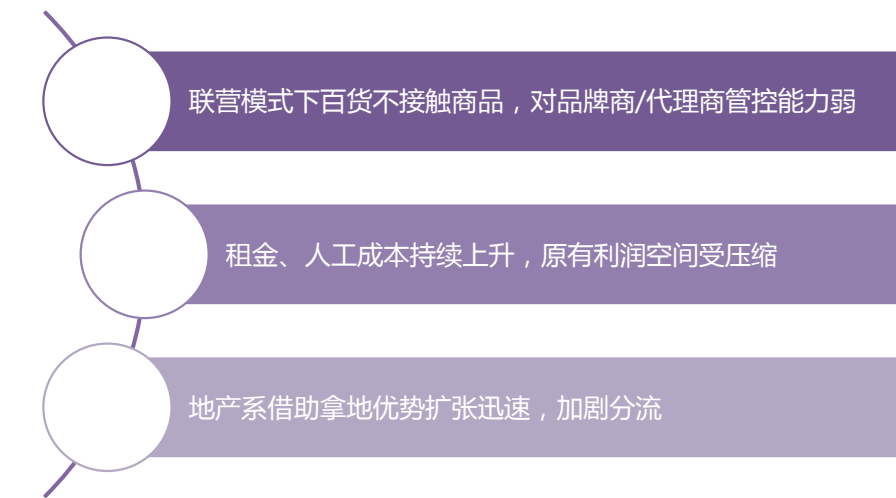
3、渠道变革如火如荼，子行业各有侧重

3.1、百货行业拥抱数字化改造，闭店整改势头正劲

据国家统计局数据，2018年百货店零售额同比增长3.2%，较当年社消零售总额8.98%的增速落后较多。与超市行业中新业态、新模式此起彼伏的状态相比，百货行业的变革进程似乎并不明显，这在一定程度上反映了在线上线下融合时代，百货行业面临着较为艰巨的转型挑战。

根据我们观察归纳，现阶段百货行业的经营困境主要可概括为以下三点：**1) 联营模式下管控能力弱**，基于历史原因和区域性为主的经营特点，我国百货业以联营模式为主，而联营模式下百货店更多强调对销售流水的监控，鲜少接触商品或参与对商品的管控，连带造成了对品牌商、代理商的管控能力较差。**2) 租金、人工成本持续上升，原有利润空间受到压缩**。线下渠道对区位的要求极高，加上各线城市核心物业租金持续攀升，自有物业比重不高的百货公司将承担越来越大的租金压力。同时人工成本的不断攀升也压缩了百货店的利润空间。**3) 地产系借助拿地优势扩张迅速，加剧分流**。港资的恒隆、太古系，内资的万达、中粮系地产公司依托自身在拿地能力、品牌效应方面的优势，在扩张速度和招商能力方面相对优于传统百货。地产系百货/购物中心的扩张，将线下商业竞争的激烈程度推上了一个新台阶。

图表 18：传统联营模式下的百货经营困境



资料来源：光大证券研究所整理

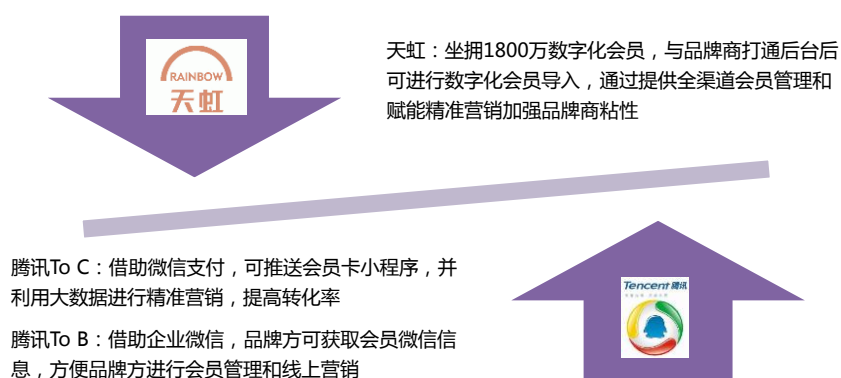
为应对日益严峻的竞争环境，百货店纷纷通过拥抱数字化改造来实现转型。以龙头公司天虹股份为例：2018年4月，腾讯与天虹股份签订《战略合作谅解备忘录》，双方联合成立“智能零售实验室”，研发支持零售业务数字化、智能化发展的系统产品模组，务实探索零售业务前沿的技术应用。拟在智能识别、大数据精准营销等方面展开合作。

经过一年左右的磨合与探索，2019年5月7日，天虹股份与微信支付、企业微信共同发布百货数字化解决方案。三方宣布将通过微信支付、企业微信等微信工具箱产品，提供个性化、精细化的营销和基础能力支持，协助品牌门店改造、优化导购管理以及商品供应链，从而搭建出线上线下一体化的百货新生态。

天虹方面，依托自身 1800 万数字化会员，与品牌商打通后台后可进行数字化会员导入，通过提供全渠道会员管理和赋能精准营销加强品牌商粘性。

而腾讯方面的优势可体现为 to B 和 to C 两个领域：to C 端借助微信支付，可推送会员卡小程序，并利用大数据进行精准营销，提高转化率；to B 端借助企业微信，品牌方可获取会员微信信息，方便品牌方进行会员管理和线上营销。

图表 19：天虹与腾讯的数字化合作模式



资料来源：联商网，光大证券研究所整理

进入 2019 年，众多百货公司均意识到了门店改造的重要性与迫切性，很多百货公司选择通过长期闭店形式完成整改，力图扭转竞争劣势。但考虑到线下竞争的激烈程度，闭店带来的客群流失能否通过改造后的体验改善实现快速恢复，尚待观察。

图表 20：2019 年部分百货上市公司门店改造计划

百联股份	<ul style="list-style-type: none"> 前期公司已完成对主力店第一八佰伴、第一百货、世贸广场的闭店改造。2019年公司将重点推进百货门店转型，包括南方友谊商城，华联商厦、宁波东方商厦等。
新世界	<ul style="list-style-type: none"> 公司决议对主力店新世界城进行装修大调整，建设期为2019年3月中旬至2019年12月底，目前新世界城已于2019年3月11日起闭店装修（部分楼层营业），公司预计装修调整工程将对2019年度收入产生重大影响。
中兴商业	<ul style="list-style-type: none"> 为弥补主力店餐饮及体验业态短板，推动“百货型购物中心”转型升级，公司对主力店7F及8F-10F（方城）进行全面规划升级，建设期为2018.10-2019.10

资料来源：公司公告

3.2、超市新业态进入 2.0 时代，仍应关注盈利能力变化

2016 年以来，阿里盒马、永辉超级物种、美团小象生鲜等超市新业态层出不穷，均投入大量资金用于展店揽客，风头一时无两。近三年时间过去，众多超市新业态展店速度放缓或出现关店迹象，行业领头羊盒马也首次关店。

图表 21：2019 年超市新业态关店情况

公司名称	闭店信息
盒马鲜生	2019 年 4 月盒马鲜生宣布，昆山新城吾悦广场店，将于 2019 年 5 月 31 日起停止营业。
小象生鲜	2019 年 4 月 17 日，美团旗下小象生鲜位于常州及无锡的共 5 家门店关闭，目前小象生鲜仅剩在北京的 2 家门店
盒小马	2019 年 4 月 1 日，盒小马位于苏州的全国首店因为公司区域经营调整而闭店。截至 2019 年 4 月盒小马在全国 6 省市拥有 16 家门店，盒小马负责人袁彬表示 2019 年开店进度会放缓

资料来源：联商网

我们认为超市新业态展店形势遇冷，与资本市场及业内公司重新认识到行业的经营本质有重大关联：**超市行业净利率偏低**（FY2018 中信超市行业指数公司净利率算数平均值为 1.25%），**其稳定盈利能力主要依赖展店带来的规模效应**。在这一思路下，看似快速批量开店有其道理可言，但我们注意到部分超市新业态的快速扩张背后，资本助推起到很大作用。很多新业态在尚未初步确立单店盈利模型的情况下就贸然进入批量复制阶段，随着时间的推移，成本日益增长，盈利的不确定性反过来阻碍了下一步融资，最终只能以闭店收场。目前来看，资本对超市新业态的投入态度明显转向谨慎。

资本助推下“野蛮生长”的超市新业态 1.0 时代目前看已逐步退潮，针对变局，前期入局者开启迭代模式，例如盒马从前期复制海鲜主导型门店转型至多业态模式，如针对社区的盒马菜市，针对低线三餐需求的盒马 mini，针对办公人群的盒马 F2 等；同时，仍有后来者不断切入细分赛道，如主打前置仓模式的叮咚买菜、朴朴超市等。新老参与者共同构建了发掘新需求、探索新模式的超市新业态 2.0 时代。

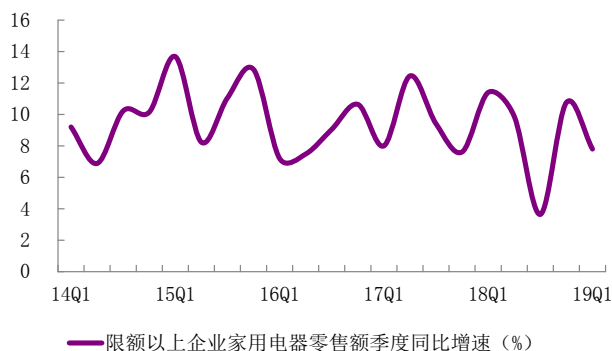
我们维持年度策略时对超市新业态较为谨慎的观点，投资者应关注新模式可能带来的对人货场关系的变化，留意创新业态带来的长期价值，但对新业态单店模型与整体盈利能力的判断仍应为对超市新业态发展趋势研判的核心标准。

3.3、家电 3C 连锁聚焦渠道下沉，积极布局低线市场

1Q2019 家电销售增速出现调整。1Q2019 限额以上企业家用电器类零售总额同比增长 7.8%，增速较 4Q2018 下降 3.0 个百分点。1Q2019 限额以上企业通讯器材类零售总额同比增长 10.0%，增速较 4Q2018 上升 11.0 个百分点。

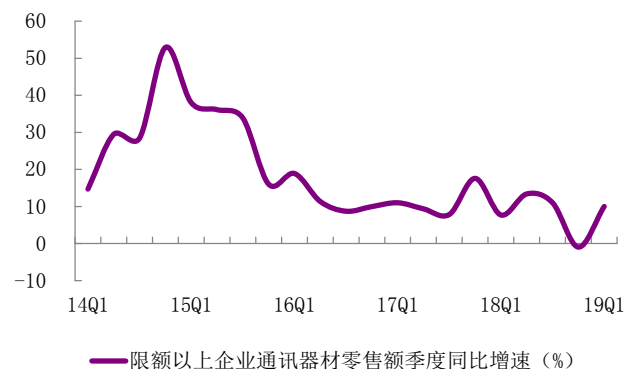
我们认为家电销售与地产周期关系较大，当前地产销售出现回暖迹象，有利于家电销售复苏，家电 3C 连锁行业的线下同店营收增速有望改善。

图表 22: 全国限额以上企业家用电器类商品零售额同比增速 (1Q2014-1Q2019)



资料来源: 国家统计局

图表 23: 全国限额以上企业通讯器材类商品零售额同比增速 (1Q2014-1Q2019)



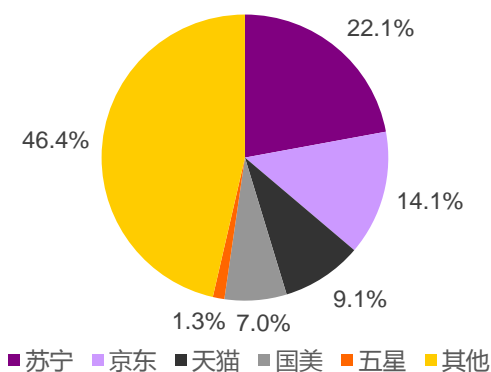
资料来源: 国家统计局

根据国家家用电器研究院发布的数据, 2018 年家电整体市场渠道零售额 CR5=53.6%, 其中苏宁以 22.1%居首, 其后依次为京东 (14.1%), 天猫 (9.1%), 国美 (7.0%) 和五星 (1.3%)。

作为空调、冰洗等高单价品类的主要销售渠道, 线下销售依然占据零售总额较大比重。2018 年线下渠道销售占比 63.7%。其中苏宁以 17.5%位居首位, 市场份额领先其后占比 9.0%的国美和 2.0%的五星电器较多。线下渠道的优势, 是苏宁在线上业务追赶京东的同时, 整体市场市占率得以领先京东的原因。

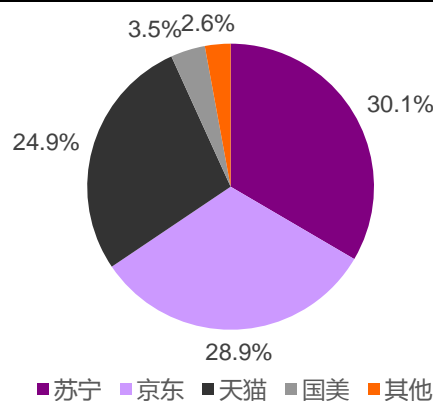
进入 2019 年, 家电 3C 连锁渠道商更加关注线下渠道, 尤其是低线市场线下渠道的价值, 纷纷通过并购、开店等方式拓展线下份额。

图表 24: 2018 年家电整体市场分渠道零售额份额



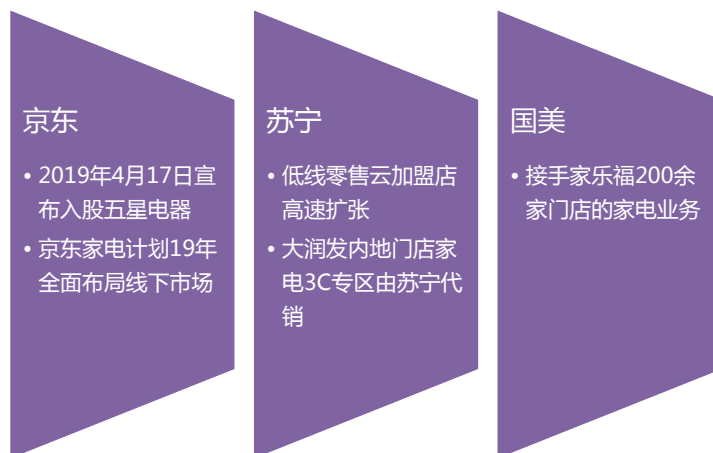
资料来源: 全国家用电器研究院

图表 25: 2018 年家电线上市场分渠道零售额份额



资料来源: 全国家用电器研究院

图表 26：2019 年主要家电 3C 连锁公司渠道布局进程



资料来源：联商网

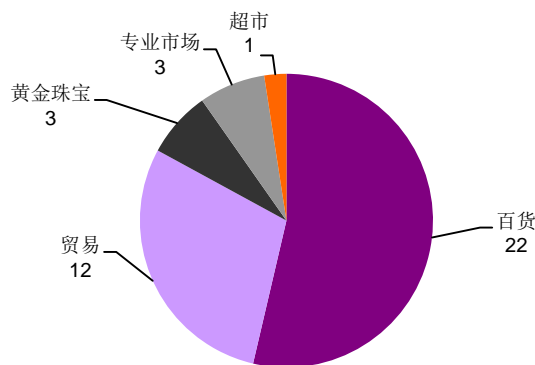
4、国企改革仍为全年重要主线

2018 年 8 月国务院国资委公布国企改革“双百行动”企业名单之后，商贸零售行业的国企改革明显加速，中兴商业的国改已经完成，老凤祥、武汉中商、重庆百货等公司的国改有序进行。

4.1、行业内国有企业经营状况

2019 年 3 月末，零售行业主要的 96 家 A 股上市公司中，实际控制人为各级政府或国有企业的共有 41 家，占总数的 43%。在 41 家国有企业中，央企有 3 家（天虹股份、飞亚达 A、中成集团），其余 38 家为地方国企，在 38 家地方国企中，上海有 10 家，北京 5 家，浙江 4 家，湖北 3 家，江苏 3 家，福建 2 家，其他省份 11 家。从细分行业来看，百货公司有 22 家，贸易公司 12 家，黄金珠宝公司 3 家，专业市场公司 3 家，超市公司 1 家。

图表 27：商贸零售行业国企数量（1Q2019，按细分行业，单位：家）



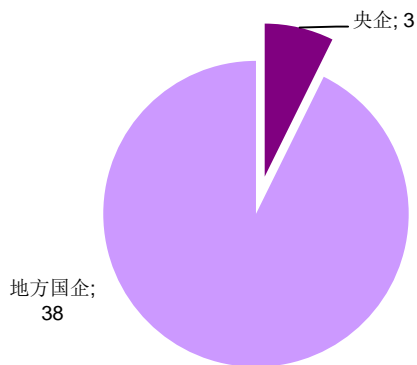
资料来源：Wind

图表 28：商贸零售行业国有企业情况（2019/3/31）

证券代码	证券简称	细分行业	第一大股东	第一大股东持股比例(%)	实际控制人
000417	合肥百货	百货	合肥市建设投资控股集团	38.00	合肥市国资委
000419	通程控股	百货	长沙通程实业集团	44.33	长沙市国资委
000501	鄂武商 A	百货	武汉商联集团	21.55	武汉市国资委
000715	中兴商业	百货	沈阳中兴商业集团	33.86	沈阳市国资委
000785	武汉中商	百货	武汉商联集团	41.25	武汉市国资委
002187	广百股份	百货	广州百货企业集团	53.23	广州市国资委
002419	天虹股份	百货	中国航空技术深圳有限公司	43.40	国务院国资委
002561	徐家汇	百货	上海徐家汇商城集团	30.37	上海市徐汇区国资委
600628	新世界	百货	上海市黄浦区国资委	20.73	上海市黄浦区国资委
600697	欧亚集团	百货	长春市汽车城商业有限公司	24.52	长春市国资委
600712	南宁百货	百货	南宁沛宁资产经营有限责任公司	18.24	南宁市国资委
600723	首商股份	百货	北京首都旅游集团	57.82	北京市国资委
600729	重庆百货	百货	重庆商社集团	45.05	重庆市国资委
600814	杭州解百	百货	杭州市商贸旅游集团	56.82	杭州市国资委
600821	津劝业	百货	天津津诚国有资本投资公司	13.19	天津市国资委
600824	益民集团	百货	上海市黄浦区国资委	39.04	上海市黄浦区国资委
600827	百联股份	百货	百联集团	46.29	上海市国资委
600838	上海九百	百货	上海九百集团	19.59	上海市静安区国资委
600858	银座股份	百货	山东省商业集团	24.49	山东省国资委
600859	王府井	百货	北京王府井东安集团	26.73	北京首都旅游集团
600861	北京城乡	百货	北京国有资本经营管理中心	34.23	北京市国资委
603123	翠微股份	百货	北京翠微集团	32.83	北京市海淀区国资委
000151	中成股份	贸易	中国成套设备进出口集团	45.36	国务院国资委
000632	三木集团	贸易	福建三联投资有限公司	18.06	福州开发区国资公司
600120	浙江东方	贸易	浙江省国际贸易集团	48.38	浙江省国资委
600241	时代万恒	贸易	辽宁时代万恒控股集团	48.63	辽宁省国资委
600250	南纺股份	贸易	南京旅游集团	34.99	南京市国资委
600278	东方创业	贸易	东方国际集团	67.46	上海市国资委
600287	江苏舜天	贸易	江苏舜天国际集团	49.97	江苏省国资委
600648	外高桥	贸易	上海外高桥资产管理有限公司	53.03	上海市浦东新区国资委
600755	厦门国贸	贸易	厦门国贸控股集团	33.39	厦门市国资委
600822	上海物贸	贸易	百联集团	48.10	上海市国资委
600826	兰生股份	贸易	上海兰生集团	52.22	上海市国资委
600981	汇鸿集团	贸易	江苏苏汇资产管理有限公司	67.41	江苏省国资委
002344	海宁皮城	专业市场	海宁市资产经营公司	33.13	海宁市国资办
600415	小商品城	专业市场	义乌市市场发展集团	55.82	义乌市国资委
600790	轻纺城	专业市场	绍兴市柯桥区中国轻纺城集团	37.75	绍兴市柯桥区政府
000026	飞亚达 A	黄金珠宝	中航国际控股股份有限公司	37.15	国务院国资委
002721	金一文化	黄金珠宝	上海碧空龙翔投资管理有限公司	17.90	北京市海淀区国资委
600612	老凤祥	黄金珠宝	上海市黄浦区国资委	42.09	上海市黄浦区国资委
000759	中百集团	超市	武汉商联集团	20.07	武汉市国资委

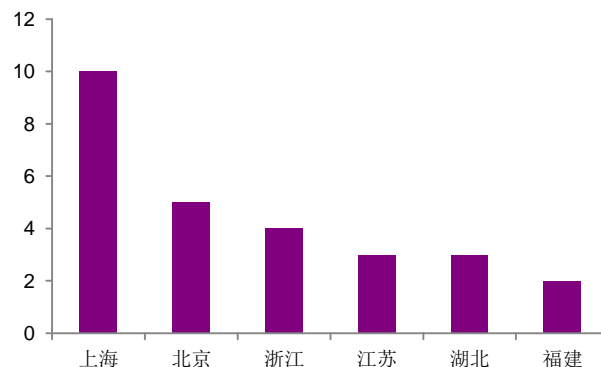
资料来源：Wind

图表 29: 商贸零售行业央企和地方国企数量 (1Q2019, 单位: 家)



资料来源: Wind

图表 30: 商贸零售行业地方国企数量 (1Q2019, 分省份, 单位: 家)

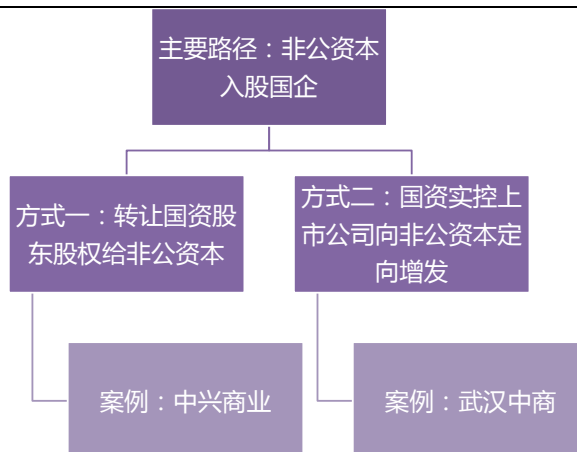


资料来源: Wind

4.2、行业国改重心与实现方式

近期零售行业国企改革的主要路径是非公有资本入股国企, 主要方式包括: 1) 将国有企业的部分股权转让给非公有资本, 2) 国资控股的上市公司向非公有资本增发股份。

图表 31: 零售行业国企改革的主要路径及两种方式



资料来源: 光大证券研究所整理

1) 中兴商业 (000715.SZ): 实际控制人已经由沈阳市国资委变更为方威先生

2019年3月3日公告: 第一大股东沈阳中兴商业集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让所持上市公司 8091.17 万股股份, 占上市公司总股本的 29.00%。2019年3月28日, 中兴商业集团与辽宁方大集团签署了《股份转让协议》, 股份转让的价格为 6.55 元/股, 转让总价为 5.30 亿元。2019年4月3日, 辽宁省国资委批复同意该协议。

4月11日, 中兴集团与辽宁方大集团协议转让公司部分股份事项已在中国证券登记结算有限责任公司办理完成过户登记手续。股份过户完成后, 辽宁方大集团持有公司股份 8091.17 万股, 占公司总股本的 29.00%, 股份性质为无限售流通股, 为公司控股股东。中兴集团持有公司股份 1354.64 万股,

占公司总股本的 4.86%；中兴集团一致行动人沈阳国际科技开发公司持有公司股份 558.01 万股，占公司总股本的 2.00%。中兴集团不再是公司控股股东，沈阳市国资委亦不再是公司实际控制人。公司控股股东变更为辽宁方大集团，实际控制人变更为方威先生。

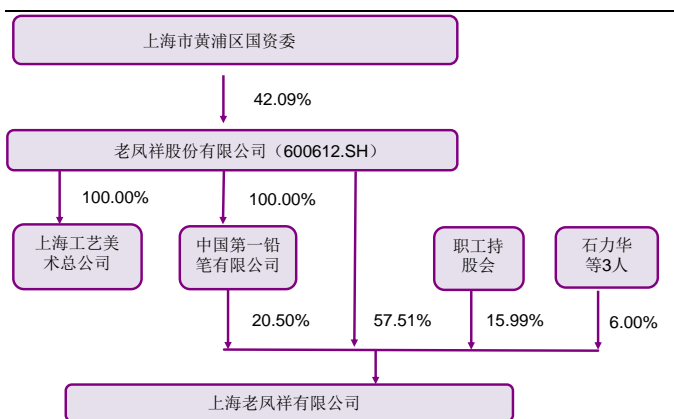
2) 武汉中商 (000785.SZ)：实际控制人有望由武汉市国资委变更为汪林朋先生。

2019 年 1 月 24 日公告：拟通过非公开发行股份购买居然控股等 24 名交易对方持有的居然新零售 100% 股权，此次交易标的资产的交易价格初步确定为 363 至 383 亿元，拟发行股份数量为 60.36 亿股，价格为 6.18 元/股。预计此次交易后，公司的控股股东将由武汉商联集团变更为居然控股（持股 42.15%），实际控制人由武汉市国资委变更为汪林朋先生。

4.3、存在国企改革潜力的标的

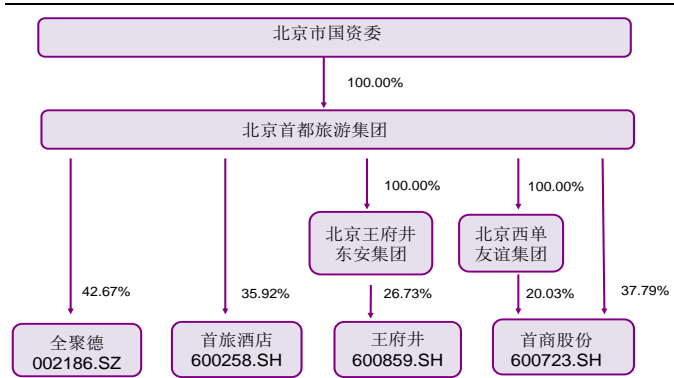
我们认为当前零售行业国企改革的重点公司是：1) 被国务院列为重点的公司，老凤祥 (600612.SH) 入选国务院国企改革“双百行动”名单，重庆百货 (600729.SH) 的控股股东重庆商社集团也入选国务院国企改革“双百行动”名单。2) 从地域来看，地方国企数量多的上海、北京等省市，预计推进改革的速度更快，建议关注上海的老凤祥 (600612.SH)，北京的王府井 (600859.SH) 和首商股份 (600723.SH)。

图表 32：老凤祥的股权结构 (2018/06/30)



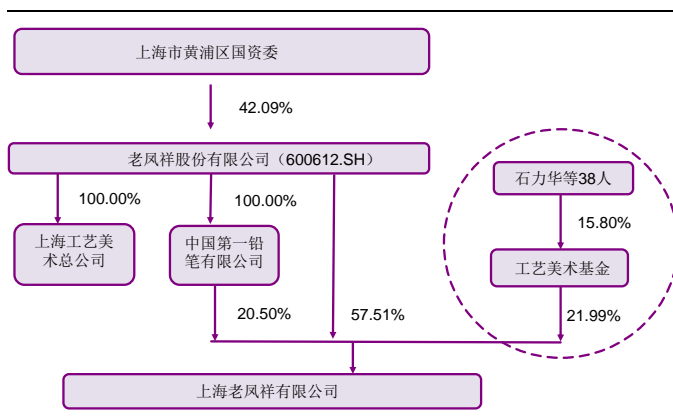
资料来源：公司公告

图表 34：王府井、首商股份的控股股东与实际控制人 (2018/02-2018/10)



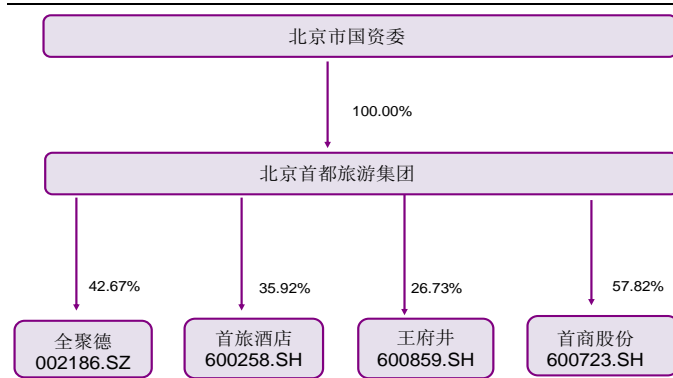
资料来源：公司公告

图表 33：老凤祥的股权结构 (2019/03/31)



资料来源：公司公告

图表 35：王府井、首商股份的控股股东与实际控制人 (2019/04)



资料来源：公司公告

5、投资策略与重点推荐公司

当前时点我们推荐从以下几个角度来配置零售行业持仓：1) 可选消费复苏力度增强，最为受益的将是具有规模优势和渠道扩展能力的龙头公司天虹股份和王府井。2) 当前通胀水平呈现上升趋势，有利于超市同店收入增速的提升，也利好金饰的销售。金饰具有消费和避险双重属性，受益于社会避险需求增长，预计增速最为稳健，推荐老凤祥、周大生和家家悦。3) 一些物业价值高，市净率低的公司已经步入价值投资区间，收购兼并或者国企改革有可能带来价值重估，推荐王府井和首商股份。

5.1、天虹股份：门店扩张加速，亏损店减亏明显

天虹商场股份有限公司是著名连锁百货企业，第一大股东是中国航空技术深圳有限公司，持股比例为 43.4%，实际控制人为国务院国资委。截至 2019 年 3 月末，公司已进驻广东、江西等 8 省，共经营大型门店 81 家。

公司 2018 年实现营收 191.38 亿元，同比增长 3.25%。实现归母净利润 9.04 亿元，同比增长 25.92%，实现扣非归母净利润 7.92 亿元，同比增长 24.76%。1Q2019 公司营收同比减少 0.82%，归母净利润同比增长 5.25%。

推荐逻辑：1) 新店拓展加速，市占率显著提升。2018 年新开大型门店 8 家，全年新开大型门店数量在国内百货公司中居于首位。2) 门店业态组合灵活，门店聚焦于满足家庭生活消费，用餐饮、娱乐、亲子吸引人流，集客能力强，2018 年可比店利润总额增速超过 17%，亏损店减亏扭亏明显。3) 激励机制不断完善。在门店超额利润分成的基础上，2017 年底推出第一期股票增持计划，参加对象为公司主要管理人员及业务骨干，成本价 11.96 元，2019 年初推出第二期股票增持计划。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 0.87/ 0.99/ 1.11 元，维持“买入”评级。

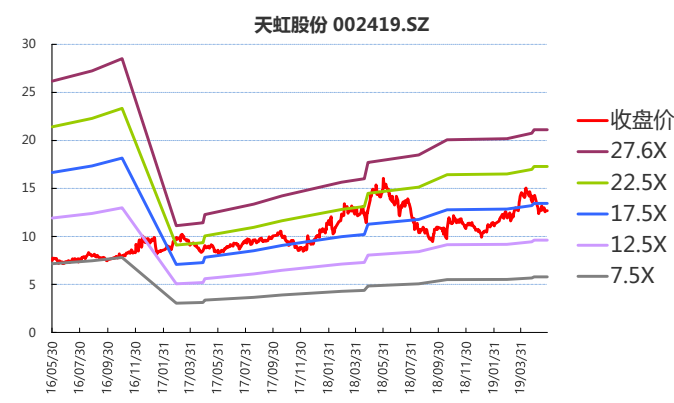
风险提示：部分门店租约到期无法续租，新业态和新店拓展未达预期。

图表 36：天虹股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,536	19,138	20,690	22,037	23,196
营业收入增长率	7.31%	3.25%	8.11%	6.51%	5.26%
净利润（百万元）	718	904	1,043	1,190	1,335
净利润增长率	37.03%	25.92%	15.30%	14.14%	12.17%
EPS（元）（摊薄）	0.60	0.75	0.87	0.99	1.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.92%	13.77%	14.62%	15.26%	15.63%
P/E	21	17	15	13	11
P/B	2.6	2.3	2.1	2.0	1.8

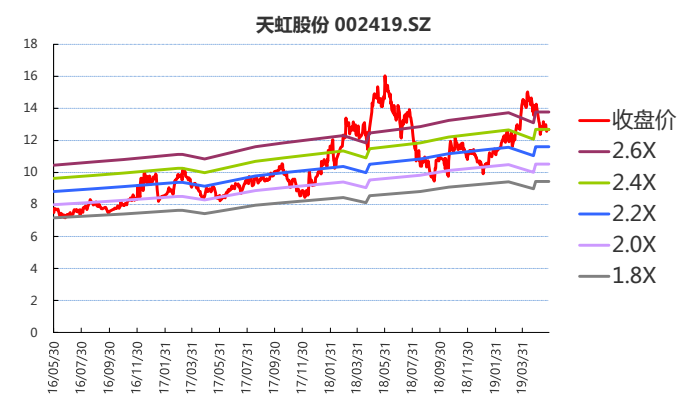
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2019 年 5 月 29 日

图表 37: 天虹股份近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 38: 天虹股份近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

5.2、周大生: 渠道拓展维持高速, 激励机制不断完善

周大生珠宝股份有限公司是中国规模最大的黄金珠宝运营商之一, 主要产品包括钻石镶嵌类首饰和金饰。公司第一大股东是深圳市周氏投资有限公司, 持股 55.55%, 实际控制人是周宗文和周华珍夫妇, 截至 2019 年 3 月底, 公司的销售网点为 3457 家。

公司 2018 年实现营收 48.70 亿元, 同比增长 27.97%, 实现归母净利润 8.06 亿元, 同比增长 36.15%, 实现扣非归母净利润 7.52 亿元, 同比增长 32.53%。1Q2019 公司营收同比增长 17.04%, 归母净利润同比增长 20.81%。

推荐逻辑: 1) 渠道拓展维持高速, 规模优势明显。2018 年净增 651 家门店, 全年新开门店数量在中国珠宝公司中居首。2) 激励机制不断完善。公司 2018 年 1 月推出限制性股票激励计划, 2018-2020 年的股票解禁条件分别为当年净利润相对于 2017 年的增速超过 15%/ 30%/ 50%。3) 当前通胀水平呈现上升趋势, 金饰具有消费和避险双重属性, 公司将受益于金饰销售的提升。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测, 分别为 1.34/ 1.59/ 1.81 元, 维持“增持”评级。

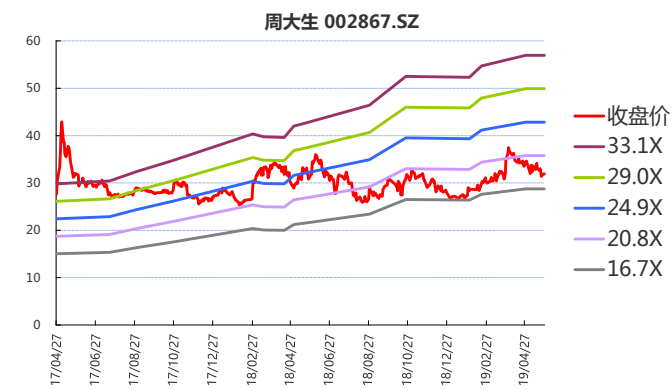
风险提示: 三四线市场空间拓展不达预期, 黄金珠宝消费低于预期。

图表 39: 周大生业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,805.45	4,869.94	5,769.58	6,672.19	7,473.60
营业收入增长率	31.14%	27.97%	18.47%	15.64%	12.01%
净利润 (百万元)	592.07	806.12	981.87	1,162.72	1,326.38
净利润增长率	38.77%	36.15%	21.80%	18.42%	14.07%
EPS (元) (摊薄)	0.81	1.10	1.34	1.59	1.81
ROE (归属母公司)(摊薄)	17.51%	20.45%	20.72%	21.11%	20.82%
P/E	38	28	23	20	17
P/B	6.7	5.7	4.9	4.2	3.6

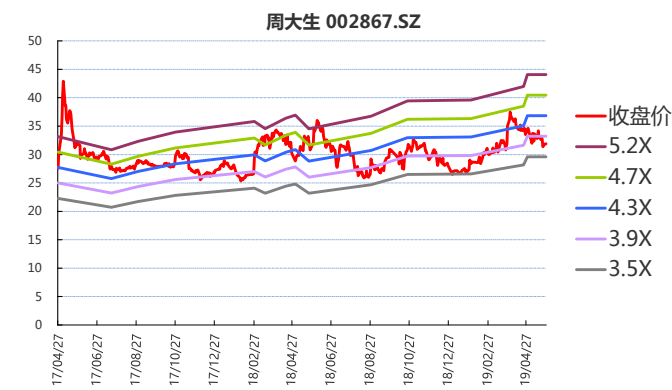
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 5 月 29 日

图表 40: 周大生近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 41: 周大生近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

5.3、老凤祥: 受益于避险需求增长, 国企改革有序推进

老凤祥股份有限公司是中国黄金珠宝行业龙头企业, 品牌、渠道优势明显。公司第一大股东和实际控制人是上海市黄浦区国资委, 持股 42.09%。截至 2018 年 12 月底, 公司的销售网点为 3521 家。

公司 2018 年实现营收 437.84 亿元, 同比增长 9.98%, 实现归母净利润 12.05 亿元, 同比增长 6.02%, 实现扣非归母净利润 10.83 亿元, 同比增长 5.78%。1Q2019 公司营收同比增长 6.23%, 归母净利润同比增长 11.94%。

推荐逻辑: 1) 金饰销售占比高, 受益于避险需求的增长。2) 行业龙头地位稳固, 公司黄金珠宝业务营收和销售网点总数在 A 股黄金珠宝股中连续排名第一, 2018 年净增 347 个销售网点。3) 国企改革有序推进。2018 年 8 月, 公司入选国务院国资委国企改革“双百行动”名单, 核心子公司上海老凤祥有限股权问题已经顺利解决。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测, 分别为 2.66/ 3.06/ 3.43 元, 维持“买入”评级。

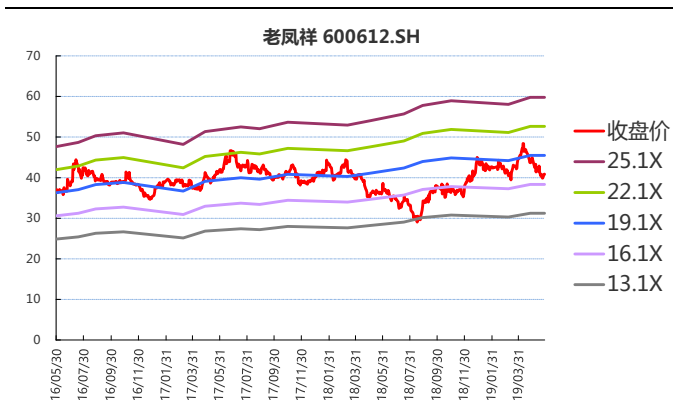
风险提示: 金价及人民币汇率波动大于预期, 渠道拓展速度低于预期。

图表 42: 老凤祥业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	39,810	43,784	47,215	51,151	55,781
营业收入增长率	13.86%	9.98%	7.84%	8.34%	9.05%
净利润 (百万元)	1,136	1,205	1,389	1,600	1,792
净利润增长率	7.44%	6.02%	15.34%	15.15%	12.03%
EPS (元) (摊薄)	2.17	2.30	2.66	3.06	3.43
ROE (归属母公司)(摊薄)	20.26%	19.46%	19.83%	19.35%	18.53%
P/E	19	18	15	13	12
P/B	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2

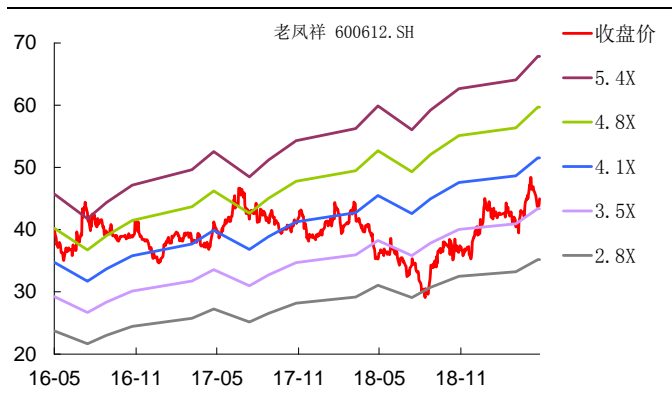
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 5 月 29 日

图表 43: 老凤祥近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 44: 老凤祥近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

5.4、家家悦: 生鲜占比高, 同店收入增速受益于通胀水平提升

家家悦集团股份有限公司立足于山东, 以超市连锁经营为主业。公司第一大股东为家家悦控股集团, 持股 58.64%, 实际控制人是王培恒先生。截至 2019 年 3 月底, 公司门店数量为 752 家。

公司 2018 年实现营收 127.31 亿元, 同比增长 12.36%, 实现归母净利润 4.30 亿元, 同比增长 38.35%, 实现扣非归母净利润 3.82 亿元, 同比增长 26.94%。1Q2019 公司营收同比增长 16.68%, 归母净利润同比增长 16.06%。

推荐逻辑: 1) 门店商品中的生鲜占比高, 同店收入增速受益于通胀水平提升, 销售模式以自营为主, 自营商品销售收入占商业收入的 90% 以上。2) 门店有序拓展, 2018 年净增 57 家门店, 1Q2019 净增 20 家门店。3) 激励机制不断完善, 公司已有 89 家门店试点合伙人制度。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测, 分别为 1.10/ 1.30/ 1.51 元, 公司当前市盈率 (2019E) 为 26X, 显著低于近三年均值 (30.2X), 维持“增持”评级。

风险提示: 经营区域较为集中, 租金上涨导致费用增加。

图表 45: 家家悦业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,330.38	12,730.71	14,121.52	15,529.41	16,957.35
营业收入增长率	5.14%	12.36%	10.92%	9.97%	9.20%
净利润 (百万元)	310.74	429.92	516.51	610.52	708.80
净利润增长率	23.68%	38.35%	20.14%	18.20%	16.10%
EPS (元) (摊薄)	0.66	0.92	1.10	1.30	1.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.54%	15.80%	17.35%	18.63%	19.58%
P/E	44	32	26	22	19
P/B	5.5	5.0	4.5	4.1	3.7

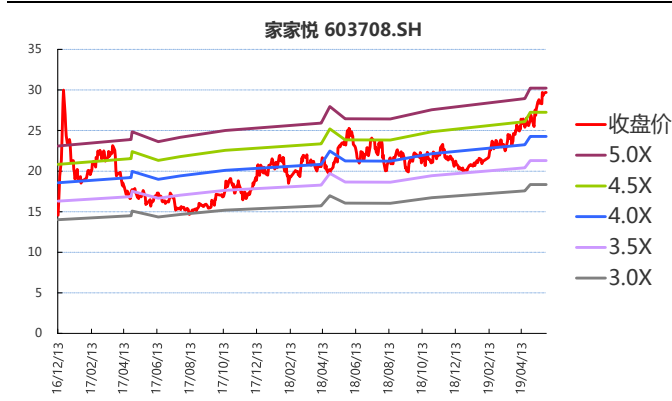
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 5 月 29 日

图表 46: 家家悦近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 47: 家家悦近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

5.5、永辉超市: 处于高速拓展期, 股权激励强化凝聚力

公司是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一, 被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范。第一大股东为牛奶有限公司, 持股 19.99%。公司创始人张轩松、张轩宁解除一致行动人关系后, 公司目前无实际控制人。截至 2018 年 12 月末, 公司已经在福建、重庆等 24 个省开设 708 家超市, 经营面积为 599 万平方米。

公司公司 2018 年实现营收 705.17 亿元, 同比增长 20.35%, 实现归母净利润 14.80 亿元, 同比减少 18.52%。1Q2019 公司营收同比增长 18.48%, 归母净利润同比增长 50.28%。

推荐逻辑: 1) 公司处于高速发展期, 2019 年计划新开门店 150 家, 探索新业态“Mini 店”, 2019Q1 公司新开超市 21 家, Mini 店 93 家。2) 公司正在实施股权激励计划, 有效强化凝聚力, 增强员工责任感。2018 年员工股权激励费用 6.64 亿, 2019 年预计为 2.5 亿元左右。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测, 分别为 0.26/ 0.32/ 0.40 元, 维持“增持”评级。

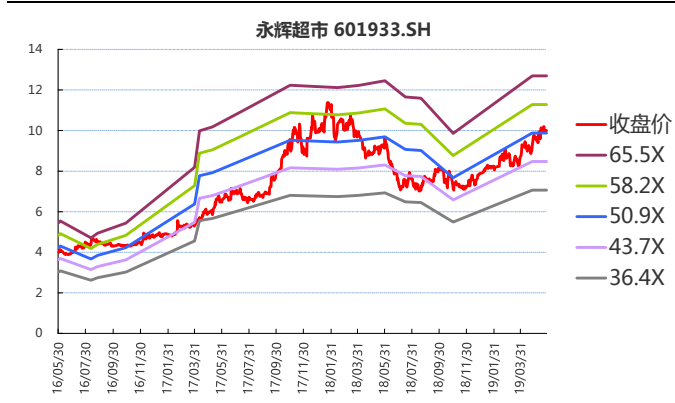
风险提示: 公司外延扩张未达预期, 新业态发展未达预期。

图表 48: 永辉超市业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	58,591.34	70,516.65	85,228.59	103,139.69	125,000.50
营业收入增长率	19.01%	20.35%	20.86%	21.02%	21.20%
净利润 (百万元)	1,816.79	1,480.35	2,464.37	3,086.85	3,783.20
净利润增长率	46.28%	-18.52%	66.47%	25.26%	22.56%
EPS (元) (摊薄)	0.19	0.15	0.26	0.32	0.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.09%	7.65%	11.00%	12.47%	13.70%
P/E	53	65	39	31	26
P/B	4.8	4.9	4.3	3.9	3.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 5 月 29 日。

图表 49: 永辉超市近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 50: 永辉超市近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

5.6、王府井: 规模优势明显, 受益于可选消费复苏

公司是专注于百货业态的全国性连锁零售企业, 第一大股东为王府井东安集团, 持股 26.73%, 实际控制人为北京市国资委。截至 2019 年 3 月底, 公司在 31 个城市运营 51 家大型门店。

公司 2018 年实现营收 267.11 亿元, 同比增长 2.38%, 实现归母净利润 12.01 亿元, 同比增长 66.95%, 实现扣非归母净利润 10.65 亿元, 同比增长 42.02%。1Q2019 公司营收同比增长 0.21%, 归母净利润同比减少 11.27%。

推荐逻辑: 1) 规模优势明显, 业态齐全。公司经营范围涵盖全国七大区域 21 个省, 业态包括百货商场、购物中心、奥特莱斯等。2) 公司奥莱业务发展迅速, 2018 年收入同比增长 8.52%, 1Q2019 收入同比增长 10.70%。3) 国企改革有序推进, 2018 年初, 北京市国资委将公司纳入首旅集团, 首旅集团旗下有王府井、首商股份等多家上市公司, 已经承诺 2021 年 2 月前提出解决同业竞争问题的可行方案。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测, 分别为 1.57/ 1.72/ 1.92 元, 公司当前市盈率 (2019E) 为 10X, 显著低于近三年均值 (17.4X), 维持“买入”评级。

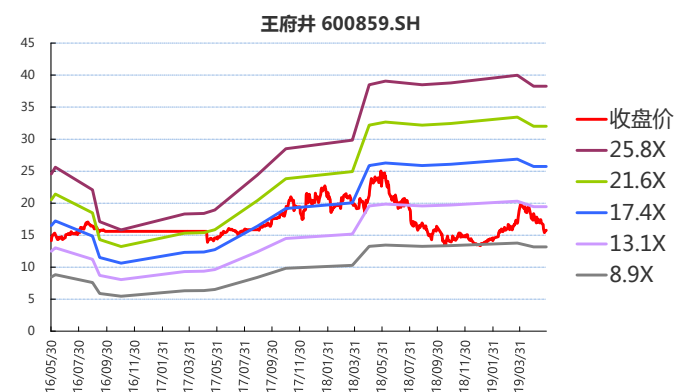
风险提示: 物业续租后租金标准升幅过大, 门店整合速度未达预期, 国企改革进程不达预期。

图表 51: 王府井业绩预测和估值指标 (2017 年数据未作追溯调整)

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	26085	26711	27422	29130	31440
营业收入增长率	46.59%	2.40%	2.66%	6.23%	7.93%
净利润 (百万元)	910	1,201	1,218	1,335	1,489
净利润增长率	58.27%	32.05%	1.41%	9.60%	11.51%
EPS (元) (摊薄)	1.17	1.55	1.57	1.72	1.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	11.12%	10.45%	10.59%	10.87%
P/E	13	10	10	9	8
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

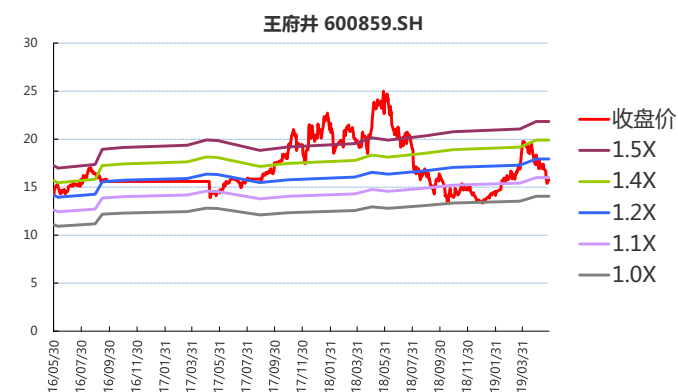
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 5 月 29 日。

图表 52: 王府井近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 53: 王府井近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

5.7、首商股份: 货币资金充足、物业价值高

公司旗下拥有西单商场、友谊商店、燕莎商城等著名品牌, 涉及都市百货、奥特莱斯、购物中心等多个业态。公司第一大股东是首都旅游集团, 持股 37.79%, 实际控制人是北京市国资委。

公司 2018 年实现营收 100.71 亿元, 同比减少 1.35%, 实现归母净利润 3.64 亿元, 同比增长 2.18%, 实现扣非归母净利润 3.06 亿元, 同比减少 2.66%。1Q2019 公司营收同比减少 1.30%, 归母净利润同比增长 12.74%。

推荐逻辑: 1) 2019 年 3 月末, 公司货币资金约为 23 亿元, 理财产品约为 12 亿, 结构性存款 9 亿元, 而当前公司总市值约为 45 亿元, 安全边际较高。2) 公司自有物业门店的建筑面积为 23 万平方米, 主要分布在北京核心商圈, 物业价值高。3) 首旅集团旗下有王府井、首商股份等多家上市公司, 已经承诺 2021 年 2 月前提出解决同业竞争问题的可行方案。

我们维持对公司 2019-2021 年全面摊薄 EPS 的预测, 分别为 0.58/ 0.62/ 0.66 元, 公司当前市盈率 (2019E) 为 12X, 显著低于近三年均值 (16.6X), 维持“买入”评级。

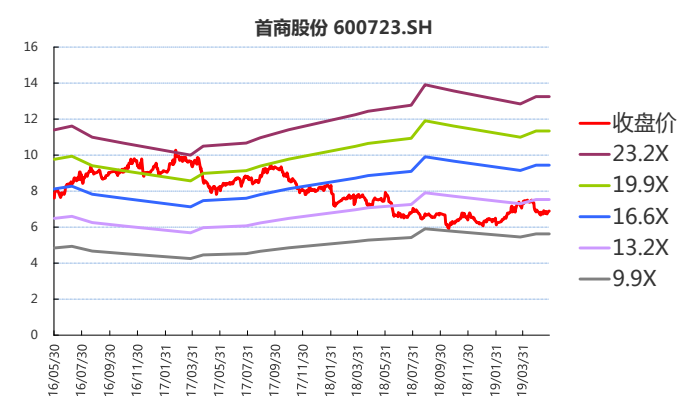
风险提示: 传统百货门店转型未达预期, 国企改革进程不达预期。

图表 54: 首商股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,209.25	10,071.37	10,325.03	10,750.94	11,360.89
营业收入增长率	1.31%	-1.35%	2.52%	4.13%	5.67%
净利润 (百万元)	356.22	363.99	384.62	408.67	436.51
净利润增长率	20.42%	2.18%	5.67%	6.25%	6.81%
EPS (元) (摊薄)	0.54	0.55	0.58	0.62	0.66
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.53%	9.14%	9.04%	9.00%	9.00%
P/E	13	12	12	11	10
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

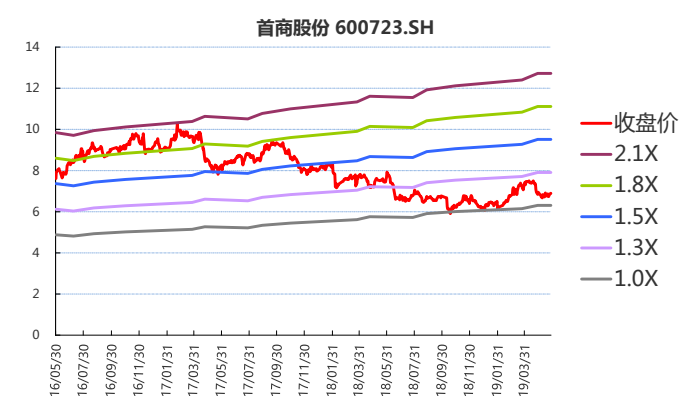
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 5 月 29 日

图表 55: 首商股份近三年 PE-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

图表 56: 首商股份近三年 PB-Band (截至 2019/5/29)



资料来源: Wind

6、风险提示

1) **宏观经济增速和居民收入增速未达预期。**宏观经济的增长、居民收入的提高是社会消费品零售额提升的根本原因。零售行业作为消费品销售的渠道，其营收增速在很大程度上由宏观经济增速、居民收入增速所决定。

2) **地产后周期影响部分细分行业收入增速。**家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，与家电、家居用品销售密切相关的家电专业连锁、专业市场经营行业可能受到较大影响。

3) **人工费用增速高于预期。**由于房租上涨、社保缴纳方式调整等因素，零售企业的人工费用增速可能高于预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼