

行业定期策略

商业贸易

在效率变化中寻找机会

2019年06月03日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
商业贸易	-8.77	-3.41	-21.12
沪深300	-7.24	-3.20	-3.73

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

滕毅

tengyi@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

研究助理

0731-84403398

相关报告

1 《商业贸易: 商贸零售行业 2018 年年报及 2019 年一季报点评: 预期下降拖累消费复苏, 头部企业表现优于行业》 2019-05-15

2 《商业贸易: 商业贸易 2019 年 4 月行业跟踪: 消费复苏预期下降, 聚焦行业头部企业》 2019-05-10

3 《商业贸易: 2019 年 3 月社零数据点评: 社零数据超出预期, 消费复苏成色等待检验》 2019-04-18

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
永辉超市	0.15	65.33	0.25	39.20	0.32	30.63	推荐
家家悦	0.92	30.54	1.02	27.55	1.23	22.85	推荐
天虹股份	0.75	16.84	0.88	14.35	1.02	12.38	推荐
步步高	0.18	44.38	0.19	42.05	0.21	38.05	谨慎推荐
王府井	1.55	9.77	1.63	9.29	1.82	8.32	推荐
重庆百货	2.04	14.32	2.49	11.73	3.00	9.74	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 年初至今, 商贸零售行业表现与大盘基本同步, 超市子行业凭借稳定的业绩增长获得确定性溢价。行业当前估值较年初有一定程度的提升, 但仍处于估值底部区间 (位于历史的后 13%分位), 具有配置价值。
- 2018 年行业收入利润增速下滑, 19Q1 延续下行表现, 与节日错期导致的高基数有一定关联, 但更多的是与经济增长放缓、居民预期收入增速下降有关。子行业: 超市逆势增长, 净利率提升有望带动 ROE 持续转好; 百货渠道承压, 购物中心化趋势下 (餐饮、娱乐类消费比例增加) 盈利能力将逐步改善。
- 行业的效率已在变化之中: (1) 零售企业的数字化进程有所提速, 中长期趋势下行业的经营效率将逐步改善。(2) 超市龙头企业加快产业链整合, 供应链成本下降, 市场份额加速上升。(3) 百货国企混改破冰, 机制变革下企业经营活力不断增强。
- 目前社零数据由于节假日错位出现一定波动, 但总体呈现阶段性企稳迹象。必选消费类增速维持在两位数, 可选消费部分品类弱复苏, 必选渠道优于可选。展望下半年, 预期收入增长前景尚不明朗, 外部环境仍是经济复苏预期的重要影响因素, 我们对消费继续保持谨慎乐观态度。考虑到需求端未出现本质变化、增值税下调对企业利润端改善有限等原因, 我们维持行业“同步大市”评级。
- 个股投资主线: (1) 市场头部化趋势明显, 产业链整合下强者恒强, 建议关注具有较强整合能力的超市龙头企业: 永辉超市 (601933.SH)、家家悦 (603708.SH)。(2) 行业数字化进程提速, 推动企业中长期成长, 建议关注数字化领先企业: 天虹股份 (002419.SZ)、步步高 (002251.SZ)。(3) 国企改革加速推进, 机制变革下企业竞争力边际改善, 建议关注估值优势明显、受益改革的百货国企: 重庆百货 (600729.SH)、王府井 (600859.SH)。
- 风险提示: 宏观经济增长持续放缓; 零售市场竞争加剧; 消费刺激政策出台不及预期; CPI 大幅下行; 国有企业改革进度不及预期。

内容目录

1 行业的表现：行情同步大市，业绩整体承压	4
1.1 行情和估值	4
1.2 行业 18 年年报、19 年一季报小结	5
1.2.1 行业整体：增速下滑，经济增长放缓是主因	5
1.2.2 重点子行业：超市逆势增长，百货承压下行	8
2 行业的变化：基于数字化、产业链整合、国企改革效率改善	9
2.1 行业变化一：社零企稳迹象初现，仍对消费保持谨慎乐观	9
2.2 行业变化二：数字化-推动企业中长期效率提升	10
2.3 行业变化三：超市企业产业链整合-供应链成本下降，市场份额增长	12
2.4 行业变化四：百货企业改革-混改破冰，降本增效	13
3 投资主线及重点标的	15
3.1 头部化趋势下的超市龙头企业：永辉超市、家家悦	15
3.1.1 永辉超市（601933.SH）：生鲜护城河助推扩张，聚焦主业再度起航	16
3.1.2 家家悦（603708.SH）：内生外延，区域龙头成长可期	16
3.2 数字化领先企业：天虹股份、步步高	17
3.2.1 天虹股份（002419.SZ）：盈利能力行业领先，数字化推动未来成长	17
3.2.2 步步高（002251.SZ）：数字化转型成效初现，看好中长期业绩复苏	18
3.3 估值优势明显、受益国企改革：重庆百货、王府井	18
3.3.1 重庆百货（600729.SH）：混改进程加速，消费金融提振业绩	19
3.3.2 王府井（600859.SH）：改革重组激发企业活力，奥莱、超市成为未来看点	19
4 风险提示	20

图表目录

图 1：商贸零售相对全部 A 股表现（年初至今）	4
图 2：商贸零售行业估值	5
图 3：百货、超市子行业估值	5
图 4：行业营业收入	6
图 5：行业归母净利润	6
图 6：行业单季度营业收入	6
图 7：行业单季度归母净利润	6
图 8：行业单季度扣非归母净利润	6
图 9：行业单季度经营性净现金流	6
图 10：行业毛利率	7
图 11：行业费用率	7
图 12：行业净资产收益率	7
图 13：净资产收益率因素拆分（杜邦分析）	7
图 14：超市板块营收、净利润	8
图 15：超市板块毛利率、费用率、净资产收益率	8
图 16：百货板块营收利润	9
图 17：百货板块毛利率、费用率、净资产收益率	9

图 18: 社会消费品零售总额.....	10
图 19: 网上零售额.....	10
图 20: 必选消费类.....	10
图 21: 可选消费类.....	10
图 22: 家家悦电子价签.....	11
图 23: 步步高数字化会员数量.....	11
图 24: 青岛维客业绩表现（家家悦 2018 年 3 月并购）.....	12
图 25: 永辉超市市场份额.....	12
图 26: 永辉超市生鲜板块毛利率.....	13
图 27: 鄂武商 A 毛利率、净利率.....	14
图 28: 鄂武商 A 费用率.....	14
图 29: 王府井股权结构（吸收合并前）.....	15
图 30: 王府井股权结构（吸收合并后，战略重组前）.....	15
图 31: CPI 及食品 CPI.....	16
图 32: 永辉超市同店收入增速与 CPI 变动趋势.....	16
图 33: 百货板块估值情况.....	18
表 1: 零售企业数字化进程.....	11
表 2: 永辉超市生鲜供应链上游企业投资情况.....	13
表 3: 重庆百货混合所有制改革进程.....	14

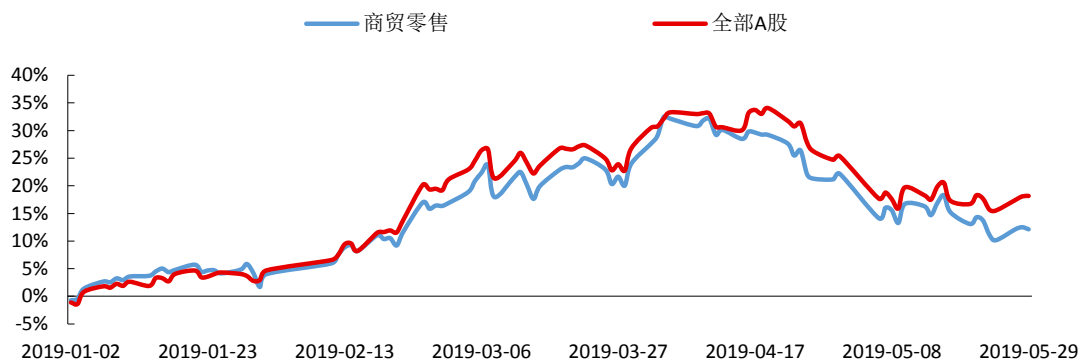
1 行业的表现：行情同步大盘，业绩整体承压

1.1 行情和估值

行情：行业表现同步大盘，超市贡献超额收益。年初至今，商贸零售行业缺乏催化因素，行情表现与大盘基本同步，超市子行业凭借稳定的业绩增长获得确定性溢价。

商贸零售行业年初至今上涨 12.40%，跑输上证综指 4.47pct，涨幅在申万行业中排名中游位置。子行业中，超市板块上涨 24.99%，显著优于总体；百货板块上涨 12.82%，小幅跑赢行业；专业连锁跑输行业，商业物业经营同步行业。行业 81 家上市公司中，67 家实现上涨，涨幅中位数为 11.68%。

图 1：商贸零售相对全部 A 股表现（年初至今）



资料来源：wind，财富证券

估值：行业估值优势重新显现。商贸零售行业估值提升后出现明显回落，目前仍处于估值底部区间，具有较大配置价值。

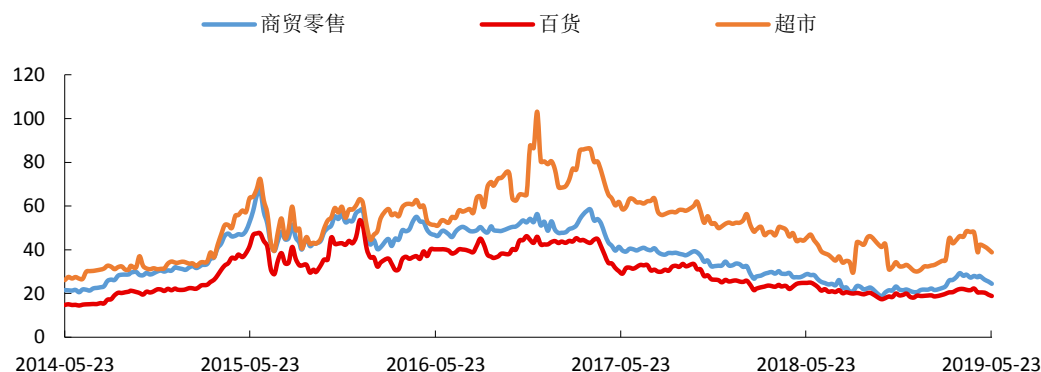
商贸零售行业 PE24.44 倍（历史 TTM，中值，剔除负值），位于历史的后 13%分位，行业历史 PE 中值 41.62 倍。行业 PE 估值较全 A 折价 21.09%，较沪深 300 溢价 27.57%。子行业，百货 PE18.83 倍（历史后 10%分位），超市 38.80 倍（历史后 43%分位）。

图 2：商贸零售行业估值



资料来源：wind，财富证券

图 3：百货、超市子行业估值



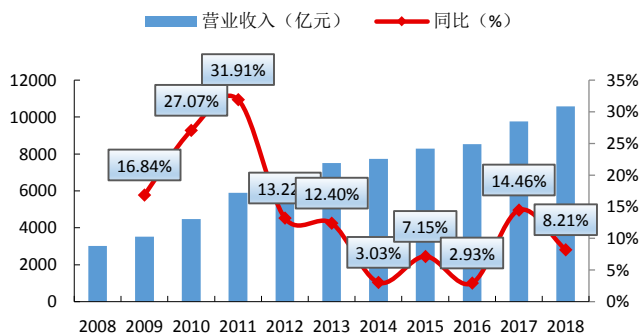
资料来源：wind，财富证券

1.2 行业 18 年年报、19 年一季报小结

1.2.1 行业整体：增速下滑，经济增长放缓是主因

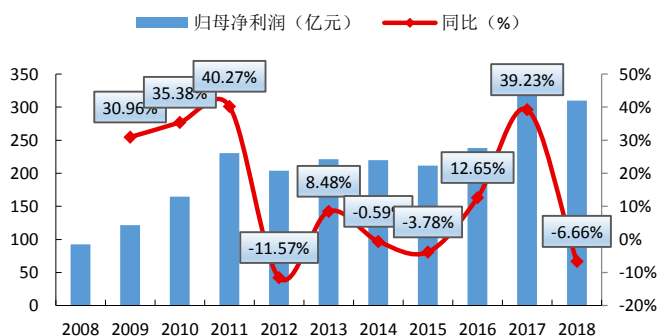
全年收入利润增速下滑，经济增长持续放缓是为主因。商贸零售行业 81 家上市公司 2018 年全年营收 10573.1 亿元 (+8.2%)，归母净利润 309.9 亿元 (-6.7%)，扣非归母净利润 79.7 亿元 (-66.4%)；若剔除苏宁及 5 家计提大额资产减值的公司，行业全年营收/归母净利润/扣非归母净利润增速+5.2%/+11.9%/-7.9%。我们注意到，若将扰动因素剔除，行业全年业绩表现较为平稳，但收入利润端增速同比下滑明显（2017 年营收/归母净利润/扣非归母净利润增速+12.3%/+27.3%/+38.5%），主要系宏观经济景气度下行所致。

图 4：行业营业收入



资料来源：wind，财富证券

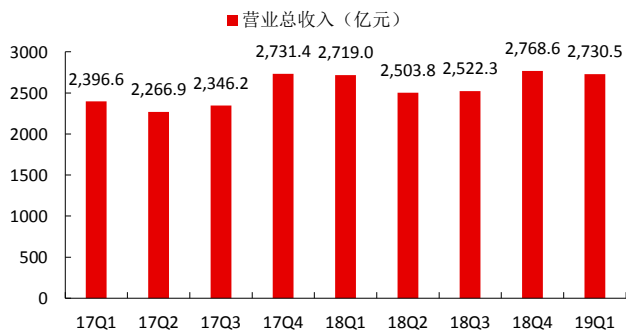
图 5：行业归母净利润



资料来源：wind，财富证券

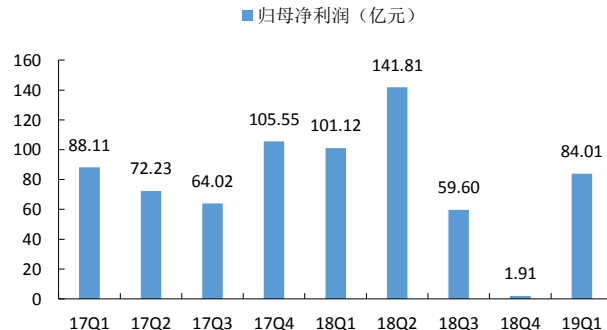
行业经营存在明显季节性特征，18Q4 净利润受部分企业资产减值影响出现波动。零售行业 Q1、Q4 为经营旺季，收入利润端表现可以侧面反映。18Q4 行业营收稳定，净利润大幅下降，主要原因为少数企业计提大额资产减值。19Q1 行业营收 2730.5 亿元(+0.4%)，归母净利润 84.0 亿元 (-17.0%)，扣非归母净利润 60.8 亿元 (-27.9%)；若剔除苏宁，上述三项指标增速-5.2%/-17.3%/-16.0%。19Q1 经营性净现金流同比由正转负，主要系 18Q1 基数叠加苏宁影响所致。2019 年一季度行业延续下行表现，我们认为与节日错期导致的高基数有一定关联，但更多的是与经济增长放缓、居民预期收入增速下降有关。

图 6：行业单季度营业收入



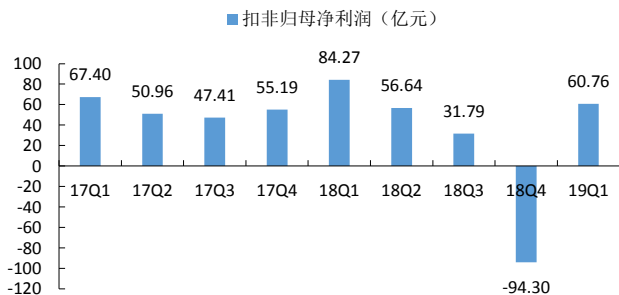
资料来源：wind，财富证券

图 7：行业单季度归母净利润



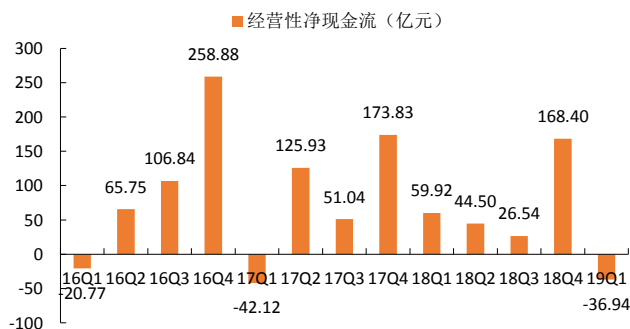
资料来源：wind，财富证券

图 8：行业单季度扣非归母净利润



资料来源：wind，财富证券

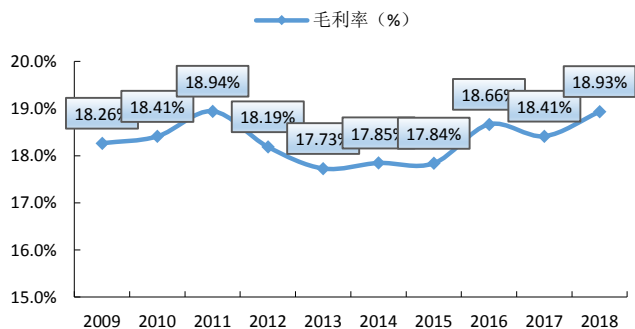
图 9：行业单季度经营性净现金流



资料来源：wind，财富证券

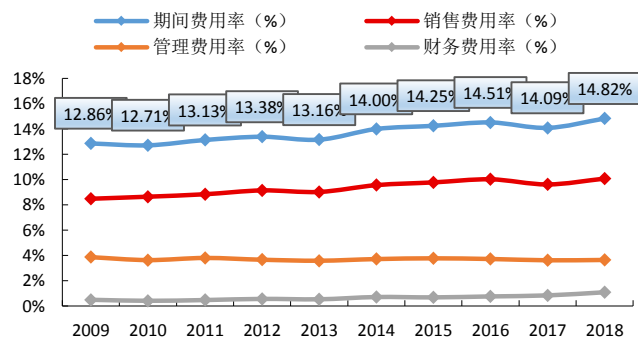
行业整体毛利率、费用率提升，竞争加剧不改头部企业扩张势头。2018 年行业整体毛利率 18.93% (+0.52pct)，期间费用率 14.82% (+0.73pct)，2019Q1 毛利率 (19.65%，+0.99pct)、期间费用率 (15.06%，+1.37pct)，其中费用率上升的主要原因为销售费用和财务费用同比出现较大幅度增长。销售费用中，广告宣传费用增速显著高于总体，行业竞争仍然激烈。带息债务加速上升，行业底部时期头部企业扩张速度不减。

图 10：行业毛利率



资料来源：wind，财富证券

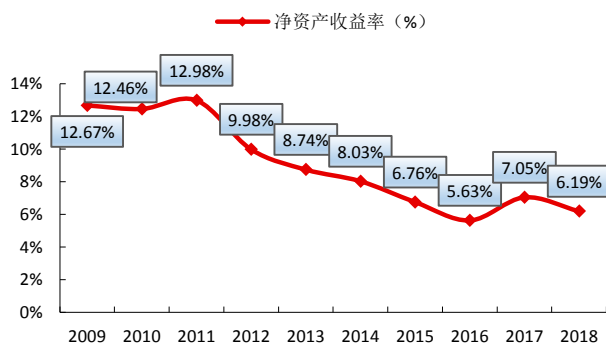
图 11：行业费用率



资料来源：wind，财富证券

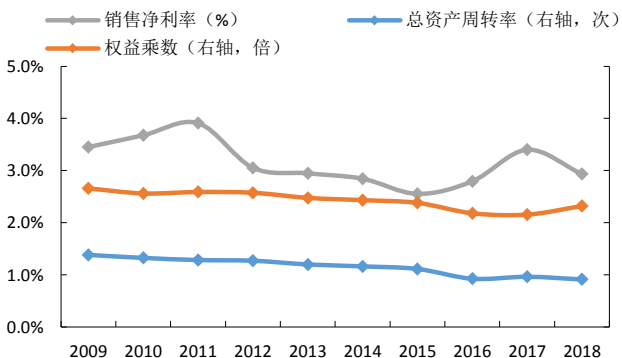
净资产收益率下滑，周转率、杠杆率下降是行业 ROE 长期下行主因。短期来看，行业 2018 年净资产收益率 6.19% (-0.86pct)，主要原因是少数公司计提大额资产减值损失造成的行业净利率下降。长期来看，行业净资产收益率自 2012 年开始处于下行趋势，原因一方面是总资产周转率的下降，这与资产扩张的边际效应递减有关 (单位资产增长带来的收入增长下降，事实上经济下行周期多数行业均面临该问题)；另一方面是权益乘数的下降，主要系宏观环境降杠杆影响。

图 12：行业净资产收益率



资料来源：wind，财富证券

图 13：净资产收益率因素拆分 (杜邦分析)



资料来源：wind，财富证券

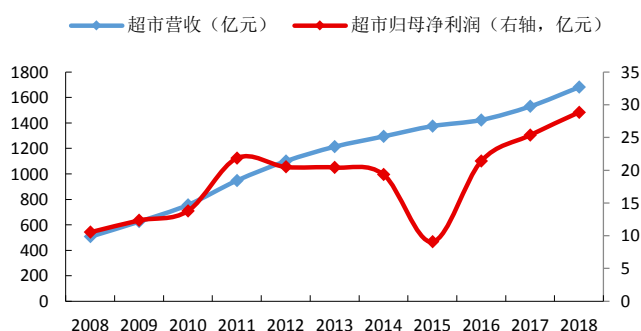
行业盈利面缩小，头部企业表现优于行业整体。81 家标的中，2018/2019Q1 扣非归母净利润为正的 64/71 家，分别较 2017/2018Q1 减少 5/4 家，行业盈利面小幅下降。行业 16 家市值超过百亿的公司，2018/2019Q1 营收增速 17.9%/13.1%，扣非归母净利润增速 -3.5%/-17.6%，头部企业表现显著优于行业整体。

1.2.2 重点子行业：超市逆势增长，百货承压下行

超市：逆势增长，净利率改善有望带动 ROE 持续转好。我们认为，短期 CPI 上行利好行业收入端表现；头部企业在行业底部时期仍然保持高速扩张，通过整合供应链上游企业以及扩大自有品牌比例降低成本，行业盈利能力中长期向好。

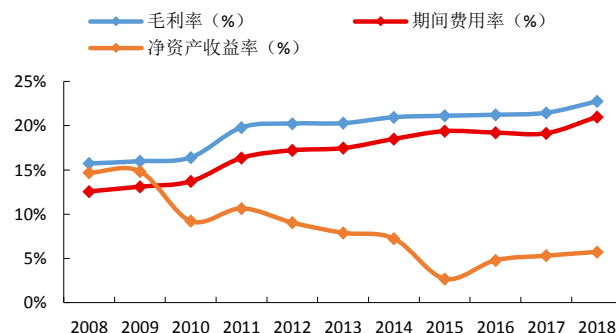
超市板块 11 家上市公司 2018 年营收 1680.1 亿元 (+9.8%)，归母净利润 28.9 亿元 (+13.8%)，扣非归母净利润 17.0 亿元 (-25.0%)，扣非利润下降的主要原因是永辉超市业绩拖累。2019Q1，板块营收/归母净利润/扣非归母净利润增速+9.8%/+27.8%/+18.2% (剔除永辉后分别为+3.8%/+2.9%/+0.1%)，业绩表现优于行业整体，主要系必选消费稳定表现以及 CPI 上行带动同店收入增长所致。2018 年板块盈利能力进一步强化，毛利率受头部企业规模效应、供应链及商品结构优化保持上升趋势，净资产收益率受净利率改善以及杠杆率提升呈现上行态势。

图 14：超市板块营收、净利润



资料来源：wind，财富证券

图 15：超市板块毛利率、费用率、净资产收益率

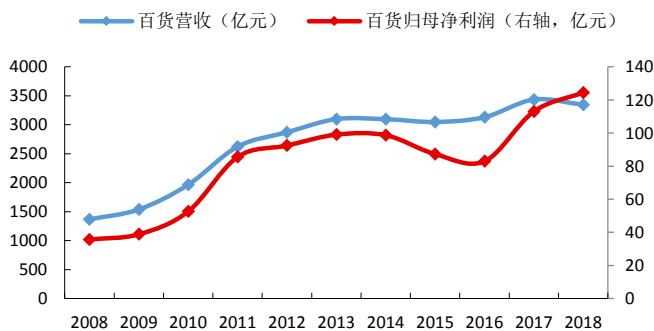


资料来源：wind，财富证券

百货：可选渠道承压，购物中心化趋势下盈利能力有望持续改善。我们认为，短期造成可选消费景气度下行的因素并未发生本质变化，经济复苏预期受外部环境影响下降，预期收入增速下滑是拖累可选消费复苏的主要原因；中长期购物中心化趋势下，在围绕商品核心能力建设的基础上，服务性消费比例上升将推动行业盈利能力持续转好。

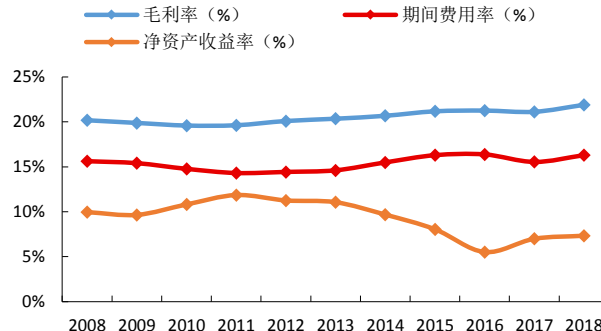
百货板块 37 家上市公司 2018 年营收 3346.8 亿元 (-2.6%)，归母净利润 124.5 亿元 (+10.1%)，扣非归母净利润 94.8 亿元 (-1.9%)，增速较去年同期均出现明显下降，主要原因系可选消费承压（预期收入增速回落，可选消费疲软）。春节假期提前拖累百货渠道表现（可选品多集中于节前消费），2019Q1 板块营收/归母净利润/扣非归母净利润增速 -3.1%/-7.3%/-4.7%，增速继续回落。2018 年行业毛利率恢复上行，主要系行业供应链议价能力增强以及百货门店购物中心化（餐饮、娱乐等高毛利服务业态增加）所致；费用率上行主要源于销售和管理费用上升，一定程度反映出可选渠道的竞争压力；净资产收益率小幅提升，主要来源于行业净利率的改善。同时，我们注意到板块 19Q1 经营性净现金流出现明显下降，与行业整体变动方向相一致，主要原因为节假日因素影响销售收入。

图 16: 百货板块营收利润



资料来源: wind, 财富证券

图 17: 百货板块毛利率、费用率、净资产收益率



资料来源: wind, 财富证券

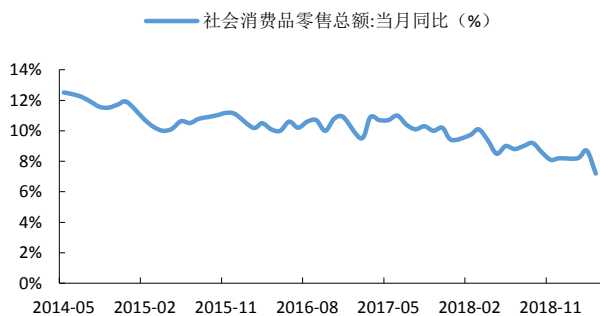
2 行业的变化：基于数字化、产业链整合、国企改革效率改善

2.1 行业变化一：社零企稳迹象初现，仍对消费保持谨慎乐观

社零增速回暖，仍然维持对消费的谨慎乐观态度。我们注意到，社会消费品零售总额增速已经初步扭转下行趋势，自2018年12月以来连续回升，消费出现边际改善迹象。2019年4月社零增速下滑至7.2%，但如考虑4月份节假日天数同比减少两天的因素，据国家统计局测算4月当月社零总额同比增长8.7%，增速与上月持平。我们认为，当前消费回暖与预期收入增速回升有关，考虑到减税对消费的实际刺激效果尚不明确，外部环境因素波动造成经济复苏预期下降，维持对全年消费的谨慎乐观态度。

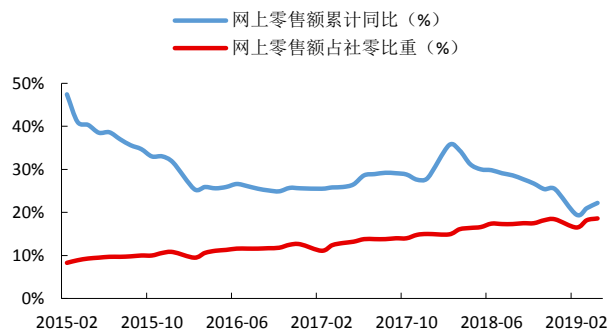
网上零售占社零总额比重持续上升，行业全渠道运营探索加速。2019年4月实物商品网上零售额增速降至22.2%(同比-9.0pct)，占社零总额比重上升至18.6%(同比+2.2pct)，该比重呈现加速上升趋势。相比网络零售，据中华全国商业信息中心测算，2018年网下实体店消费品零售额增速基本稳定在5%-7%之间，反映出市场已逐步重新聚焦线下渠道。零售市场存量竞争背景下，线上、线下企业正在加速补齐渠道短板（阿里-盒马鲜生，永辉-到家业务），我们认为，行业的全渠道运营正在探索之中，未来零售企业会结合自身优势对主力渠道有所侧重。

图 18：社会消费品零售总额



资料来源：wind，财富证券

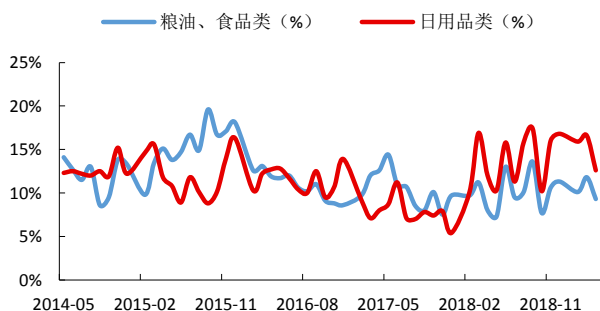
图 19：网上零售额



资料来源：wind，财富证券

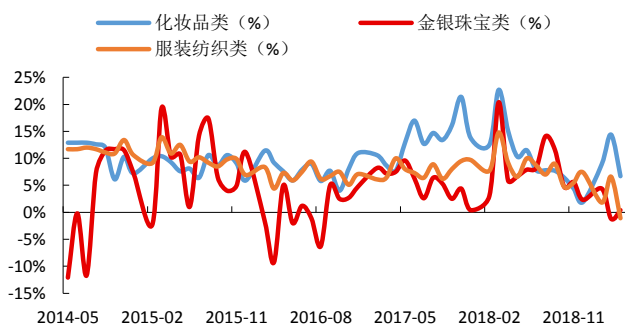
品类分化明显，下行周期中必选优于可选。必选消费类（粮油食品、日用品等）保持高速增长，变动趋势基本一致，短期因基数影响增速略有下滑。可选消费类（化妆品、黄金珠宝、服装纺织等）表现偏疲软，边际改善趋势存在消退迹象，后续关注消费刺激政策对可选渠道的影响。

图 20：必选消费类



资料来源：wind，财富证券

图 21：可选消费类



资料来源：wind，财富证券

2.2 行业变化二：数字化-推动企业中长期效率提升

我们注意到，零售企业的数字化进程有所提速，中长期趋势下行业的经营效率将逐步改善。行业存量竞争背景下，企业聚焦消费者需求，基于数字化的顾客画像对经营层面进行即时调整，实现收入增长以及边际成本下降，最终达到经营效率提升的目的。目前行业对数字化的探索仍在持续进行，部分企业的探索模式已由调整改造转变为赋能输出。我们认为，数字化是行业大势所趋，在企业短期业绩上可能很难看到十分亮眼的增长，但在中长期来看，围绕消费者需求的调整契合零售行业的经营核心，未来数字化红利将逐步释放，对企业利润端的驱动是正向的、稳定的、长期的。

数字化转型的核心在于满足消费者不断变化的需求。对于数字化，最为直观的感受可能是超市里的电子价签和自助收银，是手机 APP 和微信小程序，但数字化转型并不仅仅是数字工具的接入，更多的是基于这些信息端口实现消费者和商品间的交互。以超市

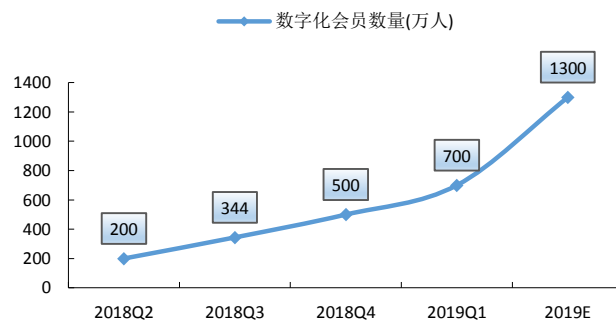
数字化为例，消费者在超市门店完成购物后，会员系统会记录购买品类和时间等要素，门店会对所有会员信息进行分析，一方面依据用户画像通过 APP 或小程序实施精准营销，另一方面会根据不同商品的购买频次等信息掌握周边消费者消费习惯的变化，围绕消费者需求合理调整商品结构，降低商品管理成本（损耗等），甚至在形成消费粘性的情况下主导周边消费者的消费习惯。同时，由于消费者-门店-供应链的数据系统是打通共享的，库存管理难度相对降低，供应链将更为灵活高效。

图 22：家家悦电子价签



资料来源：实地调研拍摄，财富证券

图 23：步步高数字化会员数量



资料来源：公司公告，财富证券

零售企业的数字化进程在不断提速。（1）百货以天虹为例，2015 年推出官方 APP 开启数字化探索，2017 年聚焦全面数字化，2018 年底数字化会员人数达到 1644 万（微信+小程序+APP），2019 年 5 月再次联手腾讯发布百货数字化解决方案，成为百货行业首次系统性的数字化输出尝试（以方案探索为主要目的，并非盈利层面的输出）。（2）超市以步步高为例，2017 年开启数字化转型，依托与腾讯的战略合作 2018 年末数字化会员达到 500 万，2019Q1 突破 700 万；小程序、自助收银 19Q1 营收已接近 18 年全年总额；19Q1 可比门店（经营两年以上）同店客流同比增长 0.3%，客流量系 6 年来首次转正。此外，银泰百货（阿里收购）2017 年开始数字化转型，2018 年 9 月数字化程度达到 58%；永辉超市 2018 年成立大科技事业部推动数字化转型战略的实施。

表 1：零售企业数字化进程

开启时间	企业名称	数字化进度	数字化成果
2017 年	天虹股份	前台 90%数字化	2018 年底数字化会员人数 1644 万， 2019 年 5 月输出数字化解决方案
2017 年	步步高	数字化会员占会员总数的 40%	2019Q1 数字化会员人数 700 万，客流量 6 年来首次由负转正
2017 年	银泰百货	数字化程度 58%	2018 年同店销售额增长 18%
2018 年	永辉超市	成立大科技事业部推动数字化转型	-

资料来源：公司公告，亿欧网，联商网，财富证券整理

我们的判断：数字化中长期利好零售企业效率提升。数字化改造的周期较长，对消费者需求的掌握、对商品结构的调整、对库存管理的把控都需要循序渐进，面对不同的

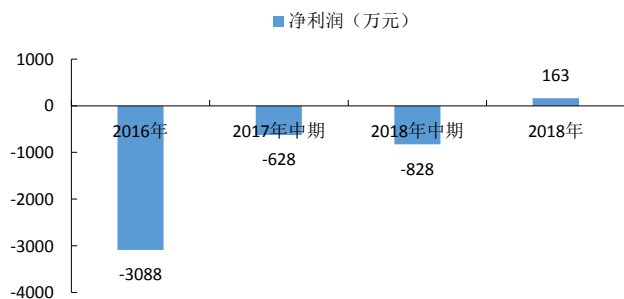
市场环境，数字化最终的效果也不尽然相同。短期来看，想要依靠数字化转型实现业绩爆发式增长的可能性微乎其微，但从长期角度看，商品管理成本的下降（净利率）以及库存管理能力的上升（周转率）正是企业 ROE 提升的两个关键因素，数字化对企业利润端的驱动是正向的、稳定的、长期的。

2.3 行业变化三：超市企业产业链整合-供应链成本下降，市场份额增长

横向整合：头部企业横向整合加速，市场份额不断扩大。行业底部时期，头部企业凭借门店网络以及供应链优势，通过设立合资公司、受让股权、并购等方式进行区域市场整合，在扩大市占率的同时输出供应链和企业管理能力。短期来看，横向整合很难为企业在利润端带来大的边际变化，但长期来看，渠道的规模优势降低企业平均固定成本（相应的实现利润增长），市场对渠道的估值溢价也远高于盈利本身。

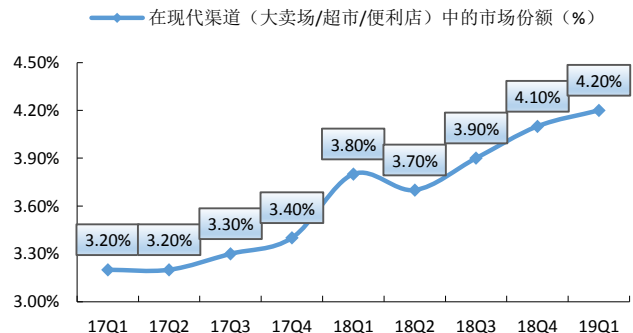
是什么在驱动企业进行横向整合？基于成本的效率考虑。超市的增长相当一部分来自于新门店的扩张，而扩张主要有开店和并购两种方式。目前行业开店成本正在上升，并且面临优质物业稀缺、客流培育、门店折旧等挑战。在并购中，被并购门店一般拥有良好的地理位置和客流基础，完成供应链和管理对接后实现盈利可能性较大，同时节约了大量的培育时间；因行业目前处于底部时期，并购溢价相对易于接受。通过设立合资公司以及受让股权的方式进行整合更倾向于共享合作企业门店和供应链资源。

图 24：青岛维客业绩表现（家家悦 2018 年 3 月并购）



资料来源：公司公告，财富证券

图 25：永辉超市市场份额



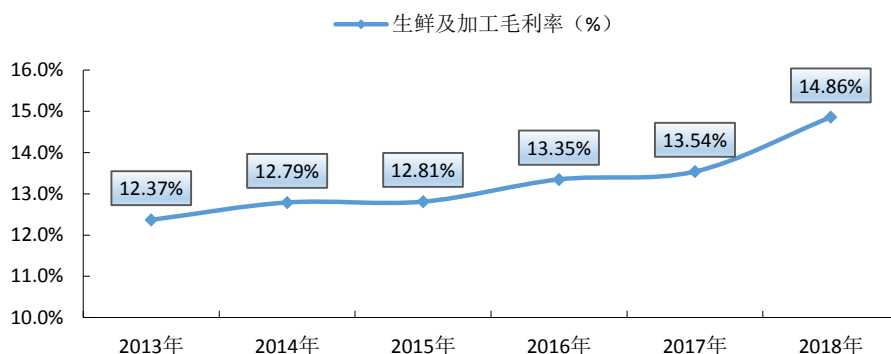
资料来源：凯度咨询，财富证券

哪些企业在进行横向整合？供应链优势明显、综合管理能力强的龙头企业。龙头企业拥有强大的风险抵御能力，在经济下行周期中依然能够保持稳定经营和扩张，具备较强的渠道整合能力。行业底部时期市场加速出清，龙头企业利用综合优势扩大市场占有率，马太效应下强者恒强。永辉超市 2018 年新开门店 135 家，入股中百、红旗输出供应链和管理，联合腾讯、百佳中国设立百佳永辉拓展区域市场，据凯度咨询数据，永辉超市 2019Q1 市场份额已经达到 4.2%，同比提升 0.4 个百分点。

纵向整合：经营资源整合，绑定优质供应商和物业资源，头部企业的产业链纵向整合趋势日益明显。（1）供应链是超市企业的核心竞争力，头部企业通过合作、投资等方式绑定上游优质供应商资源，丰富商品采购源头，强化供应链核心能力，提升供应链效

率和整体盈利能力。(2) 考虑到优质物业资源的日益稀缺, 头部企业通过与地产企业的深度合作锁定优质商圈和住宅区的核心物业资源, 降低租金成本的同时为企业扩张打下坚实基础。

图 26: 永辉超市生鲜板块毛利率



资料来源: wind, 财富证券

龙头企业永辉超市的纵向整合近年来提速明显。永辉超市以生鲜供应链为核心竞争力, 生鲜经营占比(44%)居国内超市行业上市公司首位。永辉超市近年来加快了生鲜产业链上游企业的投资, 生鲜商品采购来源不断丰富, 生鲜板块盈利能力呈现明显的上升趋势。同时, 永辉超市持续保持与地产企业的战略合作, 近期通过入股万达商管提前锁定万达优质物业资源, 未来不排除与头部地产企业深化合作的可能性。

表 2: 永辉超市生鲜供应链上游企业投资情况

时间	被投资企业 (持股比例)	被投资企业主要产品
2017 年 3 月	星源农牧 (20%)	生猪、蔬菜、水果等农产品
2018 年 3 月	国联水产 (10.29%)	对虾、罗非鱼等水产品
2018 年 6 月	湘村股份 (10.82%)	生猪 (湘村黑猪) 等农产品
2018 年 6 月	闽威实业 (19.64%)	鲜鱼 (海鲈鱼) 等水产品

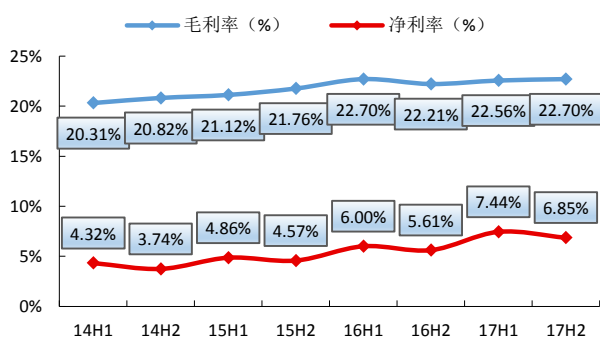
资料来源: 公司公告, 财富证券整理

2.4 行业变化四: 百货企业改革-混改破冰, 降本增效

混改破冰, 机制变革叠加效率改善推动百货国企中长期发展。由于历史原因, 国内百货企业成立之初多为国营, 完成股权分置改革后国资仍为实际控制人; 国有企业普遍存在竞争力不强、效率低下等问题, 存在改革的必要性。国有百货企业实施混合所有制改革的方式主要有以下几种: (1) 引入战略投资者: 企业或控股股东层面引入战略投资者, 打破国资完全控股地位, 改善经营机制; (2) 员工持股: 实现员工利益与企业经营业绩的绑定, 有效强化企业内部激励机制; (3) 集团公司整体上市: 集团公司 (控股股东) 将经营性资产注入上市公司, 而后上市公司对集团公司进行吸收合并, 实现集团资产的整体上市, 同时有利于减少管理层级, 提升决策效率。

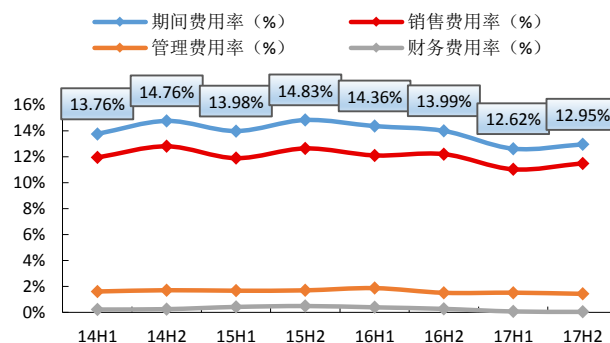
鄂武商 A：实施员工持股计划，企业经营提效明显。武汉武商集团是湖北省商业零售龙头企业，实际控制人为武汉市国资委。2015 年 1 月，武汉武商集团出于完善公司治理结构、建立利益共享机制的目的，推出员工持股计划。持股计划股份来源为武汉武商集团非公开发行股份，1100 余名员工最终参与该计划（占当期员工总数的 7.46%）。员工持股计划实施后，公司经营提效明显，毛利率、净利率显著提升，费用控制成效突出。

图 27：鄂武商 A 毛利率、净利率



资料来源：wind，财富证券

图 28：鄂武商 A 费用率



资料来源：wind，财富证券

引入战略投资者叠加员工持股计划，最大程度激发企业活力与员工动力。企业或控股股东层面引入战略投资者，原有的国资完全控制地位被打破。由于战略投资者的参与，决策将更加市场化、高效化，国有企业原有弊端将逐步消除，重新焕发经营活力。管理机制改革的同时，配合实施员工持股计划，完善劳动者和所有者利益共享机制，让员工成为改革的参与者，更是企业改革成果的分享者。以重庆百货为例，其控股股东重庆商社集团拟通过增资方式引入两名战略投资者推进混改（两名战投分别持有 45%、10% 股权），同时要求战略投资方必须位列 2017 年中国连锁百强前 50 名，主营业态为百货（不低于 50 家门店）或超市（不低于 100 家门店）。从商社集团要求来看，国内头部零售企业有望参与此次混改，重庆百货未来将在经营机制、管理模式等方面逐步向行业龙头公司靠拢。同时，存在混改完成后实施员工持股计划的可能性，公司经营有望提质增效。

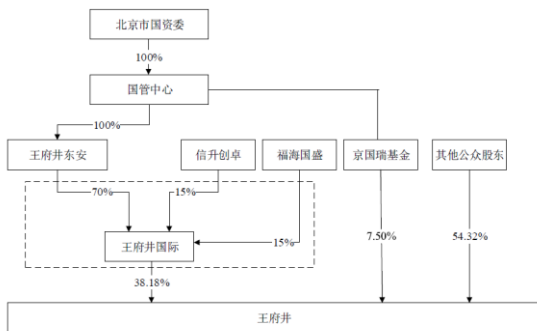
表 3：重庆百货混合所有制改革进程

时间	事件	参与企业	结果
2016 年 10 月	公司拟引入战略投资者	步步高、物美、重庆华贸	因再融资新规终止
2017 年 10 月	控股股东重商社集团拟引入战略投资者	-	因条件不够充分、方案论证不足终止
2018 年 4 月	控股股东重庆商社集团拟增资引入两名战略投资者	-	进行中。暂行方案为重庆商社集团由重庆市国资委持股 45%，两名战略投资者分别持股 45% 和 10%
2018 年 10 月	重庆商社集团增资项目在重庆联交所挂牌	-	目前已结束挂牌。拟向两名战投合计募资 86.47 亿元，对应持股比例为 55%

资料来源：公司公告，财富证券整理

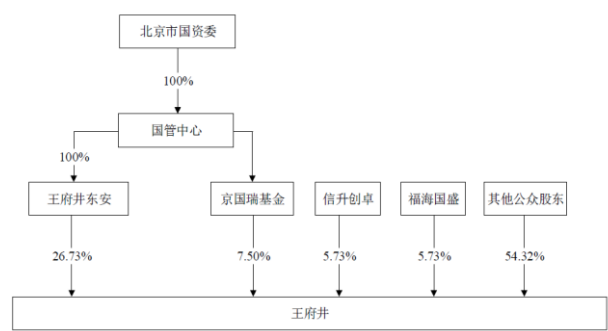
集团资产整体上市，吸收合并后决策效率提升。整体上市是国企混合所有制改革的重要方向，方式为集团公司（控股股东）的优质经营性资产注入上市公司，上市公司再将集团公司吸收合并，实现集团资产整体上市的目的。整体上市后，国资持股层级减少，相应的管理和决策效率将得到优化。以王府井为例，原控股股东王府井国际于 2017 年将子公司贝尔蒙特相关百货、奥特莱斯门店资产注入上市公司，同年上市公司完成对王府井国际的吸收合并。整体上市完成后，上市公司的决策层级减少，管理效率有望逐步改善。（注：北京市国资委 2018 年对王府井东安（王府井控股股东）与首旅集团实施战略重组；王府井东安持有的上市公司股权于 2019 年划转至首旅集团，首旅集团成为上市公司控股股东。）

图 29：王府井股权结构（吸收合并前）



资料来源：公司公告，财富证券

图 30：王府井股权结构（吸收合并后，战略重组前）



资料来源：公司公告，财富证券

3 投资主线及重点标的

消费复苏预期下降，维持行业“同步大市”评级。商贸零售行业年初至今小幅跑赢大盘，超市板块取得超额收益。目前社零数据由于节假日错位出现一定波动，但总体呈现阶段性企稳迹象。必选消费类增速维持在两位数，可选消费部分品类弱复苏，在行业一季报中表现为超市（必选渠道）好于百货（可选渠道）。展望下半年，预期收入增长前景尚不明朗，外部环境仍是经济复苏预期的重要影响因素，我们对消费继续保持谨慎乐观态度。考虑到需求端未出现本质变化、增值税下调对企业利润端改善有限等原因，我们维持行业“同步大市”评级。

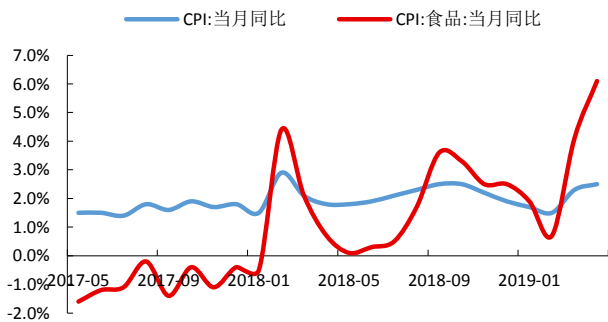
3.1 头部化趋势下的超市龙头企业：永辉超市、家家悦

CPI 上行推动超市同店收入增长。受猪肉、鲜菜、鲜果价格走高影响，CPI 存在较强的上行预期。由于消费者对必选品类的价格不敏感（价格上涨对消费量影响不大），偏向必选渠道的超市行业将显著受益（同店收入增加）。以永辉超市为例，同店收入增速变动趋势与 CPI 变动趋势基本相一致。

产业链整合下龙头企业强者恒强。经济下行周期，超市龙头企业凭借强大的规模优势和市场地位对产业链进行整合。跨区域并购叠加快速开店带来市场份额提升，供应链

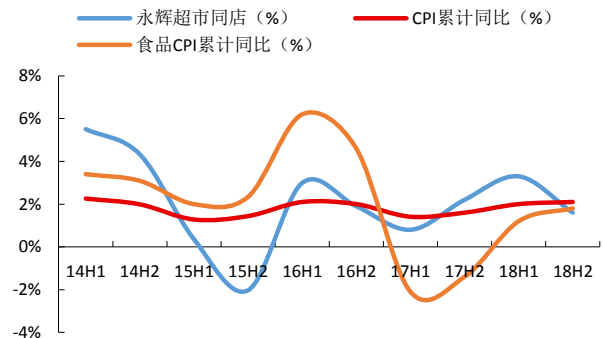
整合后成本下降带来经营效率改善，龙头企业的马太效应将持续凸显。

图 31: CPI 及食品 CPI



资料来源: wind, 财富证券

图 32: 永辉超市同店收入增速与 CPI 变动趋势



资料来源: wind, 公司公告, 财富证券

3.1.1 永辉超市 (601933.SH): 生鲜护城河助推扩张, 聚焦主业再度起航

2018A 及 2019Q1 业绩: 2018 年营业收入 705.2 亿元 (+20.4%), 归母净利润 14.8 亿元 (-18.5%), EPS0.15 元; 2019Q1 营业收入 222.4 亿元 (+18.5%), 归母净利润 11.2 亿元 (+50.3%), EPS0.12 元。

投资要点: (1) **经营战略调整, 聚焦云超主业。**公司将原有管理机制扁平化, 成立战区协调经营资源, 并激发竞争活力。剥离短期亏损的彩食鲜和云创业务板块, 聚焦超市主业发展的同时降低公司业绩波动。(2) **生鲜优势构筑强大护城河。**公司已经建立全国性生鲜农产品统采和区域直采体系, 同时布局优质生鲜商品供应商; 合伙人制度推行显著降低生鲜商品损耗率; 生鲜收入占比居行业上市公司首位, 生鲜盈利能力不断提升。

(3) **全国化扩张步伐马不停蹄。**2018 年新开门店 135 家, 现有 708 家门店分布在全国 24 个省市, 与地产企业的深度合作保证展店基础 (锁定优质物业资源)。入股区域企业, 设立合资公司, 实现供应链体系和管理模式的输出, 公司市场份额加速上升。(4) **Mini 店未来有望成为新增长点。**永辉 mini 定位社区生鲜超市, 在地理位置和商品品类方面更加贴近居民生活。永辉 mini 成本优势明显 (共享公司供应链资源), 19Q1 已开店 93 家, 未来有望成为公司新利润增长点。

盈利预测与投资建议: 预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 857.3/1054.7/1313.0 亿元, 净利润 23.6/30.5/40.4 亿元, EPS0.25/0.32/0.42 元。结合行业及同业上市公司情况, 给予公司 2019 年 40-42 倍 PE, 对应股价合理区间为 10.0-10.5 元, 维持公司“推荐”评级。

风险提示: 消费景气度持续下行; CPI 大幅回落; 云超同店收入增速不及预期; 租金成本大幅上升拖累业绩。

3.1.2 家家悦 (603708.SH): 内生外延, 区域龙头成长可期

2018A 及 2019Q1 业绩: 2018 年营业收入 127.3 亿元 (+12.4%), 归母净利润 4.3 亿元 (+38.4%), EPS0.92 元; 2019Q1 营业收入 38.0 亿元 (+16.7%), 归母净利润 1.4 亿元

(+16.1%)，EPS0.30 元。

投资要点：**(1) 生鲜供应链优势突出。**公司生鲜采购渠道不断拓宽，莱芜生鲜加工中心建成后增强生鲜产品加工能力，烟台综合物流园落地后将进一步完善物流配送体系。**(2) 管理能力优秀。**公司费用控制合理，盈利能力稳步提升，未来合伙人机制试点进一步推广、维客及福悦祥等被并购企业运营改善将打开公司费用率的下行空间。**(3) 新店扩张带来增量业绩。**公司 2019 年展店计划（100 家左右）明确，成熟区域加密叠加省内新区扩张贡献业绩确定性增量。**(4) 供应链和管理输出能力亮眼。**2018 年并购的青岛维客商业已经扭亏为盈，收购张家口福悦祥超市以及接管华润万家山东地区门店侧面均显示出公司强大的供应链和管理输出能力。**(5) 全国化战略开启。**公司全国化战略布局已经启动，对标全国性、跨区域超市企业，公司估值中长期存在较大提升空间。

盈利预测与投资建议：预计公司 2019/2020/2021 年营业收入 145.7/164.3/182.0 亿元，归母净利润 4.8/5.7/6.7 亿元，EPS1.02/1.23/1.43 元。考虑到行业的高景气度，参考同类上市公司估值情况，给予公司 2019 年 30-32 倍 PE，对应股价合理区间为 30.60-32.64 元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增速下行，整体消费能力和消费意愿持续下降；区域市场竞争加剧，市场占有率未能有效提升；门店扩张速度减缓，新店盈利情况不及预期。

3.2 数字化领先企业：天虹股份、步步高

数字化本质上是对消费者需求的不断满足，看好数字化成为企业成长的重要驱动因素。数字化改造的周期较长，但目前行业整体进程正在加快。短期角度看，数字化在业绩上带来的边际变化可能并不明显，但从长期角度看，商品管理成本的下降（净利率）以及库存管理能力的上升（周转率）正是企业 ROE 提升的两个关键因素，数字化对企业利润端的驱动是正向的、长期的。

3.2.1 天虹股份（002419.SZ）：盈利能力行业领先，数字化推动未来成长

2018A 及 2019Q1 业绩：2018 年营业收入 191.4 亿元（+3.3%），归母净利润 9.0 亿元（+25.9%），EPS0.75 元；2019Q1 营业收入 51.8 亿元（-0.9%），归母净利润 3.1 亿元（+5.3%），EPS0.26 元。

投资要点：**(1) 数字化进程领先，实现百货数字化解决方案输出。**公司数字化会员占比到达 91%，前台业务数字化率超过 90%，近期联合腾讯尝试百货数字化解决方案的系统性输出，未来数字化转型效果将逐步显现。**(2) 体验式业态占比高，盈利能力强。**公司百货和购物中心体验式消费（餐饮、娱乐）占比高，整体毛利率显著高于同行业其他公司，盈利能力突出。**(3) 展店确定性高，新店培育期缩短。**公司 2019 年计划新开大型门店（百货、购物中心）10-12 家，目前储备项目丰富，未来具备高速展店基础。另因新店培育期显著缩短（由 3-4 年缩短至 1-2 年），公司未来利润端增长确定性较强。**(4) 轻资产项目贡献利润增量。**2019 年公司管理输出项目和加盟项目将加速落地，轻资产运

营模式将贡献公司业绩增量。

盈利预测与投资评级：预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 207.2/225.8/244.3 亿元，净利润 10.6/12.3/13.8 亿元，EPS0.88/1.02/1.15 元。考虑到公司在百货行业中业绩表现突出，享有一定的估值溢价，给予公司 2019 年 16-18 倍 PE，股价合理区间为 14.08-15.84 元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增长持续放缓；零售市场竞争加剧；展店进度放缓；门店改造效果低于预期。

3.2.2 步步高 (002251.SZ)：数字化转型成效初现，看好中长期业绩复苏

2018A 及 2019Q1 业绩：2018 年营业收入 184.6 亿元 (+6.6%)，归母净利润 1.6 亿元 (+3.5%)，EPS0.18 元；2019Q1 营业收入 56.3 亿元 (+2.6%)，归母净利润 1.9 亿元 (+3.5%)，EPS0.21 元。

投资要点：(1) **数字化进程提速，转型初见效果**。公司数字化会员数量加速增长，19Q1 数字化会员占比 40%，较 2018 年中期提升 25 个百分点。数字化转型效果初现，可比门店客流量 6 年首次由负转正，未来门店盈利能力将逐步改善。(2) **息税前利润增速快，增加直接融资比例有望降低财务费用并释放利润**。公司 2018 年息税前利润 (EBIT) 4.3 亿元 (+39.2%)，远高于净利润。公司若未来增加直接融资比例，有息债务规模存在降低可能性，相应财务费用下降将释放利润。(3) **若最终参与重百混改，现有亏损门店托管后有望大幅度减亏**。公司于 2016 年作为战投拟参与重庆百货混改，最终因再融资新规终止。2018 年重庆百货再次启动混改，公司仍然具备参与条件。公司重庆地区门店目前面临严重亏损，托管完成后依靠重百经营优势有望大幅减亏，降低公司业绩波动。

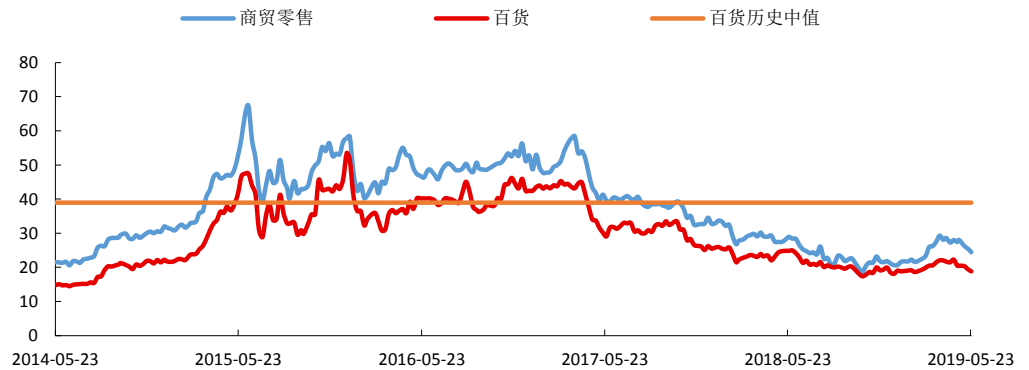
盈利预测与投资评级：预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 195.7/210.9/231.6 亿元，净利润 1.65/1.84/2.18 亿元，EPS0.19/0.21/0.25 元。结合超市行业整体估值水平，给予公司 2019 年 38-40 倍 PE，对应股价合理区间为 8.09-8.51 元。考虑到短期财务费用以及并购企业或有商誉减值损失对公司业绩的拖累，暂时给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示：宏观经济增长持续放缓；区域零售市场竞争加剧；资本支出造成企业现金流恶化；新增门店数量不及预期；数字化转型进度低于预期。

3.3 估值优势明显、受益国企改革：重庆百货、王府井

百货板块仍然具备估值优势。目前百货板块 PE 为 18.8 倍 (中值，历史 TTM，剔除负值)，位于历史的后 10%分位，仅为历史平均估值的 47%，百货板块估值优势十分明显。

图 33：百货板块估值情况



资料来源: wind, 财富证券

国企改革下机制变革驱动效率改善。近期国有企业混合所有制改革逐渐提速，百货国企通过引入战略投资者、实施员工持股、集团公司整体上市等方式推进混改。参考武汉武商集团员工持股案例，百货国有企业在通过多种方式完成混改后，经营和管理机制将更加市场化，驱动企业运营效率逐步改善。

3.3.1 重庆百货 (600729.SH): 混改进程加速，消费金融提振业绩

2018A 及 2019Q1 业绩：2018 年营业收入 340.8 亿元 (+3.6%)，归母净利润 8.3 亿元 (+37.3%)，EPS2.04 元；2019Q1 营业收入 100.2 亿元 (-0.4%)，归母净利润 4.73 亿元 (-9.6%)，EPS1.16 元。

投资要点：(1) 混改进程提速，国内零售龙头企业有望进入。经历两次尝试后，重庆商社集团（公司控股股东）拟通过引入两名战略投资者的方式再次启动混改进程，混改完成后战投持股比例将达到 55%（45%和 10%）。国内零售龙头企业入局，上市公司经营管理机制将发生重大积极变化。**(2) 消费金融板块提升公司业绩弹性。**公司旗下马上消费金融与公司主业协同性高，利润增长源于资产规模扩张以及持牌优势突出，消费金融板块业绩的高弹性打开公司估值成长空间。**(3) 低估值构筑安全边际。**公司目前 PE 估值为 14.3 倍，若以 2019 年预计盈利对应当前股价仅为 11.7 倍，均低于百货板块平均估值（18.8 倍），具有较强的安全边际。

盈利预测与投资评级：预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 348/358/370 亿元，净利润 10.1/12.2/13.8 亿元，EPS 分别为 2.49/3.00/3.40 元。考虑到公司多业态发展的协同效应以及控股股东混改进程提速，给予公司 2019 年 15-17 倍 PE，对应股价合理区间 37.35-42.33 元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：零售行业竞争加剧；门店调整改造拖累业绩；马上金融盈利不及预期；控股股东混改进度低于预期。

3.3.2 王府井 (600859.SH): 改革重组激发企业活力，奥莱、超市成为未来看点

2018A 及 2019Q1 业绩：2018 年营业收入 267.1 亿元 (+2.4%)，归母净利润 12.0 亿元 (+67.0%)，EPS1.55 元；2019Q1 营业收入 71.7 亿元 (+0.2%)，归母净利润 4.1 亿元

(-11.3%), EPS0.52 元。

投资要点：**(1) 受益整体上市带来的决策效率提升。**公司已于 2018 年完成对集团公司的吸收合并，管理层级减少，决策机制更为优化。**(2) 战略重组推进公司市场化改革进程。**目前公司控股股东已变更为首旅集团，公司运营、薪酬、人员配置等方面将向市场化方向发展，企业竞争活力将逐步激发。**(3) 奥莱业态增长表现突出。**公司奥莱业态收入占比逐年提升，营收增速显著高于公司整体，未来有望成为公司重要的业绩增长点。**(4) 超市业态落地提振门店客流量。**王府井首航超市已落地王府井多家门店，未来将发挥聚客引流作用，门店客流量有望受益提升。

盈利预测与投资评级：预计公司 2019/2020/2021 年实现营业收入 282.0/297.0/317.0 亿元，净利润 12.6/14.1/15.6 亿元，EPS1.63/1.82/2.01 元。考虑到公司是全国性百货龙头企业，结合行业整体估值，给予公司 2019 年 13-14 倍 PE，对应股价合理区间为 21.19-22.82 元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增长持续放缓；零售行业竞争加剧；与首旅集团战略重组效果低于预期；超市业态拓展进度不及预期。

4 风险提示

宏观经济增长持续放缓；零售市场竞争加剧；消费刺激政策出台不及预期；CPI 大幅下行；国有企业改革进度不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438