



Research and  
Development Center

# 新零售风口减弱，行业回归商业本质

2019 年中期商贸零售行业投资策略

2019 年 6 月 26 日

李丹 行业分析师

燕楠 行业分析师

## 新零售风口减弱，行业回归商业本质

### 2019 年中期商贸零售行业投资策略

2019 年 6 月 26 日

#### 本期内容提要：

- ◆ **基本面：消费数据回暖，可选品类增速明显回升。**5 月社零数据回暖，消费升级类商品增速明显回升；全国居民人均可支配收入保持稳健增长的态势；消费者信心指数探底回升至高位；网络零售增速放缓，实体零售经营增速下降；移动互联网月活跃数见顶，竞争从增量转向存量；移动互联网月活日均使用时间有收窄趋势，电商进入成熟期。
- ◆ **超市行业：回归本质，生鲜品类经营能力构筑护城河。**新零售业务盈利模式尚未走通，2018 年底已逐渐降温。社区生鲜受到资本的追捧，但是整体来看盈利状况并不好，紧靠资本推动很难短期购建护城河。我们认为未来的超市行业趋势在于卖场内生鲜和熟食品类占比持续提升，生鲜和熟食品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。传统供应链有加价多、运输条件简陋、流通环节缺监控、加工处理水平低四个痛点。现代超市的源头直采模式可以针对痛点一一击破：农源头直采消除中间环节溢价、全程监控的物流降低损耗保证质量、透明化生产销售保证食品安全、中央大厨房提升加工能力丰富产品种类，为消费者带来安全、新鲜、丰富又价格有保证的生鲜及熟食产品。我们推荐有生鲜供应链护城河，且能不断扩张的龙头公司。
- ◆ **百货行业：估值调整到位，强调龙头公司配置机会。**2018 年下半年以来受贸易战等宏观经济影响，可选消费的百货板块较必选消费的超市板块受到的关注度减弱，主要百货股都进行了回调。目前百货行业 PE 为 16 倍，天虹股份 PE 为 17 倍，王府井 PE 为 10 倍。从行业基本面来看，数据端我们观测到消费者信心回升叠加 2 季度消费数据回暖，利好百货公司同店表现。结合龙头公司当前较低估值，投资价值渐显，推荐关注。
- ◆ **建议关注和行业评级：**CPI 维持高位利好超市同店，可选消费回暖利好百货经营，基于此我们上调行业评级至“看好”。目前新零售风口减弱，电商发展进入稳定期，对线下挤压减弱，我们认为商贸零售行业未来的竞争将回归本质。超市行业里生鲜和熟食品类的经营成为企业护城河，建议关注能够在供应链发力以更低价格提供丰富新鲜生鲜产品的超市企业。百货行业上半年受关注减弱，建议关注基本面良好目前估值回调到位的龙头公司。
- ◆ **风险因素：**宏观经济低于预期、消费疲弱、抑制可选消费、人均可支配收入增长低于预期、消费者信心指数下滑。

## 证券研究报告

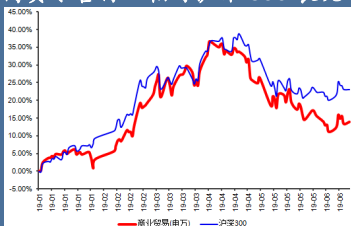
### 行业研究——投资策略

#### 商贸零售行业

|    |    |    |
|----|----|----|
| 看好 | 中性 | 看淡 |
|----|----|----|

上次评级：中性，2018.12.07

#### 商贸零售行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

**李丹 分析师**

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

**燕楠 分析师**

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 基本面：消费数据回暖，可选品类增速明显回升                  | 1  |
| 5月社零数据回暖，消费升级类商品增速明显回升                 | 1  |
| 全国居民人均可支配收入保持稳健增长的态势                   | 2  |
| 消费者信心指数探底回升至高位                         | 2  |
| 网络零售增速放缓，实体零售经营增速下降                    | 3  |
| 移动互联网月活跃数见顶，竞争从增量转向存量                  | 4  |
| 移动互联网月活日均使用时间有收窄趋势，电商进入成熟期             | 5  |
| 超市行业：回归本质，生鲜品类经营能力构筑护城河                | 6  |
| 行业基本面                                  | 6  |
| 新零售热度降低                                | 9  |
| 社区生鲜受到资本涌入                             | 11 |
| 行业趋势：回归本质，生鲜品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异    | 13 |
| 传统生鲜供应链痛点                              | 14 |
| 龙头超市生鲜供应链：针对痛点一一击破                     | 17 |
| 百货行业：估值调整到位，强调龙头公司配置机会                 | 21 |
| 行业基本面                                  | 21 |
| 百货标的受市场关注度减弱，龙头公司估值调整到位                | 24 |
| 5月消费回暖明显利好百货同店数据                       | 25 |
| 行业评级                                   | 26 |
| 相关标的公司推荐                               | 27 |
| 家家悦（603708）：未来已来，以生鲜直采和食品加工为成长驱动力的超市龙头 | 27 |
| 中百集团（000759）：扣非归母净利润持续好转，三费率有所改善       | 28 |
| 天虹股份（002419）：精准定位于中产家庭消费的百货龙头          | 29 |
| 王府井（600859）：享规模和品牌优势的百货龙头              | 30 |
| 风险因素：                                  | 30 |

## 表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1：盒马旗下门店业态                 | 10 |
| 表 2：社区生鲜的融资情况                | 11 |
| 表 3：社区生鲜的四种主要模式              | 12 |
| 表 4：百货板块公司当前估值情况             | 24 |
| 表 5：超市行业当前估值情况               | 24 |
| 表 6：限额以上企业各品类零售额当月同比增长（单位：%） | 25 |

## 图目录

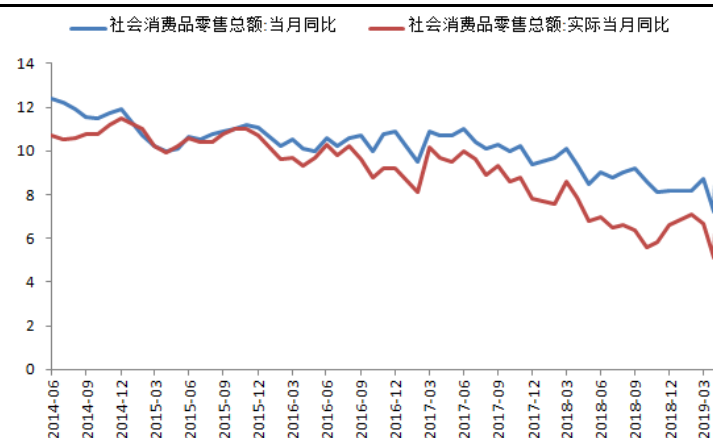
|  |    |
|--|----|
| 图 1：社会消费品零售总额增速（单位：%）                  | 1  |
| 图 2：限额以上企业消费品零售总额（单位：%）                | 1  |
| 图 3：城镇居民人均可支配收入累计同比（单位：元，%）            | 2  |
| 图 4：全国居民人均可支配收入累计同比（单位：元，%）            | 2  |
| 图 5：消费者信心指数（单位：%）                      | 3  |
| 图 6：网络零售额及同比增速（单位：亿元，%）                | 3  |
| 图 7：网络零售在社会消费品零售额中占比（单位：%）             | 3  |
| 图 8：中国移动互联网活跃用户规模趋势                    | 4  |
| 图 9：2018年12月—2019年3月移动互联网月活跃用户数量（单位：亿） | 5  |
| 图 10：各线城市移动互联网用户规模及未覆盖用户规模（单位：万）       | 5  |
| 图 11：移动互联网月活日均使用时间（单位：分钟）              | 5  |
| 图 12：2019年3月用户月总时长增量占比前十细分行业           | 5  |
| 图 13：申万超市行业营收及同比增速（单位：亿元，%）            | 6  |
| 图 14：申万超市行业归母净利及同比增速（单位：亿元，%）          | 6  |
| 图 15：永辉超市、家家悦和申万超市行业营收增速（单位：%）         | 7  |
| 图 16：永辉超市、家家悦和申万超市行业归母净利润增速（单位：%）      | 7  |
| 图 17：永辉超市、家家悦和申万超市行业毛利率（单位：%）          | 7  |
| 图 18：永辉超市、家家悦和申万超市行业净利率（单位：%）          | 7  |
| 图 19：永辉超市、家家悦和申万超市行业三费率（单位：%）          | 8  |
| 图 20：盒马开店情况                            | 9  |
| 图 21：17Q1-19Q1永辉超市归母净利润及同比增速（单位：亿元，%）  | 9  |
| 图 22：全国社区生鲜品牌                          | 11 |
| 图 23：2011-2017年中国生鲜市场交易规模（单位：万亿元）      | 13 |
| 图 24：中国消费者购买生鲜频次（单位：次/周）               | 13 |
| 图 25：2018年我国生鲜市场在各渠道占比                 | 13 |
| 图 26：生鲜农产品传统层层批发供应链模式                  | 16 |
| 图 27：生鲜农产品超市供应链模式                      | 16 |
| 图 28：我国生鲜损耗率和发达国家对比                    | 17 |
| 图 29：我国生鲜保鲜率和发达国家对比                    | 17 |
| 图 30：家家悦和永辉超市生鲜品类毛利率对比                 | 18 |
| 图 31：家家悦、永辉超市、中百集团生鲜直采比例               | 18 |
| 图 32：家家悦物流车辆位置监控                       | 19 |
| 图 33：家家悦物流车辆温度监控                       | 19 |
| 图 34：家家悦张家口门店生鲜产品摆放有序                  | 19 |
| 图 35：家家悦张家口门店生鲜产品新鲜度高                  | 19 |
| 图 36：家家悦生鲜配送中心农残检测流程                   | 20 |
| 图 37：家家悦张家口门店内的电子监控屏实施公示农残检测           | 20 |
| 图 38：家家悦中央大厨房馒头制作中心                    | 21 |
| 图 39：家家悦中央大厨房制作的山东大馒头、大枣饽饽             | 21 |
| 图 40：申万百货行业营收及同比增速（单位：亿元，%）            | 21 |

|  |    |
|--|----|
| 图 41: 申万百货行业归母净利及同比增速 (单位: 亿元, %)      | 21 |
| 图 42: 天虹股份、王府井和申万百货行业营收同比增速 (单位: %)    | 22 |
| 图 43: 天虹股份、王府井和申万百货行业归母净利润同比增速 (单位: %) | 22 |
| 图 44: 天虹股份、王府井和 SW 百货行业毛利率 (单位: %)     | 23 |
| 图 45: 天虹股份、王府井和 SW 百货行业净利率 (单位: %)     | 23 |
| 图 46: 天虹股份、王府井和 SW 百货行业三费率 (单位: %)     | 23 |
| 图 47: 2019 年年初至今各板块涨跌幅情况 (单位: %)       | 26 |

## 基本面：消费数据回暖，可选品类增速明显回升

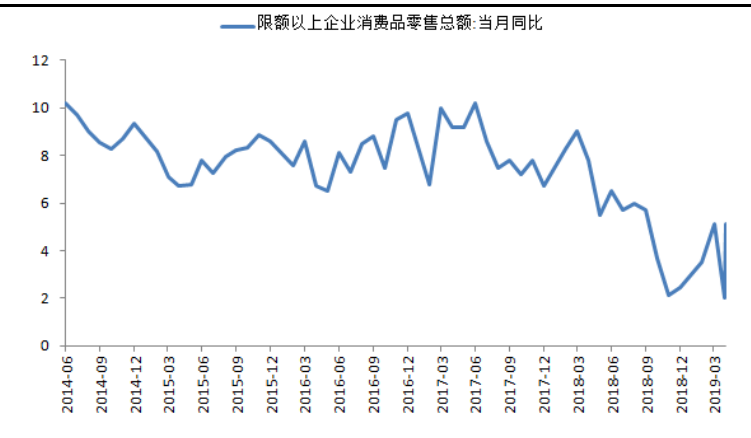
### 5月社零数据回暖，消费升级类商品增速明显回升

图 1：社会消费品零售总额增速（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：限额以上企业消费品零售总额（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2019年5月份，社会消费品零售总额3.30万亿元，同比名义增长8.6%（实际增长6.4%）。其中，限额以上单位消费品零售额1.17万亿元，增长5.1%。2019年1-5月份，社会消费品零售总额16.13万亿元，同比增长8.1%。其中，限额以上单位消费品零售额5.79万亿元，增长3.9%。

主要呈现以下几个特点：**1、假日消费相关商品较快增长。**在限额以上单位18类商品中，13类商品增速比上月有所回升，特别是与假日消费相关商品较快增长或增速加快。例如限额以上单位粮油食品饮料烟酒类商品5月份同比增长10.7%，比4月份加快2.5个百分点。**2、消费升级类商品在假期带动下增速明显回升。**经历了4月份的增速下滑，5月份在节假日拉动下，与消费升级有关的限额以上单位商品零售品类，化妆品、通讯器材、金银珠宝和家电类商品同比分别增长16.7%、6.7%、4.7%和5.8%，增速分别比4月份加快10.0、4.6、4.3和2.6个百分点。

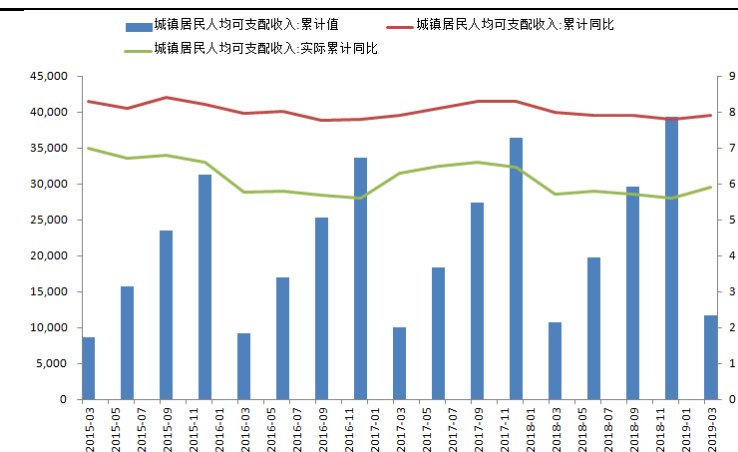
## 全国居民人均可支配收入保持稳健增长的态势

近一年来，全国居民人均可支配收入和城镇居民人均可支配收入均保持稳健增长的态势，全国居民人均可支配收入同比增速保持在 8.7% 以上，城镇居民人均可支配收入同比增速保持在 7.8% 以上。

2018 年全国居民人均可支配收入 28,228 元，比上年增长 8.7%，扣除价格因素，实际增长 6.5%；城镇居民人均可支配收入 39,251 元，比上年增长 7.8%，扣除价格因素，实际增长 5.6%。

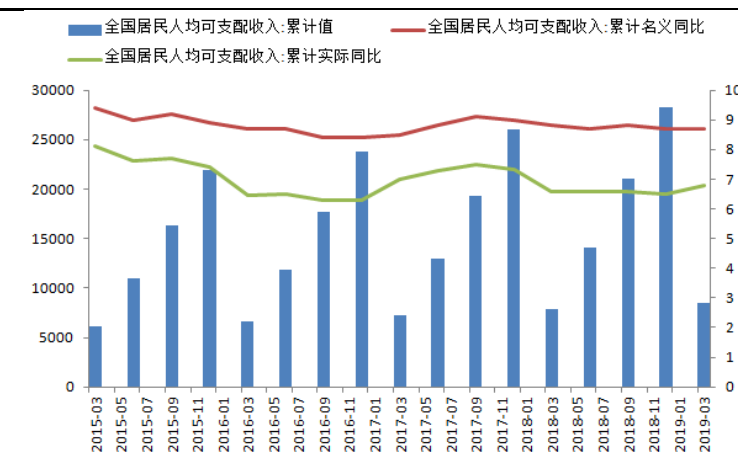
2019 年 Q1，全国居民人均可支配收入 8,493 元，比上年增长 8.7%。扣除价格因素，实际增长 6.78%；城镇居民人均可支配收入 11,633 元，比上年增长 7.9%，扣除价格因素，实际增长 5.9%。

图 3：城镇居民人均可支配收入累计同比（单位：元， %）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

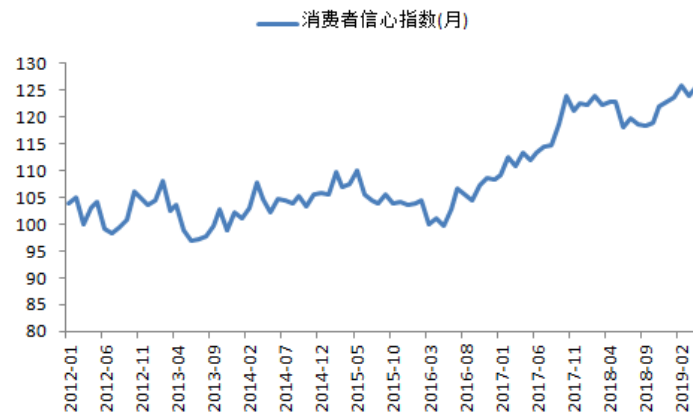
图 4：全国居民人均可支配收入累计同比（单位：元， %）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

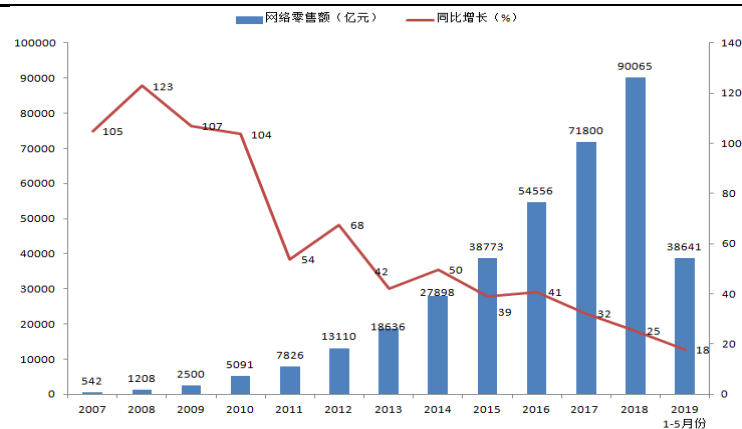
## 消费者信心指数探底回升至高位

消费者信心指数是反映消费者信心强弱的指标，综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。我国消费者信心指数自 2016 年 Q2 以来呈现上行趋势，2017 年 Q4 开始有所下滑，后在 2018 年 Q3 呈现回升趋势，2019 年 4 月消费者信心指数为 125.30，升至近期内高点。持续稳健的消费者信心支撑消费意愿，为消费带来新的增长动力。

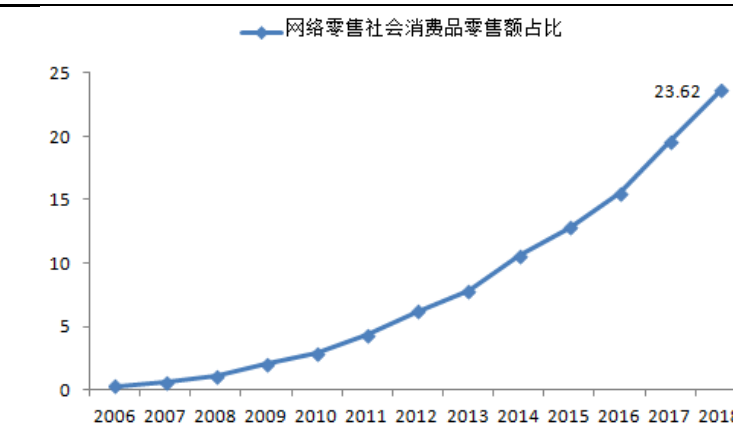
**图 5: 消费者信心指数 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 网络零售增速放缓, 实体零售经营增速下降

**图 6: 网络零售额及同比增速 (单位: 亿元, %)**


资料来源: 商务部, 信达证券研发中心

**图 7: 网络零售在社会消费品零售额中占比 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

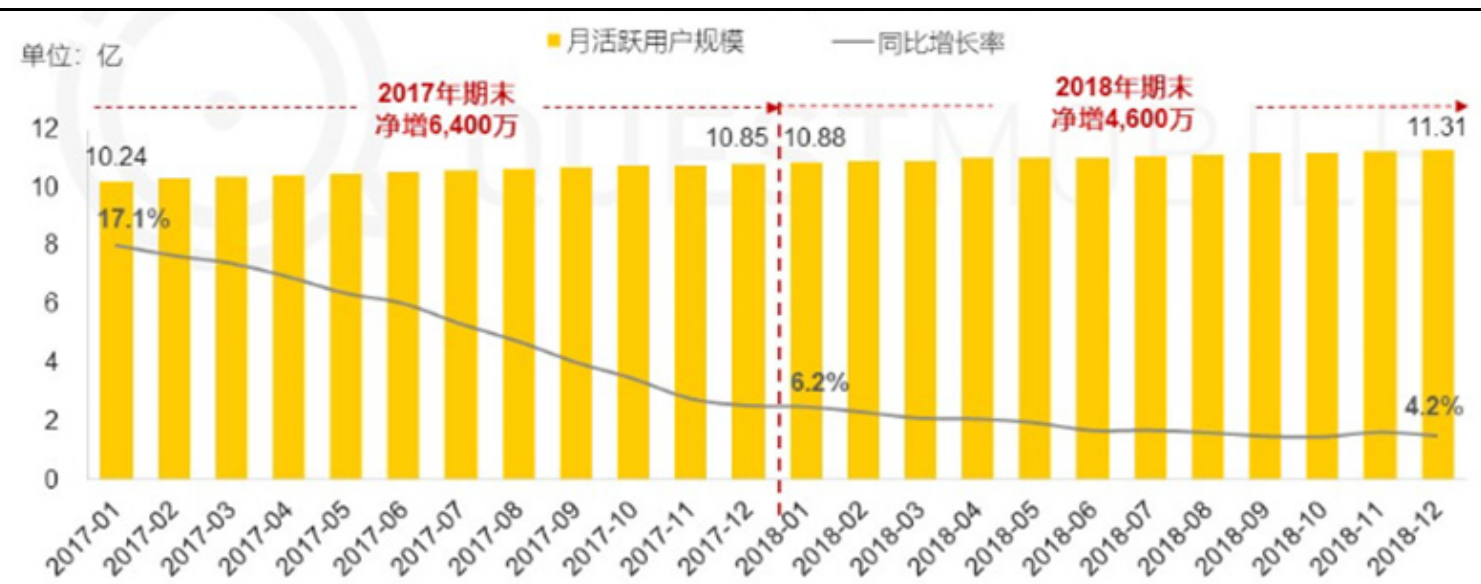
2019年1—5月份, 全国网上零售额3.86万亿元, 同比增长17.8%, 其中, 实物商品网上零售额3.04万亿元, 增长21.7%, 占社会消费品零售总额的比重为18.9%, 比1—4月份提高0.3个百分点, 比上年同期提高2.3个百分点, 线上销售占比持续提升。

实体零售方面，受宏观经济影响，2019年4月份限额以上零售业单位中的百货店、超市、专业店零售额同比分别增长1.2%、4.7%、0.1%，和去年同期相比均呈下降趋势，百货店、超市、专业店分别下降0.9、0.4、5.7个百分点。

### 移动互联网月活跃数见顶，竞争从增量转向存量

随着手机不断下沉、人口红利接近尾声，作为移动互联网最直接的观测指标月活跃用户数接近顶部。根据 QuestMobile，2019年3月中国移动互联网月活跃用户规模达到11.38亿，接近饱和。月活跃用户数量同比增速从2017年年初的17.1%一路下滑，2018年1月为6.2%，后继续下滑趋势。2019年3月同比增速为3.9%，首次跌至4%以下。各大互联网公司之间的竞争主要在于增加存量用户的使用时长而非抢占新增用户，移动互联网的竞争从增量转向存量。

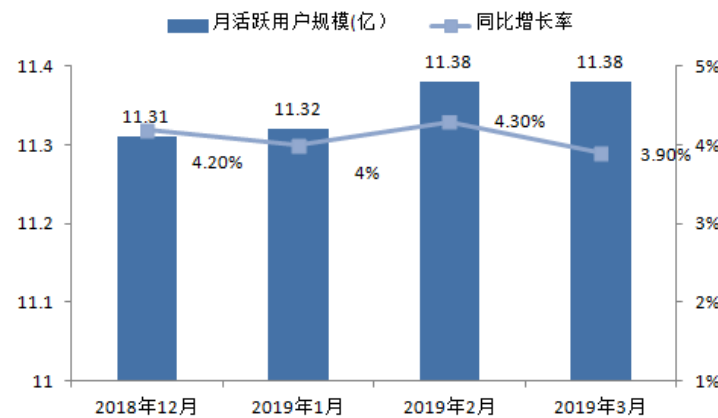
图8：中国移动互联网活跃用户规模趋势



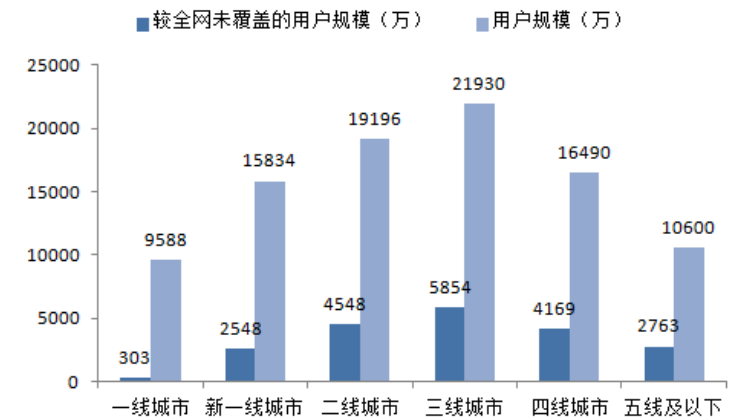
资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

目前仅有限的潜在增量空间主要来自于三线及以下城市。一线、新一线、二线城市目前移动互联网用户数量总规模为4.46亿人，未覆盖的用户数量为7399万人；三线及以下城市目前移动互联网用户数量总规模为4.90亿人，未覆盖的用户数量为1.28亿人。相较一二线城市，未来三线及以下城市尚存一些潜在增量空间。



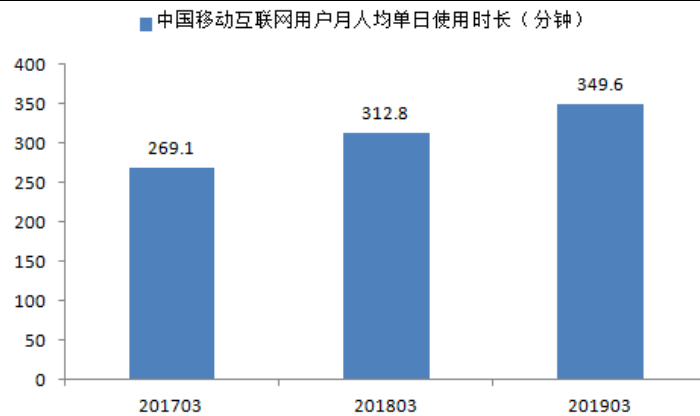
**图 9: 2018 年 12 月—2019 年 3 月移动互联网月活跃用户数量 (单位: 亿)**


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

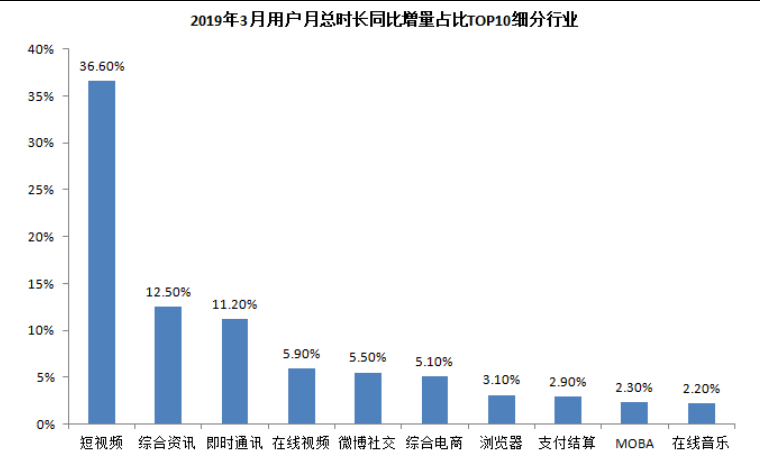
**图 10: 各线城市移动互联网用户规模及未覆盖用户规模 (单位: 万)**


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

### 移动互联网月活日均使用时间有收窄趋势, 电商进入成熟期

**图 11: 移动互联网月活日均使用时间 (单位: 分钟)**


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

**图 12: 2019 年 3 月用户月总时长增量占比前十细分行业**


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

由于人口红利接近尾声, 移动互联网的竞争从增量转向存量, 从新增用户转向存量用户使用时长。目前用户使用时长仍在增加, 但是增加值有收窄趋势。2019 年 3 月移动互联网用户月人均单日使用时长为 349.6 分钟, 较 2018 年 3 月的 312.8 分钟

增加 36.8 分钟，增长幅度小于 2018 年 3 月较 2017 年 3 月增加的 43.7 分钟。

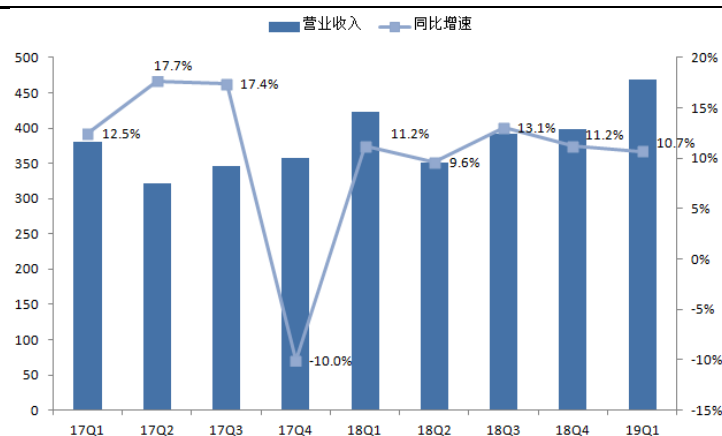
新增使用时间大部分被短视频、综合资讯、及时通讯所占领。2019 年 3 月用户总时长同比增量里，36.6% 被短视频抢占、12.5% 被综合资讯抢占、11.2% 被及时通讯抢占。综合电商在用户使用时长增量中占比仅为 5.1%，排第六。

我们认为移动互联网月活跃数近乎见顶以及电商在用户使用时长增量中的较少占比和观测到的网络零售额增速放缓相吻合。电商目前竞争格局相对稳定，无论是自身梯队方面，还是对线下零售的挤占方面都进入比较稳定的时期

## 超市行业：回归本质，生鲜品类经营能力构筑护城河

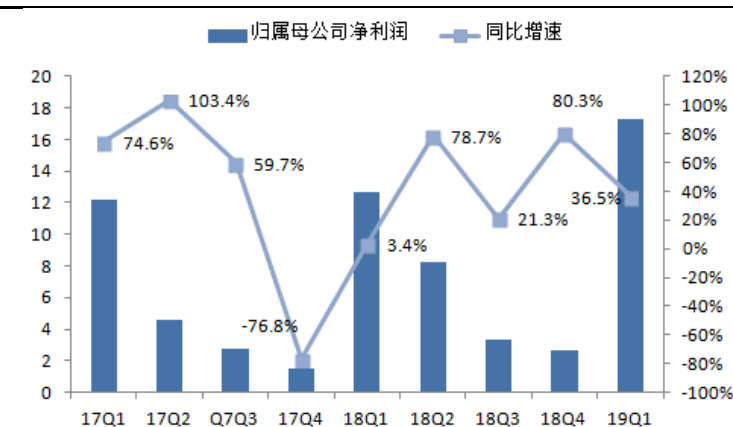
### 行业基本面

图 13: 申万超市行业营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

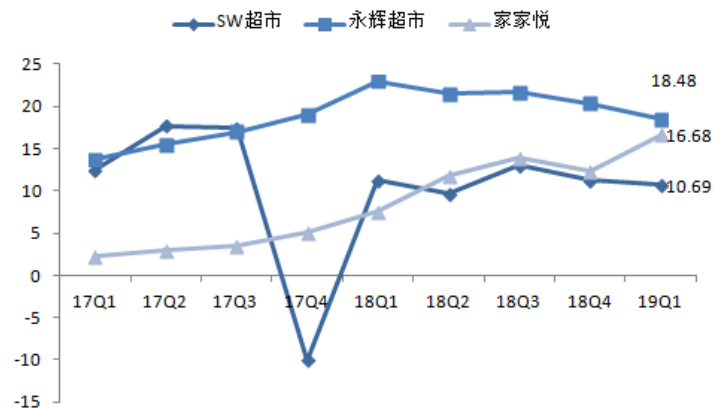
图 14: 申万超市行业归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)



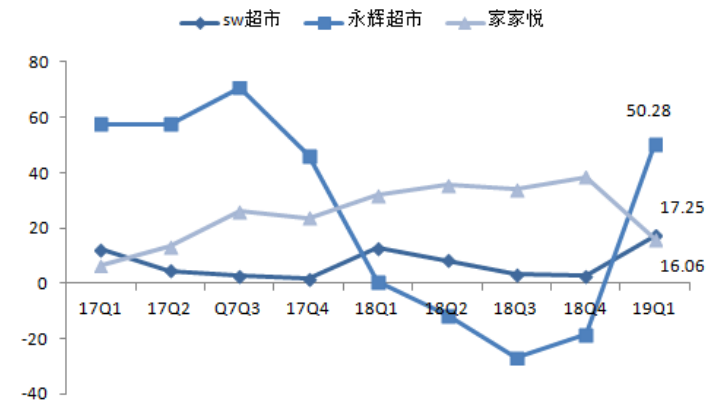
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 行业营收增速有所回落，归母净利润增速被永辉提振

超市行业 2019Q1 实现营业收入 468.99 亿元，近三个季度营收增速保持在较稳定区间。2018Q3-2019Q1 营收增速分别为 13.1%、11.2%、10.7%。归母净利润方面近三个季度波动较大，2018Q3-2019Q1 归母净利润增速分别为 21.3%、80.3%、36.5%。

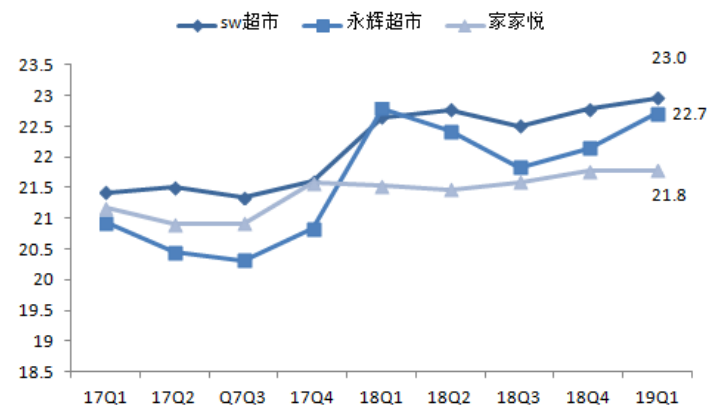
**图 15: 永辉超市、家家悦和申万超市行业营收增速 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

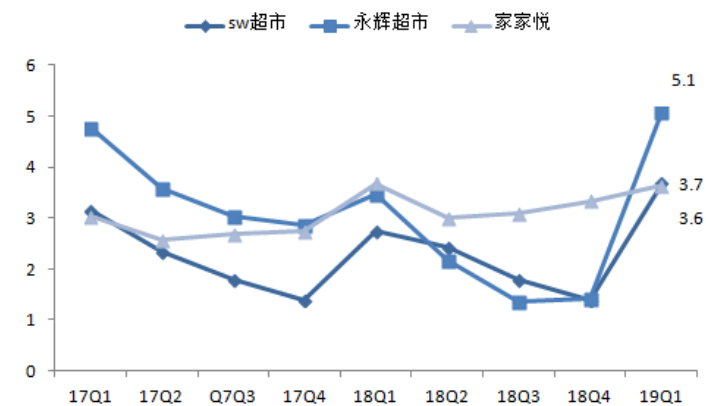
**图 16: 永辉超市、家家悦和申万超市行业归母净利润增速 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们将龙头永辉超市和家家悦的营收增速和超市行业营收增速对比,发现永辉超市和家家悦的营收增速都远高于行业。2019Q1 永辉超市和家家悦的营收增速分别为 18.48%、16.68%,分别高出行业增速 (10.69%) 7.79 和 5.99 个百分点。环比来看,和 2018Q4 相比,永辉超市和行业营收增速都呈现下滑趋势,但是家家悦的营收增速较 2018Q4 大幅上升了 4.32 个百分点。

**图 17: 永辉超市、家家悦和申万超市行业毛利率 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 永辉超市、家家悦和申万超市行业净利率 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

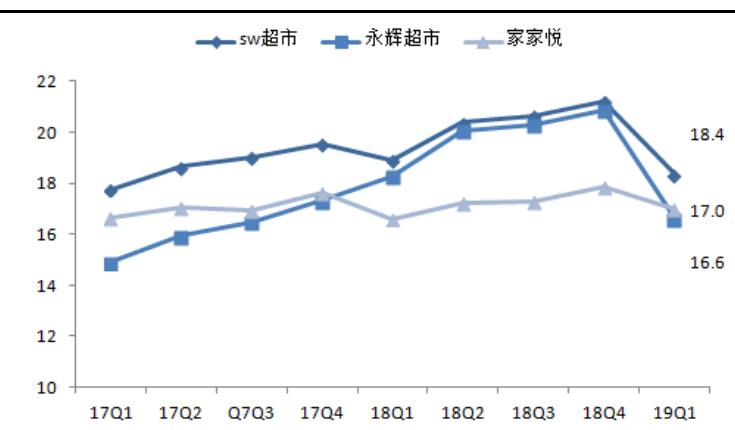
归母净利润增速方面，永辉超市在剥离云超业务后，归母净利润得到快速提升，2018Q3-2019Q1 归母净利润增速分别为 -26.90%、-18.52%、50.28%。由于永辉超市在超市行业权重比较大，在永辉较快归母净利润增速的提振下，行业 2019Q1 归母净利润增速较 2018Q4 也有很大提升，行业 2018 Q3-2019Q1 归母净利润增速分别为 3.30%、2.66%、17.25%。家家悦方面，2018Q1-2018Q4 连续四个季度归母净利润增速均保持 30%+的增长，在高基数压力下，2019Q1 增速略有下滑，为 16.06%。

### 毛利率净利率回到上升通道

销售毛利率方面，超市行业 2018Q3-2019Q1 毛利率分别为 22.51%、22.78%、22.96%，呈现上升趋势。龙头公司永辉超市、家家悦毛利率和行业趋势一样。由于两家龙头公司生鲜品类占比较其他公司更多，毛利率被拉低（生鲜品类毛利率较低），永辉超市和家家悦的毛利率都低于行业。同期永辉超市毛利率分别为 21.82%、22.14%、22.71%；家家悦毛利率分别为 21.59%、21.77%、21.78%。

销售净利率方面，两家龙头公司表现都优于行业。2018Q3-2019Q1 超市行业净利率分别为 1.80%、1.40%、3.69%；同期永辉超市净利率分别为 1.35%、1.41%、5.07%；家家悦净利率分别为 3.1%、3.34%、3.63%。

图 19：永辉超市、家家悦和申万超市行业三费率（单位： %）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

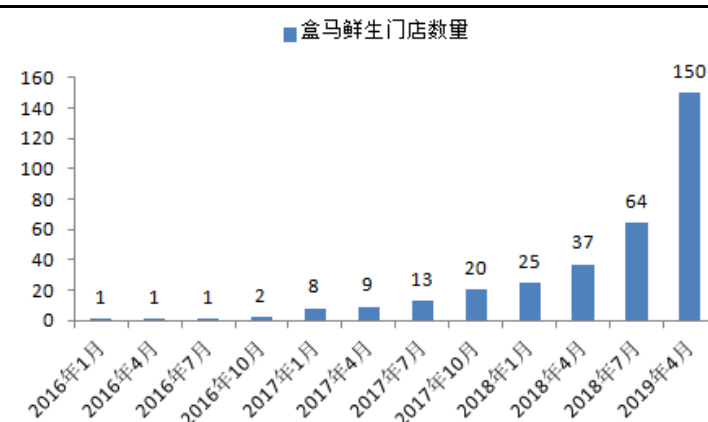
### 2019Q1 三费率得到有效降低

三费方面，超市行业 2018Q3-2019Q1 三费率分别为 20.64%、21.20%、18.36%，2019Q1 三费率得到有效控制。两家龙头公司永辉超市和家家悦三费率均低于行业，2019Q1 分别为 16.6%和 17%。

### 新零售热度降低

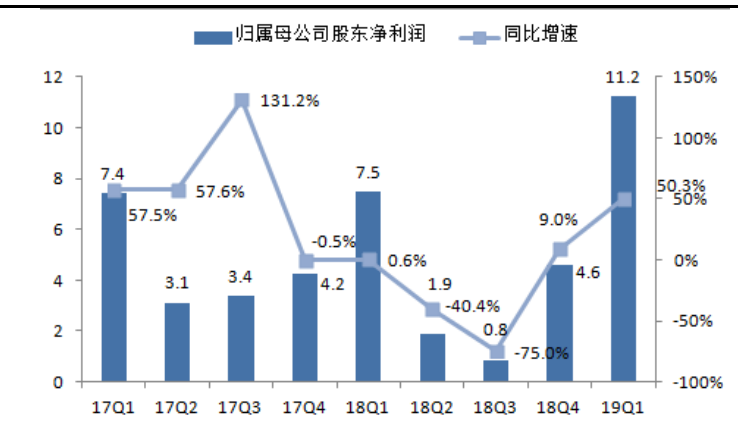
2016 年是新零售元年，随着阿里巴巴董事局主席马云在当年云栖大会上首次提出新零售概念，各大零售商纷纷进行新零售布局，线上电商极力开展对传统线下零售商的收购和整合，传统线下零售商也纷纷开始试水线上业务。但由于新零售业务盈利模式尚未走通，我们注意到 2018 年底以来，备受瞩目的新零售业务开始降温。

图 20: 盒马开店情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 21: 17Q1-19Q1 永辉超市归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 盒马鲜生首次关店

盒马鲜生 2017 年 7 月在上海金桥开出第一家门店，之后开启高速扩张之路。截止至 2019 年 4 月，盒马共在全国开出 150 家门店，主要分布在一二线省会城市。2019 年 4 月 30 日，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，这成为盒马开店历史上的首次关店，引起市场关注。

除了昆山新城吾悦店关店，大润发出售海南盒马的公告也披露出海南盒马亏损情况。5 月 31 日晚间，高鑫零售发布公告称，公司间接附属公司大润发中国与关联附属公司上海润盒订立股权转让协议。上海润盒同意购买而公司同意出售海南盒马全部股权(即大润发中国于海南盒马持有的全部股权)，交易价格为 500 万美元。海南盒马于 2018 年 5 月 28 日成立，主要从事海

南盒马店铺的经营。目前经营有盒马海口国贸店，盒马海南首店海口国贸店于2018年9月28日开业，经营面积5000多平方米。截止至2018年12月31日，海南盒马的资产净值及总资产分别为约2411.5万元及6417.3万元。2018年5月28日至2018年12月31日期间的除税前净亏损及除税后净亏损分别为约972万元及972万元。

**表 1: 盒马旗下门店业态**

| 业态                  | 开业时间     | 主要形式和内容  |
|---------------------|----------|--|
| 盒马集市                | 2016年12月 | 1万平左右，品类更多，餐饮比重更大  |
| F2 (fast&fresh) 便利店 | 2017年12月 | 800平米左右，小型的盒马鲜生，90%面积为餐厅布局，主打办公室场景的用餐需求                    |
| 机器人餐厅               | 2018年2月  | 机器人元素餐饮业态，启用自动化设备，通过智能送餐的系统（AGV）送餐，减少人工提升效率                |
| 盒马云超                | 2018年4月  | SKU限定2万以内，配送时效延长为次日达。比盒马鲜生实体店多出了厨具、日百、美妆等品类。               |
| 盒小马                 | 2018年6月  | 800平米左右，盒马和大润发共同打造，主打低线级市场，生鲜面积超过50%，线上线下一体化的运营方式，后计划开放加盟。 |

资料来源：联商网，信达证券研发中心

### 永辉超市剥离云创业务

盒马鲜生是阿里打造的新零售线下商超品牌，与之相对的是永辉打造的超级物种。超级物种是高端超市、高端餐饮和永辉生活 App 的综合体，以生鲜售卖和烹饪为主，80%的生鲜和商品来自于进口，店面的装修也更符合年轻一代的审美，同时上线到家业务。2017年1月1日永辉超市在福州推出了首家超级物种，截止至2018年底全国共有73家超级物种，主要分布在北京、上海、深圳一线城市及福州、厦门、成都等地。

无论是阿里主导的盒马鲜生还是永辉超市主要的超级物种，目前均未实现盈利。永辉超市旗下共有云超、云创、云商、云金四个板块，“云超”板块涉及红标店、绿标店；“云创”包含永辉生活店、超级物种、永辉生活 app 等业务；“云商”重组原有总部职能部门及事业部；“云金”即永辉金融业务。云创业务2017年全年亏损2.67亿元，2018年上半年亏损3.89亿元，2018年12月份，永辉超市将云创20%的股权转让给张轩宁，云创业务出表。

2017Q4—2018Q3，主要受新零售业务影响，永辉超市归母净利润分别为4.24亿元、7.48亿元、1.86亿元、0.84亿元，同比增速分别为-0.50%、0.56%、-40.41%、-74.98%。在2018年12月份云创业务出表后，2018Q4—2019Q1永辉超市归母净利润分别为4.63亿元、11.24亿元，同比增速分别为8.98%、50.28%，业绩回升显著。

## 社区生鲜受到资本涌入

图 22: 全国社区生鲜品牌



资料来源: CCFA 社区生鲜调研报告, 信达证券研发中心

社区生鲜自 2018 年以来成为继新零售之后的新风口, 受到资本的大量涌入。立足社区、贴近消费者、加上生鲜品类的高频消费特性, 社区生鲜受到资本的追捧, 竞相争夺居民买菜刚需的市场空间。CCFA 调研了 74 个社区生鲜品牌, 分析出四种主要社区生鲜开店模式。分别是生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店模式、便利店+生鲜模式和加盟模式社区菜店。

表 2: 社区生鲜的融资情况

|      | 成立   | 模式                         | 融资时间    | 投资方         | 投资规模      |
|------|------|----------------------------|---------|-------------|-----------|
| 生鲜传奇 | 2015 | 聚焦生鲜核心品类                   | 2017.11 | 红杉资本中国      | 2 亿人民币    |
|      |      |                            | 2018.03 | IDG 资本、红杉资本 | 2 亿人民币    |
| 朴朴超市 | 2016 | 前置仓生鲜电商, 30 分钟即时配送         | 2018.08 | ---         | 1000 万人民币 |
| 叮咚买菜 | 2014 | 前置仓生鲜电商 2014.05, 自营生鲜平台及配送 | 2018.05 | 高榕资本        | ---       |
|      |      |                            | 2018.07 | 红星美凯龙、达晨创投  | ---       |
|      |      |                            | 2018.10 | 老虎基金、高榕资本   | ---       |

|     |      |                       |         |             |        |
|-----|------|-----------------------|---------|-------------|--------|
|     |      |                       | 2018.11 | 红杉资本中国、今日资本 | --     |
| 百果园 | 1997 | 集果品生产、贸易、零售为一体的水果专营门店 | 2015.09 | 天图投资、广发信德等  | 4亿人民币  |
|     |      |                       | 2018.01 | 中金智德、深创投    | 15亿人民币 |

资料来源: IT 桔子, 信达证券研发中心

- 生鲜加强型社区超市面积在数百平至上千平方米, 生鲜占比 40-50%之间, 主要是实体零售企业在经营, 对原有商超门店进行改造, 减少标品, 主营生鲜的社区生鲜门店业态, 主要代表有中百集团经营的邻里生鲜店。
- 生鲜折扣店面积在 300 平方米左右, 以基本款生鲜品类为主打, 通过大规模采购降低成本, 以较好的地理优势服务社区消费者。代表者是生鲜传奇, 门店要求极高标准化来执行。
- 便利店+生鲜模式门店面积在 100-300 平方米之间, 在原有便利店基础上引入主打款生鲜品类(包装好的水果和蔬菜), 主要服务上班族白领。
- 加盟模式社区菜店主要代表公司是钱大妈, 面积在几十平至上百平, 产品集中在蔬菜、肉、烧腊、豆制品上, 主打新鲜, 不卖隔夜肉。

表 3: 社区生鲜的四种主要模式

| 类别        | 经营面积          | 商品结构               | SKU 数目      |
|-----------|---------------|--------------------|-------------|
| 生鲜加强型社区超市 | 数百平方米到上千平方米   | 生鲜、包装食品、饮料、日用杂货等品类 | 数千到上万不等     |
| 生鲜折扣店模式   | 300 平方米左右     | 以基本款生鲜品类为主打        | 1600 种左右    |
| 便利店+生鲜模式  | 100-300 平方米之间 | 包装好的净菜和精品水果为主      | 2000-4000 种 |
| 加盟模式社区菜店  | 数十平方米到上百平方米   | 集中在蔬菜、肉、烧腊、豆制品几个大类 | 500 种       |

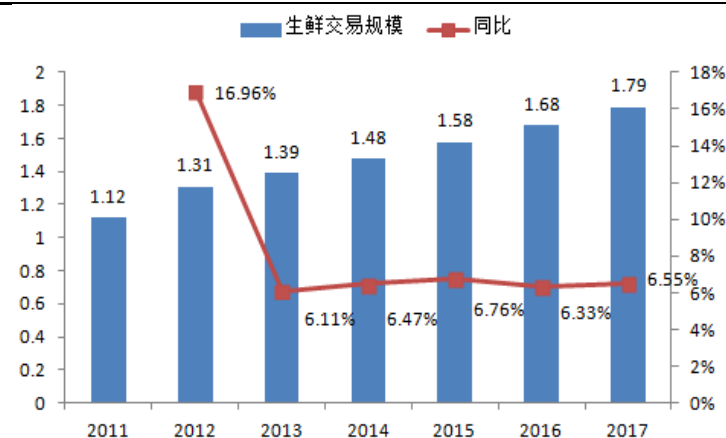
资料来源: CCFA 社区生鲜调研报告, 信达证券研发中心

在 CCFA 调研的 74 家企业里, 38%受访者表示是整体盈利的, 38%是亏损的, 24%是盈亏平衡。整体来看盈利状况并不好, 零售是需要深耕细作的行业, 特别是生鲜品类的经营, 需要远高于标品的管理能力和成本控制能力。特别是在人工和租房刚性成本上涨下, 紧靠资本推动很难持续经营有好的表现。



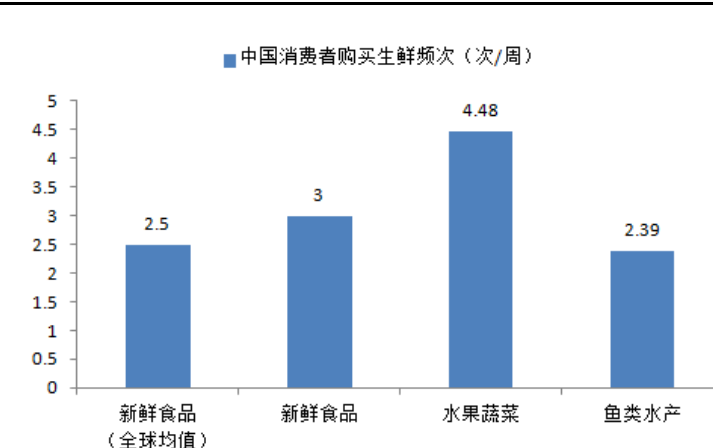
## 行业趋势：回归本质，生鲜品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异

图 23：2011-2017 年中国生鲜市场交易规模（单位：万亿元）



资料来源：易观，信达证券研发中心

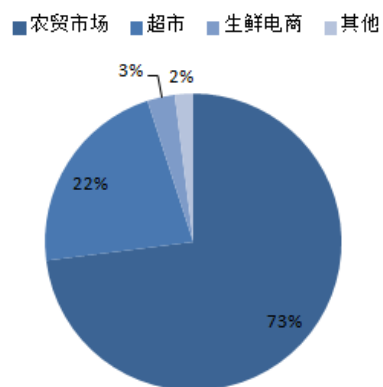
图 24：中国消费者购买生鲜频次（单位：次/周）



资料来源：尼尔森，信达证券研发中心

无论是新零售还是今年高关注度的社区生鲜，生鲜品类由于广阔的空间和高频次消费一直是市场高度关注的重点。我国每年生鲜消费超过万亿，有极为广阔的市场空间。2017 年我国生鲜市场交易规模为 1.79 万亿元，同比增长 6.9%。购买频次上，生鲜品类由于易腐的特性需要消费者高频次消费。我国消费者购买水果蔬菜的频次是 4.48 次/周，新鲜食品的频次是 3 次/周，鱼类水产的频次是 2.39 次/周。同期全球新鲜食品购买频次仅为 2.5 次/周。

图 25：2018 年我国生鲜市场在各渠道占比



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

目前传统农贸市场是我国居民主要购买生鲜渠道，占比为 73%，超市渠道占比 22%为第二大渠道。由于生鲜保质期短、运输半径短、易损耗的特性，目前生鲜消费被电商渠道分流的并不多，线上渠道占比只有 3%左右。对于超市行业，更能够提供更丰富、新鲜、价格有竞争力的生鲜和熟食产品是不断从农贸市场抢夺份额的关键所在。基于此，我们认为未来的超市行业趋势在于卖场内生鲜和熟食品类占比持续提升，生鲜和熟食品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。

未来超市行业生鲜和熟食品类的经营趋势是：

- **1、产品品类多、产品丰富多元、且要有本地特色符合当地消费者习惯（中国幅员辽阔，消费者饮食习惯差异较大）。**生鲜产品丰富度需要高 SKU 来支撑，例如黄瓜品类下细分有刺黄瓜、百草黄瓜、小园黄瓜等细分品种来适应凉拌、炒菜煮汤等不同烹饪需求。采购人员需要足够了解消费者口味习惯同时熟悉生鲜产品信息（产地、上季时间、采购价格区间等）。随着人们对便利的需求，除了买生鲜产品回去烹饪，消费者也越来越多买半成品（卤制品、拌菜、面点等）回去简易加工即可就餐。熟食的品种丰富性极大依赖中央大厨房的供应。
- **2、产品新鲜度高，任何时候去门店都能买到新鲜供应的食材。**生鲜品类保质期短，特别是在夏季，我们认为一日两配的配送密度能最大化门店生鲜产品的新鲜度。而只有足够多的门店密度才可支撑一日两配的物流模式。
- **3、产品有价格优势，能持续获得现有农贸市场的市场份额。**生鲜产品从农民至消费者手上加价率在 40-50%之间，源头直采可以跳过中间的加价环节确保低采购价格。

## 传统生鲜供应链痛点

### 生鲜农产品特点

生鲜农产品一般指果蔬、肉类、以及鲜活水产品，其主要特点是含水量高、保质期短、极易腐烂。根据《中国生鲜农产品物流供应链模式研究》，农产品一般有三个特点：

- 1、易腐烂、难标品，对运输要求高。**农产品包含动物性和植物性产品，蔬菜瓜果易腐烂的特性使得农产品容易产生价值损失。生鲜农产品能否实现保值增值在很大程度上取决于物流过程中对农产品的保鲜工作。农产品大多价格低体积大，运输储存成本高。同时初级农产品形状、规格、质量差别较大，物流包装过程中标准化程度较低。
- 2、生产上市有季节性。**生鲜农产品的生产受气候、土壤、温度等自然条件影响，生产活动有明显时间性、季节性特点，生产周期长，供需矛盾调解时间跨度大。现在农业可以在一定程度上缩短农产品生产周期，但还是无法像工业化产品一样在短期

内大批量生产。不同的农产品有各自的生长周期和丰收季节，在成熟季大量上市，其他季节则明显供应不足。但是居民对生鲜的消费需求是连贯的，生鲜农产品供给的季节性和集中性与消费者需求的连贯性存在矛盾，因此需要大规模的异地调配来平衡供给和需求。因此现代化生鲜农产品的物流建设就十分有必要。

**3、生产有地域性。**气候、土壤、水质条件都会影响农产品的生长和质量，一些农产品只能在几个特定产区生产，不同区域生产的质量会差别较大。

### 我国生鲜农产品供应链发展现状

目前我国已初步形成了以农产品批发市场为中心，以集贸市场和零售市场为基础的农产品市场体系。

#### ● 上游生产端：小而散

中国农户生产规模很小而农户数量庞大，户均耕地面积不足 0.6 公顷。土地市场发展之后，又缺乏有力的农民组织来统一生产和销售，很多都是依据往年销售经验来指导下一年种植，收入具有不稳定性。农民单一面对批发商，较被动没有什么定价权。

#### ● 中间流通环节：以农产品批发市场为主

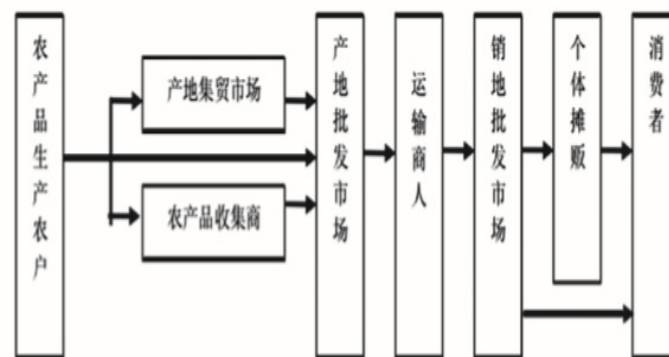
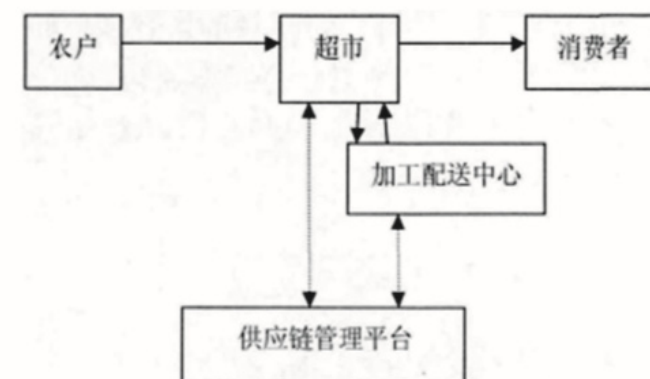
目前我国生鲜农产品的销售主要依靠各地农产品市场。我国农副产品批发市场起步于 20 世纪 80 年代，1983 年国务院颁布了“大中城市逐步建设农产品批发市场”的 21 号文件，当年全国即设立了 200 余个农产品批发市场。这之后我国农产品批发市场数量以每年 5% 以上的速度增长。目前仍然是生鲜农产品的主要流通渠道。

#### ● 下游零售环节：农贸市场为主，超市占比逐渐上升

农产品在到达消费区域后，从当地农产品批发市场再进入农贸市场或者超市渠道。农贸市场因为品种全、产品新鲜、离家近等优势一直是我国消费者购买生鲜农产品的主要渠道。90 年代中期以来超市得到迅速的发展，尤其是近年来一线城市农贸市场的拆迁整治等原因使得城市里农贸市场逐渐减少，超市渠道在生鲜销售份额中占比越来越大。1996 年超市在我国农产品销售所占市场份额几乎为零，2017 年达到 22%。超市龙头企业永辉超市和家家悦的生鲜品类在销售占比都超过 40%。

### 我国生鲜农产品供应链痛点

#### ● 环节冗余，加价多

**图 26: 生鲜农产品传统层层批发供应链模式**

**图 27: 生鲜农产品超市供应链模式**


资料来源:《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》, 信达证券研发中心

资料来源:《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》, 信达证券研发中心

传统生鲜农产品流通环节从生产者到消费者主要经历批发和零售两个市场, 主要分为四个阶段: 农户在生鲜农产品收获后运输至产地农贸市场销售; 商贩在农贸市场完成第一次大规模收购后运输至产地农产品批发市场; 跨省商贩在产地批发市场购买生鲜农产品后运输至消费地批发市场; 商贩批发生鲜农产品至农贸超市进行零售销售。

生鲜农产品每经过一层都会有一次加价, 具体品类加价率会有差别, 整体来看, 从生产环节到批发环节加价率为 10%, 批发环节到零售环节加价率为 20%; 零售环节到消费者加价率为 20%。以河北梨果销售抽样调查(河北浙江梨果产业调研组课题研究, 周洁红)为例, 该课题通过对河北辛集市梨果种植农户抽样调查发现从梨果生产环节到批发环节加价占供应链总增值的 20%, 批发环节到零售环节相应比例为 25%; 零售环节到消费者相应比例为 50%。

### ● 运输条件简陋, 运输过程中高损耗

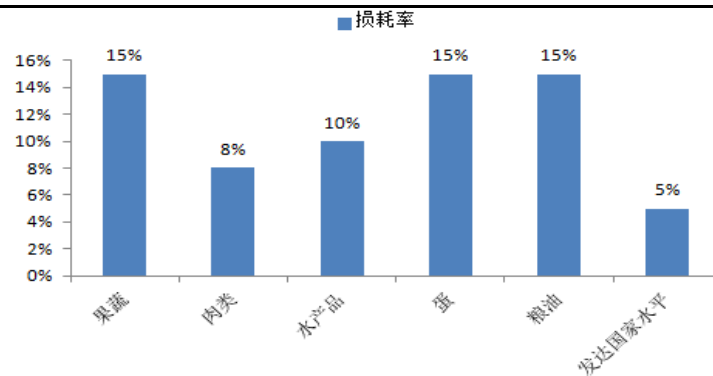
生鲜农产品的物流主要有常温链物流、冷藏链物流、保鲜链物流三种形式。常温链物流是自然条件下的储存、运输和销售, 冷藏链物流是低温状态下完成农产品的储存、运输和销售, 低温可以抑制农产品中的微生物繁殖, 有效延长易腐农产品的储存期; 保鲜链物流是综合运用各种保鲜方法和手段在生产、加工、储存和销售环节最大限度保持生鲜产品鲜活特征。

发达国家果蔬损耗率一般在 5% 以下。以美国为例, 蔬菜水果从田地到餐桌一直处于全冷链状态: 田间采摘预冷—冷库—冷藏车运输—批发站冷库—超市冷柜—消费者冰箱, 水果蔬菜在物流环节的损耗率仅有 1-2%。

我国生鲜农产品主要还是以常温链物流为主, 冷链物流起步晚, 80% 的生鲜产品是常温保存、流通、初加工, 就算是冷

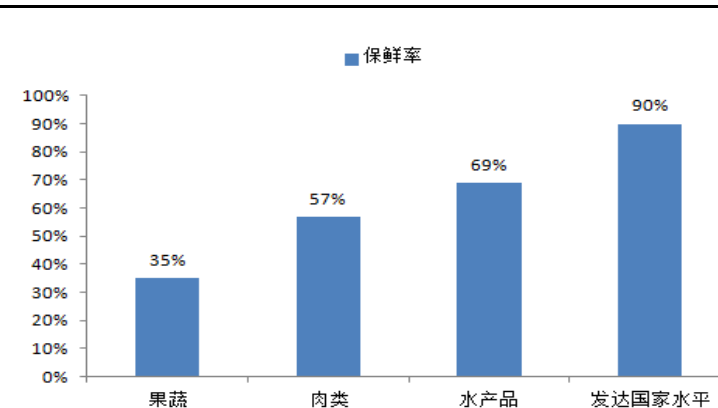
链运输也是仅采用传统的冰块保鲜方法。果蔬、肉禽、水产品冷链流通率分别为 5%、15%、23%；冷藏运输率分别为 15%、30%、40%。据前瞻产业研究院统计，我国常温链流通蔬果损耗率为 20-30%，果蔬在运输过程中的腐烂损耗量几乎可以满足两亿人的基本营养需求。

图 28: 我国生鲜损耗率和发达国家对比



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 29: 我国生鲜保鲜率和发达国家对比



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

### ● 流通环节缺少监控，产品安全有隐患

农产品涉及民生，事关消费者健康安全。种植期间的用药安全性、流通环节的全程温度监管、零售环节的干净卫生都需要加强监管。从种植到流通到零售的任何一个环节都存在风险敞口。

### ● 加工处理水平低

农产品在流通过程中大多需要整理、分级、烘干、散热、消毒、防腐包装等处理。由于缺乏农产品的深加工能力，农产品多以初级产品形式进入流通环节或者终端消费，单纯的种植收益太低，影响农民种植积极性。

## 龙头超市生鲜供应链：针对痛点一一击破

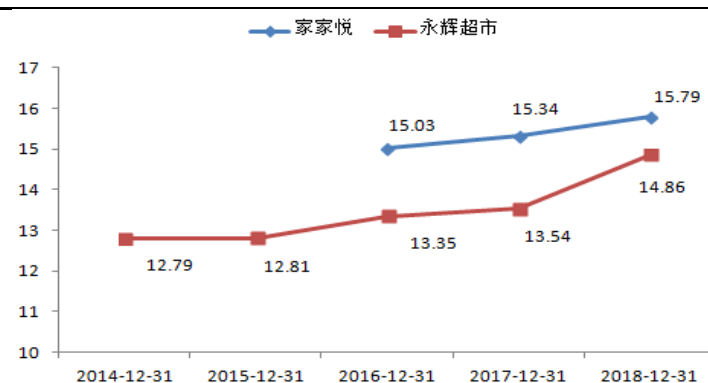
### 农源头直采消除中间环节溢价

超市行业两家龙头公司永辉超市和家家悦都有优于行业的直采比例。永辉超市是“农改超”起家，2000年在政策倡导下开出福州第一家“农改超”超市，重点放在生鲜品类的经营，采用源头直采模式。家家悦从1998年开始就尝试“农超对接”，根据超市的生鲜经营需求与农民专业合作社或者种植大户签订种植合同进行源头直采。直采规模方面，两家龙头公司大幅领先

行业内其他公司。目前永辉超市直采规模在 70%以上，家家悦在 80%以上，同期中百集团的直采规模在 20%左右。

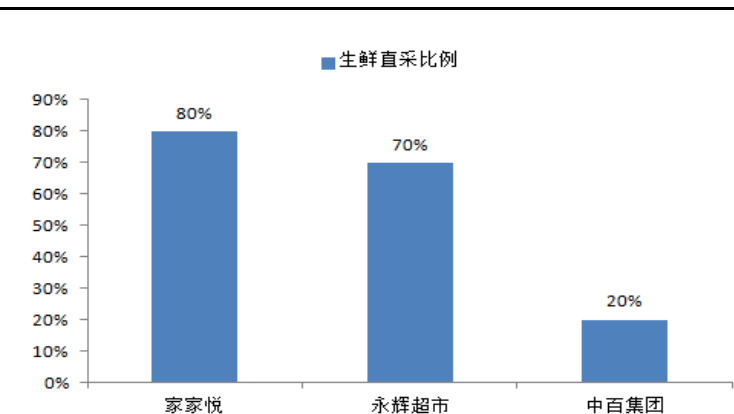
源头直采模式直接跳过了中间 2-3 道批发商，采购成本得到有效降低，两家公司的生鲜品类毛利率在行业内位居前列。2016-2018 年家家悦生鲜品类毛利率分别为 15.03%、15.34%、15.79%，同期永辉超市毛利率分别为 13.35%、13.54%、14.86%。

图 30: 家家悦和永辉超市生鲜品类毛利率对比



资料来源: 家家悦、永辉超市、信达证券研发中心整理

图 31: 家家悦、永辉超市、中百集团生鲜直采比例



资料来源: 家家悦、永辉超市、中百集团、信达证券研发中心整理 注: 中百集团 20%=自身直采 11%+永辉联合直采 9%

### 全程监控的物流，降低损耗保证质量

我国生鲜传统供应链中运输条件简陋，甚至有些冷链运输也是简单的拿冰块保鲜。主要有批发商主导的生鲜产品跨省运输处于供应链的中间环节，并不直接面向消费者，缺乏监管。商超企业以家家悦为例，会对物流车辆进行全程监控，行进路线、所处位置甚至车厢内温度都可以全程监控。将生鲜产品供应链的全过程透明化，减少运输过程中由于条件不达标造成的生鲜产品损耗，保证新鲜度和质量。

**图 32: 家家悦物流车辆位置监控**


资料来源: 信达证券研发中心

**图 33: 家家悦物流车辆温度监控**


资料来源: 信达证券研发中心

**图 34: 家家悦张家口门店生鲜产品摆放有序**

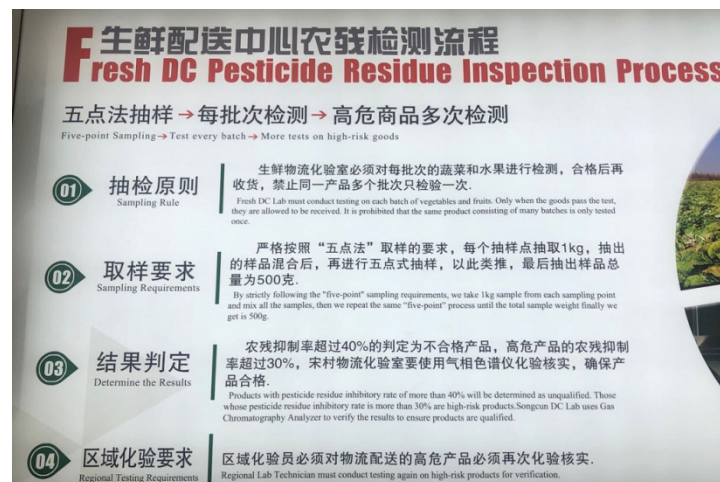

资料来源: 信达证券研发中心

**图 35: 家家悦张家口门店生鲜产品新鲜度高**


资料来源: 信达证券研发中心

## 透明化生产、销售，保证食品安全

图 36: 家家悦生鲜配送中心农残检测流程



资料来源：信达证券研发中心整理

图 37: 家家悦张家口门店内的电子监控屏实施公示农残检测



家家悦食品安全公示平台  
 门店：张家口百盛店 检测员：马文景 日期：2019年6月1日

| 序号 | 检测品种  | 送货人     | 产地   | 检测项目         | 检测结果   | 结论 |
|----|-------|---------|------|--------------|--------|----|
| 1  | 伊丽莎白  | 付金裕(自采) | 云南瑞丽 | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 8.30%  | 合格 |
| 2  | 金凤凰蜜瓜 | 付金裕(自采) | 海南   | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 19.20% | 合格 |
| 3  | 绿甜宝   | 付金裕(自采) | 辽宁北镇 | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 11.40% | 合格 |
| 4  | 青玉香芒  | 付金裕(自采) | 越南   | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 13.10% | 合格 |
| 5  | 甜瓜    | 付金裕(自采) | 山东   | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 10.20% | 合格 |
| 6  | 油桃    | 付金裕(自采) | 河北唐山 | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 5.10%  | 合格 |
| 7  | 杨梅    | 付金裕(自采) | 福建   | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 5.10%  | 合格 |
| 8  | 姑鸟    | 付金裕(自采) | 东北   | 有机磷、氨基甲酸酯类农药 | 10.20% | 合格 |

资料来源：信达证券研发中心整理

传统生鲜供应链农民自主进行生产，生产流通过程中存在风险敞口。超市源头直采的种植合同会明确面积、品种、规格、供应时间、保护价格、种植规范等内容，农民按照订单合同组织生产，超市按照订单在到期日按约定品质组织收购。规模化、有保障的生产过程能更好防范用药农残风险，确保生鲜产品安全性。以家家悦为例，每家门店都会有电子屏实时对销售商品的农产检测做公示。和农贸市场杂而散的商品来源相比，超市渠道提供更有安全保障的商品，让消费者买的放心。

## 中央大厨房提升加工能力，丰富产品种类

我国生鲜供应链加工处理水平较低，高附加值部分流失。对于能从源头生鲜直采的商超而言，将生鲜农初产品在中央大厨房中做深加工后再次售卖，可以提高附加值。以家家悦为例，中央大厨房的主要产品有面点、卤水、粥汤、凉菜、热菜、盒饭等六大系列产品，打造了家庭厨房、主妇帮手和生活方案解决平台。和传统农贸市场相比，消费者在这里除了购买生鲜初产品，还可以一站式购买生鲜深加工的品类，满足现代人便利性的饮食需求。



**图 38: 家家悦中央大厨房馒头制作中心**


资料来源: 信达证券研发中心整理

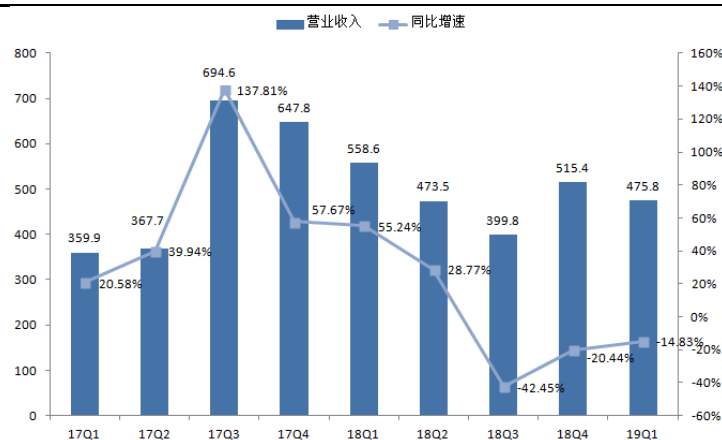
**图 39: 家家悦中央大厨房制作的山东大馒头、大枣饽饽**


资料来源: 信达证券研发中心整理

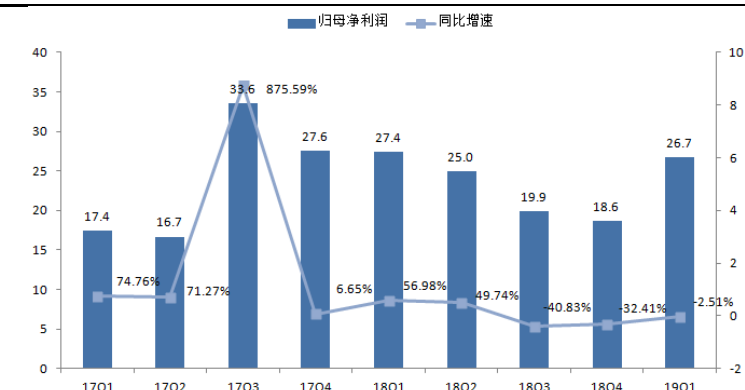
## 百货行业：估值调整到位，强调龙头公司配置机会

### 行业基本面

#### 营收和归母净利润增速回到上升通道

**图 40: 申万百货行业营收及同比增速 (单位: 亿元, %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

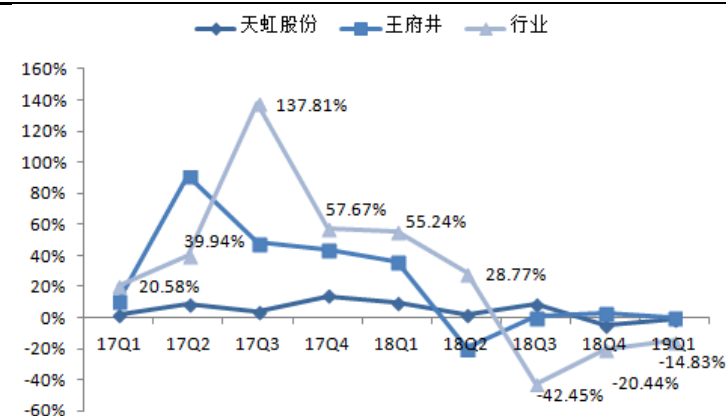
**图 41: 申万百货行业归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

百货行业的营收增速和归母净利润增速从2018年Q4开始重回上升通道,2018Q3-2019Q1百货行业营收增速分别为-42.45%、-20.44%、-14.83%;归母净利润增速分别为-40.83%、-32.41%、-2.51%。

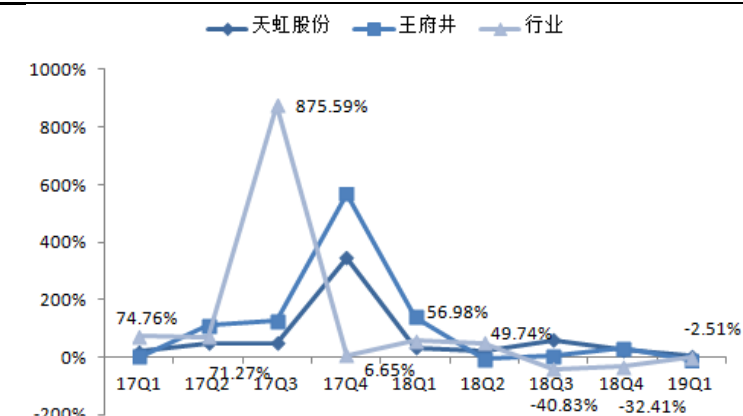
我们比较了行业龙头天虹股份、王府井同期的营收增速和归母净利润增速,和行业数据对比来看,龙头表现优于行业平均水平。在2018年下半年开始可选消费承压,百货行业承受较大压力,2019年Q1行业营收和归母净利润增速重拾上升趋势,行业显现好转势头。龙头公司由于更好的经营能力和成本控制能力,在行业承压期表现优于行业。

图 42: 天虹股份、王府井和申万百货行业营收同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 43: 天虹股份、王府井和申万百货行业归母净利润同比增速 (单位: %)

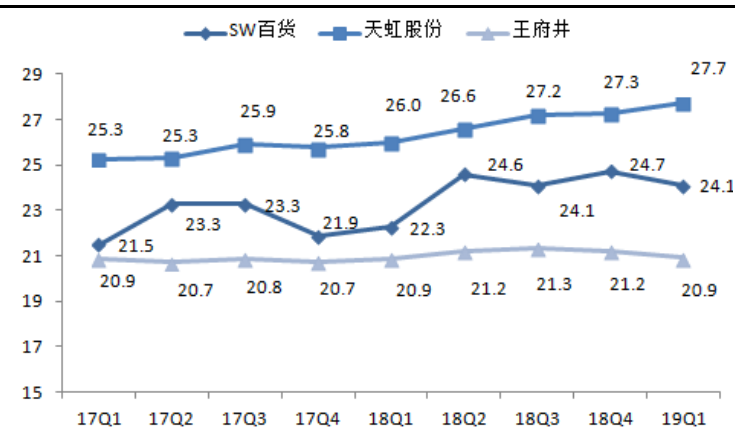


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

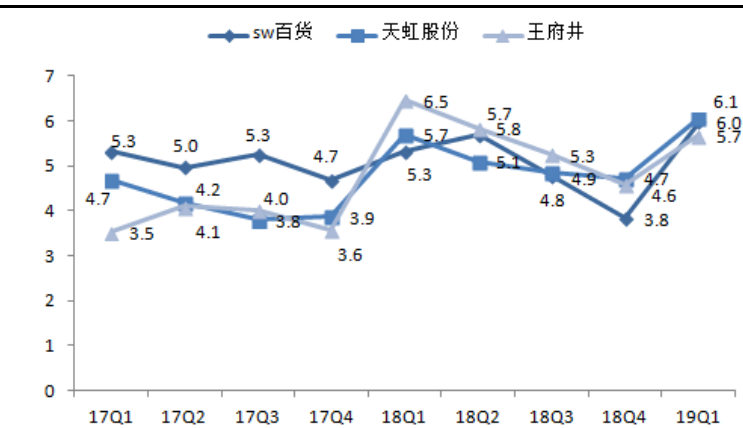
### 毛利率趋势有分化, 净利率回升显著

销售毛利率方面, 百货行业 2018Q3-2019Q1 毛利率分别为 24.12%、24.73%、24.10%, 2019Q1 表现弱于 2018Q4。百货龙头王府井毛利率和行业趋势保持一致, 另一家龙头天虹股份的毛利率一直是上升趋势, 同期毛利率分别为 27.23%、27.25%、27.72%, 2019Q1 较上年有较大提升。

销售净利率方面, 百货行业 2019Q1 净利率结束了连续三个季度的下行趋势, 回升至近期高点 5.98%。天虹股份和王府井净利率和行业趋势一致都筑底回升, 2019Q1 净利率分别为 6.06%和 5.68%。

**图 44: 天虹股份、王府井和 SW 百货行业毛利率 (单位: %)**


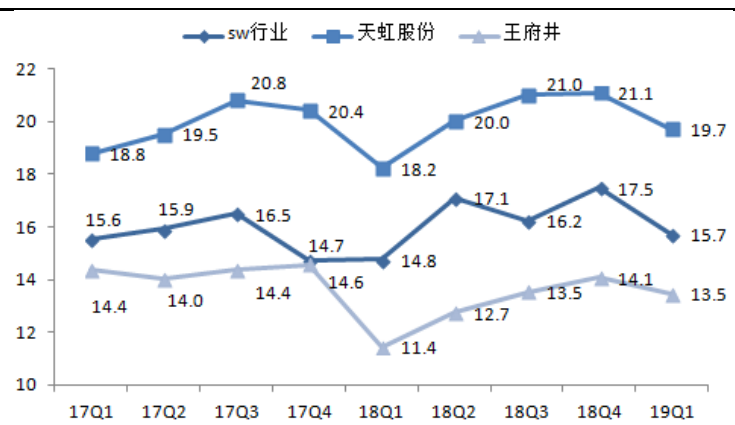
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 45: 天虹股份、王府井和 SW 百货行业净利率 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三费方面, 行业三费率得到有效控制

三费方面, 百货行业 2019Q1 三费费率为 15.71%, 结束连续三个季度的上升趋势, 开始得到控制有所回落。百货龙头天虹股份和王府井的三费费率和行业趋势一致, 分别为 19.71% 和 13.47%。

**图 46: 天虹股份、王府井和 SW 百货行业三费率 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 百货标的受市场关注度减弱，龙头公司估值调整到位

2018年下半年以来受贸易战等宏观经济影响，可选消费的百货板块较必选消费的超市板块受到的关注度减弱，主要百货股都进行了回调。天虹股份股价从4月高点回调17%，王府井股价回调25%。目前百货行业PE为16倍，天虹股份PE为17倍，王府井PE为11倍；超市行业PE为34倍两家龙头公司永辉超市PE为64倍，家家悦PE为30倍。百货行业主要龙头公司天虹股份和王府井估值均进行大幅调整。

表 4: 2019 年 6 月 25 日百货板块公司当前估值情况

| 证券代码             | 证券简称        | PE (TTM)  | PB (LF)    | PS (TTM)   | 总市值 (亿元)      |
|------------------|-------------|-----------|------------|------------|---------------|
| 600828.SH        | 茂业商业        | 7         | 1.5        | 0.7        | 86.60         |
| 000501.SZ        | 鄂武商 A       | 8         | 1.0        | 0.5        | 82.36         |
| <b>600859.SH</b> | <b>王府井</b>  | <b>11</b> | <b>1.1</b> | <b>0.5</b> | <b>121.48</b> |
| 002277.SZ        | 友阿股份        | 11        | 0.7        | 0.7        | 47.96         |
| 600723.SH        | 首商股份        | 12        | 1.2        | 0.5        | 45.76         |
| 002187.SZ        | 广百股份        | 14        | 1.1        | 0.4        | 28.52         |
| 002561.SZ        | 徐家汇         | 15        | 1.6        | 1.7        | 35.13         |
| 600865.SH        | 百大集团        | 16        | 1.3        | 2.9        | 23.44         |
| <b>002419.SZ</b> | <b>天虹股份</b> | <b>17</b> | <b>2.5</b> | <b>0.8</b> | <b>159.88</b> |
| 000417.SZ        | 合肥百货        | 18        | 1.0        | 0.4        | 41.26         |
| 600693.SH        | 东百集团        | 18        | 2.0        | 1.4        | 47.34         |
| 603123.SH        | 翠微股份        | 18        | 1.0        | 0.6        | 31.19         |
| 600628.SH        | 新世界         | 20        | 1.0        | 1.7        | 46.06         |
| 600814.SH        | 杭州解百        | 25        | 1.6        | 0.6        | 38.11         |
| 601086.SH        | 国芳集团        | 27        | 2.0        | 1.3        | 37.30         |
| 000715.SZ        | 中兴商业        | 32        | 2.2        | 1.2        | 29.85         |
| 000564.SZ        | 供销大集        | 35        | 0.5        | 1.2        | 161.01        |
| 600824.SH        | 益民集团        | 35        | 1.7        | 2.9        | 42.69         |
| 600857.SH        | 宁波中百        | 56        | 3.2        | 2.1        | 21.02         |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 5: 2019 年 6 月 25 日超市行业当前估值情况

| 证券代码      | 证券简称 | PE (TTM) | PB (LF) | PS (TTM) | 总市值 (亿元) |
|-----------|------|----------|---------|----------|----------|
| 000759.SZ | 中百集团 | 11       | 1.4     | 0.3      | 48.08    |

|                  |             |           |            |            |               |
|------------------|-------------|-----------|------------|------------|---------------|
| 002697.SZ        | 红旗连锁        | 25        | 3.3        | 1.2        | 85.54         |
| 600361.SH        | 华联综超        | 28        | 1.0        | 0.2        | 27.90         |
| <b>603708.SH</b> | <b>家家悦</b>  | <b>30</b> | <b>5.3</b> | <b>1.0</b> | <b>135.79</b> |
| 002251.SZ        | 步步高         | 40        | 0.9        | 0.4        | 69.98         |
| <b>601933.SH</b> | <b>永辉超市</b> | <b>52</b> | <b>5.0</b> | <b>1.3</b> | <b>973.32</b> |
| 601116.SH        | 三江购物        | 59        | 2.5        | 1.8        | 75.14         |
| 002264.SZ        | 新华都         | 241       | 2.3        | 0.6        | 39.38         |
| 603031.SH        | 安德利         | 244       | 2.5        | 0.8        | 15.05         |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 6: 限额以上企业各品类零售额当月同比增长 (单位: %)

| 指标名称         | 2018-06 | 2018-07 | 2018-08 | 2018-09 | 2018-10 | 2018-11 | 2018-12 | 2019-02 | 2019-03 | 2019-04 | 2019-05 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 粮油、食品、饮料、烟酒类 | 12.70   | 8.60    | 9.20    | 12.50   | 6.50    | 8.80    | 10.50   | 8.70    | 11.40   | 8.20    | 10.70   |
| 服装类          | 11.90   | 9.10    | 7.50    | 9.70    | 4.90    | 5.60    | 7.30    | 1.00    | 6.30    | -1.10   | 5.00    |
| 化妆品类         | 11.50   | 7.80    | 7.80    | 7.70    | 6.40    | 4.40    | 1.90    | 8.90    | 14.40   | 6.70    | 16.70   |
| 金银珠宝类        | 7.90    | 8.20    | 14.10   | 11.60   | 4.70    | 5.60    | 2.30    | 4.40    | -1.20   | 0.40    | 4.70    |
| 日用品类         | 15.80   | 11.30   | 15.80   | 17.40   | 10.20   | 16.00   | 16.80   | 15.90   | 16.60   | 12.60   | 11.40   |
| 体育、娱乐用品类     | -4.20   | -8.20   | -1.50   | -1.50   | -8.50   | -3.20   | -7.00   | -4.40   | -0.90   | -3.60   | 5.90    |
| 通讯器材类        | 16.10   | 9.60    | 6.40    | 16.90   | 7.10    | -5.90   | -0.90   | 8.20    | 13.80   | 2.10    | 6.70    |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 5 月消费回暖明显利好百货同店数据

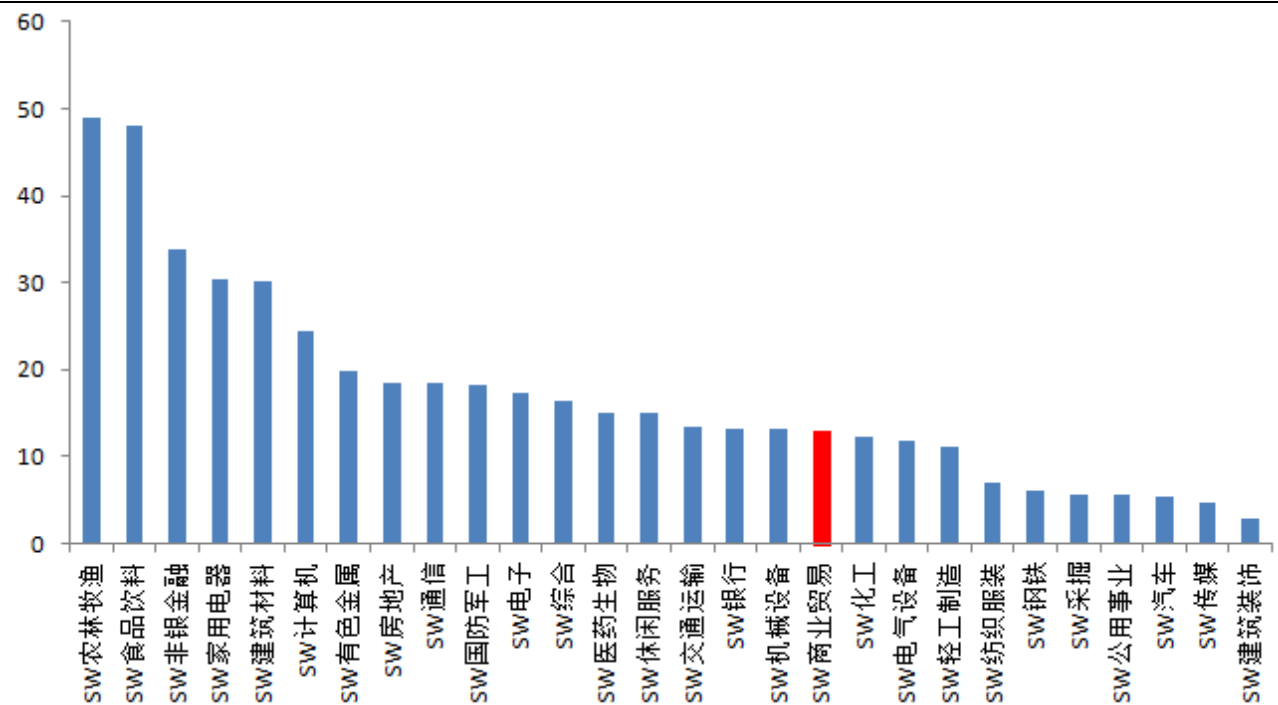
2018 年下半年以来, 受宏观环境影响, 可选消费承压; 必选消费类产品涉及民生, 受宏观环境影响相对较小, 增速还保持在高位, 但是环比增速放慢。国家统计局 6 月 14 日发布的 5 月社零数据显示, 2019 年 5 月份, 社会消费品零售总额 3.30 万亿元, 同比名义增长 8.6%, 增速重回 8% 以上区间。2019 年 5 月粮油食品饮料烟酒类、日用品类同比增速分别为 10.7% 和 11.4%。可选板块品类增速环比提升较快, 与消费升级有关的化妆品、通讯器材、金银珠宝和家电类商品同比分别增长 16.7%、6.7%、4.7% 和 5.8%, 增速分别比 4 月份加快 10.0、4.6、4.3 和 2.6 个百分点。5 月可选品类的销售数据回升助力 5 月百货

企业同店数据表现。结合龙头公司当前较低估值，推荐关注。

## 行业评级

CPI 维持高位利好超市同店，可选消费回暖利好百货经营，基于此我们上调行业评级至“看好”。目前新零售风口减弱，电商发展进入稳定期，对线下挤压减弱，我们认为商贸零售行业未来的竞争将回归本质。超市行业里生鲜和熟食品类的经营成为企业护城河，建议关注能够在供应链发力以更低价格提供丰富新鲜生鲜产品的超市企业。百货行业上半年受关注减弱，建议关注基本面良好目前估值回调到位的龙头公司。

图 47：2019 年年初至今各板块涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 相关标的公司推荐

### 家家悦（603708）：未来已来，以生鲜直采和食品加工为成长驱动力的超市龙头

- **战略层面：深耕生鲜品类，规模和供应链协同发展。**在标品较易经营的行业繁荣期家家悦就开始深耕生鲜行业，不断打造生鲜品类供应链，商品端实现生鲜产品丰富多样，成本端实现源头采购降低采购成本。直采和强生鲜加工带来强壁垒，公司生鲜直采比例 80%以上、生鲜毛利率在 15%以上，都位居行业之首。开店策略方面，公司本着“规模和供应链协同发展”的原则，新开门店一定要有供应链赋能。更完善的供应链确保门店经营高效、更大规模的门店数量支撑完备供应链的运营，如此正向循环获得高质量的增长。
- **供应链：直采和强生鲜加工带来强壁垒。**传统生鲜供应链痛点：环节冗余、加价多；运输条件简陋、运输过程高损耗；流通环节缺少监控，产品安全有隐患。家家悦生鲜供应链：源头直采基地直供，消除中间环节溢价。采用“农超对接”的生鲜采购模式，家家悦直接跳过了中间 2-3 道批发商，采购成本得到有效降低，生鲜品类毛利率在行业内位居前列。家家悦食品供应链：厂家直供，无代理商环节溢价。承接原威海糖酒站的供应链，家家悦的食品类供应链都是厂家直供。采购成本更低同时随着规模扩张议价能力持续提升。中央大厨房：助力生鲜深加工，极大提高熟食品类丰富度。集农副产品生、熟加工与配送的高效率中央大厨房，打造家庭厨房、主妇帮手和生活方案解决平台。
- **跨区发展：强能力匹配大空间。**潜在拓展空间测算：山东省商超市场规模在 2846 亿元，仅以 30000 人/店的开店密度测算（家家悦在威海 9000 人/店），家家悦在济南和青岛分别能开出 290 家门店和 320 家门店，远高于现在的存量门店数。2018 年收购的青岛维客下半年大幅扭亏实现盈利，家家悦对收购门店的强有力整合能力得到验证。规模和供应链相辅相成，拓张区域门店持续优化。
- **股价催化剂：**消费数据转暖、公司业绩超预期。
- **投资评级：**维持“增持”评级。
- **风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。
- **相关研究：**《家家悦（603708）未来已来，以生鲜直采和食品加工为成长驱动力的超市龙头》2019.6.5；《家家悦（603708）非胶东地区营收增长迅猛，费用管控得当》2019.4.30；《家家悦（603708）拓店有序进行，毛利率稳中有升》2019.4.23；《家家悦（603708）求深求广，走向跨区发展的胶东生鲜龙头 2019.3.19》。

## 中百集团 (000759): 扣非归母净利润持续好转, 三费费率有所改善

- **2019年Q1公司扣非归母净利润持续好转。**公司扣除非经常性损益后的净利润在2015-2017年三年之间连续为负, 2018年扣除非经常性损益后的净利润为0.29亿元, 实现扭亏为盈。2019年Q1公司扣非归母净利润为0.29亿元, 单季度就和2018年全年相当, 经营情况持续好转。公司预计2019年H1扣非归母净利润区间为0.38亿—0.48亿, 增长区间为3.5%—30.73%。
- **永辉超市发出要约收购书面通知, 或成为第一大股东。**公司于2019年3月28日接到股东永辉超市股份有限公司书面通知, 被告知: 永辉超市拟通过要约收购的方式将其直接和间接合计持有的中百控股集团股份有限公司的股份比例从目前29.86%提高至最多不超过40%。本次要约收购股份数量不超过69,055,581股, 要约收购价格为8.10元/股。目前实际控制人武汉国资委合计持有中百集团34%的股份为第一大股东, 永辉超市合计持有中百集团29.86%的股份为第二大股东。如此次要约收购顺利进行, 则永辉超市一跃成为中百集团第一大股东。永辉超市是国内A股超市连锁企业里, 全国布局广度和精细化运营能力都排在前列的龙头超市企业。如此次要约收购完成, 对于中百集团来说永辉超市的深度介入会带来运营效率的提升, 有助于业绩释放。
- **门店净增长13家。**2019年Q1公司门店净增13家至1268家, 其中中百仓储净增3家, 中百便民超市关店4家, 中百罗森便利店净增14家。截止至2019年Q1, 公司有, 中百仓储超市182家(武汉市内79家、市外湖北省内71家、重庆市32家); 中百超市744家; 中百罗森便利店316家; 中百百货店9家; 中百电器门店17家。
- **毛利率略降, 三费费率有改善。**2019年Q1公司毛利率为21.27%, 较去年同期下降0.10个百分点。三费费率方面, 公司销售费用率同比上升0.04个百分点至16.74%; 管理费用率同比下降0.14个百分点至2.81%; 财务费用率同比下降0.20个百分点至0.09%, 合计三费费率同比下降0.30个百分点至19.64%。
- **评级:** 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。
- **相关研究:** 《中百集团(000759): 扣非归母净利润持续好转, 三费费率有所改善》2019.4.30; 《中百集团(000759): 毛利率持续提升, 扣非归母净利润扭亏为盈》2018.4.2; 《中百集团(000759): 门店稳步拓展, 费用率持续下降》2018.10.31。



## 天虹股份（002419）：精准定位于中产家庭消费的百货龙头

- **2019年Q1可比店营收同比下降2.75%，利润总额同比增加7.62%。**公司2019年1-2月份延续2018年消费承压态势，导致2019年Q1整体可比店营收同比下滑2.75%，毛利额同比增加3.52%，利润总额同比增加7.62%。分业态品类看，百货可比店业态下滑较多，营收同比下降10.11%，利润总额同比下滑5.65%；超市业态在CPI利好情况下保持较高增长，营收同比增长10.63%，利润总额同比增加29.31%；购物中心业态作为公司近几年集中发展业态，可比店数据也保持较好态势，营收同比增长1.59%，利润总额同比增长78.10%。
- **报告群期内新开5家便利店。**2019年Q1公司没有新开大店（百货、购物中心），新开5家便利店，另外深圳梅林天虹店由于2018年底加盟期限到期，在2019年转变为已自营方式经营，截止至2019年Q1公司合计在8省市的25个城市共经营购物中心业态门店13家（含加盟1家、管理输出1家）、百货业态门店68家（含加盟3家）、超市业态门店81家（含加盟5家）、便利店157家，面积合计逾300万平方米。新签约门店方面，公司签约2个社区生活中心项目，5个独立超市项目。
- **盈利能力持续提升，三费率持续提升。**2019年Q1公司毛利率同比提升1.7个百分点至27.7%。三费方面，销售费用率为17.92%，同比提升1.31个百分点；管理费用率为1.90%，同比提升0.17个百分点；财务费用方面减少437万主要是报告期内定期存款利息减少所致。综合作用下2019年Q1公司净利率为6.06%，同比提升0.35个百分点。
- **评级：**维持“增持”评级。
- **风险因素：**消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。
- **相关研究：**《天虹股份(002419)：营收短期承压，盈利能力持续提升》2019.4.29；《天虹股份(002419)：三大战略指导下同店和新开数据亮眼，展店提速储备项目充足》2019.3.19；《天虹股份（002419）同店稳健次新发力，业绩超预期》2018.10.22；《天虹股份（002419）毛利率持续提升，同店数据同比向好》2018.8.20。

## 王府井（600859）：享规模和品牌优势的百货龙头

- **报告期内无新开店，奥莱业态维持较快增长。**2019年Q1公司各业态均无新开门店，也无关店。截止至2019年Q1，公司在国内21个省市自治区，31个城市持有51家大店（百货、购物中心、奥特莱斯）。综合百货业态仍然在公司营业收入构成中占据主体的地位。受益于公司持续深化业态转型变革，奥特莱斯业态及购物中心业态营收及利润实现较快增长。2019年Q1奥莱实现营收9.71亿元，同比增长10.70%；毛利率为10.89%，同比增加0.1个百分点，逐步成为公司业绩平台增长的重要驱动力。同期百货/购物中心实现营收57.61亿元，同比下降1.88%；毛利率为17.17%，同比下降0.05个百分点。
- **毛利率保持平稳态势，费用率略升。**2019年Q1公司综合毛利率为20.91%，同比提升0.02个百分点。分地区看，华南、西北、华东、东北地区毛利率分别同比增加1.35/0.05/1.78/3.03个百分点；华北、华中、西南地区毛利率分别同比减少0.26/0.59/0.24个百分点。费用率方面，2019年Q1公司三费费用率为13.47%，同比提升2.02个百分点。其中销售费用率为9.87%，同比减少0.1个百分点；管理费用率为3.56%，同比提升0.27个百分点；财务费用率为0.04%，同比提升1.85个百分点，主要是利息收入减少所致。
- **东北西北地区收入增长明显。**从区域销售情况看，2019年公司东北地区（同比增加68.71%）和西北地区（同比增加1.20%）受新增门店和次新店影响，收入增幅较好，华北地区的营业收入仍然是收入占比最高（营收占比32%）的地区。华中、华南、华东、西南地区的大店的营收呈现下滑趋势：华中营收同比减少4.24%、华南营收同比减少10.74%、华东营收同比减少5.72%、西南营收同比减少4.17%。
- **评级：**维持“增持”评级。
- **风险因素：**消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。
- **相关研究：**《王府井（600859）费用管控有效，奥莱业态成为公司业绩增长重要驱动力》2019.3.26；《王府井（600859）三季度收入增速放缓，毛利率费用率保持平稳态势》2018.10.29；《王府井（600859）享规模和品牌优势的百货龙头》2018.8.28。

## 风险因素：

宏观经济低于预期、消费疲弱、抑制可选消费、人均可支配收入增长低于预期、消费者信心指数下滑。

## 研究团队简介

**李丹**，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

**燕楠**，商贸零售行业分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。