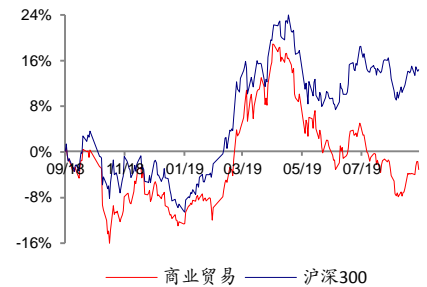


## 商业贸易行业

### 板块复苏趋势延续，行业进入整合重塑期

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-09-03

#### 相对市场表现



**分析师:** 洪涛  
SAC 执证号: S0260514050005  
SFC CE No. BNV287  
021-60750633  
hongtao@gf.com.cn

**分析师:** 高峰  
SAC 执证号: S0260518050003  
021-60750604  
gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

电商 2Q19 财报总结:低线魔盒打开，巨头扩张提速 2019-08-26

商业贸易行业:7月社零同比增长 7.6%，可选消费增速大幅放缓 2019-08-14

商业贸易行业:汽车拉动 6 月社零同比增长 9.8%，可选消费表现靓丽 2019-07-15

#### 核心观点:

##### ● 商超板块持续复苏，盈利能力逐步向好

1H19 商超板块的整体收入增速为 10.2%，行业自 2017 年起持续复苏。分季度看，1Q19 和 2Q19 商超行业收入增速分别为 9.4%和 11.2%，其中 2Q19 环比加速与 CPI 提升拉动同店增长相关。商超板块盈利水平继续优化。1H19 商超板块归母净利润增速为 1.8%（体现整体盈利能力）；经营性利润同比增长 34.1%（体现经营性盈利能力）。分季度看，剔除中百集团（同期减少 4.26 亿拆迁补贴）、新华都（同期增加 1.61 亿关店亏损）后，则 1Q19 和 2Q19 的归母净利润增速分别为 37%和 35%。

1H19 商超板块整体毛利率为 22.8%，同比持平，CPI 提升对提振毛利率影响有限。分季度看，1Q19 和 2Q19 的毛利率为 23.7%和 22.5%，分别同比提升 0.4pp 和下降 0.4pp。费用端看，人工费用率和租金费用率均有所下降，龙头费用端优势明显。1H19 人工费用率为 8.51%，同比下降 0.39pp；若剔除永辉（人工费用率为 7.83%），则整体人工费用率为 9.15%，同比持平。租金费用率为 3.92%，同比下降 0.16pp，若剔除永辉（租金费用率为 2.71%），则整体租金费用率为 5.05%，同比提升 0.01pp。

##### ● 大卖场更加聚焦生鲜食品，发力自有品牌和到家

我国卖场（400-5000 平）销售规模增速自 2015 年起超过大卖场（5000 平以上），大卖场加速转型，聚焦生鲜食品、快消品领域，如大润发和家乐福将家电运营外包给苏宁、永辉将服装业务并入食品业务部亦体现这一趋势。零售新物种依然层出不穷，永辉 Mini 店、盒小马、汇米生鲜、Le Marche 等新业态持续涌现。同时各商超公司开展基于到店的到家业务，线上销售占比不断提升；并试点中央大厨房发力自有品牌业务，如永辉的彩食鲜、中百大厨房等，2018 年中百大厨房已实现扭亏为盈。

##### ● 板块复苏趋势延续，行业进行整合重塑期

随着电商增速放缓和对实体零售冲击的减弱，各商超公司持续夯实商品运营能力，积极拥抱互联网，发力自有品牌和到家业务，自 2017 年以来持续复苏。同时，龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度缓慢提升。随着 2019 年食品 CPI 稳步上行，对超市板块的同店增长有提振作用，我们建议关注具有扩张性的龙头公司，如永辉超市、家家悦、红旗连锁等。

##### ● 风险提示

人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧；电商保持高速增长，对实体零售形成分流。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	9.93	2019/8/22	买入	14.3	0.51	0.67	19.47	14.82	17.49	13.40	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.57	2019/9/2	买入	14.8	2.10	0.41	5.03	25.78	19.96	12.66	19.8%	3.8%
永辉超市	601933.SH	CNY	9.45	2019/8/29	增持	10.9	0.25	0.31	37.80	30.48	30.73	20.93	10.9%	12.1%
家家悦	603708.SH	CNY	25.95	2019/8/25	增持	26.3	0.82	0.98	31.65	26.48	17.42	14.70	14.9%	15.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	11.82	2019/8/16	买入	14	0.82	0.92	14.41	12.85	7.85	7.50	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	14.75	2019/9/2	买入	21.0	1.62	1.72	9.10	8.58	3.17	2.94	10.9%	10.7%
重庆百货	600729.SH	CNY	27.75	2019/8/28	买入	39.0	2.24	2.74	12.39	10.13	5.97	5.40	14.5%	15.6%
周大生	002867.SZ	CNY	22.19	2019/8/24	买入	28.5	1.44	1.75	15.41	12.68	12.27	9.78	20.1%	19.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	53.70	2019/8/28	买入	59.62	2.71	3.14	19.82	17.10	8.41	7.20	18.6%	17.8%
上海家化	600315.SH	CNY	34.48	2019/8/16	增持	37.1	1.06	1.25	32.53	27.58	30.86	24.24	11.1%	11.5%
珀莱雅	603605.SH	CNY	83.84	2019/8/22	买入	81.5	1.94	2.51	43.22	33.40	32.40	24.62	18.8%	19.5%
丸美股份	603983.SH	CNY	51.94	2019/9/1	增持	52.0	1.30	1.51	39.95	34.40	35.83	30.26	19.0%	18.1%
爱婴室	603214.SH	CNY	39.61	2019/8/13	买入	44.4	1.48	1.75	26.76	22.63	15.79	13.44	15.4%	16.3%
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.04	2019/8/18	买入	7.08	0.29	0.35	24.28	20.11	16.44	14.95	13.3%	13.7%
阿里巴巴	BABA.N	USD	175.03	2019/8/16	买入	225	6.98	9.10	25.08	19.23	22.98	17.71	13.5%	13.8%
京东	JD.O	USD	30.50	2019/8/15	买入	37.7	0.77	1.02	39.61	29.90	30.90	20.18	9.3%	7.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS。

## 目录索引

一、商超板块持续复苏，盈利能力逐步向好.....	5
1. 商超行业持续复苏，龙头持续领跑行业.....	5
2. 毛利率同比持平，CPI 提升对商超提振毛利率影响有限.....	6
3. 整体盈利质量有所优化，龙头公司的资产负债率将会提升.....	8
二、龙头公司加速扩张，发力自有品牌和到家业务.....	9
1. 龙头公司加速扩张，行业整合兼并持续涌现.....	9
2. 大卖场更加聚焦生鲜食品，零售新物种仍持续涌现.....	10
3. 积极拥抱互联网，发力自有品牌大势所趋.....	11
三、板块复苏趋势延续，行业进入整合重塑期.....	13
风险提示.....	13

## 图表索引

图 1: 超市行业的收入增速变化情况 .....	5
图 2: 分季度超市行业的收入增速变化情况.....	5
图 3: 食品 CPI 与商超公司同店增长的趋势相同.....	5
图 4: 超市行业的归母净利润增速变化情况.....	6
图 5: 分季度超市行业归母净利润增速变化情况 .....	6
图 6: 超市行业的经营性利润增速变化情况.....	6
图 7: 分季度超市行业经营性利润增速变化情况 .....	6
图 8: 超市行业的毛利率和净利率情况.....	7
图 9: 分季度超市行业的毛利率和净利率情况 .....	7
图 10: 超市行业的三项费用率变化情况.....	7
图 11: 分季度超市行业的三项费用率变化情况 .....	7
图 12: 超市行业的人工费用率变化情况.....	7
图 13: 超市行业的租金费用率变化情况.....	7
图 14: 超市行业的平均资产负债率变化情况 .....	8
图 15: 分季度超市行业的平均资产负债率变化情况.....	8
图 16: 超市行业的总资产及货币资金情况 .....	8
图 17: 分季度超市行业的总资产及货币资金情况 .....	8
图 18: 超市行业的整体净现金流覆盖投资支出 .....	9
图 19: 分季度超市行业的净现金流有季度波动 .....	9
图 20: 我国商超行业集中度持续提升 .....	9
图 21: 2018 年我国商超行业市占率分布情况.....	9
图 22: 我国卖场增速于 2015 年超越大卖场增速 .....	10
图 23: 日本的食物超市规模于 1989 年超越综合超市 .....	10
图 24: 大润发将家电业务外包给苏宁易购运营.....	11
图 25: 大润发将淘宝心选引入大卖场 .....	11
表 1: 龙头公司加速对外扩张, 行业整合兼并持续涌现 .....	9
表 2: 商超零售新业态不断涌现.....	11
表 3: 国内主要商超公司电商业务发展情况.....	12
表 4: 国内外主要商超/食品供应链公司的自有品牌情况 .....	12

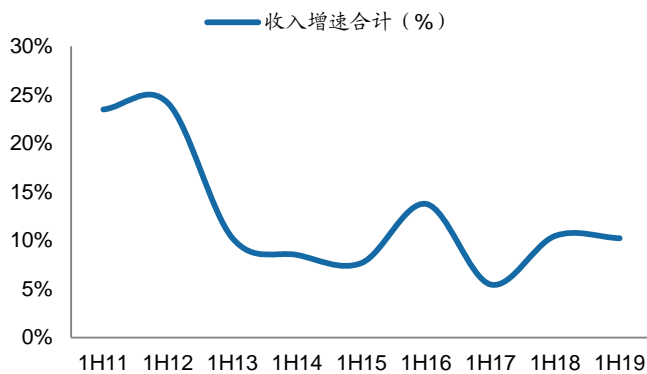
## 一、商超板块持续复苏，盈利能力逐步向好

### 1. 商超行业持续复苏，龙头持续领跑行业

1H19我们重点跟踪的9家商超公司整体收入同比增长10.2%（由于各商超上市公司的盈利能力差异较大，本文延用整体法对商超板块进行考量），行业自2017年起持续复苏。分季度看，1Q19和2Q19商超行业收入增速分别为9.4%和11.2%，其中2Q19环比加速与CPI提升拉动同店增长相关。具有扩张性的龙头公司持续享有高于行业整体的增速水平，1H19永辉超市的收入增速为19.7%，区域龙头家家悦的收入增速16.7%，均高于行业增速，其余7家超市公司收入增速仅为0.3%。

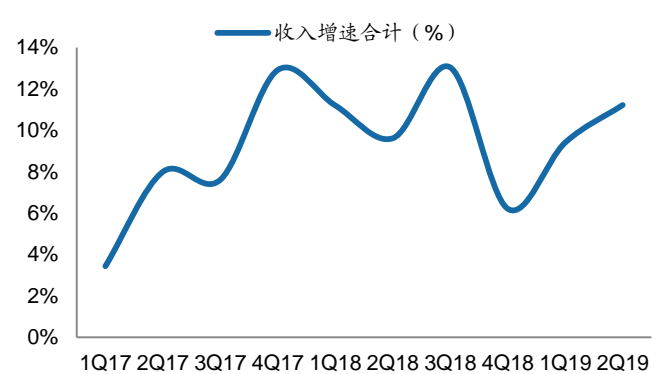
**商超板块盈利水平继续优化。**我们从公司归母净利润和经营性利润两个维度来考量商超板块的盈利水平，其中，1H19商超板块归母净利润（体现整体盈利能力）同比增长1.8%；经营性利润（经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-资产减值损失，体现经营性盈利能力）同比增长34.1%。分季度看，1Q19和2Q19商超行业的归母净利润增速分别为36%和-51%；若剔除中百集团（2Q19较同期减少4.26亿拆迁补贴）、新华都（2Q19较同期增加1.61亿关店亏损），则1Q19和2Q19的归母净利润增速分别为37%和35%；经营性利润增速分别为40%和151%，主要系永辉剥离云创和云商后盈利能力改善，行业整体盈利能力向好。

图 1：超市行业的收入增速变化情况



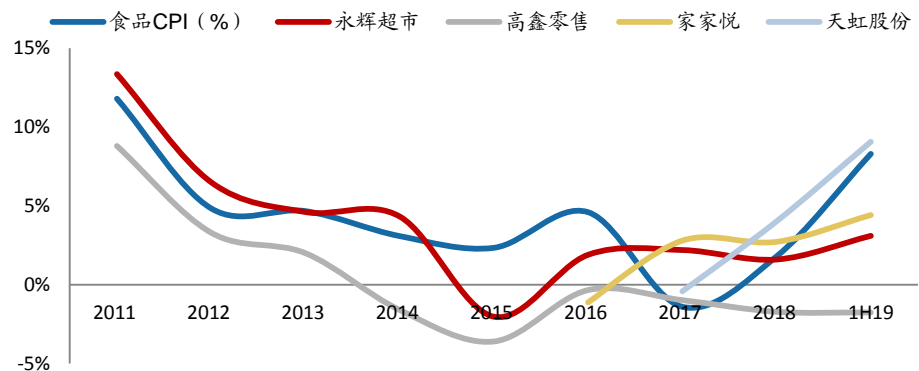
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：分季度超市行业的收入增速变化情况



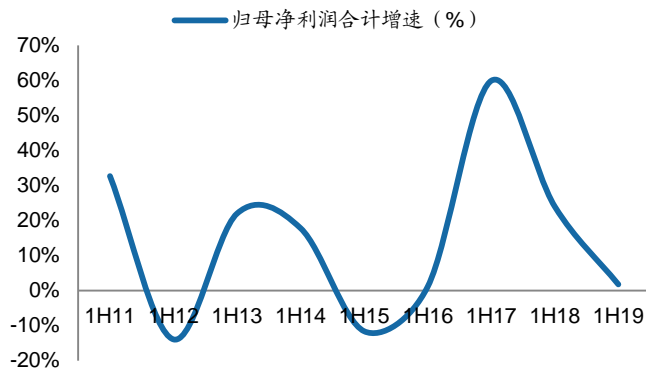
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：食品CPI与商超公司同店增长的趋势相同



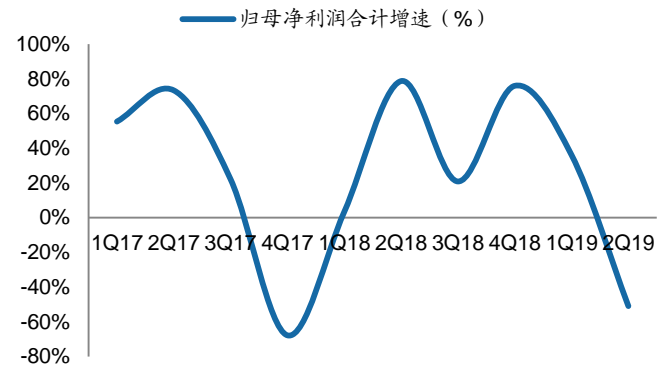
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：超市行业的归母净利润增速变化情况



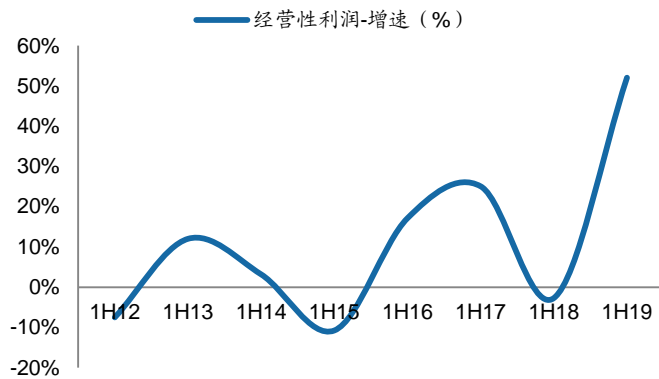
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：分季度超市行业归母净利润增速变化情况



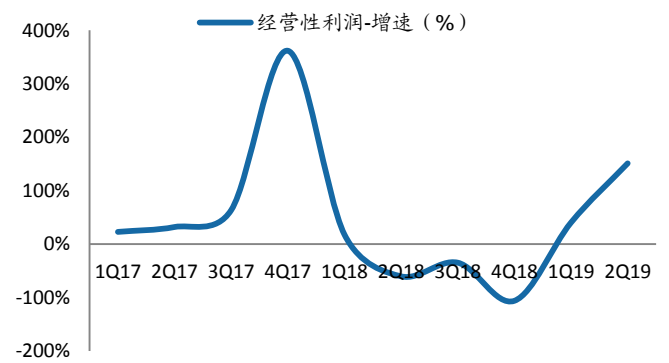
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：超市行业的经营性利润增速变化情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-研发费用-资产减值损失）

图 7：分季度超市行业经营性利润增速变化情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（经营性利润=毛利-税金附加-销售费用-管理费用-研发费用-资产减值损失）

## 2. 毛利率同比持平，CPI 提升对商超提振毛利率影响有限

1H19商超板块的整体综合毛利率为22.8%，同比持平，CPI提升对商超公司提振毛利率影响有限。分季度看，1Q19和2Q19的毛利率为23.7%和22.5%，分别同比提升0.4pp和下降0.4pp。

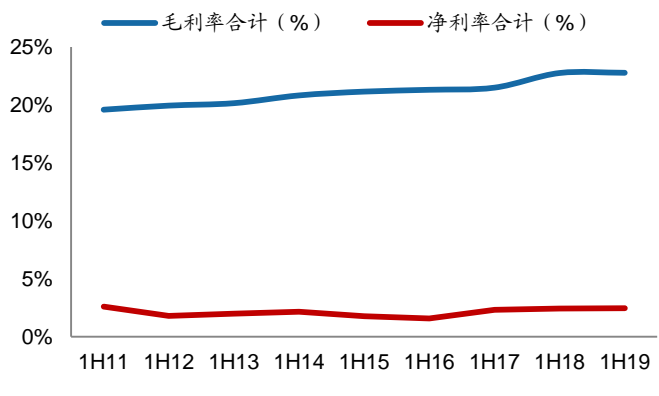
从费用端看，1H19商超板块的期间费用率为19.9%，同比下降0.5pp。其中，销售管理费用率为19.5%，同比下降0.6pp，其中永辉的销售管理费用率同比下降2.0pp。分季度看，1Q19和2Q19的销售管理费用率分别为18%和21.1%，分别同比下降0.7pp和0.8pp，其中永辉分别同比下降1.8pp和2.4pp。

拆分来看，人工费用率和租金费用率均有所下降，龙头公司费用端优势明显。1H19人工费用率为8.51%，同比下降0.39pp，主要系永辉剥离云创业务，人工费用率大幅下降所致（1H18/1H19分别为8.59%和7.83%），若剔除永辉超市，1H19商超板块的人工费用率为9.15%，同比持平。1H19租金费用率为3.92%，同比下降0.16pp，若剔除永辉超市（1H18/1H19分别为2.88%和2.71%），1H19商超板块的租金费用率为5.05%，同比小幅提升0.01pp，龙头公司凭借强引流能力，对物业出

租方享有议价能力。

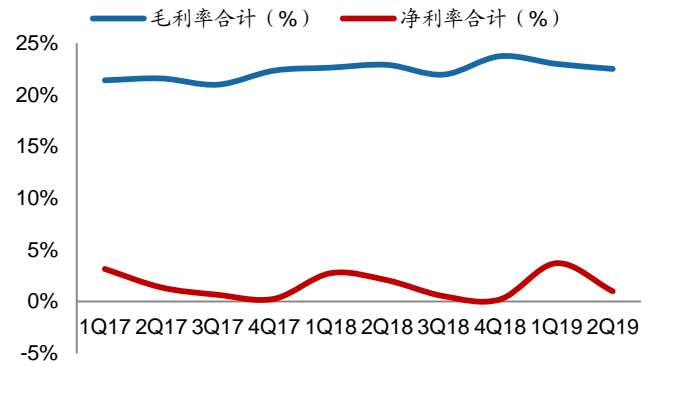
各公司盈利能力均有所改善。从净利率角度看，1H19商超板块的净利率为2.5%，同比提升0.1pp。从经营性利润率角度看，1H19商超板块的利润率为3.0%，同比提升0.8pp，主要系各商超公司均聚焦主业，夯实终端运营能力，盈利能力改善所致，如永辉超市、家家悦的经营性利润率分别同比提升1.6pp和0.5pp。分季度看，1Q19和2Q19的净利率分别为3.7%和1.0%，分别同比提升1.0pp和下降1.1pp；经营性利润率分别为4.5%和1.1%，分别同比提升1.0pp和0.6pp，整体盈利能力逐季改善。

图 8: 超市行业的毛利率和净利率情况



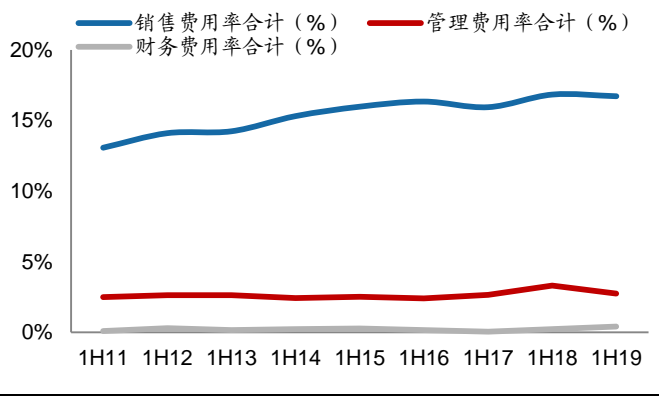
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9: 分季度超市行业的毛利率和净利率情况



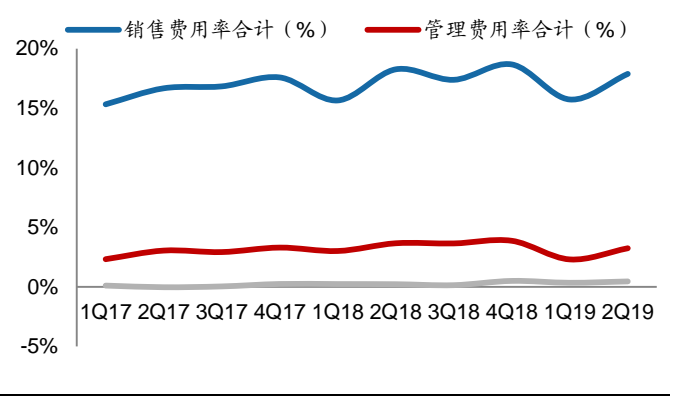
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10: 超市行业的三项费用率变化情况



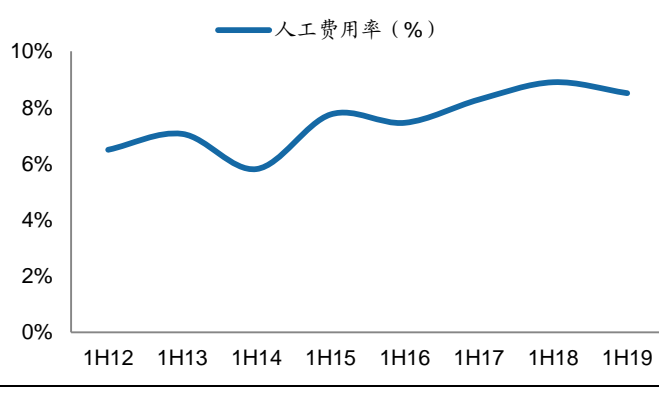
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11: 分季度超市行业的三项费用率变化情况



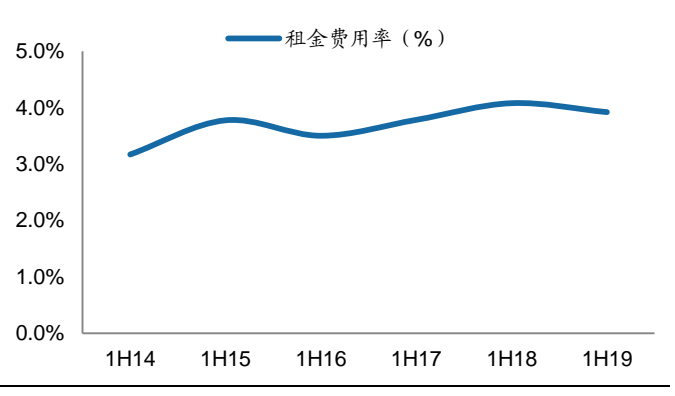
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 超市行业的人工费用率变化情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 13: 超市行业的租金费用率变化情况



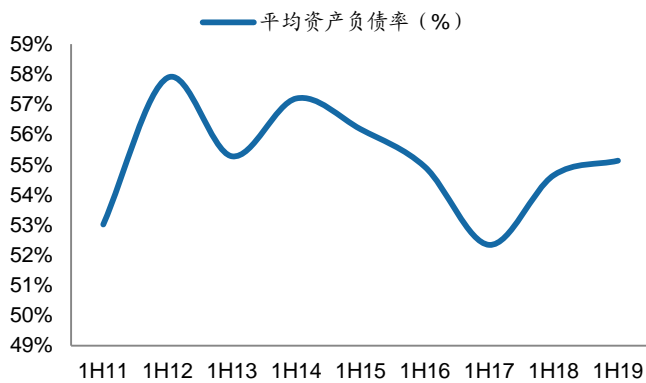
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 3. 整体盈利质量有所优化，龙头公司的资产负债率将会提升

1H19商超板块整体经营性净现金流/营业收入为4.9%，同比提升1.0pp；经营性净现金流/净利润为196%，同比提升36pp，整体盈利质量优化，主要系各公司经营质量整体提升所致。同时，1H19经营性净现金流/固定资产投资为3.4倍，同比大幅提升，各板块仍可依靠自身输血支撑开店扩张。

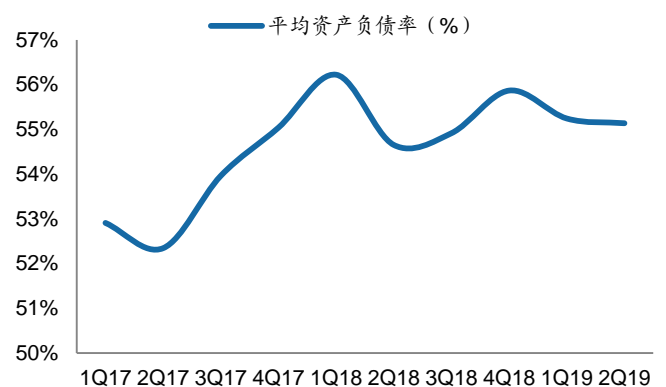
1H19末商超板块的整体资产负债率为55.1%，同比提升0.4pp，仍处于历史较低水平；其中货币资金/总资产为20.7%，同比提升1.5pp，考虑部分公司购买理财并将理财资产计入其他流动资产，板块整体的在手现金应更为充裕。随着龙头公司加速扩张步伐，收购兼并持续涌现，预计未来龙头公司的资产负债率水平将会有所提升。

图 14: 超市行业的平均资产负债率变化情况



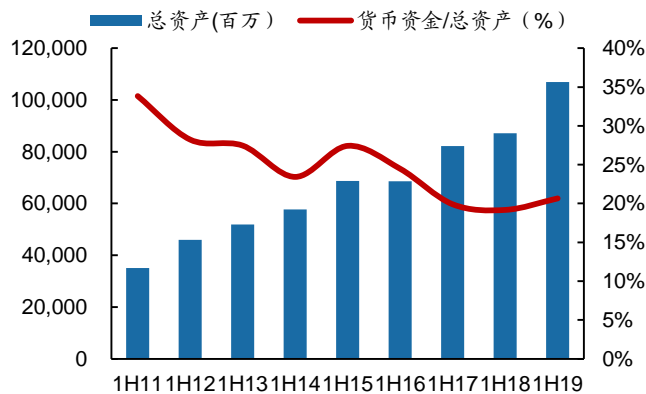
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 分季度超市行业的平均资产负债率变化情况



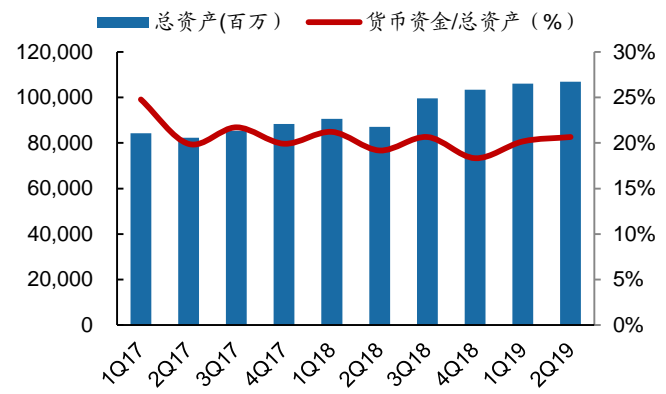
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16: 超市行业的总资产及货币资金情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

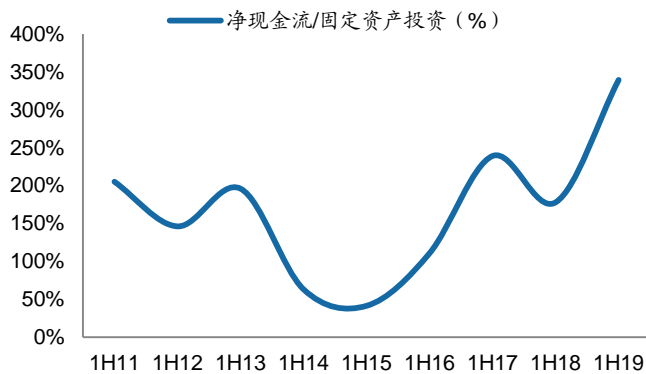
图 17: 分季度超市行业的总资产及货币资金情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

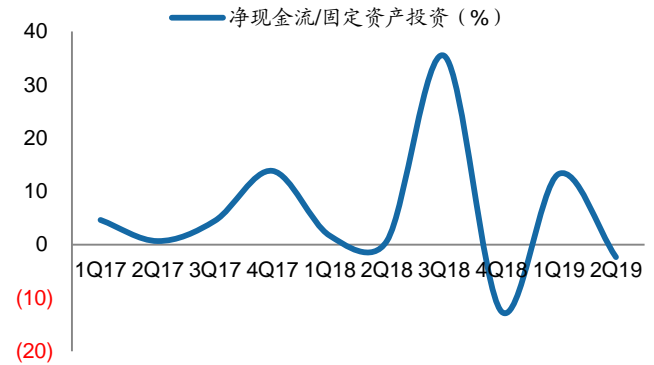


图 18: 超市行业的整体净现金流覆盖投资支出



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 分季度超市行业的净现金流有季度波动



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

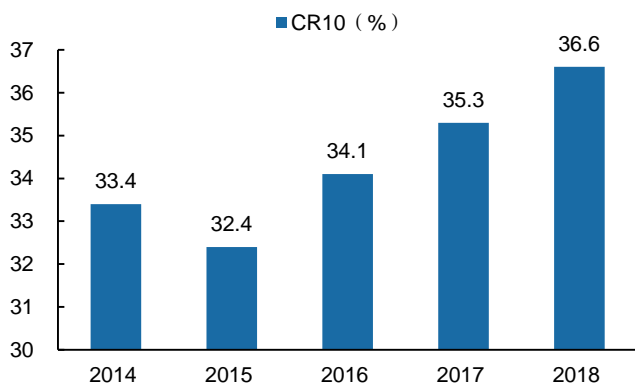
## 二、龙头公司加速扩张, 发力自有品牌和到家业务

### 1. 龙头公司加速扩张, 行业整合兼并持续涌现

商超行业正处于整合兼并的浪潮中, 龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源, 持续收割市场份额, 行业集中度缓慢提升, 据Kantar Retail数据显示, 2018年我国商超行业的集中度达36.6%, 同比提升1.3pp。

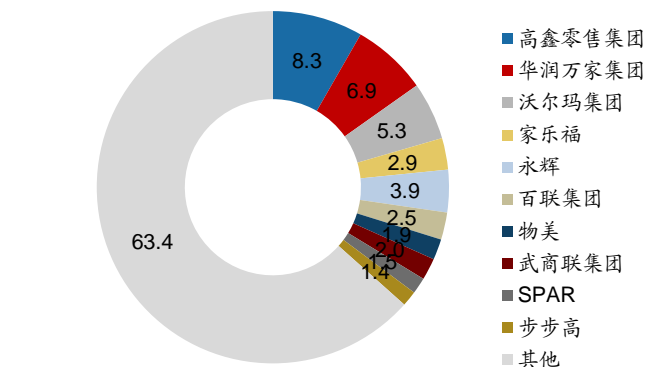
其中, 永辉超市作为成长性龙头, 跨区域扩张持续推进, 1H19末拥有云超791家, 同比增长27.4%; 且上半年新开永辉mini店398家, 已成为我国第四大商超连锁企业, 2018年市占率达3.9%。区域商超龙头步步高、中百集团、家家悦亦保持门店数量的快速扩张, 拉动收入增长。同时, 优秀百货公司的超市业务亦开启独立发展, 快速扩张, 如天虹股份预计全年新开超市约20家, 同比增长25%; 而利群股份亦加速孵化利群时代(原乐天华东区门店)的48家超市。

图 20: 我国商超行业集中度持续提升



数据来源: Kantar Retail, 广发证券发展研究中心

图 21: 2018年我国商超行业市占率分布情况 (%)



数据来源: Kantar Retail, 广发证券发展研究中心

表 1: 龙头公司加速对外扩张, 行业整合兼并持续涌现

扩张主体	时间	事件
永辉超市	2018年10月	1) 公司与百佳中国、腾讯三方共同出资12.49亿元成立合资公司, 其中, 永辉持股50%。

	2019年3月	2) 公司拟要约收购中百集团不超过 6906 万股股份, 占总股本的比例为 10.14%, 若完成要约收购, 则永辉持股比例有望提升至 40%, 将超越武商联成为中百的第一大股东
	2018年	3) 公司与江西旺中旺超市接洽并拟收购后者, 旺中旺在江西拥有 60 余家门店及供应链资源。
家家悦	2018年11月	1) 公司以自有资金 1.56 亿元通过受让股权及增资方式收购张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权。
	2019年3月	2) 公司与华润集团签署协议, 拟托管华润在山东的 7 家门店, 托管期内享有门店经营权、资产管理权等。
利群股份	2018年8月	1) 公司完成对乐玛特华东地区的 72 家门店的收购, 并更名为利群时代, 进入华东市场。
	2019年	2) 沃尔玛于 2019 年 3 月关闭青岛台东店, 并撤出青岛, 利群股份接收超市门店并完成开业。
红旗连锁	2019年4月	公司拟以自有资金 2800 万元收购 9010 超市的相关资产, 强化在成都地区的领先优势。

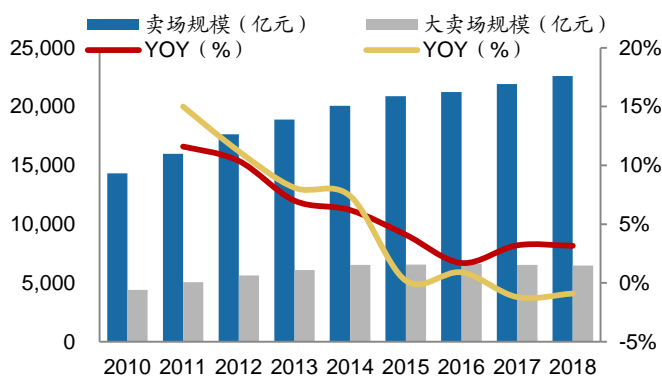
数据来源: 36 氪, 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 2. 大卖场更加聚焦生鲜食品, 零售新物种仍持续涌现

人货场将更加匹配, 专业的人做专业的事。终端业态如百货/购物中心、商超、便利店等分别匹配消费者差异化的需求, 未来商超将更聚焦和专注消费者生鲜、食品、日用快消品等领域, 逐渐减少服装等商品的占比(服装由于个性化更强, 更匹配百货/购物中心等场景, 此特点已在永辉等公司体现, 永辉的服装业务已并入食品用品部)。同时, 大润发和家乐福分别将家电运营外包给苏宁和国美、大润发的家居区域引入淘宝心选(选品交于淘宝心选)亦体现这一趋势。

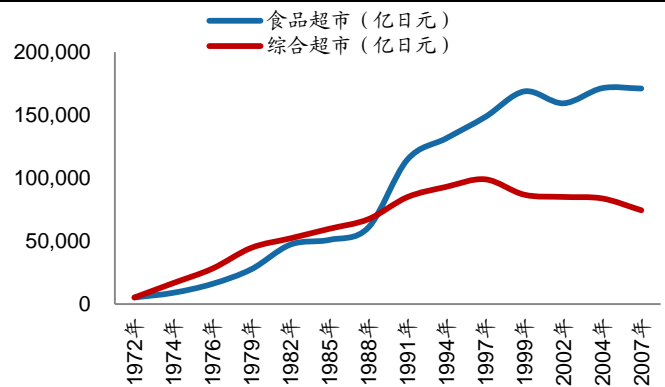
据Euromonitor数据显示, 我国卖场(400-5000平)零售规模的增速自2015年起超过大卖场(5000平以上), 最近五年CAGR为3.7%, 同样高于大卖场近五年CAGR的1.2%, 部分大卖场向卖场转型, 面积更小, 商品更聚焦于生鲜食品、快消品领域。据商业统计数据显示, 日本零售同样具有相似消费特点, 日本食品超市(食品为主)零售规模自1989年超过综合超市(主营食品、服装等)。

图 22: 我国卖场增速于2015年超越大卖场增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 23: 日本的食物超市规模于1989年超越综合超市



数据来源: 商业统计, 广发证券发展研究中心

图 24: 大润发将家电业务外包给苏宁易购运营



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 25: 大润发将淘宝心选引入大卖场



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**零售新物种依然层出不穷。**我国实体零售企业一方面面临电商分流线下的冲击, 另一方面面临互联网巨头布局线下、抢夺线下流量的威胁, 因此纷纷进行业态革新, 以期加大用户覆盖、捕捉更多流量。如永辉超市加速推出永辉Mini店, 较云超大店更加下沉和加密, 贴近社区和用户, 聚焦生鲜, 打造消费者家门口的永辉, 并开展基于到店的到家服务。同样, 大润发与阿里合力推出盒小马(首店关闭, 模式尚未跑通)、家乐福携手腾讯推出“Le Marche”、步步高推出汇米生鲜等, 均体现了实体零售企业加大创新、不断提升获客能力的积极举措。

表 2: 商超零售新业态不断涌现

时间	新物种	新物种特点
2018 年底	永辉生活推出永辉 Mini 店	定位社区生鲜店, 门店面积约 400-600 平米, 贴近社区、聚焦生鲜, 生鲜占比 60%以上, 主要满足家庭一日三餐的需求。截止 3M18, 永辉已开设永辉 Mini 店 93 家。
2018 年 6 月	阿里和大润发推出盒小马	采取店仓合一、线上线下一体化的运营方式, 通过淘鲜达下单, 支持周边 3 公里配送, 1 小时送到家服务, 类似于缩小版盒马, 更易下沉。4M19, 盒小马苏州首店已停业。
2018 年 5 月	家乐福携手腾讯推出“Le Marche”	是家乐福全球首家落地的主打餐饮、生鲜、进口商品、自有品牌的新业态。门店面积 4000 平米, 约 2.5 万 SKU, 其中食品占比超过 78%, 开辟堂食区, 引入微信扫码支付。
2018 年 5 月	美团推出小象生鲜	可通过 APP 在线点单, 主打 30 分钟送达。从品牌上来看, 小象生鲜在选品上更倾向于国际、年轻化、电商化品牌。引入餐饮和海鲜堂食区域, 取名“象大厨”。
2019 年 4 月	步步高推出汇米生鲜	定位社区生鲜店, 店面约 150-300 平米, 约 3500 个 SKU, 其中生鲜占比 60-70%, 致力成为家门口的菜市场。未来会将一部分汇米巴便利店改造为汇米生鲜店。

数据来源: 36 氪, 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 3. 积极拥抱互联网, 发力自有品牌大势所趋

各公司夯实商品运营能力, 开展基于到店的到家业务。各商超或自主研发APP、或与第三方平台合作, 纷纷试点到家业务。与互联网巨头大刀阔斧对实体门店结构

调整、开展店仓合一、致力于线上销售占比高于线下的逻辑不同，各实体零售企业仍主张持续夯实商品运营能力，开展基于到店的到家业务，将线上销售作为线下的补充渠道。比如永辉基于云超和Mini店开展到家业务，1H19实现销售额13.3亿元，同比增长111%，占总营收比例为3.4%，较2018年全年提升1.0pp；天虹股份亦开发天虹到家APP，1H19线上销售额同比增长46%。

**表 3: 国内主要商超公司电业务务发展情况**

	永辉超市	家家悦	天虹股份	利群股份
电商布局	使用永辉生活 APP、以及京东到家等，覆盖 22 个省区 518 家门店	与第三方平台合作，在 10 多家门店增加线上业务	拥有天虹 APP，天虹到家上线门店 81 家，提供 2 小时送达服务	拥有利群网商 B2C 平台和利群采购 B2B 平台
电商销售额	13.3 亿元（1H19）		GMV 为 14 亿元，天虹到家销售额同增 46%（1H19）	4.27 亿元（1H19）
电商销售占比	3.4%（1H19）			6.6%（1H19）
备注		家家悦微信服务号粉丝数已达 185 万人	天虹 APP 会员数达 1882 万人	B2C 平台拥有会员近百万，B2B 平台拥有会员超 2 万

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

自有品牌商品作为商超内部“高性价比、差异化”的代名词，往往具有吸引客流、促动成交、更高毛利率的特点。永辉坚持转型食品供应链公司，发力自有品牌，1H19，B端和C端合计销售额为15亿元，占比达3.6%，其中食百和生鲜分别销售9.9亿元和5.1亿元；高鑫零售亦自2011年起大力拓展自有品牌，目前自有品牌的开发已向品牌化系列化发展；家家悦拥有荣光和宋村两大工业园区，生产荣光、悦记飘香等自有品牌商品。全球来看，Sysco作为全球最大的食品供应商，生鲜商品的销售占比约60%，旗下共有13个自有品牌，各品牌商品分别应对不同的需求场景，目前自有品牌销售占比达10%以上。

**表 4: 国内外主要商超/食品供应链公司的自有品牌情况**

	永辉超市	高鑫零售	家家悦	中百集团	Sysco
自有品牌	悠自在、田趣、优颂、彩食鲜	Actuel、Qilive、Airport、Cup's、优纺、荟尚等	“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“悦味上品”	“劲购”、“玲珑”	ARREZZIO、Baker's Source、Casa Solana
涉及品类	乳胶制品、无痕内裤、毛巾、橡塑拖鞋等	家纺、小家电、箱包、运动、家居服饰、美食	净菜、精品果蔬、精品肉类、熟食、米油、豆制品、面包等	农产品、坚果、水奶、毛巾、袜子、纸巾等	牛肉、意大利面、奶酪、玉米片、芝士、各类肉末等
自有销售占比	3.6%（1H19）		9.83%（2018）		约 10%
备注	目标是自有品牌占比提升至 15-20%	中央厨房项目逐步筹建完成		2018 年中央大厨房扭亏为盈	全球最大的食品供应商，主要服务 B 端客户

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 三、板块复苏趋势延续，行业进入整合重塑期

伴随电商对实体零售的冲击减弱，各商超依托生鲜等品类引流优势，持续夯实商品运营能力，积极拥抱互联网，发力自有品牌和到家业务，整体营收水平自2017年以来持续复苏，1H19商超板块整体营收增速为10.2%；同时板块盈利水平持续优化，归母净利润同比增长1.8%；而经营性利润则同比增长34.1%。

在商超行业缓慢复苏的趋势中，龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度缓慢提升。如1H19永辉超市的云超门店数量同比增长27.4%，营业收入同比增长19.7%；而区域龙头家家悦、步步高、天虹股份等公司均开启跨区域扩张。龙头公司在跨区域扩张中，往往采取兼并收购方式进入新市场，因此资产负债率和杠杆水平将有所提升，以此驱动ROE水平的提升。随着2019年食品CPI稳步上行，对超市板块的同店增长有提振作用，我们建议关注具有扩张性的龙头公司，如永辉超市、家家悦、红旗连锁等。

#### 风险提示

1. 人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力。
2. 互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧。
3. 电商保持高速增长，对线下实体零售形成分流。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛**：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强**：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰**：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 费雨朦**：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。