



海通证券30周年高端论坛暨投资策略会  
INVESTMENT FORUM & STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD. 30th ANNIVERSARY

证券研究报告  
(优于大市, 维持)

# 精选核心成长与防御价值

汪立亭 (批零行业首席分析师)

SAC号码: S0850511040005

2018年8月22日



海通证券股份有限公司  
HAITONG SECURITIES CO., LTD.

1. 经济&消费：对行业 $\beta$ 的担忧，优选必选消费
2. 渠道的平衡与复苏：行业是否有 $\alpha$ ？
3. 精选核心能力：哪些公司开始有新成长？
4. 精选防御价值：哪些公司足够安全？
5. 重点公司：苏宁易购、天虹股份、家家悦、红旗连锁，  
关注永辉超市。



**1. 对下半年消费预期谨慎。**（1）短期数据不佳——50家零售额：1Q18及4-7月各为2.6%、-0.6%、-3.4%、1.2%、-3.9%；社零增速：7月增8.8%，同比/环比各减少1.6%/0.2个百分点。（2）中期不乐观——高基数、负财富效应、P2P爆雷、棚改收紧等。

**2. 渠道的平衡与复苏——行业是否有 $\alpha$ ？**零售渠道大约5年一个周期，更多受结构因素冲击及修复。（1）电商、控三公消费等冲击结束；（B）新群体和消费升级驱动；（C）渠道在商品、服务、目标群定位的边界清晰，成本再平衡；（D）并购整合&资本涌入，驱动新业态新模式出现，而实体渠道更加回归商业本质，提升效率、服务与体验，逐步迎来客流企稳和同店恢复。

**3. 精选核心能力——哪些公司开始有新成长？**统一透明高效的市场，新产业格局加速形成，团队、机制、资源成为核心竞争力，衍生出业态创新、供应链优化、数字化运营等能力矩阵，我们认为永辉超市、苏宁易购、天虹股份等正迎来内生外延兼备的可持续成长阶段。

**4. 精选防御价值——哪些公司相对安全？**零售公司多数在市值和估值底部（PE/PS等），同时资产重估价值高，有充沛现金流和低负债率，稳健性强。以天虹股份、永辉超市、家家悦、王府井、欧亚集团等公司的整体上述指标表现为佳。

**5. 核心推荐：**首选大众必选消费，精选有核心竞争力&稳定同店增长的优质个股，苏宁易购、天虹股份、家家悦、红旗连锁等，重视永辉超市机会。

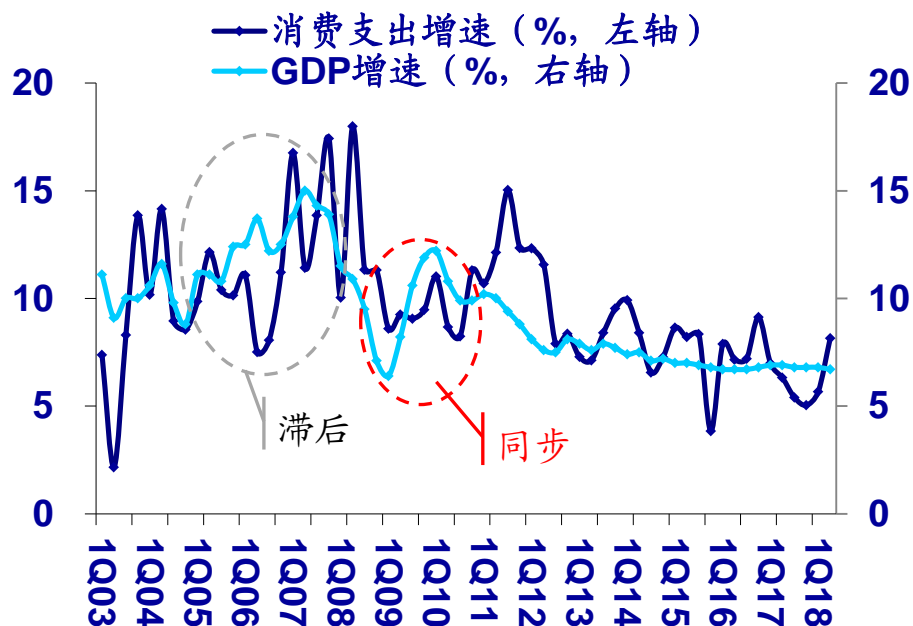
**风险提示：**消费疲软压制行业业绩和估值；国企改革慢于预期；转型进程的不确定。

# 1. 对行业 $\beta$ 的担忧，优选必选消费

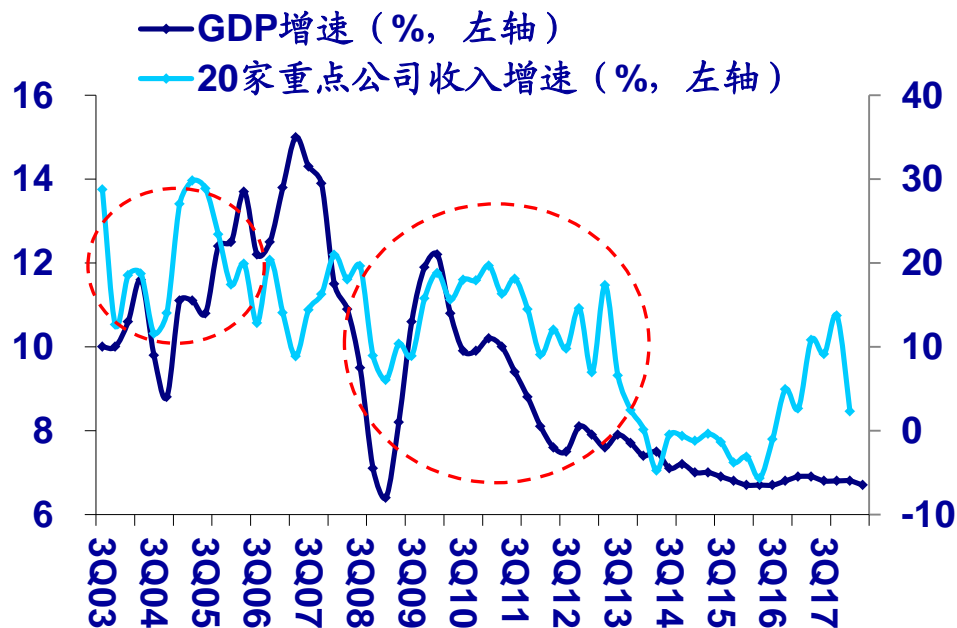
## ➤ 消费与GDP:

- 居民消费支出滞后或同步GDP增速约1个季度;
- 2014年以前，20家零售公司收入同步GDP增速

图：居民消费支出与GDP季度增速



图：20家零售公司收入与GDP季度增速



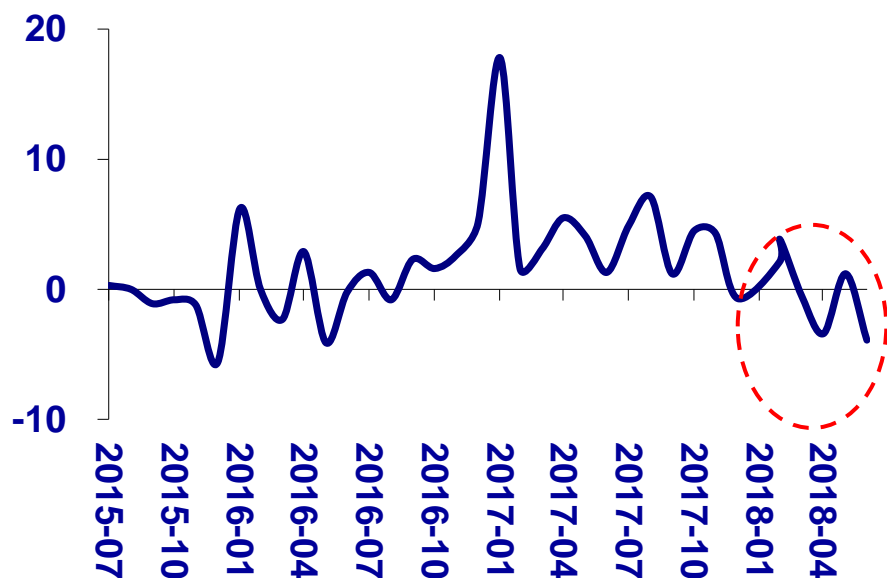
注：为保证数据的可比性，选取2001年以前上市的20家零售公司为样本。  
资料来源：wind，海通证券研究所

# 1. 对行业 $\beta$ 的担忧，优选必选消费

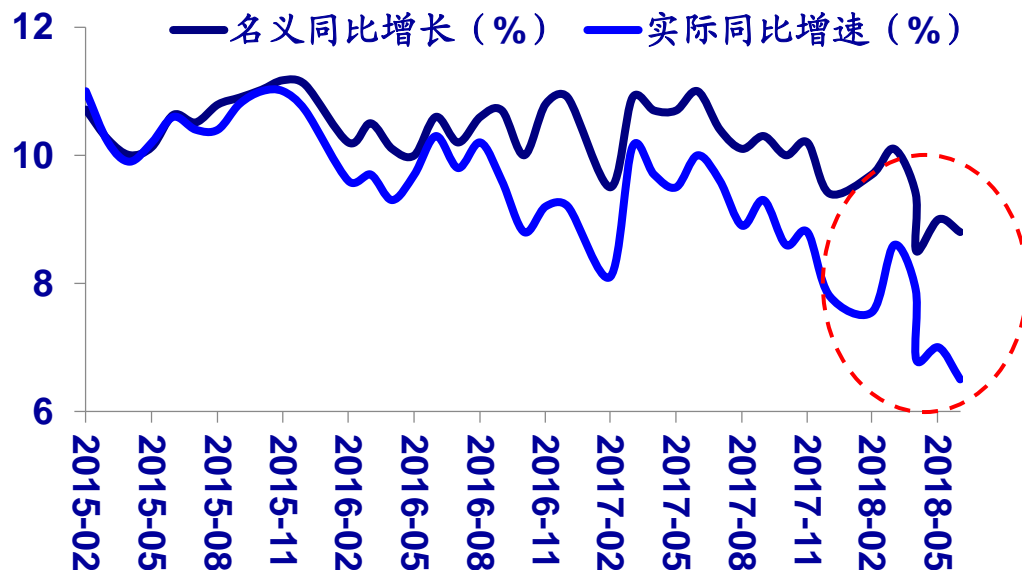
## ➤ 50家重点企业零售额与社零总额：

- 50家数据及社零数据：2Q18消费增速回落，估计除618分流及周末效应等短期扰动外，也在一定程度上受股市负财富效应、房市挤出效应、信贷收紧影响；
- 中期看，去杠杆、P2P、棚改货币化政策等消费驱动力仍将弱化，叠加基数效应，我们对下半年消费环境偏谨慎。

图：50家重点企业零售额同比增速（%）



图：社会消费品零售额增速（%）

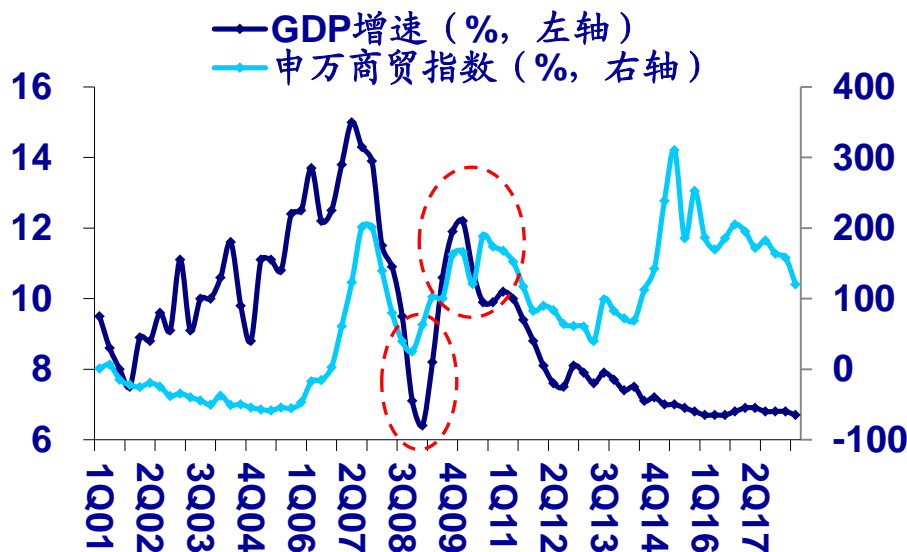


# 1. 对行业 $\beta$ 的担忧，优选必选消费

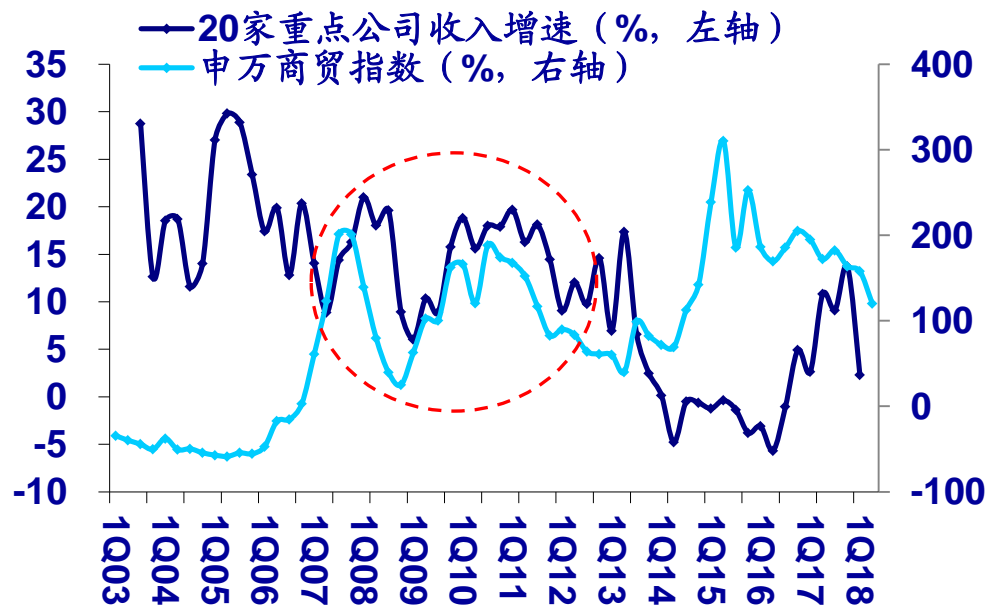
## ► 零售行情 vs GDP:

- 商贸指数走势领先于GDP增速1-2个季度，2014年以来因行业转型创新而相关度减弱；
- 商贸指数走势2007-2013年领先于20家重点公司收入增速约1个季度。

图：商贸指数收益率与**GDP**季度增速



图：商贸指数与**20家重点公司**收入增速



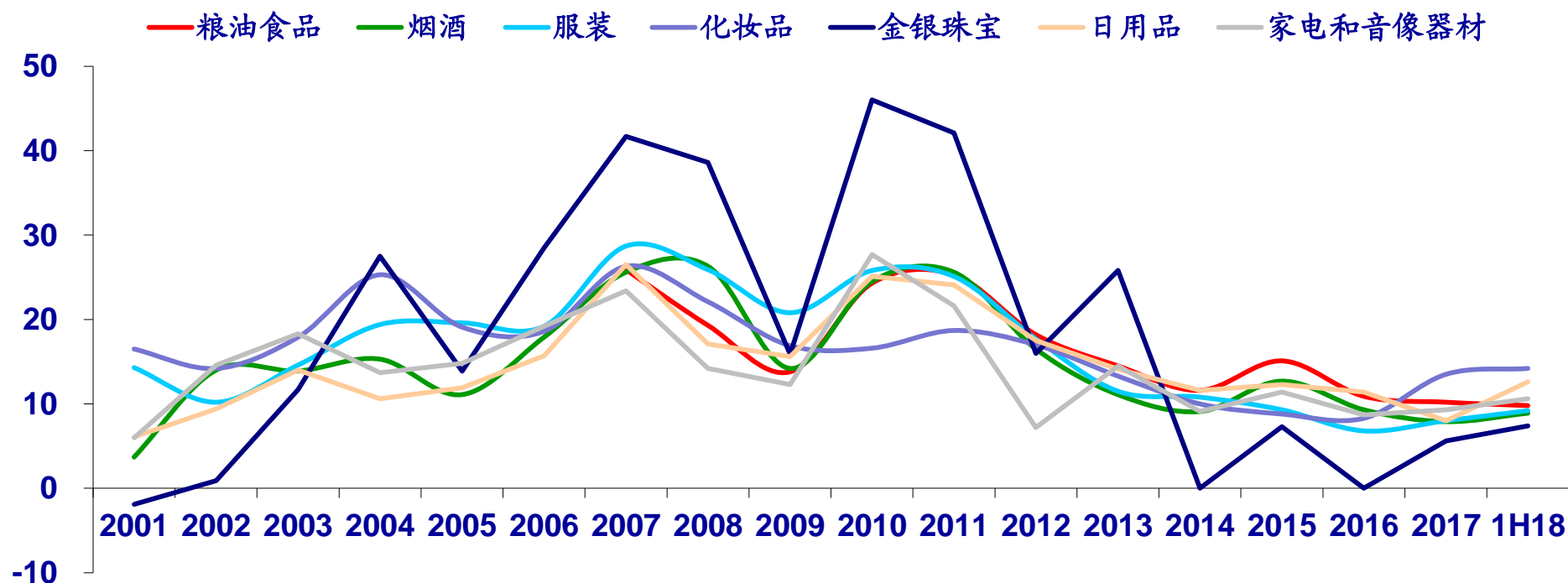
注：为保证数据的可比性，选取2001年以前上市的20家零售公司为样本。  
资料来源：wind，海通证券研究所

# 1. 对行业 $\beta$ 的担忧，优选必选消费

## ➤ 限额以上品类：优选必选消费

- 粮油食品、日用品等必选消费品增速相对平稳，化妆品2018年延续高增长；
- 金银珠宝增速波动最大，2014年以来为增速最低品类。

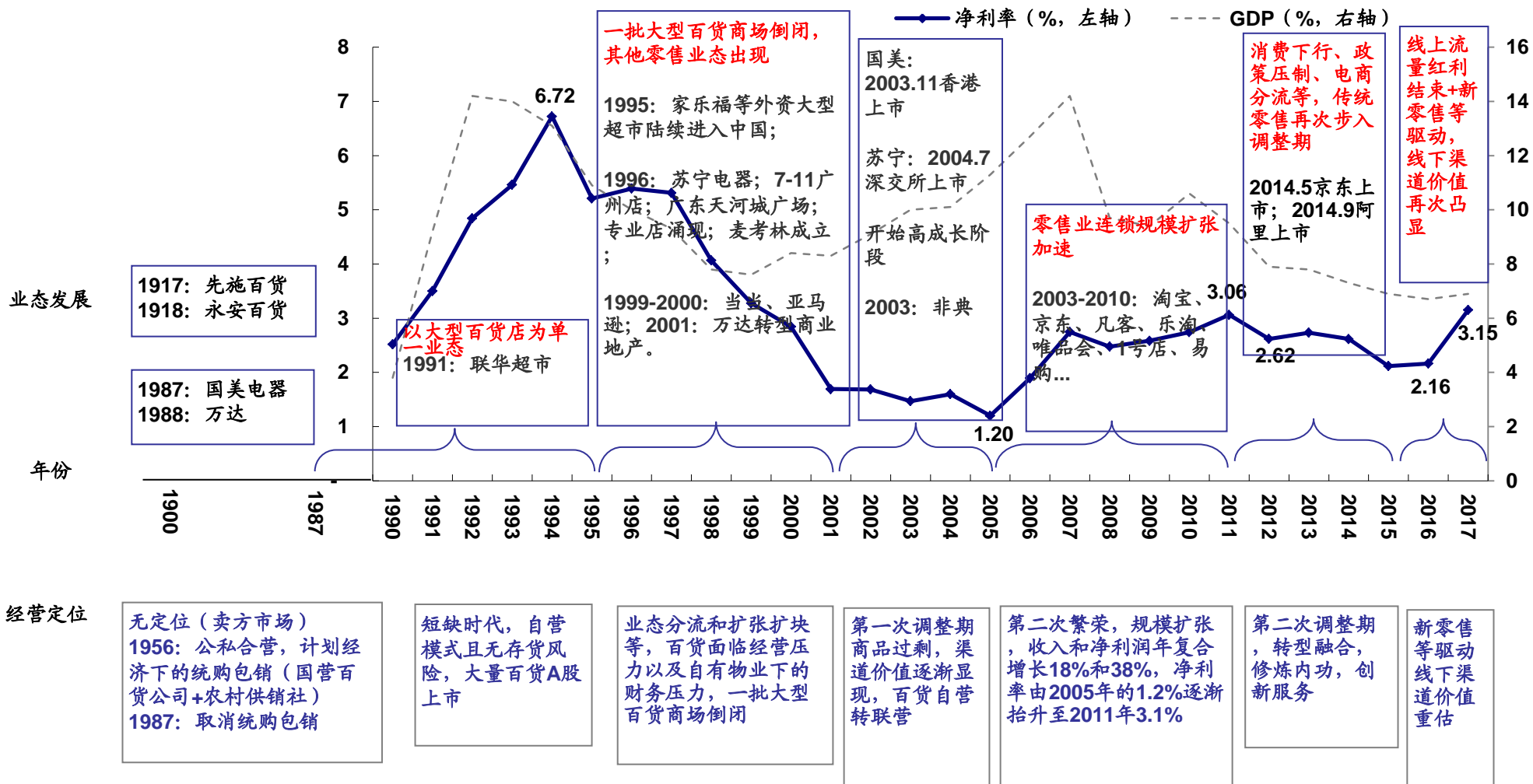
图：限额以上主要零售品类增速（%）





## 2. 渠道的平衡与复苏——行业是否有 $\alpha$ ?

► 零售渠道的周期：大致5年一个轮回，结构性冲击的循环往复



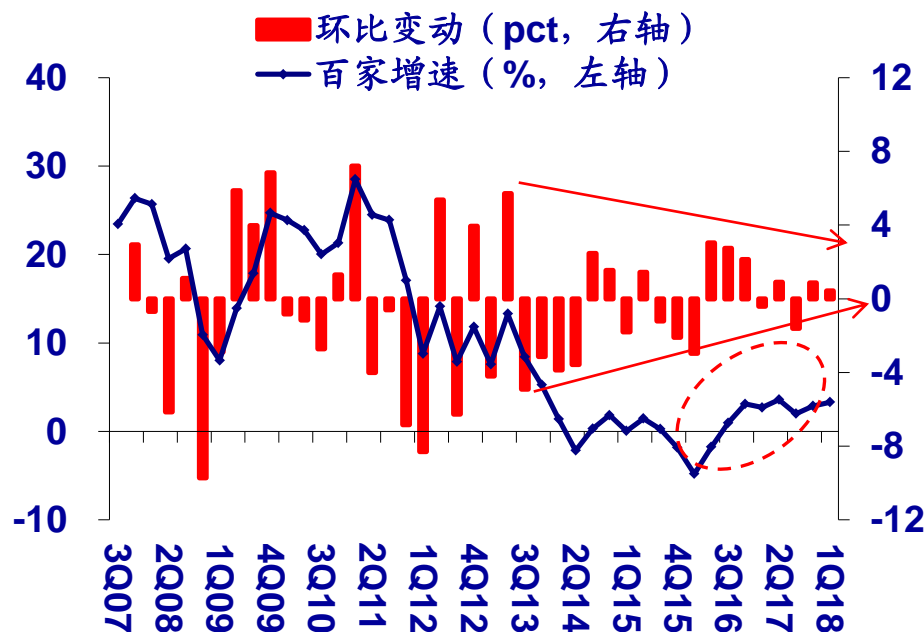


## 2. 渠道的平衡与复苏——行业是否有 $\alpha$ ?

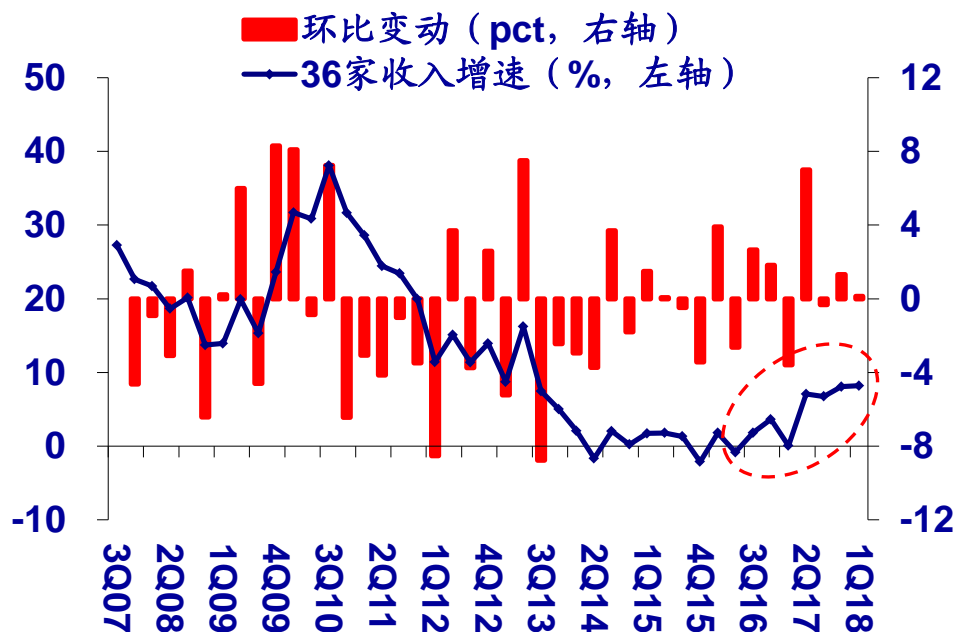
### ►渠道的复苏：数据印证，3Q16增速开始转正

- 百家零售额增速环比变动区间1Q14以来收窄，1Q17以来[-2, 2]pct;
- 36家零售公司收入1Q18延续稳定增长，我们预计2Q18环比回落。

图：百家重点企业零售额增速&增速环比变动



图：36家零售公司收入增速&增速环比变动



## 2. 渠道的平衡与复苏——行业是否有 $\alpha$ ?

### ► 实体零售渠道：结构性复苏的中期驱动因素

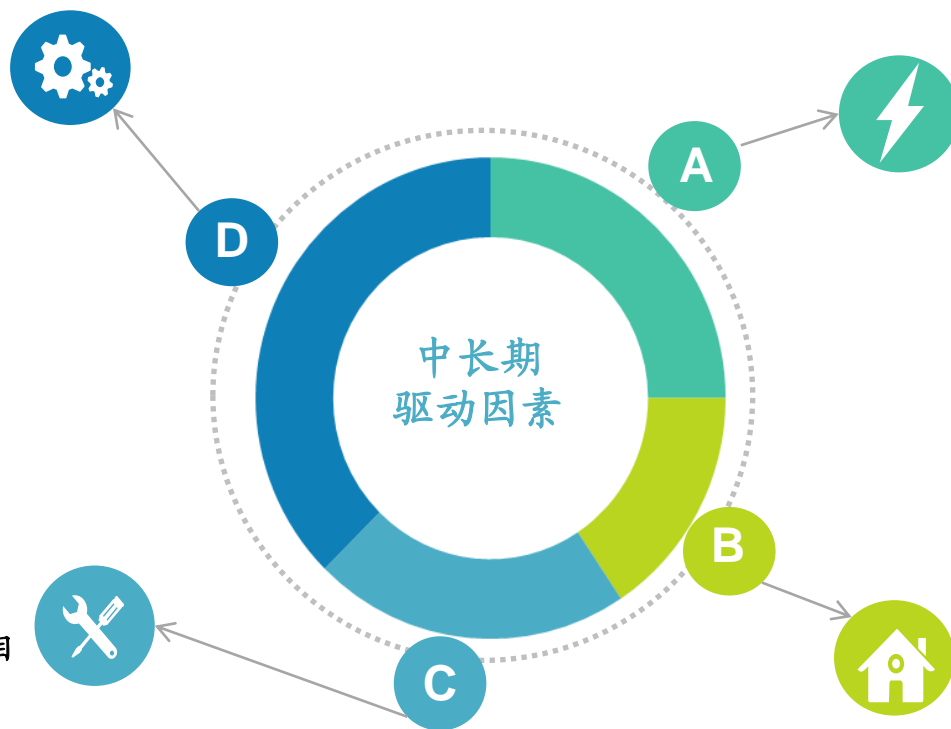
#### 回归商业本质：

实体零售渠道较之以往更加回归商业本质，关注用户需求，致力于提升效率、服务与体验，已逐步迎来客流企稳和同店恢复

#### 两个再平衡：

线上线下渠道在商品、服务、目标群定位以及成本的再平衡；

上游品牌商的出清及自我进化，并对不同渠道的功能及成本收益考量上逐渐达到再平衡



#### 两个利空冲击消除：

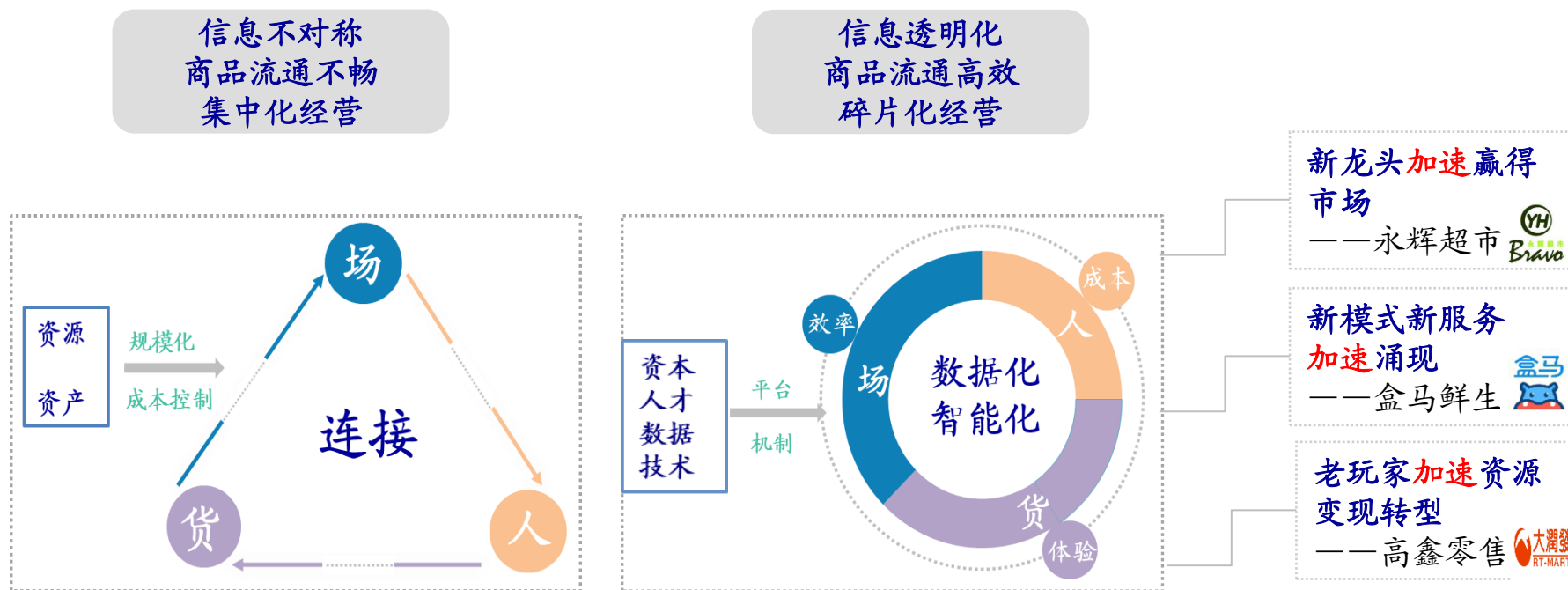
电商冲击；  
控三公消费等政策冲击

#### 两个基础性因素：

经济企稳？  
新消费群体；  
消费升级。

## 2. 渠道的平衡与复苏——行业是否有 $\alpha$ ?

壁垒打破，效率提升，新龙头（阿里等+永辉苏宁等）加速赢得市场，新模式新服务加速涌现，老玩家加速衰落or变现——零售产业新格局加速形成。



零售产业新格局加速形成

### 3. 精选核心能力——哪些公司开始有新成长？

►什么是核心能力？年轻的团队，优秀的治理与激励机制

表：主要上市公司公司治理情况（截至1Q2018）

公司	核心高管年龄	薪酬（万元）	治理结构	组织与激励
永辉超市	董事长 <b>张轩松：47岁</b>	<b>136</b>	轩松轩宁兄弟（22.47%），牛奶国际（20%）+京东（10%）+腾讯（5%）	划分一二事业集群，组织结构平台化； <b>合伙人制度，限制性股票激励。</b>
苏宁易购	董事长 <b>张近东：55岁</b> 总经理 <b>任峻：41岁</b>	<b>89</b>	民营，阿里持股20%	普遍 <b>股权激励</b> ； <b>事业部公司化，重构四大事业群</b>
天虹股份	董事长 <b>高书林：46岁</b> 总经理 <b>张旭华：41岁</b>	<b>170</b>	央企中航集团（43.4%） +港资五龙贸易（24.73%）	核心高管 <b>"间接持股"+中高层管理/业务骨干"员工持股"+业务单位"超额利润分享"的三级激励机制</b>
家家悦	董事长 <b>王培桓：63岁</b>	<b>110</b>	民企，弘章资本持股5%	<b>中高管普遍持股；合伙人制度</b>
王府井	董事长 <b>刘毅：58岁</b> 总经理 <b>杜宝祥：59岁</b>	60	国企，三胞持股11.25%	合伙人制度和“一店一策”战略；吸收合并王府井国际，并入首旅集团，简化管理层级
百联股份	董事长 <b>叶永明：54岁</b>	86	国企	
重庆百货	董事长 <b>刘谦：51岁</b>	0	国企，拟引入战投	大股东商社集团拟引入两名战投实施混改
鄂武商A	董事长 <b>陈军：55岁</b>	142	国企	限制性股权激励+员工持股计划
合肥百货	董事长 <b>刘浩：46岁</b> 总经理 <b>戴登安：44岁</b>	33	国企	
欧亚集团	董事长 <b>曹和平：62岁</b>	50	国企，安邦持股15%	高管持股
步步高	董事长 <b>王填：50岁</b>	55	王填等（40%），腾讯（6%）+京东（5%）	员工持股计划，合伙人制度
红旗连锁	董事长 <b>曹世如：66岁</b>	13	曹世如等（27.63%），永辉（21%）	



### 3. 精选核心能力——哪些公司开始有新成长？



#### ► 能力矩阵：业态模型、供应链、数字化、资本资源

##### 业态模型

- 围绕消费者需求进行业态创新
- 从体验出发，打造综合性购物中心、主题百货等
- 从效率出发，社区生鲜店、便利店折扣店等

##### 供应链

- 超市推动自有品牌、品质定制、标准化等；
- 百货深度联营、适度自营、引入品牌集合店，与供应商深度合作，基于定位和生活方式匹配商品和服务，加强品类管理和主题编辑

##### 数字化

- PC到移动端，到轻模式；
- 以线上销售为导向到以到家服务为导向；
- 面向C端到延伸B端，人货场及运营数字化；
- 建设智能化应用平台和中后台支撑体系

##### 资本资源

- 市值与股权结构、现金等资产规模、资产负债率、加杠杆能力；
- 门店网络规模、物业面积、覆盖区域
- 隐性资源、子公司、股权投资等

**永辉：**Bravo绿标店、超级物种、永辉生活；

**苏宁：**云店、易购店、小店、零售云、苏鲜生；

**天虹：**Sp@ce、CCmall、Discovery、WellGo；

**家家悦：**社区、生鲜；

**红旗：**社区便利店+生鲜。

**永辉：**全品类，品牌直采+品质定制+标准化；

**苏宁：**全品类，家电3C数码向快消、母婴、生鲜等；

**天虹：**深度联营、超市供应链；

**家家悦：**生鲜物流基地、中央厨房核心能力建设。

**永辉：**永辉生活APP、小程序、流程管理数字化；

**苏宁：**全渠道、线上线下打通融合、天猫旗舰店；

**天虹：**虹领巾、小程序、与腾讯合作“智能零售实验室”；

**家家悦：**智能支付。

**永辉：**673亿元市值，56亿元现金，有红绿标598家、生活店247家、超级物种38家，面积约542万平米；

**苏宁：**1140亿元市值，大股东持股近50%，360亿元现金，10.3%有息负债率；4073家门店；

**天虹：**133亿元市值，大股东43.4%，41亿元现金，无有息负债；各业态门店291家，面积264万平米。

### 3. 精选核心能力——哪些公司开始有新成长？

#### ► 优质零售公司：成长提速、开店提速、并购整合

表：重点零售公司收入增速及同店收入增速（2012-1H18）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1Q18	1Q18（同店）	1H18（同店）
永辉超市	39.2%	23.7%	20.3%	14.8%	16.8%	19.0%	23%	估计4.5-5%	3.3%
苏宁易购	4.8%	7.1%	3.5%	24.4%	9.6%	26.5%	32.8%	5.9%	5.3%
天虹股份	10.3%	11.5%	6.0%	2.3%	-0.7%	7.3%	9.9%	5.0%	2.50%
家家悦	15.4%	14.9%	9.3%	6.6%	2.8%	5.1%	7.5%	估计4.0%	3.87%
王府井	9.0%	8.4%	-7.6%	-5.2%	2.7%	11.1%	6.1%	估计5%+	估计1%+
红旗连锁	13.3%	13.6%	7.4%	15.2%	15.2%	9.8%	6.1%	估计5%+	估计4%+

表：重点零售公司开店及并购整合情况（家，2016-2018E）

公司	开店提速			并购整合
	2016	2017	预计2018	
永辉超市	105	332	135+80+500	入股红旗连锁21%，拟与腾讯共同投资家乐福
苏宁易购	820	716	超5000	收购迪亚天天，与大润发战略合作
天虹股份	7	5	8-10	暂无
家家悦	49	68	超100	收购青岛维客51%股权，我们预计未来可能仍辅以并购形式扩张
王府井	7	16	1	首旅背景下拥有较好整合条件（首商、北京城乡），与南京新百合作
红旗连锁	538	119	150+	2015年收购红艳、互惠、乐山四海超市，2017年底基本整合完毕

## 4. 精选防御价值：哪些公司足够安全？

►价值重估：零售股估值在底部，现金流充沛、有息负债率低，报表健康

表：重点公司估值（2018/8/21）

简称	PE（倍）	PS（倍）	PB（倍）	PEG（倍）	RNAV/市值
	2018E	2018E	2017	2018E	
鄂武商A	6.7	0.43	1.2	1.09	2.6
欧亚集团	10.3	0.22	1.1	4.70	4.0
王府井	11.9	0.45	1.3	0.65	1.9
老凤祥	12.3	0.35	2.8	0.92	
莱绅通灵	12.7	2.14	2.3	0.38	
合肥百货	13.2	0.37	1.1	0.30	3.0
天虹股份	15.3	0.66	2.2	0.75	
百联股份	15.2	0.29	0.9	1.48	3.2
苏宁易购	15.8	0.46	1.4	0.22	
周大生	18.1	2.75	3.9	0.78	
家家悦	26.2	0.76	4.1	0.88	
红旗连锁	27.2	0.88	2.9	0.58	
银座股份	28.4	0.21	0.9	0.22	3.5
永辉超市	44.9	0.95	3.5	-3.06	
中央商场	36.4	1.13	5.4	2.31	
步步高	41.8	0.43	1.3	1.17	
中百集团	55.0	0.28	1.5	2.38	

## 4. 精选防御价值：哪些公司足够安全？

➤价值重估：零售股估值在底部，现金流充沛、有息负债率低，报表健康

①以1Q18末计，绝对现金金额居前5：苏宁易购（314亿元现金及现金等价物+理财，451亿货币资金+理财）、百联股份（83亿元现金及现金等价物，100亿元货币资金）、王府井（均60亿元）、永辉超市（均75亿元，含理财）、江苏国泰（46亿元现金及现金等价物，51亿元货币资金）

②以2017末计，**FCF绝对额**居前5：王府井、永辉超市、华联股份、欧亚集团、中央商场；

③以1Q18末计，有息负债率：天虹股份、轻纺城、人人乐、徐家汇、广百股份、爱婴室、中兴商业等均为0，永辉超市、重庆百货、家家悦、合肥百货等有息负债率较低；

④以1Q18末计，**现金/市值**居前5：华联综超、合肥百货、大商股份、百联股份、首商集团；

⑤以2017年末计，**FCF/市值**居前5：欧亚集团、王府井、华联股份、中央商场、汇嘉时代；

主要上市公司中，5项指标均位居行业前列（前30名）的有：天虹股份、重庆百货、合肥百货、家家悦、百联股份、首商集团、大商股份；4项指标位居行业前列（前30名）的有永辉超市、王府井、欧亚集团、老凤祥、银座股份、华联股份等。其中尤以天虹股份、永辉超市、家家悦、王府井、重庆百货、欧亚集团等公司整体表现为佳。



## 4. 精选防御价值：哪些公司足够安全？

表：现金、FCF、有息负债率、现金/市值、FCF/市值等指标的行业前30名公司排序（2018/8/14）

公司	现金1 亿元	现金2 亿元	公司	FCF 亿元	公司	有息负债率 %	公司	现金/市值 %	公司	FCF/市值 %
苏宁易购	314.4	450.5	王府井	50.6	天虹股份	0.0	华联综超	71.9	欧亚集团	53.8
百联股份	83.1	99.6	永辉超市	27.6	轻纺城	0.0	合肥百货	68.9	王府井	38.9
永辉超市	74.7	75.0	华联股份	26.6	人人乐	0.0	大商股份	53.8	华联股份	37.3
王府井	59.6	59.6	欧亚集团	17.9	徐家汇	0.0	百联股份	50.2	中央商场	15.5
江苏国泰	45.7	51.3	中央商场	16.7	广百股份	0.0	首商股份	49.7	汇嘉时代	15.5
大商股份	45.6	45.9	上海家化	16.1	三江购物	0.0	江苏国泰	49.5	人人乐	12.0
老凤祥	43.1	43.1	天虹股份	14.6	爱婴室	0.0	新世界	47.8	茂业商业	10.7
天虹股份	34.7	41.3	小商品城	9.9	中兴商业	0.0	王府井	45.7	天虹股份	10.4
重庆百货	32.7	33.5	茂业商业	9.3	明牌珠宝	0.0	中兴商业	43.0	轻纺城	9.5
合肥百货	29.8	33.6	百联股份	8.0	富森美	0.4	银座股份	42.7	上海家化	6.9
家家悦	26.6	27.7	老凤祥	7.7	杭州解百	0.8	欧亚集团	42.2	大东方	6.3
首商股份	22.0	22.7	重庆百货	5.4	永辉超市	1.2	中百集团	39.1	银座股份	6.1
新世界	21.7	21.7	轻纺城	5.1	莱绅通灵	1.3	老凤祥	31.3	老凤祥	5.6
小商品城	20.0	21.1	步步高	4.8	重庆百货	1.8	杭州解百	29.1	步步高	5.5
华联综超	19.9	43.5	汇嘉时代	4.5	红旗连锁	2.3	华联股份	27.6	百联股份	4.8
华联股份	19.6	19.7	人人乐	4.4	首商股份	2.4	家家悦	26.3	新华百货	4.8
鄂武商A	18.2	18.8	大商股份	3.0	海宁皮城	2.5	重庆百货	25.9	合肥百货	4.7
中百集团	18.0	18.0	海宁皮城	2.9	御家汇	3.1	天虹股份	24.7	海宁皮城	4.5
友阿股份	14.4	15.3	家家悦	2.4	大商股份	3.3	人人乐	24.7	新世界	4.4
欧亚集团	14.0	14.5	大东方	2.2	新世界	3.4	友阿股份	23.3	小商品城	4.3
三江购物	13.1	14.1	合肥百货	2.0	家家悦	3.9	徐家汇	23.2	重庆百货	4.3
银座股份	13.1	13.7	新世界	2.0	新华都	4.2	三江购物	22.0	首商股份	4.1
杭州解百	13.0	22.5	新华百货	1.9	开润股份	4.3	鄂武商A	21.1	广百股份	4.1
周大生	12.0	12.0	银座股份	1.9	合肥百货	5.0	大东方	19.8	永辉超市	4.0
步步高	11.9	14.0	首商股份	1.8	中百集团	5.1	广百股份	19.3	大商股份	3.6
跨境通	11.4	16.0	开润股份	1.8	周大生	5.2	苏宁易购	19.1	徐家汇	3.5
上海家化	11.0	12.0	富森美	1.5	百联股份	6.1	新华百货	16.0	家家悦	2.4
御家汇	10.9	10.9	徐家汇	1.3	南极电商	6.1	汇嘉时代	15.4	开润股份	2.3
富森美	10.1	10.1	广百股份	1.2	新华百货	7.0	青岛金王	14.4	潮宏基	1.8
茂业商业	9.1	9.1	潮宏基	1.1	大东方	7.5	东百集团	13.9	杭州解百	1.8

现金1为“期末现金及现金等价物”，现金2为“货币资金”，其中苏宁、永辉均加上2017年底理财产品金额

资料来源：wind，各公司各期财报，海通证券研究所

## 5. 重点公司：苏宁/天虹/家家悦/永辉/红旗

【精选】苏宁易购、天虹股份、家家悦、红旗连锁；关注永辉超市。

表：重点推荐个股盈利预测、估值及核心逻辑（2018/8/21）

简称	总市值 (亿元)	合理价值区 间 (元)	收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PE (倍)			PS (倍, 2018E)	核心逻辑
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
苏宁易购	1103	19.51-21.57	2450	3136	3903	71.7	28.2	35.3	16	40	32	0.46	线上线下双线融合，成长提速&效率更高，树立新零售标杆
天虹股份	128	16.11	200	206	214	8.7	9.4	10.4	15	14	13	0.66	百货龙头引领中国百货企业转型创新，携手腾讯加速科技转型，迎来内生外延并存的成长提速
家家悦	98	28.45-34.15	133	161	200	3.9	4.9	6.2	26	21	16	0.76	兼扩张的天时地利人和，2018年迎外延扩张和收入成长提速
永辉超市	677	8.37-10.17	733	925	1161	15.5	22.8	30.8	45	31	23	0.95	处长期价值起步期，有望转为科技型&平台型&生活服务型企业
红旗连锁	65	5.4-6.3	75	83	94	2.4	3.0	3.7	27	22	18	0.88	整合成长力强，引入永辉中民投等，打造“便利+生鲜”典范。

# 推荐1: 苏宁易购

## 苏宁易购GMV、收入及利润拆分，短期&长期估值

亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
线下GMV	1079	1165	1330	1526	1781
yoy	-3.75%	7.98%	14.13%	14.74%	16.75%
线下收入	954	1040	1187	1362	1590
yoy	-5.48%	9.03%	14.10%	14.74%	16.75%
线上GMV	805	1267	2120	3264	4608
yoy	60.14%	57.37%	67.31%	53.96%	41.19%
线上收入	532	839	1263	1774	2313
yoy	53.69%	57.80%	50.52%	40.47%	30.41%
全渠道GMV	1884	2432	3449	4789	6389
yoy	16.03%	29.08%	41.83%	38.84%	33.40%
总收入	1486	1879	2450	3136	3903
yoy	9.62%	26.48%	30.36%	28.00%	24.48%
线下利润	30	35	43	48	55
yoy		18.76%	21.71%	11.87%	14.75%
利润率	3.10%	3.38%	3.60%	3.51%	3.45%
线上利润	-38	-36	-40	-38	-35
亏损率	-7.10%	-4.26%	-3.20%	-2.12%	-1.50%
线上+线下净利润	-8	-1	2	10	20
利润率	0.47%	-0.04%	0.10%	0.33%	0.52%
零售EPS	0.08	-0.01	0.03	0.11	0.22
苏宁金服50.1%	0.07	3.05	3.51	4.73	6.15
消费金融49%	-0.93	1.06	1.22	1.41	1.57
金融业务利润	-0.86	4.11	4.73	6.14	7.73
理财收益及其他	6.12	5.82	8.62	11.88	7.44
出售股权收益	9.94	32.85	56.00		
归属净利润	7.04	42.13	71.73	28.24	35.32

## 【核心逻辑】

• **成长提速：**线上线下保持快速增长。1Q18全渠道GMV增46%，其中线上增81.5%（为2Q16以来最快增速），2Q18全渠道GMV增43%，线上增72.6%，延续2017年以来的快速成长。线上高增长且结构优化，提升变现能力；线下加速小店、零售云等门店拓展，加速低线城市渗透正好，开辟蓝海市场新成长。

• **更高效率：**双线新零售模型，效率更优。线下门店以“仓-店-家”模式物流效率优于“仓-家”模式，且实体门店天然自带流量与广告效应，有望摊薄线上日益上涨的物流与获客成本。公司因新零售模型而具备更高效率和竞争力。

• **风险提示：**线下改善与线上减亏低于预期；与阿里合作效果欠佳；竞争加剧等。

【分部估值】线下利润 x (18-20倍PE) + 线上GMV x (0.25-0.3倍PS) + 165亿阿里 + 212亿金服 = 1817-2008 亿元目标市值 (60%-78%空间)，

## 推荐2: 天虹股份

### 天虹股份收入及净利分部拆分预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入 (亿元)	172.73	185.36	199.53	205.63	214.15
yoy (%)	-0.71	7.31	7.64	3.05	4.14
综合毛利率 (%)	24.16	25.76	26.04	26.15	26.24
地产利润 (亿元)	0.19	0.89	0.97	0.35	0.00
零售主业利润 (亿元)	5.05	6.29	7.68	9.07	10.39
yoy (%)		24.49	22.11	18.04	14.56
归母净利润 (亿元)	5.24	7.18	8.65	9.42	10.39
yoy (%)	-56.63	37.03	20.49	8.88	10.27
净利率 (%)	3.03	3.87	4.34	4.58	4.85

### 主要百货公司董事长/总经理薪酬

公司	高管平均年龄 (岁)	核心高管	职务	年龄 (岁)
天虹股份	50	高书林 张旭华	董事长 总经理	46 41
王府井	53	刘毅 杜宝祥	董事长 总经理	58 59
百联股份	50	叶永明	董事长	54
重庆百货	52	刘谦	董事长	51
鄂武商A	51	陈军	董事长	55
合肥百货	50	刘浩 戴登安	董事长 总经理	46 44
欧亚集团	54	曹和平	董事长	62

• 内生外延稳定增长: 1H18收入95亿增6%，剔除地产后增长6%，其中1Q/2Q各增8.3%/3.4%，1H同店收入增2.5%。1H18新开购物中心2家，预计全年新开百货/购物中心8-10家。1H18净利4.9亿增30%，剔除地产后增31%，1Q/2Q各增31%/32%；

• 创新业态、优化机制: 公司拥有务实低调、年轻进取的优秀团队，以及市场化薪酬、股权激励与超额利润分享等综合的激励机制，2013年开始全面转型，引领行业业态创新，迎内生外延成长双提速。

• 近期随市场回调，8/21股价11.04元低于市场化增持计划成本（11.96元），**2018年PE仅15x，目标价16.11元。**

• 风险提示: 外延扩张低于预期；新店培育期拉长；竞争加剧风险。



# 推荐3: 家家悦

• **为什么2018年开始加速扩张？“天时、地利、人和”** ①产业变革加速，公司有扩张机会和紧迫性；②深耕胶东，缓和竞争环境助力下沉；③现金充裕，支撑245-460家新店；莱芜生鲜物流2018下半年分批投产；西部完成前期磨合，多业态布局选址&成本优势；三大战区组织架构+激励+合伙人制。

• **扩张的空间和机会在哪？** ①空间：测算山东超市空间近1700亿元、门店容量超1万家；测算公司中期市场空间200-400亿元、长期400-800亿元；②节奏：2018年新开超100家，其中鲁西70%，2019年或再提速，2-3年覆盖全省；③机会：收购维客提供外延模式参考，有机会以合适模式适时适度跨省。

• **加速扩张会否拖累盈利？效率改善消化扩张压力，2018年以来同店稳定在4%左右：** ①新店对标可比店提效； ②鲁西对标胶东提效； ③人效和人均创利领先同业，主要费用率低且管控力强。

## 历年门店及主要财务数据（2013-1H18）

	2013	2014	2015	2016	2017	1H17	1H18
收入（万元）	900010	983517	1048558	1077696	1133038	556754	622653
yoy		9.28%	6.61%	2.78%	5.14%	2.94%	11.84%
净利润（万元）	21904	22780	24726	25125	31074	14281	19369
yoy		4.0%	8.5%	1.61%	23.68%	13.30%	35.63%
净利率	2.43%	2.32%	2.36%	2.33%	2.74%	2.57%	3.11%
期末门店数（家）	500	561	610	631	675	649	702
新开门店数（家）	69	81	66	49	68	30	37
关闭门店数（家）	12	20	17	28	24	12	10
建筑面积（万平米）	129	138	148	153	158	154	174
租赁面积				131	137	133	151
自有面积				21	21	21	24
单店面积（平米）	2584	2461	2430	2419	2339	2376	
单店收入（万元）	1777	1711	1647	1601	1615		
坪效（元/平米）		6794	6736	6605	6791		
同店收入增速					2.8%	0.9%	3.87%

1H18收入62亿元增12%，净利1.9亿元增36%，其中1Q/2Q收入各增7.5%/17%，净利各增32%/43%，2Q均提速且超预期；1H18同店增3.87%，我们估计7-8月同店增长约4%延续靓丽。

**公司为零售A股稀缺的价值成长标的，2018年PS 1-1.2倍，合理价值区间28.45-34.15元。**

风险提示：开店速度低于预期；新店培育期拉长；电商渠道分流；区域竞争加剧。

资料来源：公司招股说明书及定期财报，海通证券研究所

# 重点关注：永辉超市

## 永辉超市净利分部拆分预测（亿元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
云超	12.6	19.9	24.9	30.4	36.5
yoy		59%	25%	22%	20%
云创（亏损）	-1.2	-2.7	-9.2	-10.6	-11.2
亏损率			-30%	-12%	-7%
云创权益亏损	-0.6	-1.4	-4.3	-4.9	-5.2
云超+云创		18.5	21	25	31
yoy			11%	24%	23%
激励费用摊销（税后）			-5.4	-2.1	-0.8
中百集团（29.86%）			1.4		
红旗连锁（21%）			0.5	0.6	0.8
云商亏损		-1.0	-1.4	-1.0	-0.5
华通银行		-0.37	-0.1	-0.1	-0.1
上蔬永辉	-0.26	-0.31	-0.3	-0.2	-0.1
联华超市	-0.96				
出售联华超市股权	1.68				
抵消项			0.16	0.05	0.25
归母净利润	12.4	18.2	15.5	22.8	30.8
yoy		46%	-15%	47%	35%

## 分部估值（2019E）：

- 考虑到云超优质资源禀赋、龙头竞争地位、未来三年仍有望维持20%以上稳定增长，给以2019年净利25-30x PE；
- 考虑到云创处培育期，利润有较大不确定性，而加速展店有望带来收入规模快速提升，给以2019年收入1-1.5x PS；
- 综合目标市值801-973亿元，合理价值区间8.37-10.17元。

分部估值（亿元）	2018E	2019E
云超利润	25	30
云超PE	25	623
	30	747
云创收入	31	88
云创PS	1.0	31
	1.5	46
目标市值（亿元）		
云超+云创 下限		801
云超+云创 上限		973

注：云创公司持股比例为46.6%，计算市值加总按权益市值

风险提示：跨区域扩张、新业态发展、激励机制改善以及投资收益的不确定性。

资料来源：公司2016-17年报，海通证券研究所

1. 消费疲软压制行业业绩和估值;
2. 国企改革慢于预期;
3. 转型进程的不确定

## 分析师声明

### 汪立亭

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 批零研究团队:

批零行业首席分析师

汪立亭

**SAC编号: S0850511040005**

**电话: 021-23219399**

**Email: wanglt@htsec.com**

高级分析师

李宏科

**SAC编号: S0850517040002**

**电话: 021-23154125**

**Email: lhk11523@htsec.com**

联系人: 史岳

**电话: 021-23154135**

**Email: sy11542@htsec.com**



投资评级说明

<div>1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</div>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。