



证券研究报告
(优于大市, 维持)

《商业零售行业及公司研究方法》

汪立亭 (批零行业首席分析师)

SAC 号码: S0850511040005

2018年7月15日

1. 行业分析探讨
2. 公司分析框架
3. 案例分析

1. 行业分析探讨

自上而下是一种重要能力

历史观——生命周期与业态演进

有哪些驱动力，如何变化？

核心竞争力的变迁

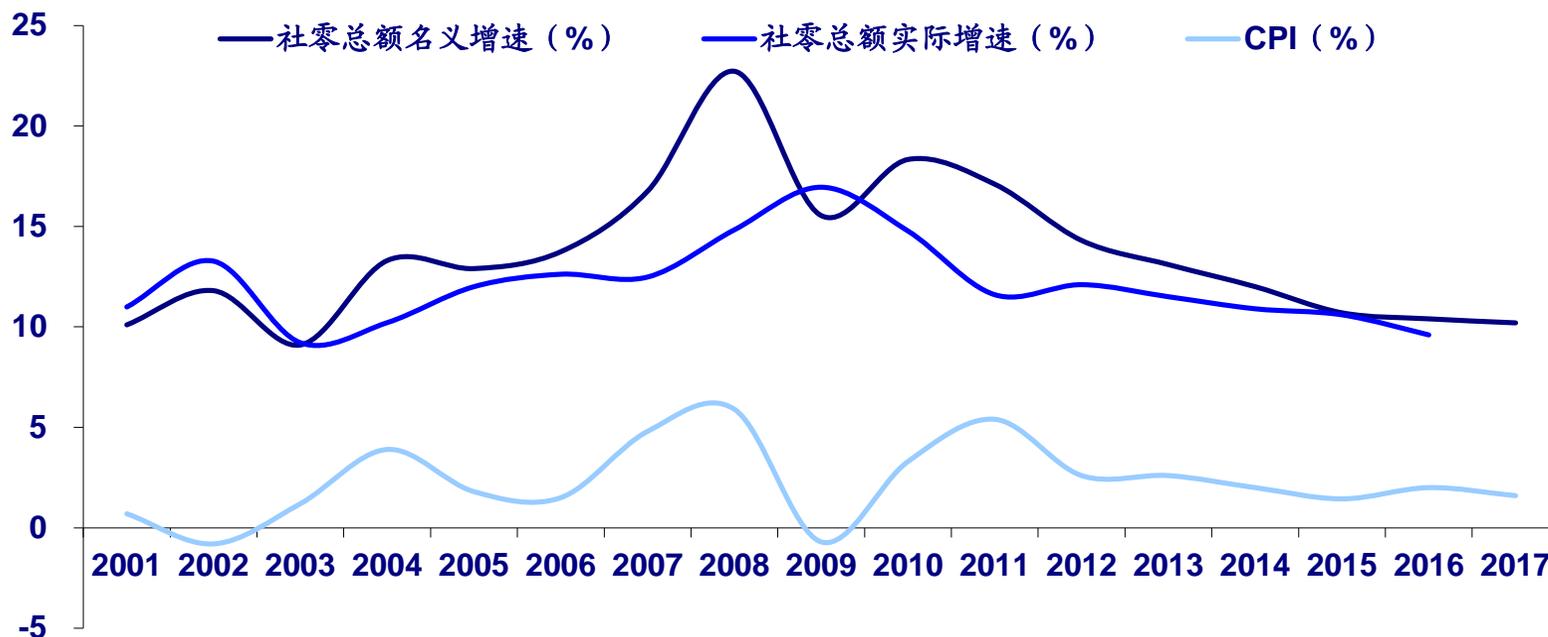
把握未来趋势

股价的核心驱动逻辑

行业估值趋势

主要宏观经济指标——社会消费品零售总额（名义增速、实际增速、CPI）

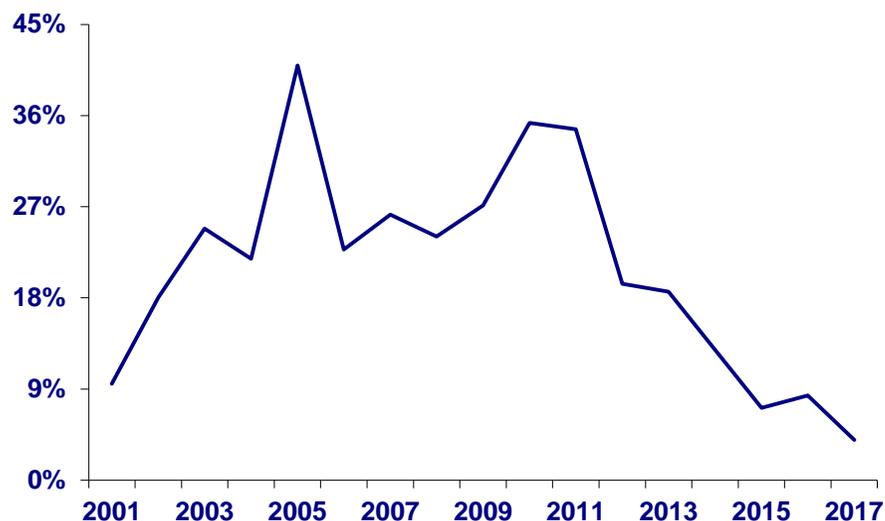
因为统计不全面，增速的变化趋势比增速本身更有意义



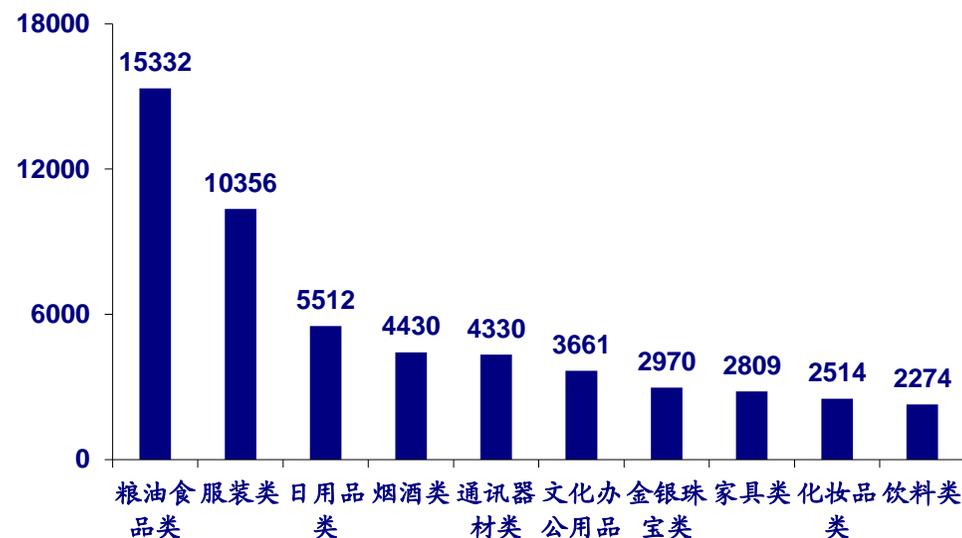
主要宏观经济指标——限额以上零售额数据（名义增速、实际增速）

较社零总额更有参考意义，有结构数据

限额以上零售额名义增长率

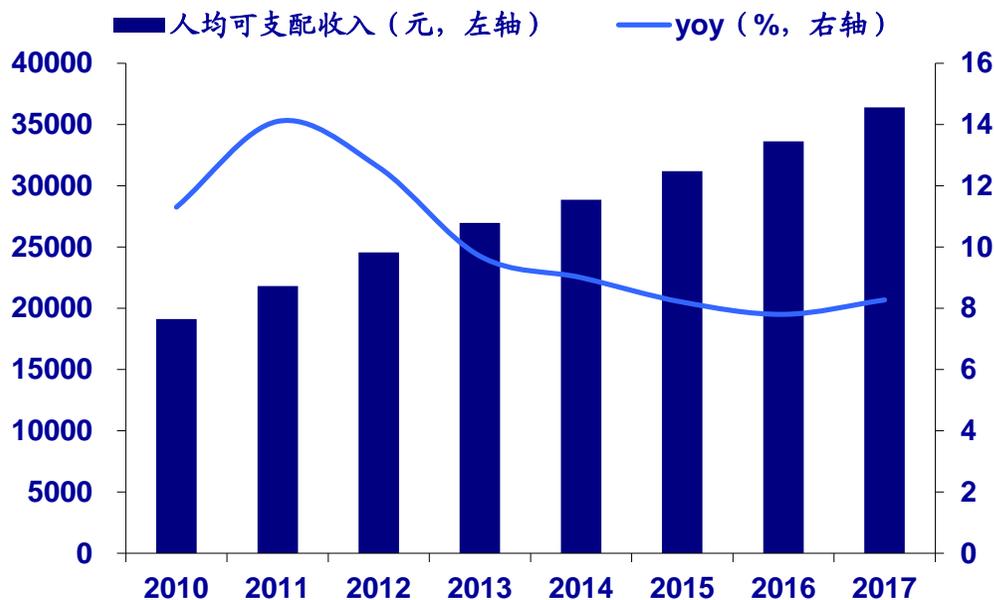


2017年限额以上各品类零售额（亿元）



主要宏观经济指标——人均可支配收入、消费者信心指数

城镇居民人均可支配收入

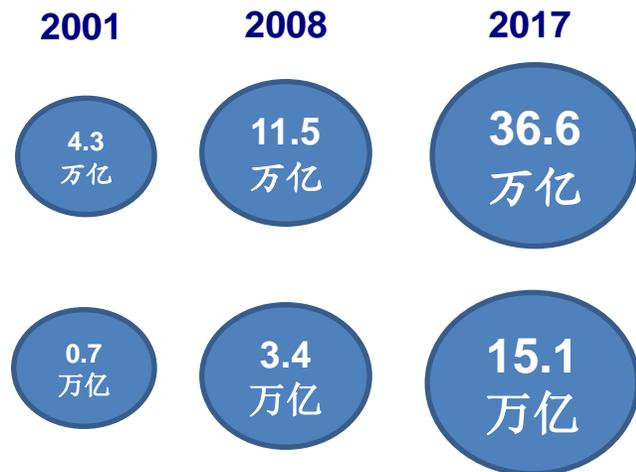


消费者信心指数

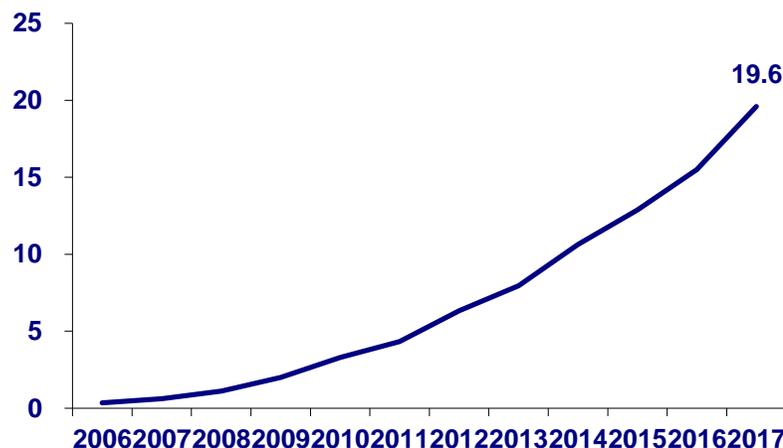


市场的容量与结构

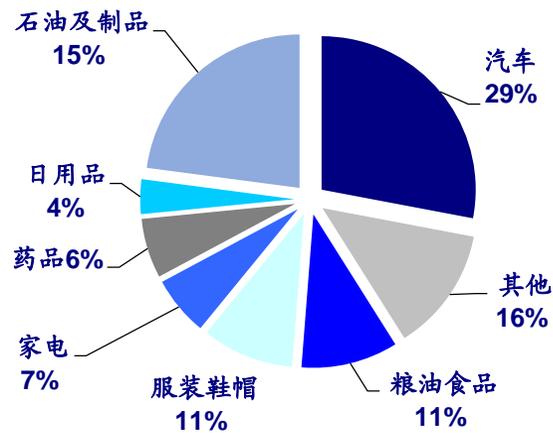
社零总额
限额数据



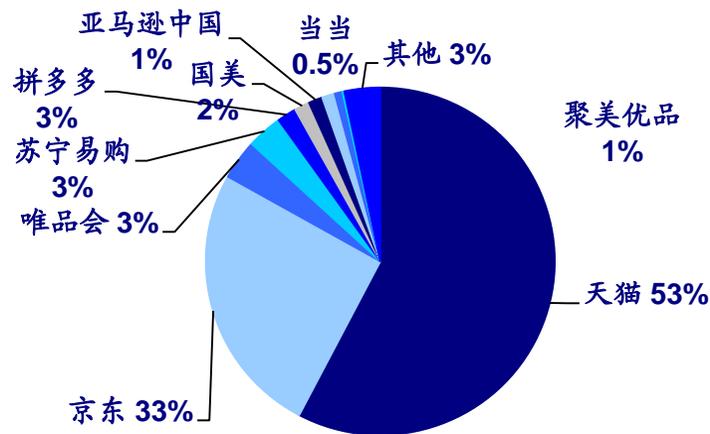
电商销售额占比社零总额 (%)



2017年限额以上各品类销售额占比



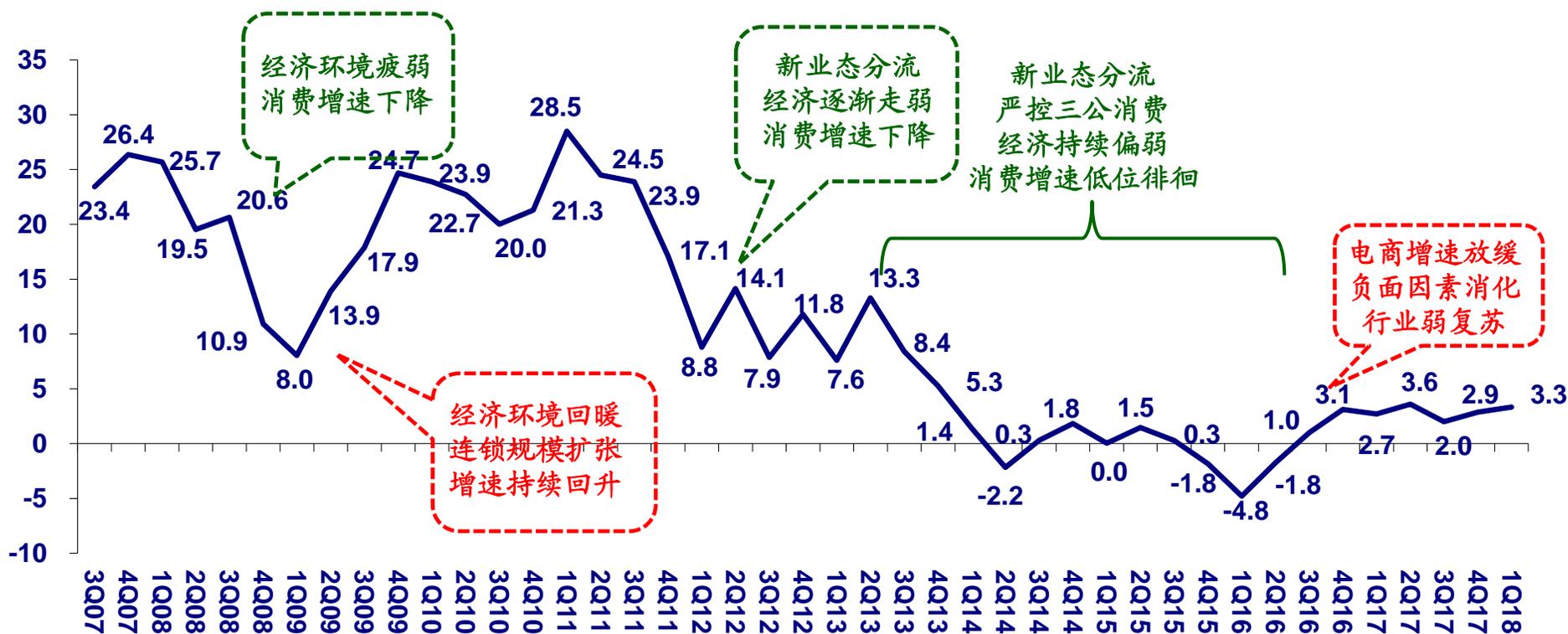
电商B2C市场占有率 (2017)



行业分析：自上而下是一种重要能力

行业数据——最值得参考的：百家重点零售企业零售额及增速

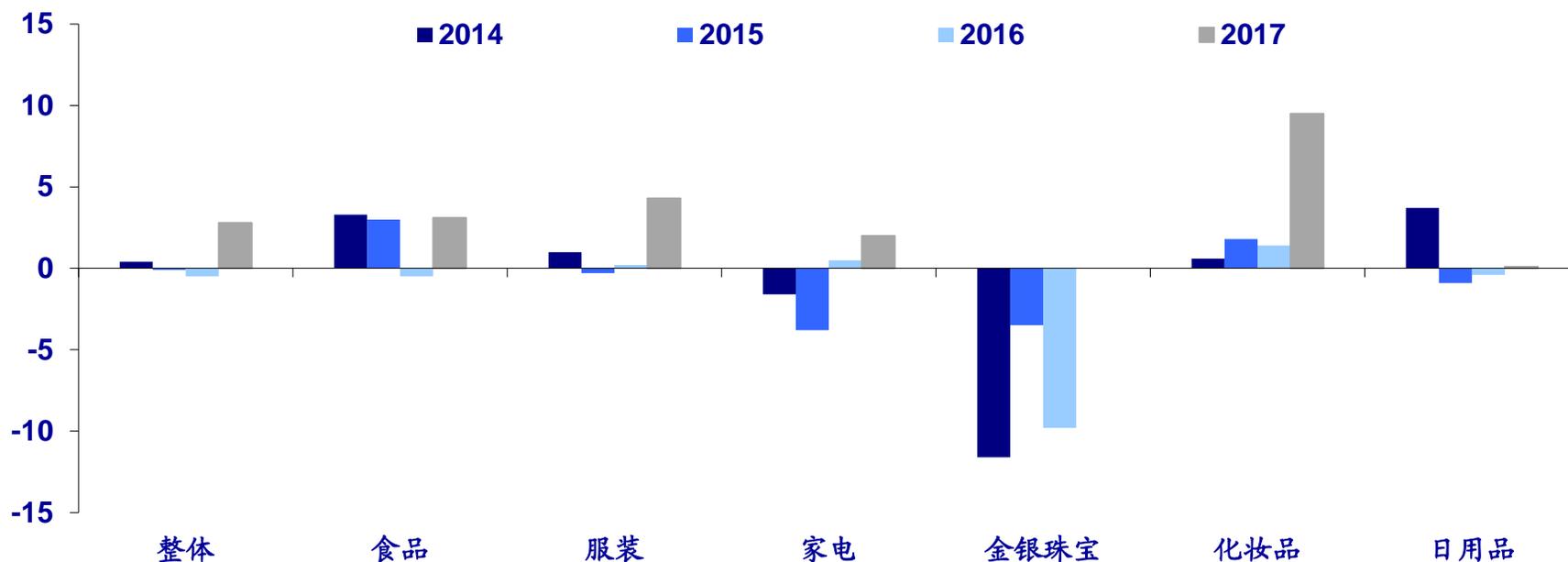
百家重点企业零售额季度增速 (%)



行业数据——最值得参考的：百家重点零售企业零售额及增速

品类结构看，2017年各品类增速均有回升，其中化妆品增速大幅提升。

百家零售企业零售额分品类增速（%，2014-2017）



行业数据——紧密跟踪定期报告中反应的行业数据和趋势（季度频率）

行业基本面2012年以前基本能维持约20%的收入增长和约30%的利润增长，且整体议价能力和管理能力改善，带动盈利能力提升。

36家零售A股2008-1Q2018的主要经营指标

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1Q18
营业收入（亿元）	1561	1829	2333	2944	3307	3613	3724	3761	3782	4048	1172
同比增长（%）	51.87	45.32	35.56	23.78	14.97	11.87	3.39	3.51	-1.12	5.31	8.19
毛利率（%）	23.94	23.85	23.57	19.69	20.12	20.28	20.69	20.99	20.84	21.25	21.51
期间费用率（%）	14.12	14.01	13.95	14.68	15.10	15.35	16.29	17.23	17.33	17.14	15.76
归属净利润（亿元）	39	48	60	90	96	100	98	88	77	105	45
同比增长（%）	53.35	75.93	37.02	33.38	8.57	5.69	-1.59	-8.60	-11.65	30.62	12.11
净利率（%）	2.49	2.61	2.57	3.07	2.92	2.76	2.63	2.33	2.05	2.60	3.80
扣非净利润（亿元）	37	42	53	76	90	92	81	59	57	86	42
同比增长（%）	21.64	14.02	24.53	44.87	17.97	1.98	-11.30	-27.13	-3.92	51.23	19.48
扣非净利率（%）	2.37	2.31	2.25	2.59	2.72	2.53	2.18	1.57	1.50	2.12	3.61
经营活动现金流量（亿元）	127	149	185	237	207	170	116	98	189	223	62
同比增长（%）	26.82	39.87	26.66	15.62	-8.05	-15.52	-29.40	-13.32	92.97	13.69	182.34
经营活动现金流 / 归属净利	3.27	3.12	3.08	2.62	2.14	1.71	1.19	1.11	2.44	2.12	1.39

注：因受合并影响，2011-12年度扣非净利润及扣非净利率均剔除友谊股份

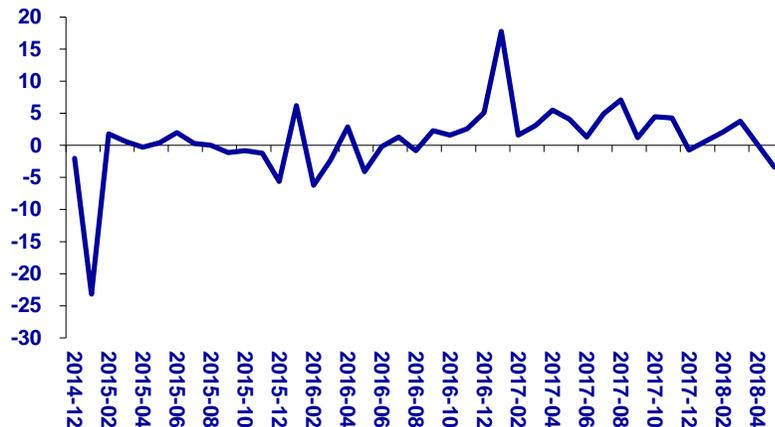
行业分析：自上而下是一种重要能力

行业数据——其他行业分析数据来源及举例

千家核心商业企业零售指数 (%)



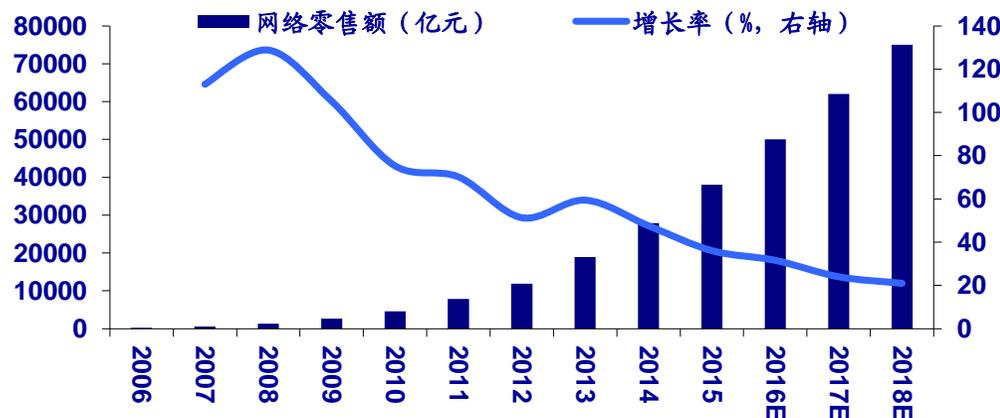
全国50家零售企业销售额同比增速 (%)



中国连锁经营百强排名及经营数据

企业名称	2017年销售额 (亿元)	销售额增长率	2017年门店总数 (家)	门店增长率
苏宁云商集团股份有限公司	2433	29.2%	3799	10.9%
国美电器有限公司	1537	-6.7%	1604	-1.5%
华润万家有限公司	1036	0.1%	3162	-1.9%
高鑫零售有限公司	954	2.3%	383	4.6%
沃尔玛 (中国) 投资有限公司	803	4.7%	441	0.5%
永辉超市股份有限公司	654	20.2%	806	65.5%
重庆商社 (集团) 有限公司	583	3.9%	322	-0.6%
联华超市股份有限公司	565	-5.6%	3451	-5.4%

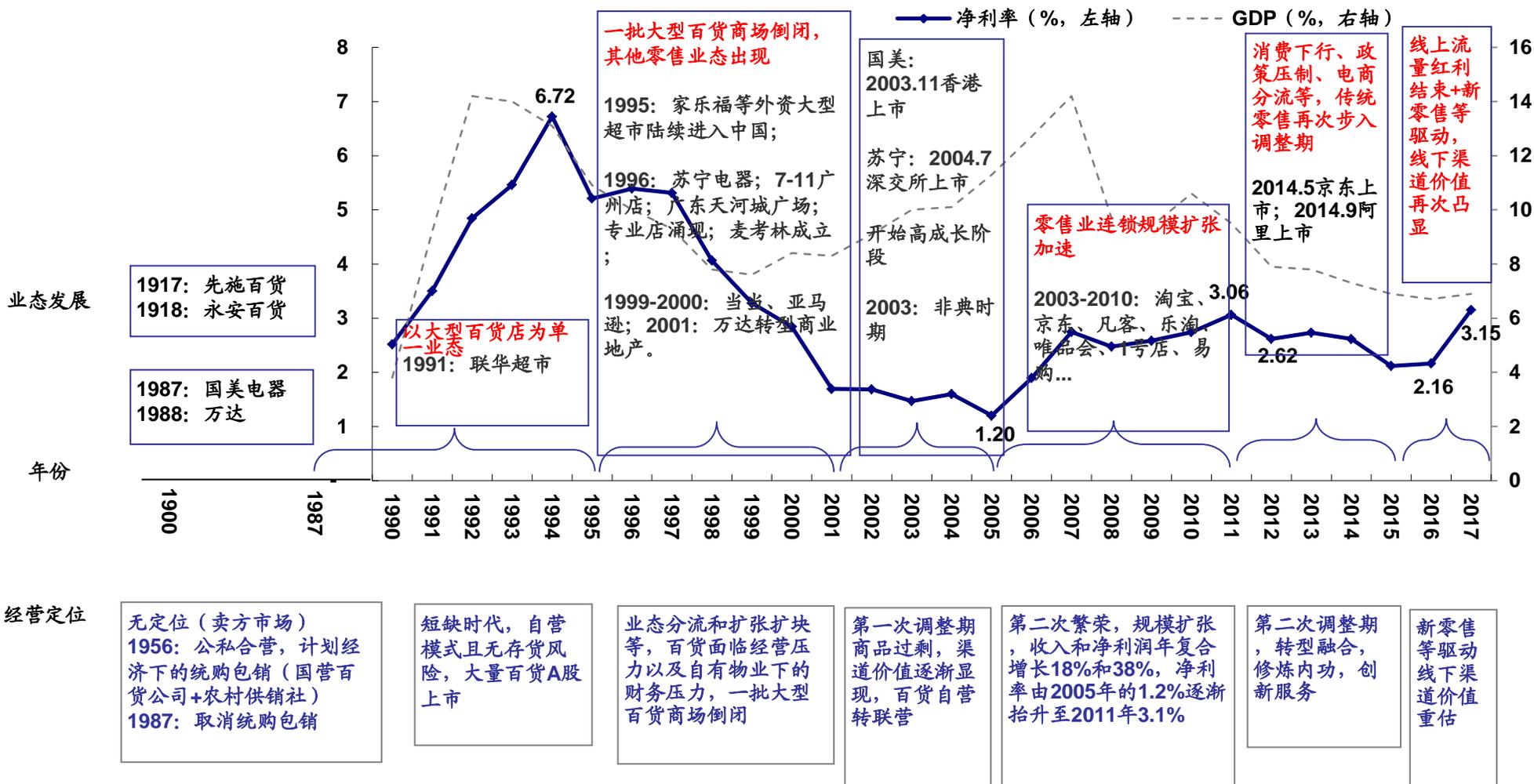
艾瑞咨询网络零售额及增速



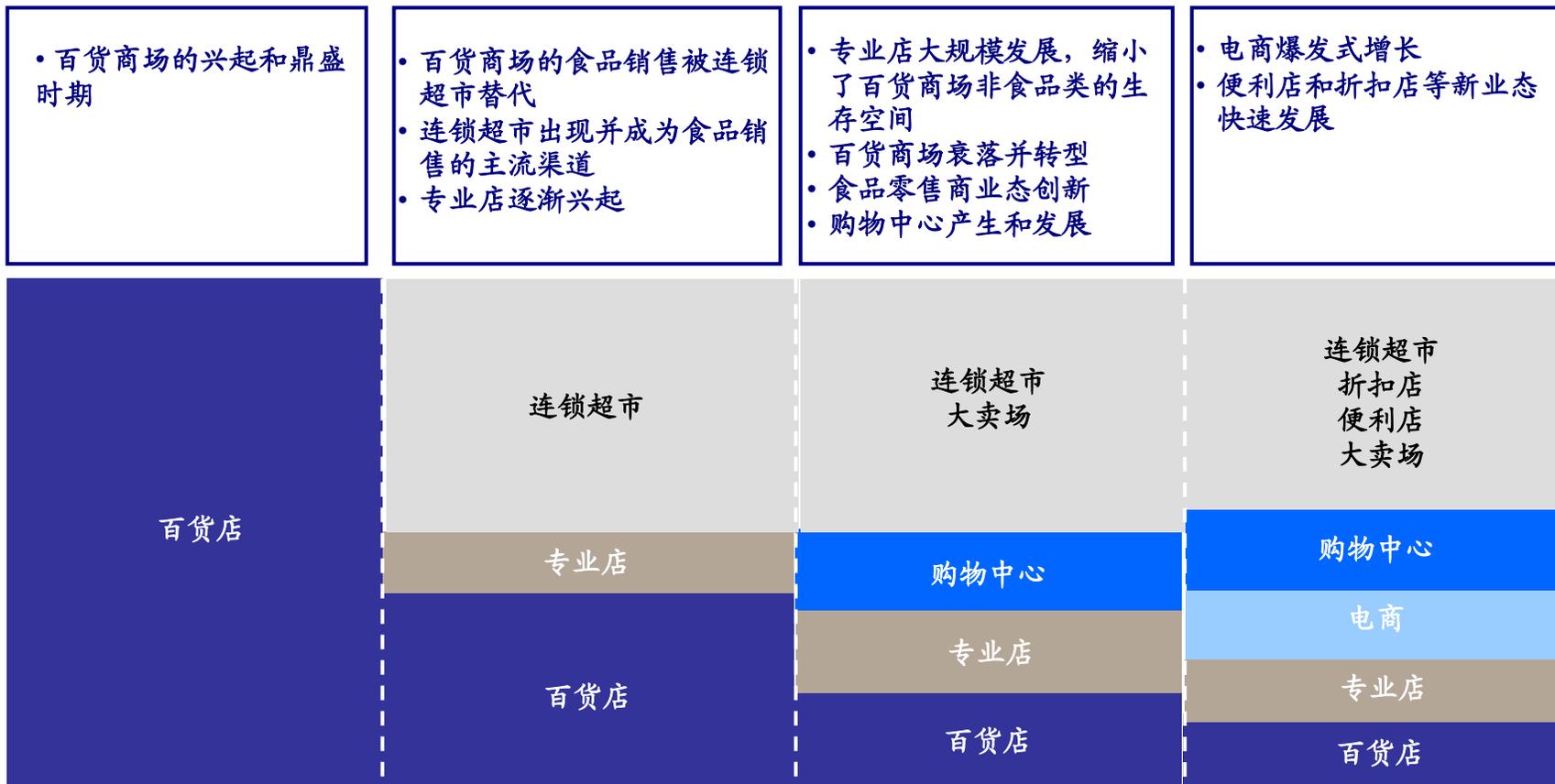
行业分析：历史观——生命周期与业态演进



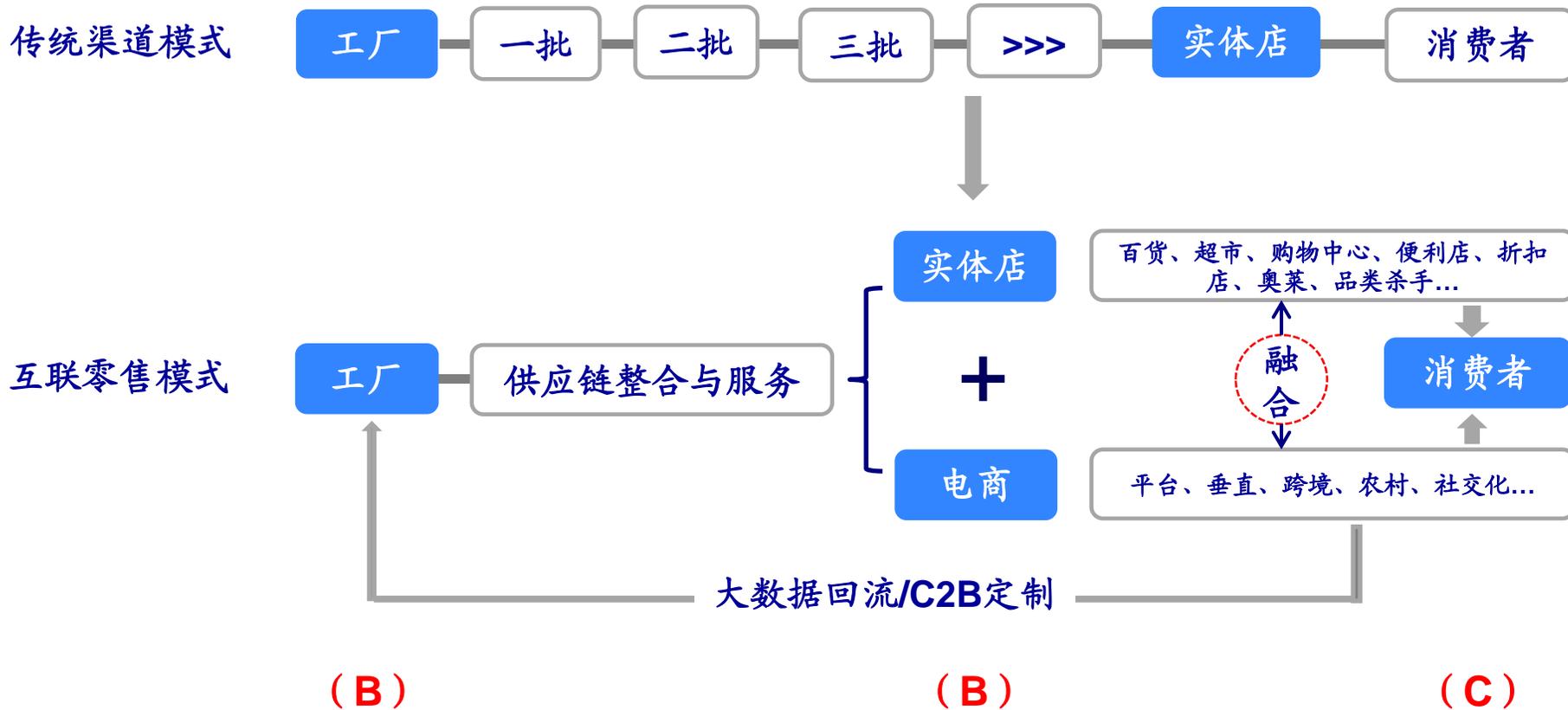
零售行业的历史衰荣及现状



零售业态的演进

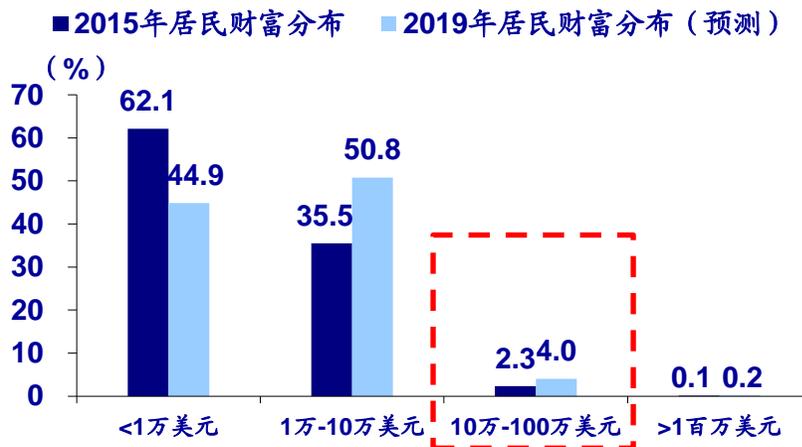
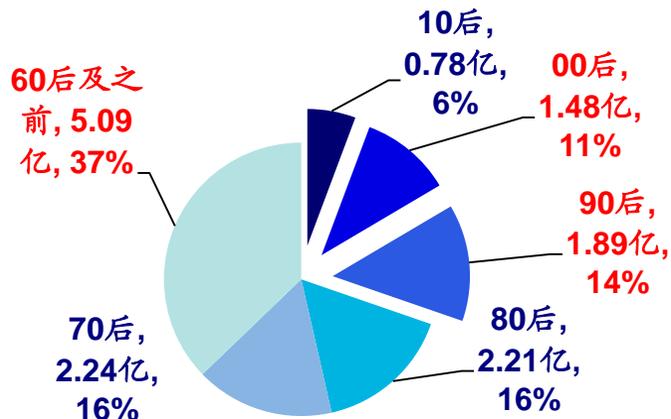


产业链环节的变化



行业分析：有哪些驱动力，如何变化？

90后、老龄人、中产阶级等新消费群体涌现，消费习惯分化



移动互联等新技术出现，重构消费模式



场景入口多元，购买时空自由



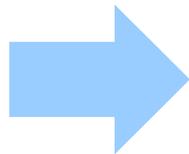
价格信息极致透明



基于大数据精准营销

以门店为中心的经营模式

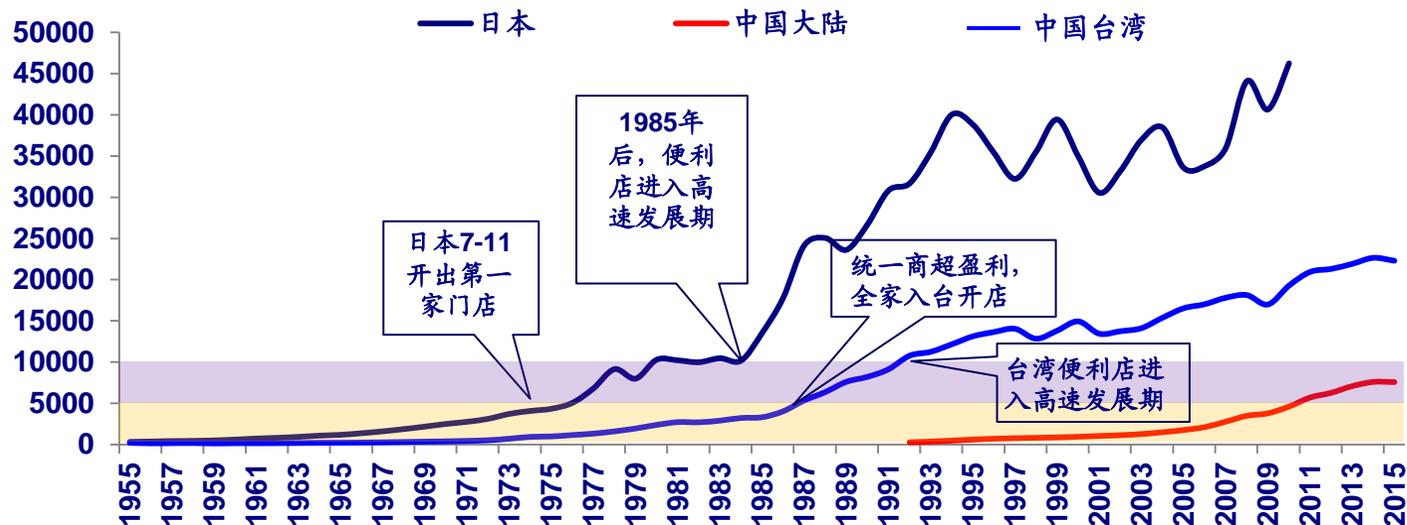
- 门店地段：核心商圈
- 门店面积：>6万平米的购物中心
- 物业属性：自有物业
- 区域市场份额：市场份额领先
- 区域成长性：人均收入快速增长



以客户为中心的经营模式

- 商品质量与种类：多元化、高质量商品（跨境电商）
- 性价比：又好又省（折扣店）
- 便利性：网点密集（便利店）
- 体验与服务：互动娱乐体验（购物中心）
- 供应链整合：支撑商品质量和性价比

国际对比研究，例：日本、中国台湾、中国大陆便利店发展与人均GDP关系



商业模式对比研究，例：苏宁易购与京东对比（20180712）

公司	市值	线下收入占比	GMV	增速	扣非净利润	毛利率	扣非净利率
京东	3668亿元	0%	12944亿元	38%	-10.7亿元	14.02%	-0.30%
苏宁易购	1220亿元	43%	2433亿元	29%	-0.9亿元	14.10%	-0.05%

行业分析：对比研究，知己知彼



香港、欧美同业估值对比

代码	简称	收盘价 (单位)	总市值 (亿单位)	EPS (单位)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
03368 HK	百盛集团	0.92	25	-0.05	0.02	0.03		39.58	26.39	0.49	0.41
01212 HK	利福国际	16.50	263	1.79	1.15	1.23	9.15	14.29	13.40	5.37	6.51
03308 HK	金鹰商贸集团	9.53	159	0.76	0.71	0.78	10.60	11.40	10.34	2.74	2.23
01700 HK	华地国际控股	1.94	41	0.15	0.16	0.16	10.68	10.38	10.38	0.82	0.67
	港股百货平均						10.15	18.91	15.13	2.36	2.45
6808 HK	高鑫零售	10.42	984	0.29	0.30	0.33	30.44	29.09	26.95	0.82	3.76
814 HK	京客隆	1.90	8	0.12	0.12	0.14	14.19	13.69	11.66	0.05	0.39
	港股超市平均						22.32	21.39	19.30	0.44	2.07
2903 TT	远东百货	18.40	263	1.09	1.26	1.30	15.98	14.78	14.27	0.69	0.96
JWN US	诺德斯特龙	53.42	89	2.84	3.48	3.63	17.99	15.34	14.70	0.57	8.37
M US	梅西百货	36.44	111	3.77	3.84	3.47	10.76	9.41	10.42	0.43	1.90
KSS US	柯尔百货	70.20	116	4.19	5.38	5.66	15.55	12.89	12.27	0.59	2.18
	欧美百货平均						15.07	13.11	12.91	0.57	3.35
WMT US	沃尔玛	86.53	2553	4.42	4.76	4.85	19.02	18.19	17.83	0.51	3.38
COST US	好市多	210.95	939	5.82	6.97	7.69	31.38	30.71	27.82	0.67	7.73
CA FP	家乐福	13.19	103	1.00	0.99	1.17		13.29	11.17	0.12	1.01
TSCO LN	乐购	255.40	251	0.12	0.14	0.17	21.19	18.09	15.29	0.36	2.01
	欧美超市平均						23.86	20.07	18.03	0.42	3.53

注：取2018年7月12日收盘价和市值；2018-19年预测值取一致预期；各公司股价、市值及EPS的货币单位不同，港股单位为港币，欧美单位为美元或欧元；PE、PB可比，PS可能因收入计量方式差异而不可比

平台型公司阿里巴巴经营规模领先，盈利能力领先

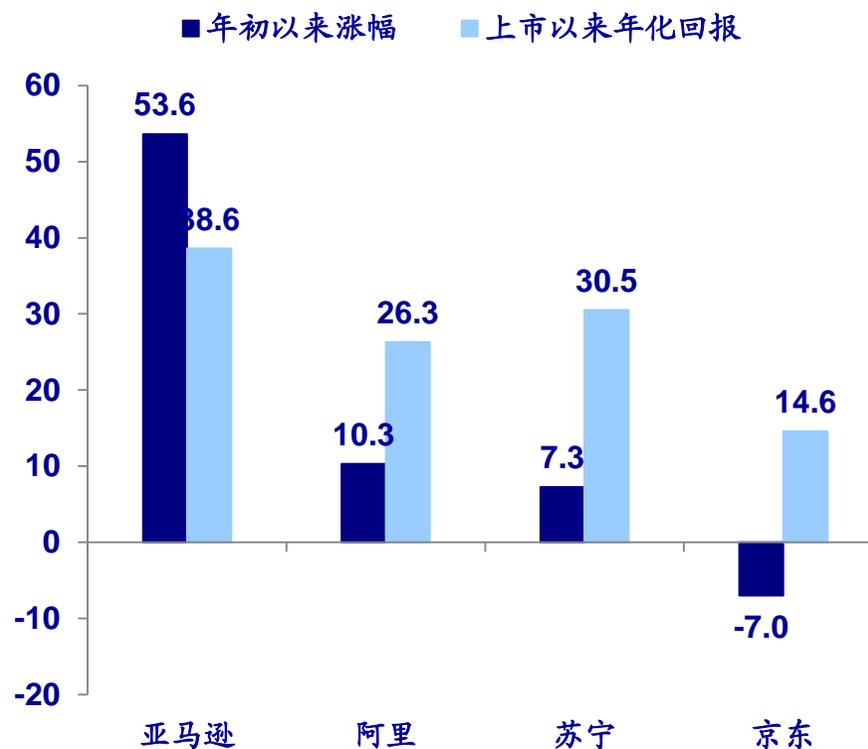
阿里巴巴、京东、苏宁易购、亚马逊2017年数据对比

	阿里巴巴	京东	苏宁	亚马逊
GMV (亿元)	48200	12944	2433	-
收入 (亿元)	2269	3623	1879	11561
年度活跃用户数 (百万人)	515	293	-	-
毛利率 (%)	57.2	14.0	14.1	37.1
费用率 (%)	29.5	14.3	13.6	34.8
净利率 (%)	35.1	1.37	2.15	1.71
ROE (%)	-	-0.4	5.8	12.9
自由现金流 (亿元)	953	157	-90	1847

主要电商可比公司估值 (201800712)

	总市值	年初至今涨幅	收入	净利润	PGMV	PS	PE
	亿元	%	亿元 2017	亿元 2017	倍 2017	倍 2017	倍 2017
京东	3668	-7.0	3623	49.7	0.28	1.01	74
苏宁易购	1218	7.3	1879	9.3	0.50	0.65	131
阿里	32096	10.3	2269	796	0.67	14.15	40
亚马逊	58170	53.6	11561	197		5.03	295

主要电商2018年初以来涨幅及上市以来年化回报 (%)



线上线下融合

- 线上线下联姻：阿里控股银泰，入股苏宁；京东入股永辉
- 电商“最后一公里”：京东到家



新业态

- 便利店：红旗连锁
- 折扣店：名创优品
- 体验型购物中心：步步高梅溪新天地



供应链整合

- 零售商自行整合：永辉与供应商合作直采
- 供应链服务：江苏国泰、搜于特

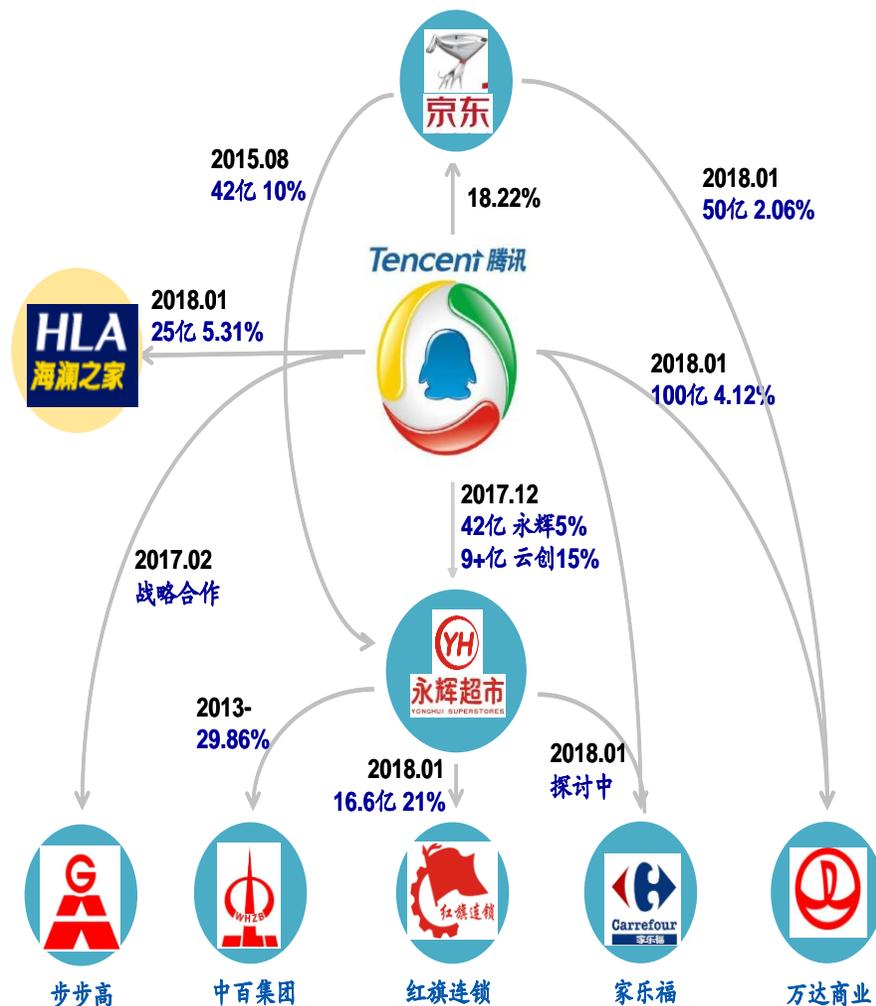
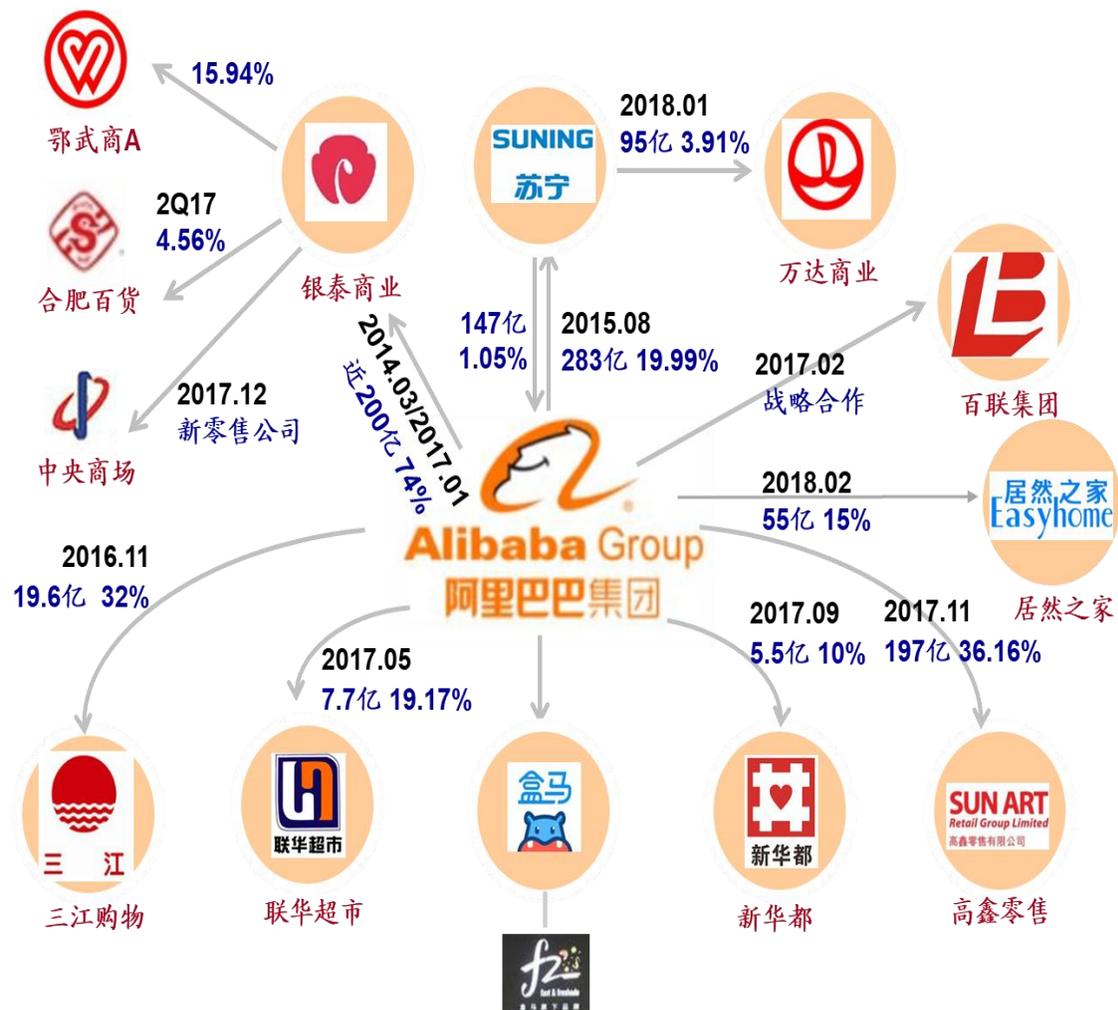


零售+金融

- 消费金融：重庆百货、小商品城设立消费金融公司
- 外延拓展：红旗连锁参股民营银行



图：阿里、腾讯的新零售布局



注：图中百分数为收购股权比例，数字为收购金额

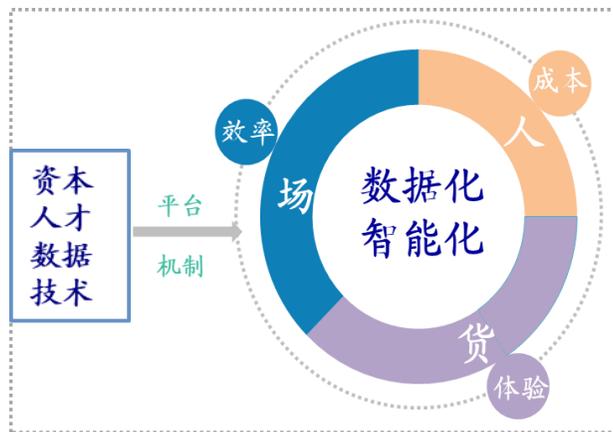
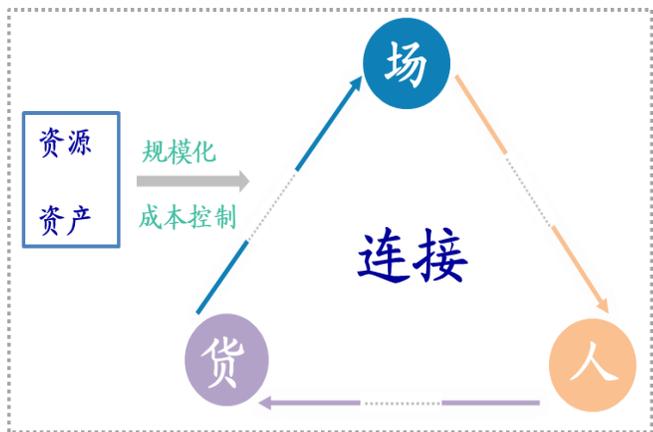
资料来源：联商网、各公司公告、海通证券研究所

新业态新服务新模式获资本青睐，资本助推迭代创新



信息不对称
商品流通不畅
集中化经营

信息透明化
商品流通高效
碎片化经营



新龙头**加速**赢得市场
——永辉超市

新模式新服务**加速**涌现
——盒马鲜生

老玩家**加速**资源变现转型
——高鑫零售

零售产业新格局**加速**形成

线上增速放缓，竞争格局趋稳

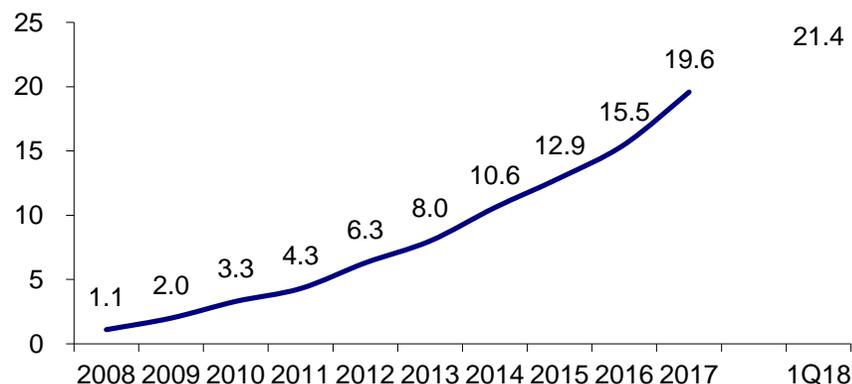
网络零售额增速放缓至32%，1Q18占比21%，主要品类电商渗透率已较高。

国际比较：中国2017年网络零售额占社零20.4%，高于主要国家，2017年日本网络零售额占比在10%以下。

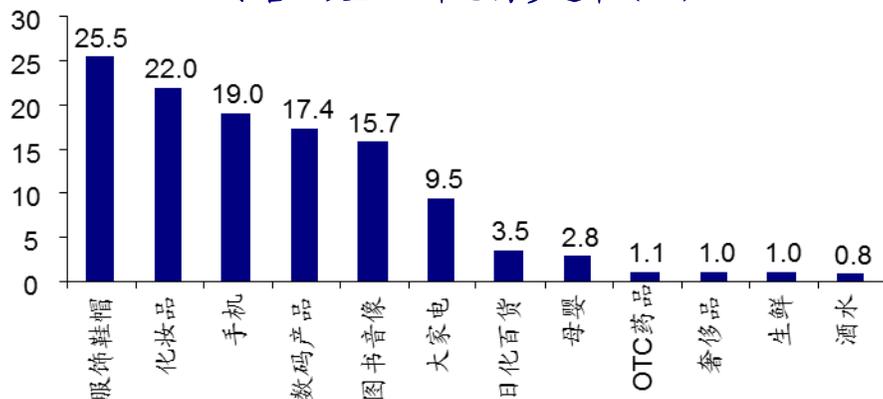
网络零售额增长情况（2008-1Q2018）



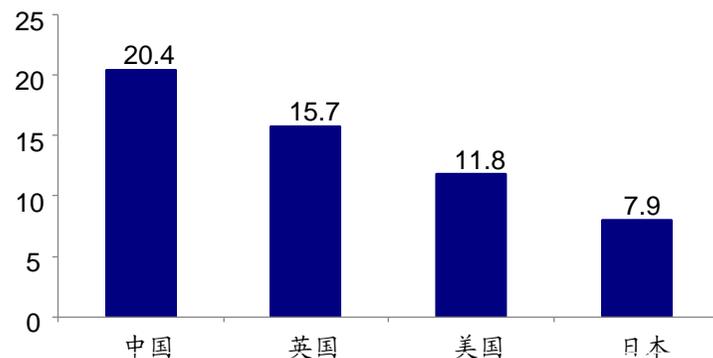
主要网络零售额与社零总额之比（%，2008-1Q2018）



零售品类2015年电商渗透率（%）



各国网上零售额占零售总额比例（%，2017年）



线上线下载再平衡是龙头间的动态平衡

电商龙头增速回落但边际份额稳定，实体零售商增长分化。

所谓线上线下载平衡，并不是所有参与者的平衡，而更多的是线上线下载龙头之间的动态平衡，王者在更替，在正在形成的新竞争结构中，有完善生态、有核心资源和竞争力的龙头在赢得更大市场份额，强者更强，龙头价值更稀缺。

中、美线上/线下主要零售商GMV/收入增速（%，2015-2017）

	京东GMV	苏宁GMV	阿里GMV	亚马逊	永辉超市	高鑫零售	好市多	沃尔玛
CAGR11-17	97.34	84.66	48.58	28.87	27.00	8.65	7.06	0.84
2015	84.12	94.93	26.54	20.25	14.75	5.10	3.16	-0.73
2016	59.01	60.14	21.82	27.08	16.82	4.27	2.17	0.78
2017	37.83	57.37	27.95	25.68	19.01	2.46	5.34	-4.08

中国主要零售商的增量市场份额对比（%）

	阿里GMV	京东GMV	苏宁GMV	永辉超市	高鑫零售
2011				0.18	0.40
2012	15.20	1.97	0.46	0.26	0.36
2013	21.13	2.43	0.27	0.21	0.29
2014	26.37	5.33	-0.01	0.21	0.20
2015	22.34	9.29	0.84	0.19	0.16
2016	21.49	11.10	0.96	0.23	0.13
2017	31.02	10.47	1.36	0.28	0.07

盒马模式在一定程度上证明了生鲜电商的不经济

✓ 测算盒马单笔配送费（估计5-10元）远低于我买网（20-30元），且物流费用率（4%）低于我买网（11%），印证“仓-店-用户”模式相比纯生鲜电商的物流成本优势

✓ 与实体超市相比，生鲜电商实现盈利必须要求更高毛利率以覆盖更高费用率

我买网活跃用户、客单价、每单毛利及配送费等

	2014	2015	2016	1H16	1H17
活跃用户数（万）	130	200	320		310
yoy（%）		53.85	60.00		
订单数（万份）	529	826	1226	553	410
yoy（%）		56.16	48.53		-25.82
客单价（元）	202	176	187	206	261
每单毛利（元）	15	11	12	12	28
每单配送费（元）	30	24	22	22	30
人均购买次数（次）	4.1	4.1	3.8		

我买网销售管理费用拆分 vs 盒马、永辉

	2014	2015	2016	1H17	盒马测算	永辉2016
员工报酬费用（%）	7.97	7.84	6.65	5.42	7.94	7.61
配送开支（%）	14.72	13.29	11.57	7.80	4.17	0.90
租金及公用事业费（%）	1.46	1.17	0.83	0.68	5.36	2.75
水电费（%）					1.80	1.40
宣传及广告开支（%）	11.13	11.21	7.77	4.28		0.32
技术开发开支（%）	3.12	2.95	2.33	1.65		
折旧开支（%）	0.77	0.79	0.61	0.54	3.31	1.90
其他（%）	3.83	3.98	2.23	2.34	2.00	2.29
销售管理费用率（%）	43.01	41.24	32.00	22.72	24.57	17.17

性价比测算

线上投放 VS 线下开店

✓ 结合敏感性分析，测算线下开店的年收入为同等金额在线上营销投放带来增量收入的1.1-1.5倍

✓ 渠道权衡之下，当前时点在线下做生意可能更划算；且在目前获客成本仍持续上涨的情况下，线上投放性价比的提升只能来源于更高的客单价或复购率

对线下开店VS线上投放的性价比测算假设

线下门店假设		线上投放假设	
面积（平米）	5000	营销费用（万元）	2850
坪效（万元/平米/年）	1.5	新增单个活跃用户的营销费用（元）	200
年均收入（万元）	7500	新增活跃用户（万）	14.25
初始投入（万元）	1500	人均购买次数（次）	4
费用率（%）	18%	客单价（元）	120
		新增活跃用户合计贡献收入（万元）	6840
		线下门店收入/线上增量收入（倍）	1.10

线下开店/线上增量收入（倍）对线下坪效、线上客单价的敏感度分析（获客成本200元）

	倍	线上客单价（元）				
		80	100	120	150	200
（万元/平米） 线下坪效	1.0	1.3	1.0	0.9	0.7	0.5
	1.5	1.6	1.3	1.1	0.9	0.7
	2.0	1.9	1.5	1.3	1.0	0.8
	2.5	2.1	1.7	1.4	1.1	0.8
	3.0	2.2	1.8	1.5	1.2	0.9
	5.0	2.6	2.1	1.7	1.4	1.0

市值与估值：新龙头正创新高

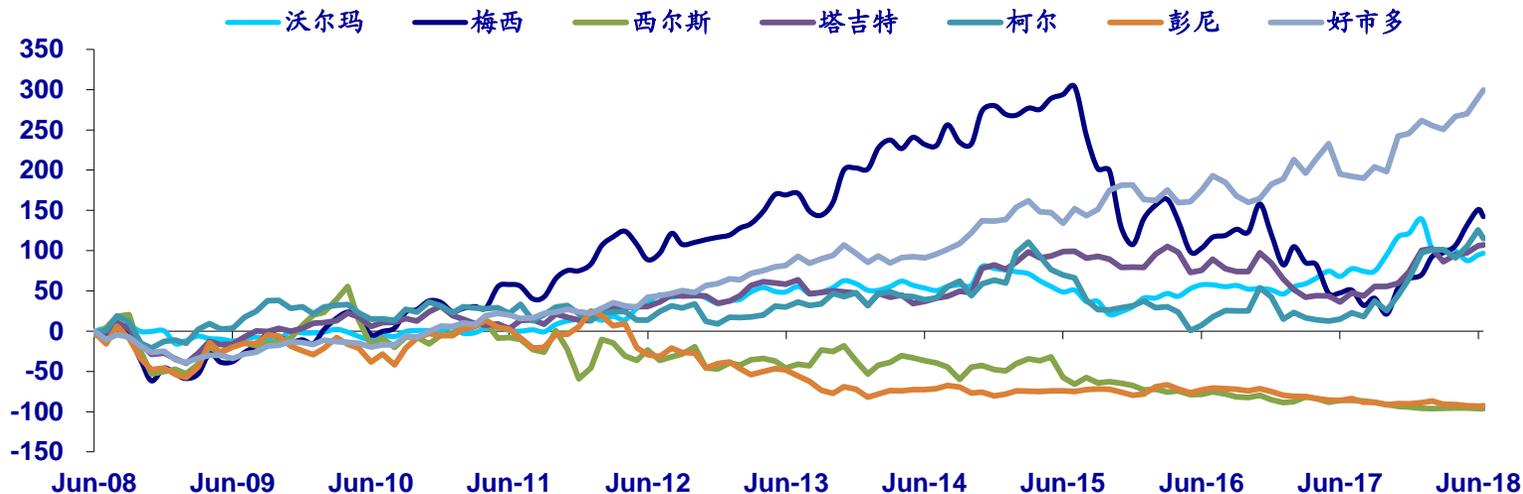
股价表现分化，亚马逊、阿里巴巴、京东、好市多创历史新高，西尔斯、梅西百货等处下跌通道。

2017年初至今亚马逊涨138%，阿里巴巴涨115%，京东涨49%，股价期间均创新高；好市多2017年初至今涨42%，近期股价也创新高。同时，当前仍有一批传统百货/超市市值在历史相对底部，如沃尔玛、苏宁易购、高鑫零售市值分别为历史最高的45%~75%。

过去10年，亚马逊涨2101%；好市多涨293%，梅西百货涨101%，柯尔百货涨98%，沃尔玛涨92%，Target涨86%；彭尼百货和西尔斯各跌93%和97%。以亚马逊为代表的电商和科技公司在抢夺传统线下零售商的市场份额。

美国渠道历史兴亡，可资镜鉴，这会不会也将是中国零售渠道变革的未来路径呢？

美国主要传统零售商十年涨跌幅（%，月度）



行业分析：股价的核心驱动逻辑（苏宁易购）



2004.7—2010.10: 【业绩驱动】

期间市值自30亿翻了36.9倍至1124亿，年化收益率为**77.9%**

期间收入和净利润年复合增长**42%**和**67%**，净利率由**2.02%**提升至**5.34%**

2004年和2010年时点动态PE在23倍和28倍

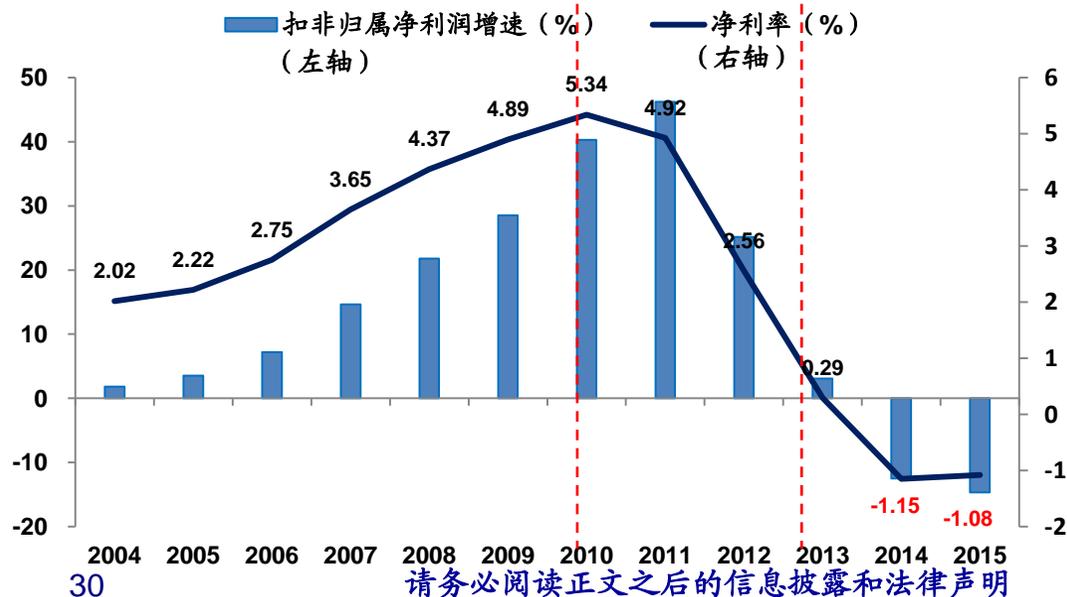


2013.7至今: 【转型驱动】

期间市值自365亿最高翻了4.6倍至2015年6月中旬的1683亿元，年化收益率**121%**

收入年复合增长**10%**，2010年扣非净利40.3亿，2014和2015年分别亏损12.5亿元和14.6亿

线上线下同价、上线游戏平台、支付牌照、申报民营银行、保险销售、移动转售、收购PPTV.....



行业分析：股价的核心驱动逻辑（新华百货）

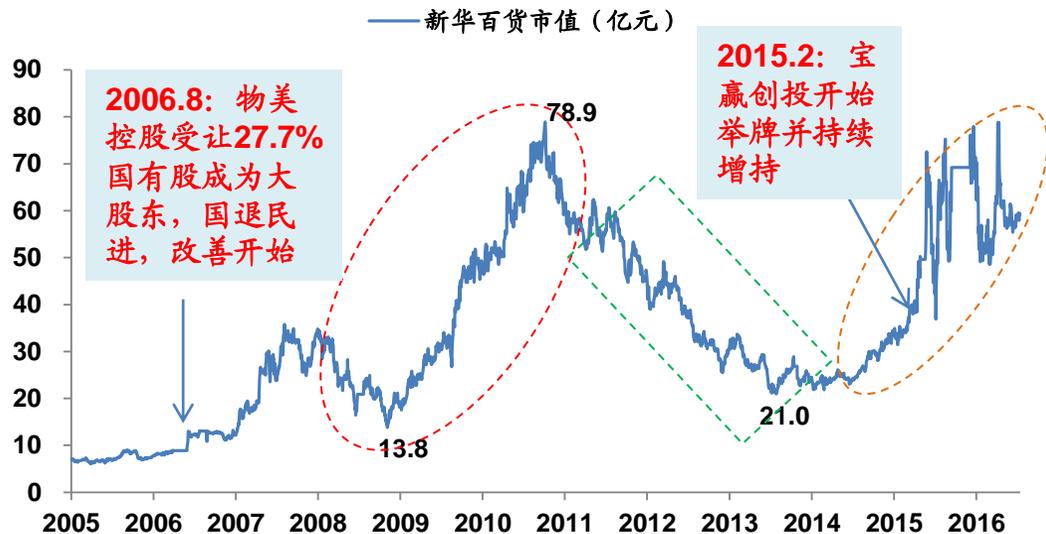


2008.11—2010.9（1.9年）：

市值自13.8亿翻了5.7倍至78.9亿，年化收益率为**147%**

2008-10年收入和净利润年复合增长**16%**和**41%**，净利率由3%提升至5.9%

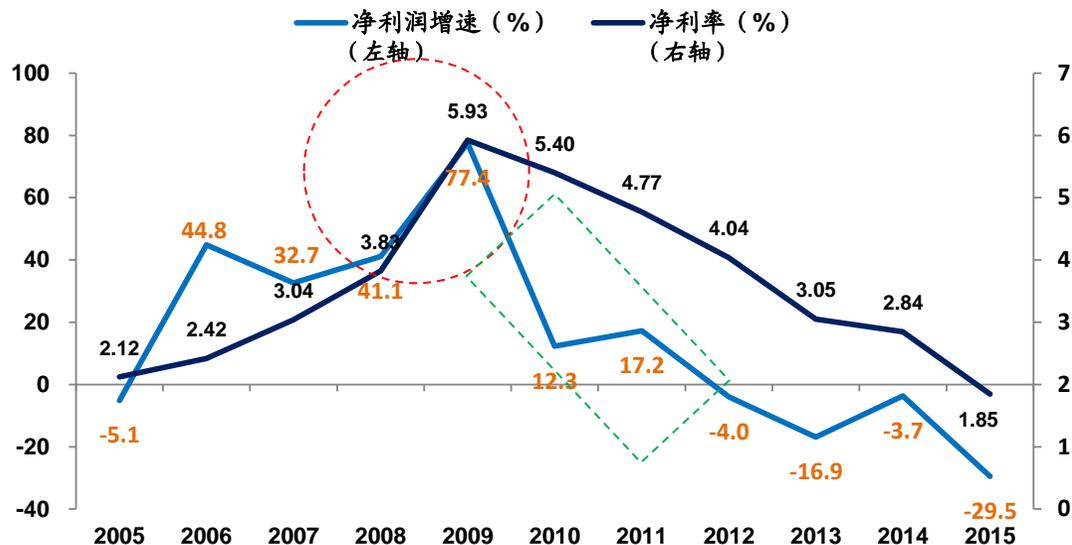
2008年和2010年时点动态PE在**12.8倍**和**36.6倍**



2010.11—2013.7:

市值自78.9亿跌至21亿，PE自36倍降至10.4倍

收入年复合增长**18%**，净利润年复合增长**-2.2%**

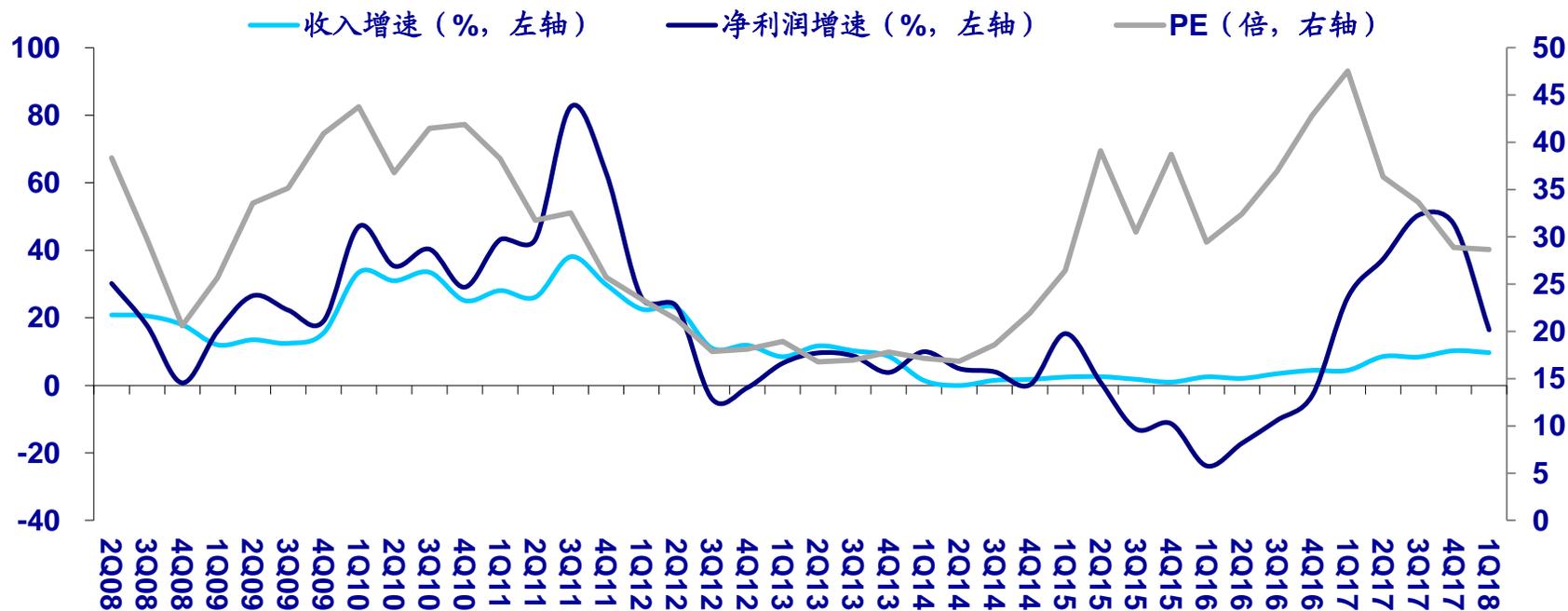


2015.2开始，宝赢及一致行动人二级市场举牌，至2015.12持股比例增至**32%**，成为第一大股东

行业估值回顾：PE与业绩增速的关系

2014年2季度之前，行业TTM-PE与收入、净利的增速基本相匹配，PE的变动提前反映业绩变动的趋势。2014年3季度至2016年2季度，PE的变化与业绩增速脱钩，更多反映了转型和整合预期。2016年3季度以来，利润增速回升，开始回落。

零售上市公司TTM-PE、收入增速和净利增速历史对比（2Q2008-1Q2018）

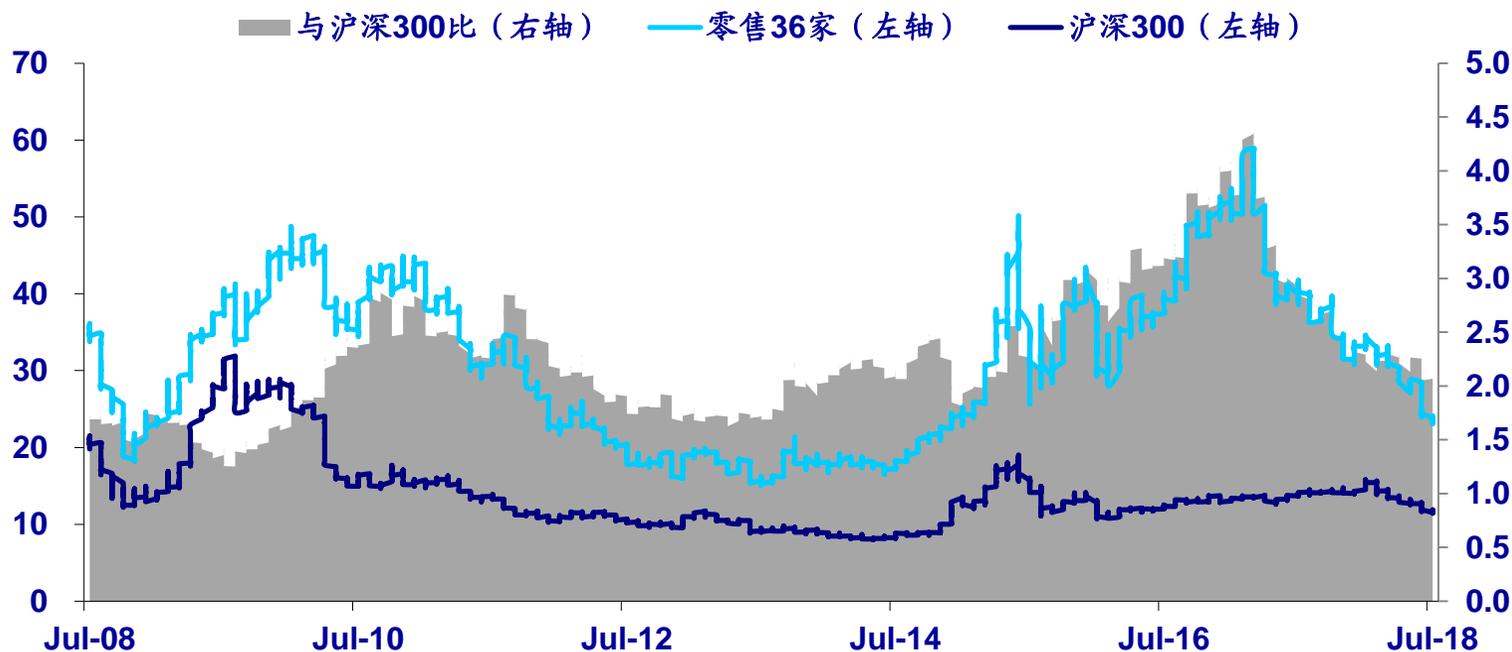


行业估值回顾：相对沪深300的估值水平



零售上市公司当前**24倍**的**TTM-PE**估值相对于沪深300 **12倍**估值的溢价率为**2.0**倍，低于**2.2**倍的历史平均溢价率，处于历史平均水平。

零售公司**TTM-PE**相对沪深300的溢价处于历史高点（倍，20080712-20180712）



2. 公司分析

公司经营的宏观及行业环境

业务、竞争力、方向、机制

盈利预测：收入、毛利率、费用

股价的核心驱动要素

业态

百货、超市、家电连锁、专业市场、多业态零售、购物中心、奥特莱斯、便利店、折扣店……不同业态对应不同的生命周期、成熟度和成长环境。

区域

东部、中西部、东北；一线、二线、三四线、县镇市场。不同区域的人口构成、经济环境、消费习惯偏好、收入支出潜力不同

竞争格局

每个业态有不同的市场集中度，不同区域内因规模、地段、品牌控制力等有不同的竞争环境，不同业态受电商冲击的程度也不同。

公司分析：宏观及行业环境（举例）



	苏宁易购	国美零售	京东
2017			
收入（亿元）	1879	731	3623
增速（%）	26.5	-6.7	39.3
扣非净利润（亿元）	-0.9	-5.8	-10.7
1Q2018			
收入（亿元）	496	180	1001
增速（%）	32.8	0.6	31.4
线上业务增速（%）	81.5	29.0	30.4
扣非净利润（亿元）	0.2	1.1	15.25
增速（%）		-17.4	
目前市值（20180713，亿元）	1221	158	3604
20180101-20180713涨幅（%）	7.5	-8.5	-7.6

公司分析：宏观及行业环境（举例）



南京新街口商圈主要百货门店

门店	开业时间	店龄（年）	建筑面积 （万平方米）	营业面积 （万平方米）	定位	公司
新街口百货	1952/8/1	61.89	5.00	3.50	中端	南京新百
东方商城	2000/2/23	14.29	2.62	1.87	高端	南京新百
国贸中心			8.00	2.00	中高端	三胞集团
国际金融中心	2009/5/13	5.07	11.80	2.70	高端	三胞集团
德基	2006/6/26一期 2012/5/8二期	7.95	31.30	20.35	高端	德基集团
万达购物广场	2009/12/18	4.47	27.50	12.38	中高端	万达集团
中央商场	1936/1/12	78.45	9.00	6.30	中高端	中央商场
友谊国际广场			7.26	5.44	中高端	金盛集团
金陵百货	1997/5/28	17.04	0.81	0.71	高端	金陵饭店
金盛百货	2006/10/9	7.66	1.10	0.88	居家	金盛集团
金鹰商场	1996/4/1	18.19	3.34	2.50	高端	金鹰商贸
大洋百货	2003/1/1	11.44	10.13	7.60	中端	大洋百货
时尚莱迪广场	2005/4/1	9.19	2.82	2.40	中高端	时尚集团
艾尚天地	2012/10/30	1.6	3.00	2.55	年轻时尚	大发集团
合计			123.69	71.18		

公司分析：业务、竞争力、方向、机制



公司的业务基础：门店（以王府井为例）

序号	门店	开业时间	店龄 年	建筑面积 平米	经营面积 平米	控股比例 (最新,%)	物业	定位
1	百货大楼	Sep/1955	60.9	139702	90000		自有	成熟
2	长安商场	May/1990	26.2	32041	20000	100%	自有	成熟
3	双安商场	Aug/1994	21.9	35624	23000	100%	自有	成熟
4	东安市场	Dec/2004	11.6	12407	12800	100%	租赁	成熟
5	广州王府井	Jul/1996	20.0	33470	20000	100%	租赁	成熟
6	武汉王府井	Jan/1998	18.5	35030	27000	100%	自有	成长
7	成都王府井	Dec/1999	16.6	63333	42000	100%	自有	成熟
8	包头王府井(1店)	Dec/2002	13.6	29095	23000	100%	租赁	成长
9	重庆王府井(1店)	Dec/2003	12.6	49362	30000	100%	租赁	培育
10	长沙王府井	Dec/2004	11.6	71893	59893	100%	自有	成长
11	呼和浩特王府井	Dec/2004	11.6	37115	36275	100%	租赁	培育
12	洛阳王府井	Dec/2004	11.6	38358	38358	100%	租赁	成长
13	重庆王府井沙坪坝店	Jan/2006	10.5	38528	27000	100%	租赁	培育
14	西宁王府井	Nov/2006	9.7	25905	24610	100%	租赁	培育
15	乌鲁木齐王府井	Mar/2007	9.3	30000	30000	100%	租赁	培育
16	包头王府井青山店	Apr/2008	8.3	30282	23000	100%	租赁	培育
17	太原王府井	May/2009	7.1	83945	52046	100%	租赁	成长
18	兰州王府井	Aug/2009	6.9	51379	35965	100%	租赁	成长
19	昆明王府井	Sep/2009	6.8	34299	24009	100%	租赁	成长
20	北京大兴火神庙	Dec/2010	5.6	43000	30100	100%	租赁	培育
21	株洲店	Nov/2010	5.6	33000	23100	100%	租赁	培育
22	鄂尔多斯店	Sep/2011	4.9	58272	40790	100%	租赁	成长
24	成都2店(购物中心)	Dec/2011	4.6	92086	64460	100%	租赁	成长
.....	合计
	自有物业				2659000	37.76%		

公司的核心竞争力：各要素分析

门店/物业

- 是否核心商圈&位置
- 数量与结构
- 面积、属性及成本
- 店龄结构
- 交通、停车便利性
-

商品&服务

- 定位，商品品类构成
- 商品陈列、促销
- 模式：联营/自营...
- 业态组合的丰富度
- 会员、服务
-

物流&信息

- 仓储物流基地
- 分拣线
- 中央大厨房
- 现代信息系统
-

供应链

- 扁平化、压缩环节
- 买手制、自有品牌
- 深度联营
- 基地直采
- 海外供应链整合
-

线上线下的融合，互联网+

互联网化门店

- WIFI、ibeacon
- 导航、导购系统
- 二维码、移动支付
- 门店仓、虚拟专柜
- 微店
-

模式升级

- 单品管理
- 库存控制
- 统一价格体系
- 大数据精准营销
- 会员数据管理与服务
-

后台支撑强化

- 智能化、自动化
- 工业化生产
- 最后一公里配送
- 适应于线上下融合的
信息系统和管理工具
-

供应链更优化

- C2B个性化定制
- 柔性供应链服务
-

公司的战略目标

- ✓ 整合线下资源，扩张的范围、深度、目标和计划？永辉超市、银泰商业
- ✓ 互联网+，深入融合线上线下？天虹股份、王府井
- ✓ 转型新业态与新服务，面向新成长？中百集团、江苏国泰、小商品城
- ✓ 价值型，稳健分红？欧亚集团

综合上述分析，自上而下得出公司中长期的收入和净利润增长前景

公司分析：业务、竞争力、方向、机制

机制，非常重要！！

国企还是民营，治理结构如何，是否有激励以及是否充分有效？

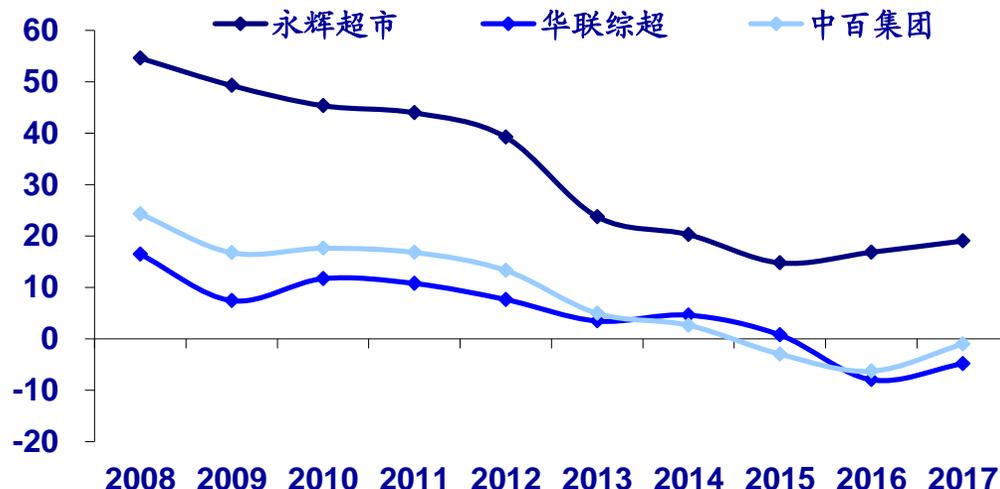
不同机制下的公司成长性、盈利能力等有显著差异，所以**2014年以来，我们非常看重国企改革与并购重组！**

A股国企百货与港股百货净利率差异

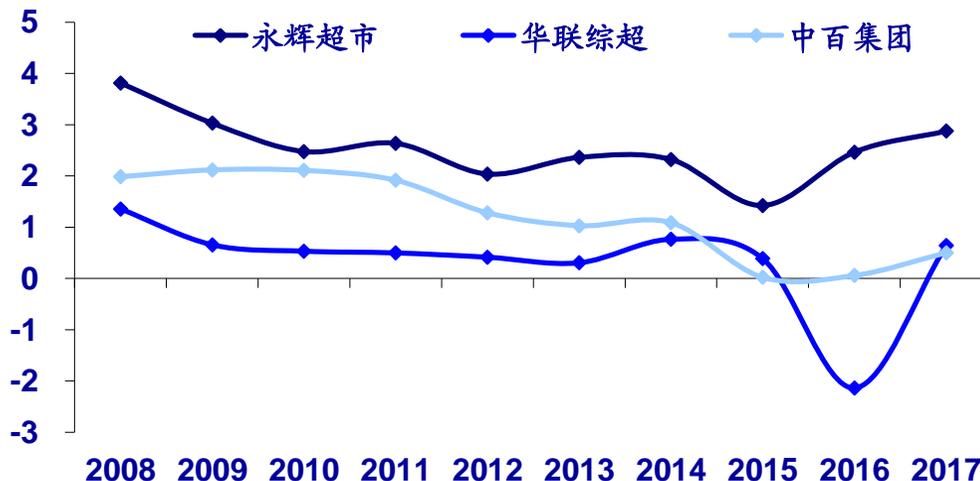


资料来源：WIND、海通证券研究所

收入增速差异 (%)



净利率差异 (%)



国企通过员工持股和股权激励，理顺激励机制，释放经营潜力。国企相对民企股权激励公司较少，未来有提升空间。

2014年以来批零行业中国企员工持股计划

公司	董事会预案日	初始资金规模 (万元)	占总股本比例 (%)	股票来源	持有人数 (人)	高管认购比例 (%)
鄂武商A	2015-1-16	84371	9.43	认购非公开发行	1141	30.00
物产中大	2015-4-16	134900	7.01	认购非公开发行	1074	5.60
银座股份	2016-3-15	35813	4.68	认购非公开发行	923	6.84
天虹股份	2017-12-29	11844	1.02	市场化增持计划	242	6.47

2014年以来批零行业中国企限制性股票激励计划

公司	方案进度	激励总数 (万股)	占当时总股 本比例 (%)	转让价格 (元/股)	有效期 (年)	锁定期 (年)	解锁条件
天虹股份	终止 (2014/7/5)	657	0.8	4.79	5	2	业绩相关的解锁条件
鄂武商A	实施 (2015/4/24)	2178	4.3	6.40	5	2	业绩相关的解锁条件
汉商集团	董事会预案 (2016/3/12)	1396	8.0	9.35	5	2	业绩相关的解锁条件

国企通过定增或二级市场增持引入战略投资者，改变国资主导的管理格局，改善治理结构，提升效率。

2014年来国企定增引入战投情况梳理

公司	战略投资者	定增后 持股比 例 (%)
鄂武商A	周志聪（路卡服装集团董事长）、前海开源基金专项资管计划	3.33
新世界	咎圣达（江苏综艺集团董事长）	16.66
百联股份	国开金融、珠海沐珊股权投资、上海并购股权投资基金、上海净涌投资	10.11
王府井	三胞集团南京投资管理有限公司	10.99

2014年至今批零行业中国企被举牌事件

公司	举牌方	举牌方实 际控制人	首次举牌公 告日	最后持 股比例 (%)
中兴商业	杭州如山创投	姚新泉	2014/3/20	10.0
中兴商业	大商集团、大商投资	大商集团	2014/6/13	20.0
银座股份	中兆投资	黄茂如	2014/12/24	10.0
新世界	国华人寿	刘益谦	2015/8/13	10.0
汉商集团	阎志，卓尔控股	阎志	2015/9/3	25.0
合肥百货	前海人寿	姚振华	2015/9/18	6.7
南宁百货	前海人寿	姚振华	2015/9/22	14.6
北京城乡	孙敏	-	2015/12/1	5.0
欧亚集团	安邦养老，和谐健康保险	安邦保险集团	2015/12/12	14.54
欧亚集团	上海宝银	崔军	2016/4/27	4.78
津劝业	广州润盈投资	赖钦祥	2016/7/13	5.0

收入增长预测：对公司中长期业绩增长前景可能是最重要的

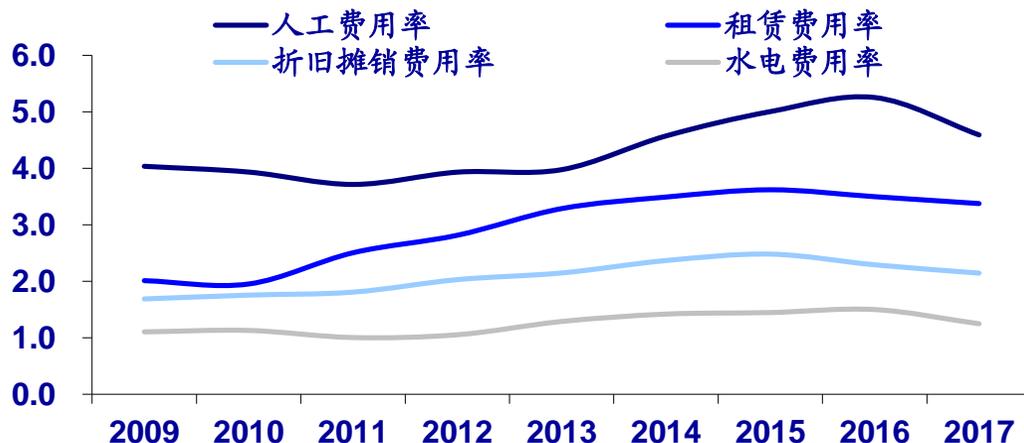
- ✓ 基于自上而下分析得出的公司未来几年的收入增长模型，对比公司开店计划、可比门店增速预测等所得出的收入增长速度，做进一步修正；
- ✓ 季度财报，单季收入增速，增速的环比变化等，都可修正收入增长预期
- ✓ 收入和现金流是公司经营最真实的数据

综合毛利率：相对真实的数据，公司基本没有可调控的空间

- ✓ 综合毛利率的季度比较相对比较有意义
- ✓ 同一区域同一业态的公司的综合毛利率比较是有意义的
- ✓ 从竞争格局，上下游关系的角度分析公司未来毛利率可能的空间

- ✓ **销售管理费用：**可列出具体大项，大部分与新店计划相匹配。考虑开办费、折旧摊销政策等可能是调控业绩的重要手段；
- ✓ 新开门店日常费用预测可用单独的费用占收入比重的经验数据来预测（比如超市门店），也可以每家店单独分析（比如百货门店）；
- ✓ 商业零售类公司有充裕的现金流，通常在没有大的资本开支的情况下，财务费用基本没有，甚至部分企业有较大的利息收入，其预测基本根据历史资产负债表，并结合企业的资本开支计划。

王府井期间费用率拆分分析（%，2009-2017）



- ✓ 治理结构对零售类公司最终净利润的体现影响很大
- ✓ 收入与经营性现金流的比值、净利润与经营性现金流的比值（同业比较，同公司历史比较）对衡量公司的业绩释放情况有很大意义
- ✓ 商业零售类公司如果看大的投资价值，还是收入增长空间，利润率虽然与规模优势有关，但不同业态的利润率会有相对成熟的均衡点

公司分析：多个维度的估值方法



海通批零行业重点公司投资评级、估值及盈利预测（20180713）

子行业	代码	简称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PS (倍) 18E	PB (倍) 2017	收盘价 (元)	目标价 (元)
					17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E				
超市	601933	永辉超市	优于大市	693	0.19	0.21	0.29	0.38	38.1	34.5	24.6	19.1	0.9	3.5	7.24	12.58
	603708	家家悦	优于大市	112	0.66	0.82	1.03	1.29	36.0	29.1	23.3	18.6	0.8	4.5	23.90	27.1-32.5
	000759	中百集团	优于大市	48	0.10	0.12	0.14	0.18	71.4	58.0	50.0	38.5	0.3	1.6	7.09	11.88
	002251	步步高	优于大市	92	0.17	0.23	0.34	0.46	63.0	46.4	31.4	23.0	0.5	1.5	10.68	22.45
	002697	红旗连锁	优于大市	66	0.12	0.18	0.22	0.28	39.7	27.3	21.7	17.5	0.9	2.8	4.82	6.2-7.1
百货	600859	王府井	优于大市	150	1.17	1.39	1.61	1.85	19.5	16.5	13.9	12.0	0.5	1.5	19.32	27.72
	000417	合肥百货	优于大市	43	0.27	0.39	0.46	0.53	15.0	20.0	13.8	11.8	0.4	1.2	5.47	9.08
	600827	百联股份	优于大市	150	0.47	0.52	0.59	0.67	16.7	17.7	16.1	14.3	0.3	0.9	9.74	16.60
	000501	鄂武商A	优于大市	84	1.55	1.65	1.56		8.5	7.0	6.6	7.0	0.4	1.2	10.91	24.73
	600858	银座股份	优于大市	32	0.08	0.19	0.27		144	72.8	31.7	22.5	0.2	1.1	6.10	10.24
	600697	欧亚集团	优于大市	31	1.92	1.96	2.04	2.20	9.6	10.3	10.1	9.7	0.2	1.1	19.79	35.29
	002419	天虹股份	优于大市	148	0.60	0.72	0.78	0.87	22.4	18.6	17.1	15.5	0.8	2.7	13.39	16.11
	600280	中央商场	优于大市	161	0.21	0.24	0.27	0.28	45.7	39.5	35.6	33.6	1.2	5.9	9.51	10.15
	600327	大东方	优于大市	34	0.35	0.40	0.45	0.52	13.0	11.6	10.2	8.9	0.4	1.2	4.61	8.16
专业市场 &专业专 卖等	600415	小商品城	优于大市	20	0.27	0.21	0.23	0.26	15.7	20.4	18.5	16.3	5.2	2.1	4.22	7.95
	002024	苏宁易购	优于大市	18	0.45	0.18	0.30	0.38	28.1	72.2	42.0	33.7	0.5	1.5	12.71	19.70
黄金珠宝	603900	莱绅通灵	优于大市	109	0.91	1.21	1.58	2.01	20.5	15.4	11.8	9.3	2.6	2.8	18.66	36.37
	600612	老凤祥	优于大市	34	2.17	2.46	2.76	3.05	15.5	13.7	12.2	11.1	0.4	3.1	33.69	49.25
	002867	周大生	优于大市	230	1.22	1.50	1.88	2.23	26.0	21.1	16.9	14.2	3.2	4.5	31.67	37.58

公司分析：多个维度的估值方法

主要零售上市公司RNAV测算（20180713）

公司	实际控制人 持股 (%)	总面积 (万平)	自有物业 (万平)	占比 (%)	有息负债 (亿元)	现金 (亿元)	资产价值 亿元	NAV 亿元	每股 NAV 元	空间 %	股价 (元)
北京城乡	33.78	46	43	94	6	6	114	113	35.75	449	6.51
农产品	39.22	597	409	69	71	12	503	444	26.18	394	5.30
津劝业	14.85	93	36	39	9	1	94	86	20.58	369	4.39
小商品城	55.82	128	128	100	59	22	1024	994	18.25	327	4.27
海宁皮城	51.49	370	341	92	3	14	249	260	20.24	316	4.87
欧亚集团	24.52	340	246	72	78	14	194	130	81.53	300	20.40
中兴商业	33.86	24	24	100	0	9	59	68	24.38	280	6.42
银座股份	37.64	228	119	52	41	12	137	108	20.84	237	6.19
杭州解百	68.26	36	22	60	0	15	122	137	19.11	213	6.11
百联股份	51.16	295	193	66	21	98	398	527	29.54	196	9.99
新世界	22.28	33	27	81	3	15	118	131	20.20	188	7.01
合肥百货	38.00	178	102	57	7	31	101	125	16.03	186	5.60
鄂武商A	28.72	136	125	92	33	25	225	218	28.32	145	11.55
汉商集团	35.01	32	32	100	4	1	61	58	25.60	143	10.55
首商股份	57.82	180	21	11	1	23	83	104	15.81	134	6.77
大商股份	25.00	432	157	36	10	52	169	211	71.70	123	32.14

公司分析：多个维度的估值方法



从市值、大股东持股比例、PE/PS/PB角度，寻找并购价值标的（20180713）

公司	市值（亿元）	PE （倍，TTM）	PS （倍，TTM）	PB （倍，LF）	实际控制人	实际控制人持股 比例（%）
银座股份	32	123	0.25	1.0	山东省国资委	37.64
中百集团	50	36	0.33	1.7	武汉市国资委	34.00
华联综超	27	31	0.24	1.0	海南省文化交流促进会	29.70
欧亚集团	32	12	0.22	1.1	长春市国资委	24.52
大商股份	94	13	0.36	1.3	大商集团	25.00
友好集团	15	75	0.25	2.0	大商集团	25.00
鄂武商A	89	10	0.49	1.2	武汉市国资委	28.72
合肥百货	44	21	0.42	1.2	合肥市国资委	38.00
中兴商业	18	25	0.72	1.4	沈阳市国资委	33.86
北京城乡	21	39	0.97	0.9	北京市国资委	33.78
新世界	45	13	1.52	1.0	上海市黄浦区国资委	22.28
南宁百货	23	1236	0.95	2.1	南宁市国资委	18.24
徐家汇	37	19	1.75	1.8	徐汇区国资委	30.37
津劝业	18	630	9.66	3.8	天津市国资委	14.85

成长驱动：有核心竞争力，业绩有持续快速增长

转型驱动：主业增长乏力，转型新业务，新的估值思维

改革驱动：国企改革，机制改善，驱动业绩释放等

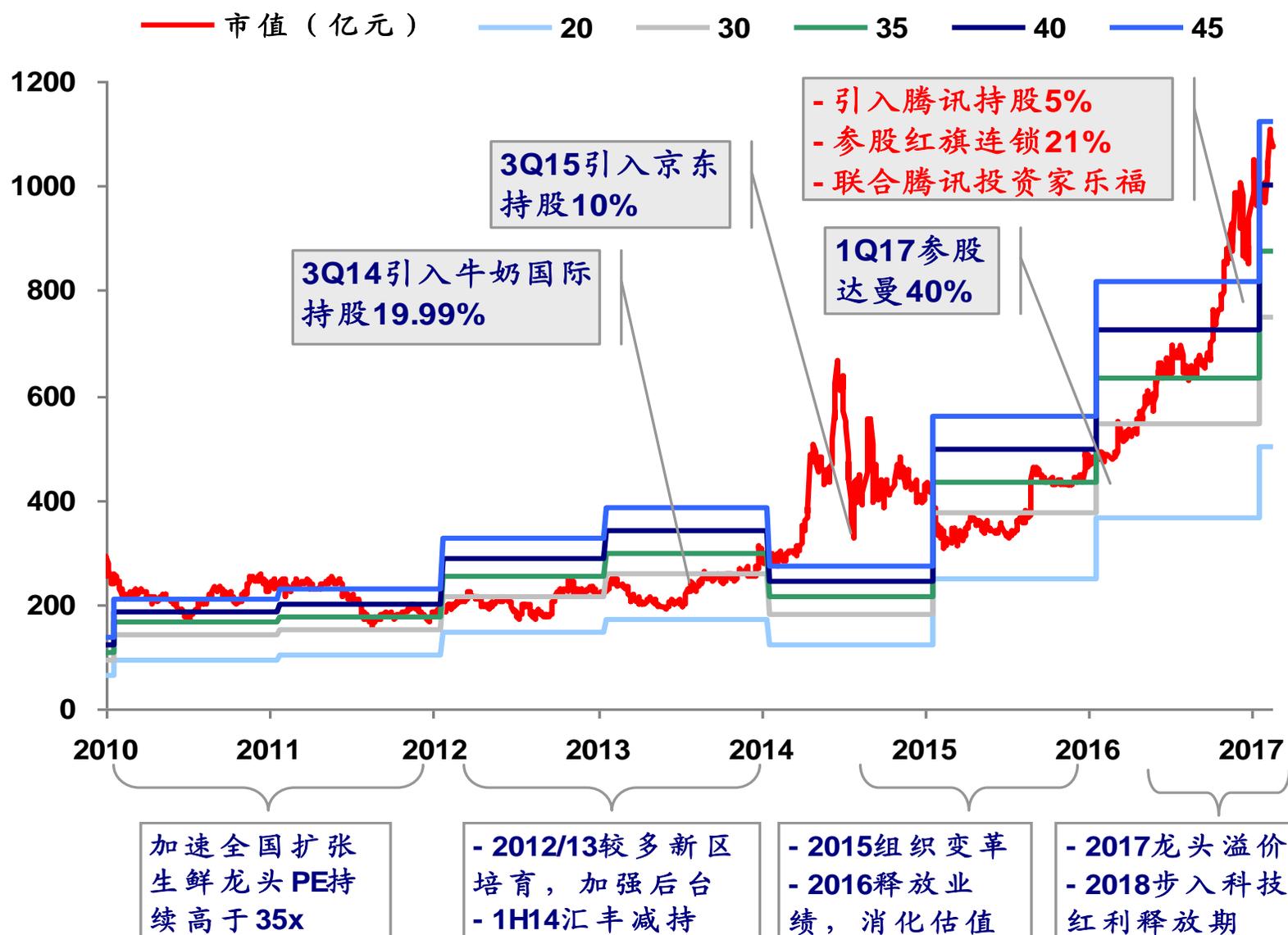
价值&事件驱动：价值低估，举牌or并购重组驱动价值回归

3. 案例分析

成功的案例——永辉超市

失败的案例——银座股份

案例分析：永辉超市——从成长龙头到科技型企业



案例分析：银座股份—治理机制！

增持 维持 银座股份 (600858)

2012年3月19日

股票价格			
3月16日收盘价	22.34元		
6个月内目标价	28.80元		
52周内股价波动	15.40-22.34元		
主要估值指标			
	2011E	2012E	2013E
市盈率	55.85	21.50	16.22
市销率	0.59	0.49	0.41
股本结构			

对12年业绩弹性的全方位分析。

公司64.55亿元总市值对应2012年130亿元预测销售额，动态PS为0.49倍，估值较低，具备中长期价值。在资本开支高峰已过、费用压力缓解的预期下，公司未来业绩弹性较大。如大股东能够基于有效解决同业竞争和做大做强上市公司的内在需求，进一步整合旗下资产，则可更有效去除上市公司较沉重财务费用等负担，带动更大的业绩释放弹性，其资产规模、质量和盈利能力的进一步提升值得期待。



风险提示：改革与转型进程及效果的不确定性，消费持续疲软。

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

	类别	评级	说明
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。