

推荐 (维持)

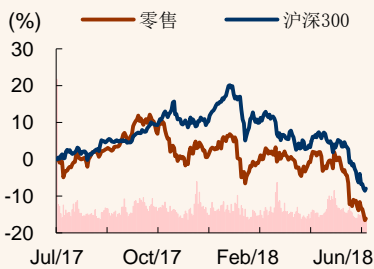
不惧短期波动，多视角配置零售

2018年07月09日

商贸零售周报 (2018/07/08)

上证指数	2747
行业规模	占比%
股票家数 (只)	68 1.9
总市值 (亿元)	6404 1.3
流通市值 (亿元)	4361 1.1

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-16.5	-18.7	-16.4
相对表现	-4.1	-0.0	-8.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《拼多多招股书解读—低成本获客，快速崛起的电商第三极》2018-07-02
- 《零售行业 2018 年中期投资策略—消费分级渠道下沉，把握低线城市城市机会》2018-06-25
- 《商贸零售周报 (2018/06/17) —解读 5 月零售数据，短期波动不改长期趋势》2018-06-18

【行情表现】 上周沪深 300 下跌 3.37%，零售指数下跌 5.12%，涨幅居所有一级行业第二十三位。涨幅居前的个股为：红旗连锁(3.72%)，兰生股份(1.69%)，昆百大 A (0.88%)，金一文化 (0.00%)，豫园商城 (-0.11%)。板块市盈率水平 (TTM，剔除负值) 为 20.83x，低于历史平均。

- 【重点报告回顾-解读拼多多招股书-低成本获客，快速崛起的电商第三极】** 社交电商拼多多成立不到三年，发展迅猛，目前 GMV 和月活仅次于淘宝和京东，成长为电商第三极。拼多多以规模效应带动生产侧成本降低，以互联网社交一改供给侧传统的被动式等；把握了互联网下沉、主流平台品质化升级的绝佳时机，差异化打法瞄准低线城市，同时腾讯体系为其提供强有力的支持。
- 【近期观点-不惧短期波动，多视角配置零售】** 从宏观数据来看，4 月份社会零售总额同比 9.4%+，5 月份同比增长 8.5%+，二季度整体同店呈现分化，单品类销售略有下降，社零总额增速下降。4-6 月份整体处于电商的促销旺季，“418”和“618”活动电商巨头增速增持保持较高的增速。
- 资金收紧趋势下，电商独角兽上市步伐加快，重点关注新兴企业。金融去杠杆的趋势下，国内电商独角兽上市步伐加快。在金融监管趋严的背景下，电商独角兽的提前上市将为二级投资者带来投资机会，分享企业高速增长阶段红利，建议重点关注小米、拼多多等等。
- 投资建议：** 百货重点推荐重庆百货、天虹股份、王府井；超市重点推荐家家悦、永辉超市，关注步步高、红旗连锁、中百集团。在细分领域中重点推荐化妆品产品型零售企业，关注珀莱雅、上海家化、御家汇、青岛金王等。黄金珠宝关注周大生等。CDR 推进，将有利于商业零售回归 A 股，重点关注引领商业模式迭代的阿里巴巴和双线融合的京东，重点推荐奢侈品电商寺库。电商独角兽上市步伐加快，电商独角兽的提前上市将为二级投资者带来投资机会，分享企业高速增长阶段红利，建议重点关注小米、拼多多等等。

重点公司盈利预测与估值

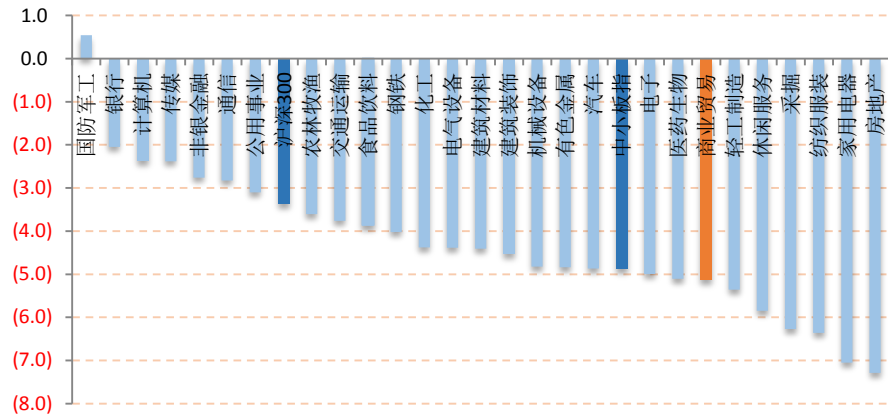
证券简称	股价	市值 (亿)	EPS		PE		PS	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019
永辉超市	7.12	681	0.23	0.31	30.96	22.97	0.93	0.76
家家悦	21.89	102	0.79	0.95	27.71	23.04	0.80	0.70
天虹股份	12.5	150	0.73	0.86	17.12	14.53	0.73	0.67
重庆百货	31.55	128	1.98	2.52	15.93	12.52	0.37	0.35
王府井	19.32	150	1.43	1.64	13.51	11.78	0.53	0.50

资料来源: Wind、招商证券

一、板块表现

上周沪深 300 下跌 3.37%，中小板指下跌 4.87%，零售指数下跌 5.12%，涨幅居所有一级行业第二十三位。

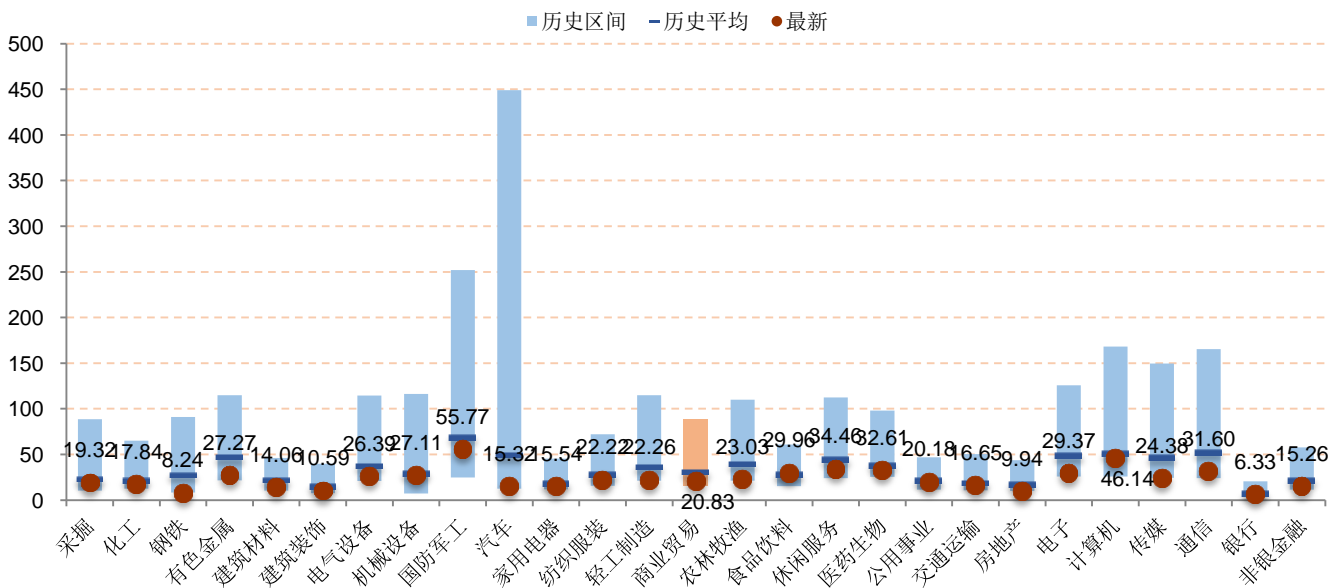
图 1：一级行业涨跌幅比较 (%)



资料来源：Wind、招商证券

截至 2017/7/8，零售行业整体市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 20.83x，低于历史平均（30.76x），处于历史较低位置。

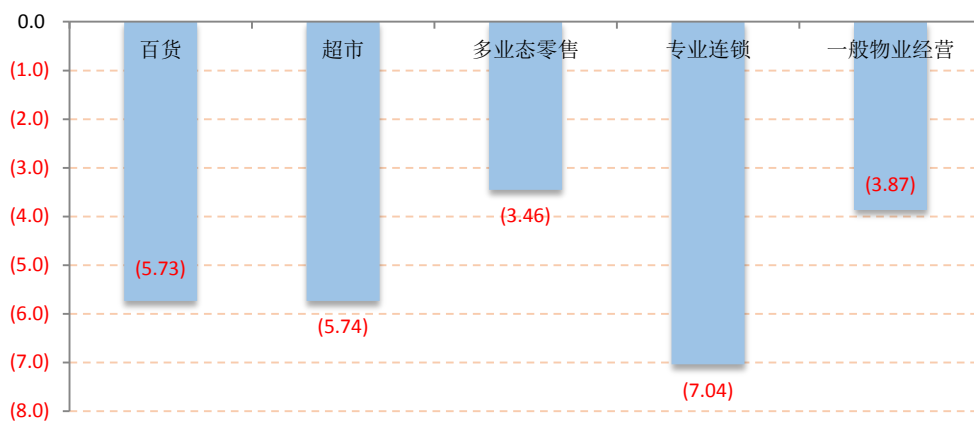
图 2：一级行业市盈率比较(历史数据取 2010/1/1 至今)



资料来源：Wind、招商证券

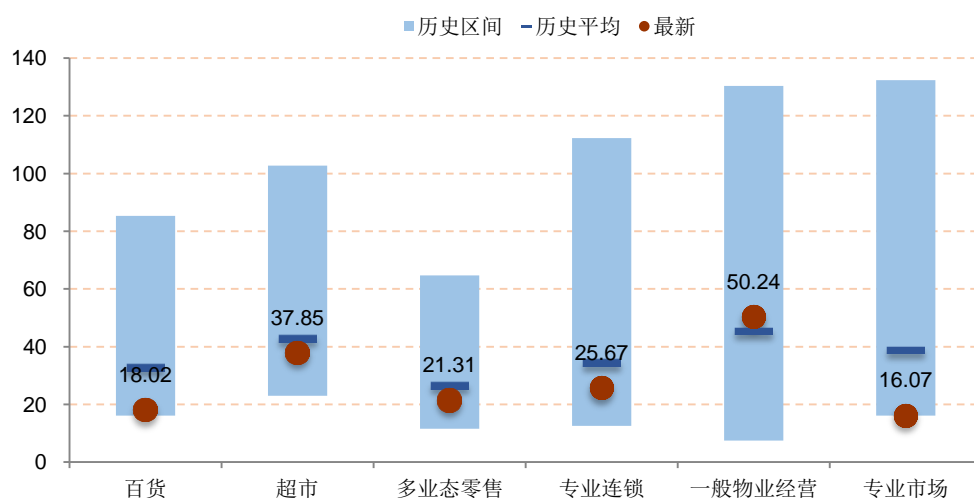
在各个子板块中，多业态零售涨幅居前（-3.46%），专业零售涨幅靠后（-7.04%）。目前行业估值一般物业经营板块市盈率最高（50.24x），超市、百货、多业态零售和专业市场整体估值较低，均低于历史平均。

图 3：各子版块涨跌幅比较（%）



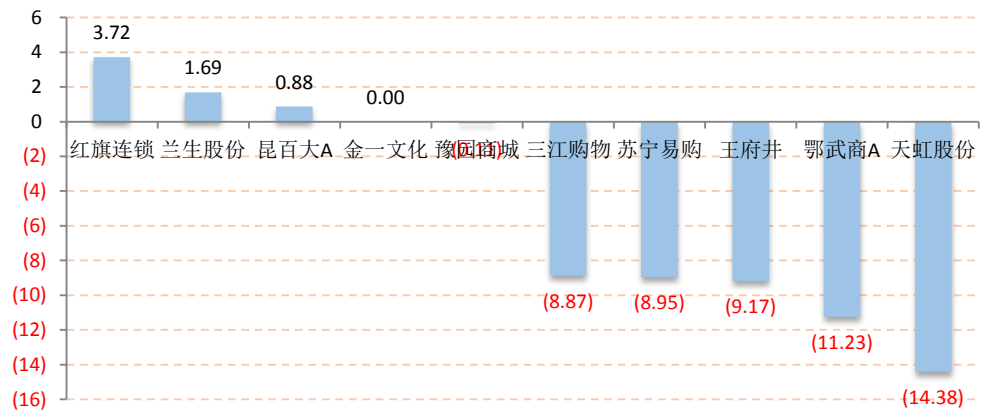
资料来源：Wind、招商证券

图 4：各子版块市盈率比较(历史数据取 2010/1/1 至今)



资料来源：Wind、招商证券

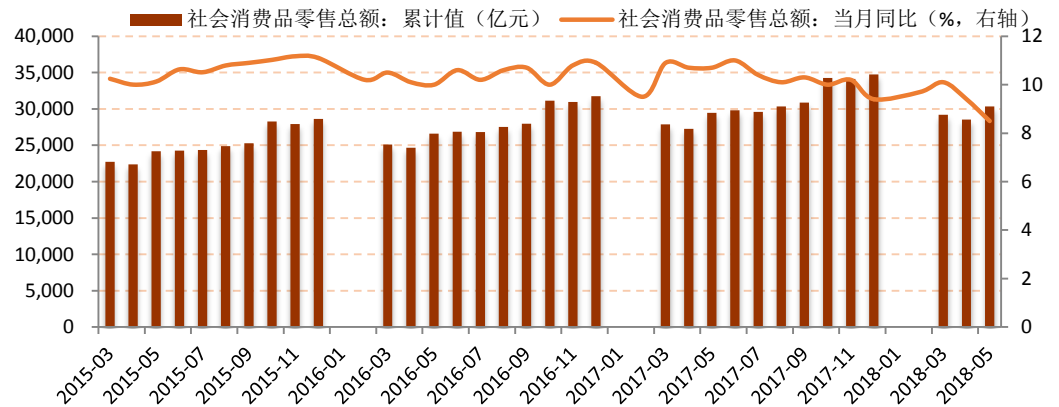
图 5: 涨跌幅居前个股 (%)



资料来源: Wind、招商证券

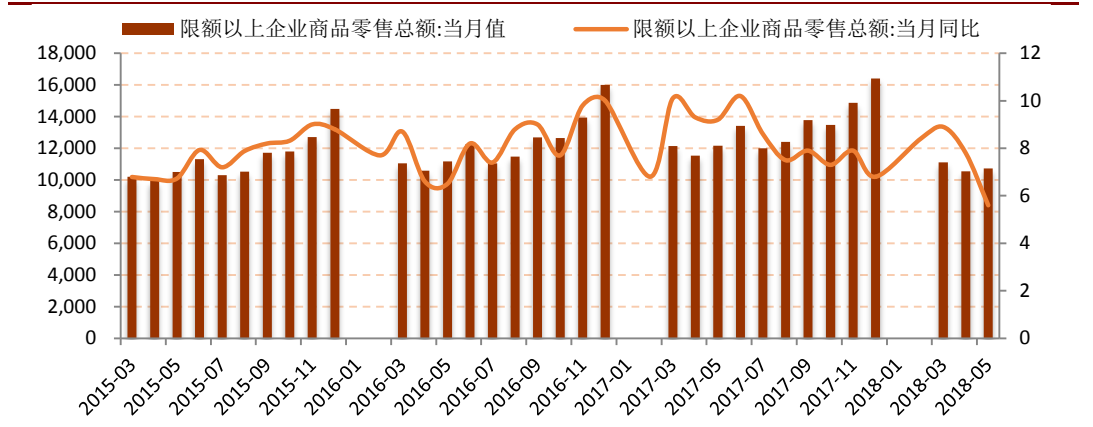
二、宏观数据

图 6: 社会零售总额数据



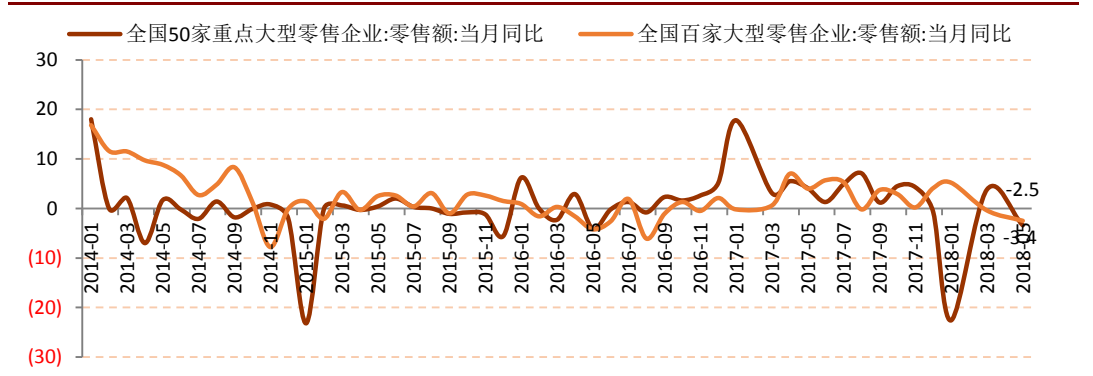
资料来源: Wind、招商证券

图 7：限额以上批发与零售总额



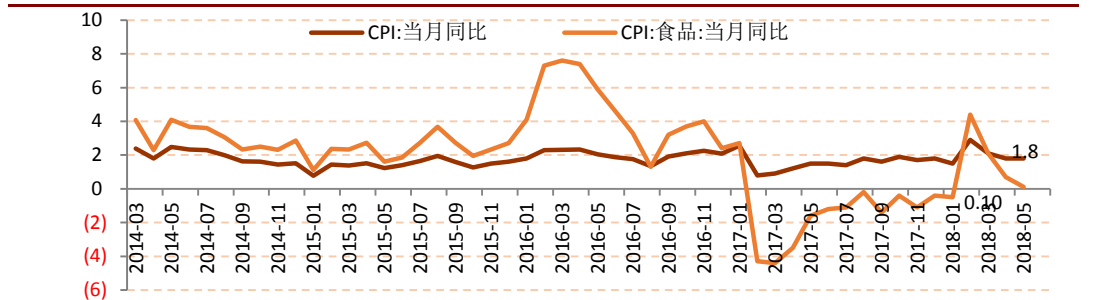
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全国大型零售企业监测数据



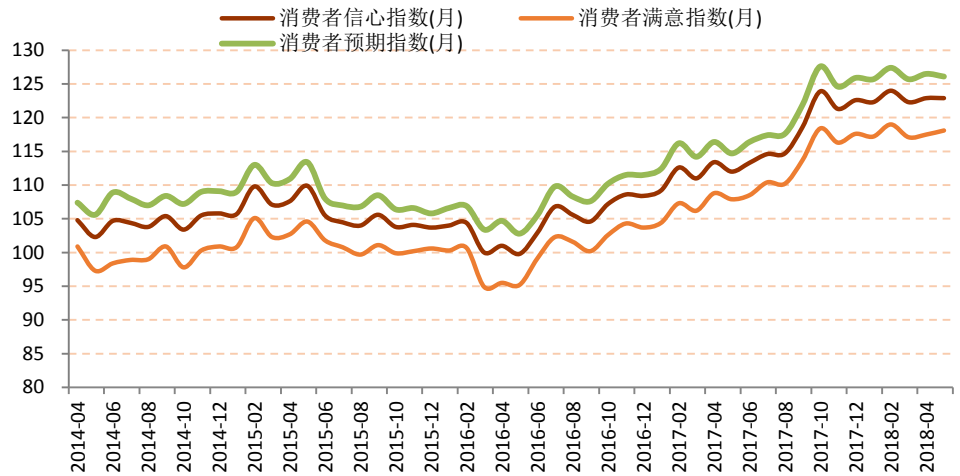
资料来源：中华商业信息网、招商证券

图 9：CPI 与食品类 CPI



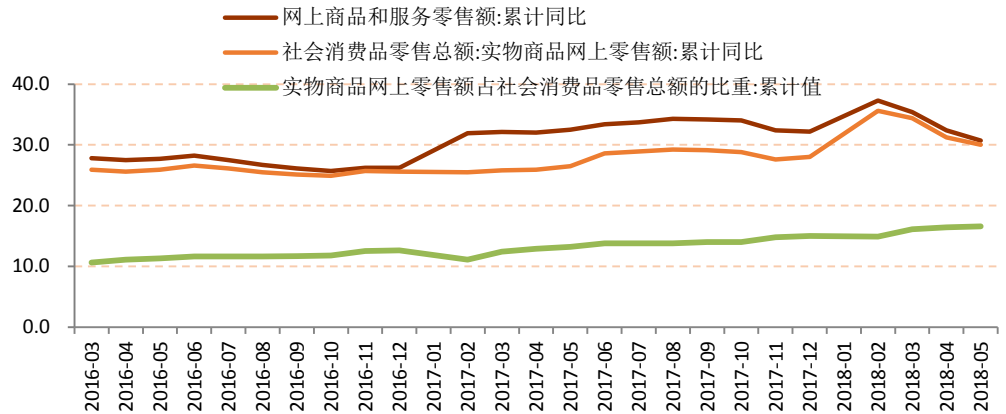
资料来源：Wind、招商证券

图 10: 消费者信心指数



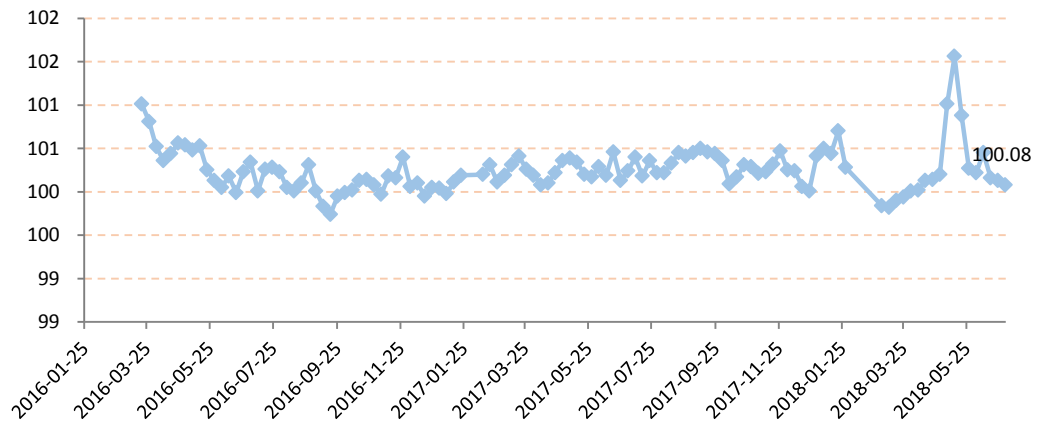
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 网络零售额数据



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 12: 义乌小商品指数周度变化情况



资料来源: Wind、招商证券

三、新闻和公告回顾

1、行业新闻

保资智能与迪拜温超集团达成新零售战略合作

保资智能采用自主研发的 2.4GHz 无线通讯协议，建立了安全可靠、高性能的双向通讯环境，确保在各种卖场环境下都能够快速传输，并保证电子价签显示的准确性。保资电子价签解决方案，除了能够实现智能价格管理的基本功能之外，还可以提供自动补货提醒、辅助陈列管理、时段促销、拣货提醒等功能，还可根据客户的应用需求，进行个性化定制。

乐购和家乐福组成战略联盟

长期合作联盟战略达成涵盖与全球供应商的战略关系、联合采购自有品牌产品。该战略联盟将可以让两间公司以更低的价格采购更高质量和更多选择的产品，服务两间公司的消费者；同时使两间公司加强与供应商的关系，并为供应商提供重大机会。乐购和家乐福表示，两间公司将会继续合作各自的当地供应商。

菜鸟在香港推出智能快递柜服务 主要服务淘宝及天猫买家

目前，菜鸟及合作伙伴已在香港布局数百个自提点、自提柜，绝大部分分布在香港的商业中心及核心住宅区。据菜鸟介绍，这些智能快递柜将主要服务于淘宝及天猫买家。香港消费者在淘宝天猫购买商品后，除原有的自提点、宅配外，可增加勾选送至智能快递柜选项，将包裹送至快递柜。

意大利奢侈品牌范思哲 Versace 开通自营电商网站

7 月 4 日，意大利时尚奢侈品牌范思哲（Versace）发布公告称，官方购物网站已与 6 月 27 日正式上线。同时，Versace 也借助扩大中国市场的时机入驻天猫。

阿里零售通与饿了么宣布联合运营天猫小店

双方将对遍布全国的天猫小店进行联合运营赋能，零售通帮助门店更便宜进货、更科学管理店铺，饿了么为其提供线上销售平台，蜂鸟配送提供 24 小时本地即时配送服务。

唯品会推出分销小程序“云品仓” 也要帮个人卖家做微商

唯品会近期上线了其内部孵化的微信小程序“云品仓”，为个人卖家提供从商品、物流、客服到营销的各种服务，仅支持微信支付，完全依托微信生态。

无人超市“热风”刮过，马云又在杭州开出首家无人书店

近日，杭州钱江新城又入驻了一家“晓风茶书馆”无人书店，作为杭州首店。该书店由晓风书屋联合蚂蚁金服，特美刻实业，以及兆云科技联合推出，位于杭州华联UDC时代大厦A座3楼，面积达200平米，藏有2000多种书，店内无人值守，无需寄存包袱是“无人模式”的基本配置。

百果园入围 2018 中国准独角兽 TOP50 领跑水果新零售赛道

7月6日，由创业黑马主办、i黑马协办的2018年夏季中国独角兽峰会在北京举行，2018中国准独角兽TOP50(夏榜)也一同在会上发布，知名水果零售品牌百果园获评此项荣誉，成为唯一一个水果生鲜领域准独角兽企业。

MUJI 无印良品母公司将上海设立中国商品开发基地

据《日本经济新闻》7月3日报道，经营日用百货店“无印良品”的日本良品计划公司9月将在上海新设立面向中国市场的商品开发基地。目的是在持续快速增长的中国市场上投放符合消费者喜好的商品。

2、公司公告

7月2日

【赫美集团】赫美集团与韬蕴资本集团签署了《战略投资合作框架协议》。韬蕴资本将收购赫美集团不低于5%的股份。

7月3日

【欧亚集团】和谐健康保险股份有限公司将持有的长春欧亚集团股份有限公司的1,905,045股股份，转让给安邦人寿保险股份有限公司。

【宏辉果蔬】宏辉果蔬与子公司上海宏辉食品有限公司委托给中国民生银行3800万元以购买理财产品。期限为94天，预期年化收益率为4.45%。

【赫美集团】赫美集团公司董事会秘书兼副总经理李丽女士提交书面辞职，辞职后仍担任副总经理职务。

【豫园股份】公司副总裁兼CFO谢学明先生因个人原因辞去职务。2018年7月3日，董事会同意聘任邹超先生为公司副总裁兼CFO。

7月4日

【中央商场】南京中央商场股份有限公司公司董事、执行总裁沈晔先生向董事会提交辞职报告。辞职后，不再担任公司任何职务。

【宏辉果蔬】宏辉果蔬股份有限公司聘任吴燕娟女士为公司证券事务代表，协助公司董事会秘书开展工作。

7月5日

【红旗连锁】由于公司 2018 年继续加强大数据的运用及分析、持续对门店商品结构进行调整、提升门店管理效率；公司投资的新网银行扭亏为盈，因此，据修正后的预计业绩显示，从 2018 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，成都红旗连锁股份有限公司归属于上市公司股东的净利润为 13,300.54 万元 - 15,566.56 万元，与上年同期比增长为 35% - 58%。

7月6日

【苏宁易购】由于公司出售阿里巴巴集团股票获得资金，因此对公司 2018 年半年度实现的归属于上市公司股东的净利润的预计进行相应修正。修改后公司预计业绩：盈利：596,223.70 万元 - 606,223.70 万元，比上年同期上升：1945.39%—1979.70%。

【富森美】2018 年 6 月 23 日，公司控股股东、实际控制人刘兵先生通知公司，以个人自有资金于 2018 年 6 月 22 日通过深圳证券交易所证券系统集中竞价方式首次增持了公司股份 381,400.00 股，增持金额为 991.22 万元，占公司总股本的 0.086%。

四、本周策略：不惧短期波动，多视角配置零售

本周二季度已实现完整经营，从宏观数据来看，4 月份社会零售总额同比 9.4%+，5 月份同比增长 8.5%+，考虑 2018 年春节以及端午节 5/6 月份错位的因素，增速环比 Q1 增速 9.8%，略有下降；4/5 月份通货膨胀率保持在 1.8%，相较 2017 年略有提升，整体影响不大。草根调研情况来看，二季度整体同店呈现分化，单品类销售略有下降，验证整体社零总额增速下降，百货、超市等同店增速出现分化，部分优质的标的同店增速仍旧保持较好的增长。4-6 月份整体处于电商的促销旺季，“418”和“618”活动电商巨头增速保持较高的增速，京东 18 年交易额达到 1592 亿，同比 33%+，苏宁易购 618 期间，双线 GMV 同比增长保持在 50%以上，预计月活将大幅提升，同比 50%+。我们认为二季度重点继续布局分化行情下的百货以及超市龙头，百货重点推荐重庆百货、天虹股份、王府井；超市重点推荐家家悦、永辉超市，关注步步高、红旗连锁、中百集团。在细分领域中重点推荐化妆品产品型零售企业，关注珀莱雅、上海家化、御家汇、青岛金王等。黄金珠宝关注周大生等。CDR 推进，将有利于商业零售回归 A 股，重点关注引领商业模式迭代的阿里巴巴和双线融合的京东，重点推荐奢侈品电商寺库。

资金收紧趋势下，电商独角兽上市步伐加快，重点关注新兴企业。金融去杠杆的趋势下，国内电商独角兽上市步伐加快，小米、美团、优信二手车以及拼多多等陆续向港交所或者是美交所提交招股说明书，在金融监管趋严的背景下，电商独角兽的提前上市将为二级投资者带来投资机会，分享企业高速增长阶段红利，建议重点关注小米、拼多多等等。

从增量来看，国内社会零售总额保持 9-10%的增速，未来将有望继续保持，而在近 40 万亿的社会零售中，渠道型零售企业和产品型零售企业交相辉映，渠道型零售选择格局、产品型零售选择赛道。存量角度来看，国内零售供应链的效率仍旧底下，存在较大的改善空间，继续重点配置优质的零售龙头企业。

表 1：重点公司盈利预测与估值

证券简称	股价	市值 (亿)	EPS		PE		PS	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019
永辉超市	7.12	681	0.23	0.31	30.96	22.97	0.93	0.76
家家悦	21.89	102	0.79	0.95	27.71	23.04	0.80	0.70
天虹股份	12.5	150	0.73	0.86	17.12	14.53	0.73	0.67

重庆百货	31.55	128	1.98	2.52	15.93	12.52	0.37	0.35
王府井	19.32	150	1.43	1.64	13.51	11.78	0.53	0.50

资料来源：Wind、招商证券

五、重点报告回顾

解读拼多多招股书-低成本获客，快速崛起的电商第三级

社交裂变，快速成长。拼多多成立不到 3 年时间，依托低价拼团模式快速成长。2018Q1GMV 达到 662 亿元，约为京东 1/5。月活用户数量 1.66 亿，约为京东一半。腾讯为拼多多二股东，目前持股比例 18.5%。腾讯和拼多多战略合作，给予流量、技术、支付等资源。拼多多通过低价拼团快速获客，2017 年获客成本仅 11 元/人，远低于京东和阿里。

纯平台化经营，主打低价爆品。拼多多在 2016 年 9 月由原拼多多（平台电商）和拼好货（自营电商）合并，自营业务逐步取消，目前为纯平台运作，收入来源全部为在线商家服务收入。毛利率也一路提升至 2018Q1 的 77%。瞄准中低消费层次人群，主打低价爆品，2017、2018Q1 客单价分别为 32.8、38.9 元。

现金流量表现良好。拼多多虽然仍处于亏损状态，但现金流量情况健康，通过近几轮融资获得大量资金，截至 2018Q1 拼多多现金和现金等价物仍有 86.34 亿元，经营性现金流为正（2018Q1 为 6.29 亿元），其中主要是商家预付款和存款贡献。

未来仍需继续深挖护城河。拼多多目前年活跃用户已达到 2.95 亿人，未来在用户拓展方面会越来越难，2018Q1 获客成本已达 49 元，销售费用率也攀升至 88%。目前拼多多的核心竞争力仍在于用户规模和商业模式，护城河不够宽，未来应在基础设施方面（技术、物流等）加大投入，同时从中低端往中端扩展，提升用户购买频次和客单价。另外货币化率目前仍较低（2.1%，低于阿里的 3.7%）。未来仍有较高的增长空间。

快速成长的电商第三极。拼多多凭借腾讯资源和自身优异的商业模式快速发展，抢夺中低端用户，已成长为电商第三极。现金流给未来发展提供坚实基础，但目前护城河仍然不够深，随着低成本获取用户越来越难，公司更需要在品类结构、定位拓展和基础设施等方面下足功夫。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，紧跟市场热点，产业人脉丰富。

宁浮浩，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

王凌霄，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。