

京东、小米发展历程回顾，流量红利消退下电商如何破局？

行业动态信息

本周沪深 300、上证综指、深证成指涨跌幅分别为-3.51%、-3.72%和-5.28 %。SW 商业贸易板块涨跌幅-4.5 %；本周大盘走低，商业贸易板块表现跑输大盘。

11 月 11 日召开国常会，会议延续和完善跨境电子商务零售进口政策并扩大适用范围。10 月全国新开业 47 个购物中心，同比降低 17%，三四线城市开店活跃，渠道下沉明显。

我们本周梳理京东和小米的发展路径与业务布局。京东从一个中关村代理商成长为如今涵盖电商、金融、物流三大业务板块的大型零售集团。FY2009-17 京东营收从 29 亿增至 3623 亿人民币，CAGR 为 82.7%。2018Q3 京东营收同增 25.1%至 1048 亿，在 GAAP 下，京东归属于股东持续经营净利润同增 200%至 30 亿元。但京东近期也遇到许多挑战：1、过于依赖电商，线上流量红利消退；2、竞争格局前有阿里，后有苏宁与拼多多；3、商业模式决定低毛利，盈利能力短期难以释放；4、仓储面积大幅放缓，仓库空置率上升。

小米创立八年来，成长速度惊人，并于今年成功上市。2018Q3 小米交出首份财报：营收同增 49.1%至 509 亿人民币，经调整净利润同增 17.3%至 29 亿人民币。为小米快速成长中值得借鉴之处有：1、差异化竞争，以高性价比硬件获得巨大流量；2、通过粉丝经济，加强客户粘性；3、构建小米生态链，延伸 IoT 网络，裂变式生长；4、积极出海，抢占新兴市场红利；5、线上线下深度融合，全面拓展新零售。

投资策略：社零进入个位数时代，版块马太效应加强。建议四条选股主线：1) 宏观和成长角度首选必选消费，结合通胀预期，关注超市龙头。超市龙头供应链、经营效率持续提升，渠道下沉迎合低线城市消费升级；新零售赋能加强，新业态模式初具规模。建议关注永辉超市、家家悦等。2) 从估值角度，部分标的处于估值底部，自有物业重估价值高、现金流充沛、负债率低，能带来稳定的 ROE 回报，防御价值高。建议关注：王府井、天虹股份等。3) 关注电商新业态与龙头线上线下深度融合。跨境电商发展正蓬勃，龙头公司跨境通受中美贸易战影响小；南极电商精准定位大众市场，品牌授权轻资产模式高效运营；苏宁易购多业态协同发展，融合加速。4) 我国化妆品市场广阔，本土化妆品公司“品牌+研发+营销+渠道”齐发力，形象重塑、崛起加速，与国外龙头研发差距迅速较小。建议关注珀莱雅、上海家化等。

商业贸易

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 11 月 26 日

市场表现



本周研究总结

- 1、 国常会延续和完善跨境电商进口政策，利好行业龙头跨境通
- 2、 国内电商龙头回顾：京东的快速发展与近期困境
- 3、 国内新零售龙头回顾：小米——独角兽的八年腾飞

标的推荐

从社零数据看，居民消费增速处于稳步放缓趋势，2018年1-9月社零增速放缓，全面进入个位数增长时代，反映到零售行业就是标的公司的业绩显著分化，马太效应愈发明显。站在当前时点，我们建议四条选股主线，精选优质个股：

1) 从宏观环境和成长角度，首选必选消费，结合长期温和通胀预期，优质超市公司存在一定机会。超市龙头在过去两年持续进行经营效率提升改造、供应链管理精细化、逆势展店，同时渠道不断下沉，迎合低线城市消费升级趋势，已经具备较为稳固的竞争优势和壁垒；同时积极探索新零售赋能，新业态模式已初具规模，具备潜在的高增长点；行业进入分化期，部分公司内在缺陷逐渐放大，增长艰难，优质商超龙头有望在区域内进一步提高市占率，并进行跨区域布局与整合，强者恒强。建议关注**永辉超市**、**家家悦**等。

2) 从估值角度，多数零售优质公司已处于估值的底部，同时自有物业资产重估价值高、现金流充沛、负债率健康，业绩稳健，我们认为这部分公司在消费环境整体下行趋势下，能够为投资者带来较为稳定的ROE回报，具备较高的防御价值。建议关注：**王府井**、**天虹股份**等。

3) 关注电商新业态与龙头线上线下深度融合。结合政策利好，跨境电商发展正蓬勃，龙头公司跨境通受中美贸易战影响较小；南极电商精准定位大众市场，品牌授权轻资产模式高效率运营；苏宁易购线上渠道和线下业态协同发展，融合加速，门店下沉三四线市场，业绩持续改善。建议关注**南极电商**、**跨境通**与**苏宁易购**。

4) 关注本土化妆品崛起。我国化妆品市场广阔，本土化妆品“品牌+研发+营销+渠道”齐发力，崛起加速，与国外品牌研发差距迅速减小，借助线上渠道降低营销门槛，助力本土品牌形象重塑，加速推进产品高端化，并依靠粉丝经济提升消费粘性。我们推荐与国际品牌定位与渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**。

目录

本周研究总结	1
标的推荐	1
(一) 板块涨跌幅	4
(二) 行业市盈率	4
二、本周主要资讯	5
(一) 行业动态	5
(二) 公司公告	6
(三) 本周研究总结	6
三、行业数据	21
(一) 价格端：商品价格指数内涨外跌，义乌小商品价格指数微升	21

图目录

图 1：商业贸易板块周涨幅前十（%）	4
图 2：商业贸易板块周跌幅前十（%）	4
图 3：行业市盈率（截止 2018 年 11 月 23 日）	5
图 4：京东成长三阶段划分	9
图 5：FY2014-FY2018Q3 京东股价（美元）	10
图 6：电商龙头市值对比（亿人民币）	10
图 7：FY2014-FY2018Q3 京东营收与增速（百万人民币，%）	10
图 8：FY2014-2018Q3 京东市值（百万人民币）	10
图 9：FY2009-FY2017 京东毛利率（%）	10
图 10：FY2017-FY2018Q3 应付账款周转天数	10
图 11：FY2012-FY2017 京东存货周转率（%）	11
图 12：FY2012-FY2017 经营性现金流量（百万）	11
图 13：FY2012-FY2017 京东货币资金（百万元）	11
图 14：FY2014-FY2018Q3 分业态营收及增速（百万元，%）	13
图 15：FY2009-FY2018Q3 京东费用率及毛利率（百万元）	13
图 16：FY2014-FY2018Q3 京东各季度 GMV 总量及增速（十亿；%）	13
图 17：FY2014-FY2018Q3 京东各季度活跃用户数及增速（百万；%）	13
图 18：FY2017-FY2018Q3 京东仓储面积（百万平方米）	14
图 19：FY2014-FY2018Q3 京东存货账面价值（十亿）	14
图 20：Wind 商品价格指数走势	22
图 21：CRB 价格指数走势	22
图 22：义乌小商品价格总指数	22
图 23：义乌小商品分类别价格指数	22

表目录

表 1: 行业涨跌幅情况 (%)	4
表 1: 4.8 新政实施前后情况对比	7
表 2: “4.8 新政”延期执行情况一览	8

一、板块行情

（一）板块涨跌幅

本周沪深 300、上证综指、深证成指涨跌幅分别为-3.51%、-3.72%和-5.28%。SW 商业贸易板块涨跌幅-4.50%，其中贸易 II 涨跌幅为-4.24%，一般零售涨跌幅为-3.70%，专业零售涨跌幅为-6.17%，商业物业经营涨跌幅为-5.62%；本周大盘走低，商业贸易板块表现跑输大盘。

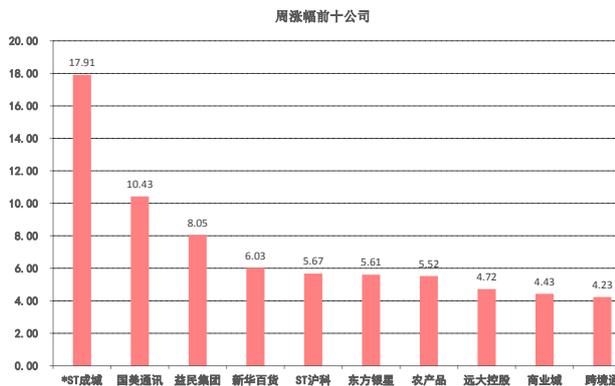
表 1：行业涨跌幅情况（%）

单位（%）	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	-3.51	-1.40	-23.41
上证综指	-3.72	-0.91	-23.09
深证成指	-5.28	1.21	-31.62
SW 商业贸易	-4.50	3.57	-29.07
子类：SW 贸易 II	-4.24	11.78	-32.93
子类：SW 一般零售	-3.70	3.60	-29.77
子类：SW 专业零售	-6.17	-5.83	-19.90
子类：SW 商业物业经营	-5.62	8.30	-35.51

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

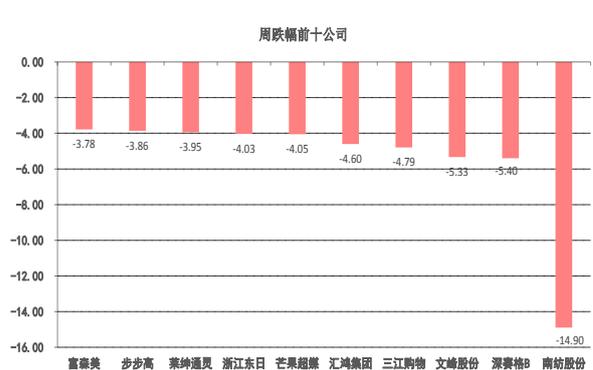
本周板块内涨幅前五的公司为*ST 成城，国美通讯，益民集团，新华百货，ST 沪科，最大涨幅为 17.91%；跌幅前五的公司为汇鸿集团，三江购物，文峰股份，深赛格 B，南纺股份，最大跌幅为-14.90%。

图 1：商业贸易板块周涨幅前十（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：商业贸易板块周跌幅前十（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）行业市盈率

截止 2018 年 11 月 23 日,SW 商业贸易板块市盈率为 16.06,其中贸易 II 为 14.24 倍,一般零售为 17.95 倍,专业零售为 15.82 倍,商业物业经营为 13.14 倍,全行业相对于大盘估值溢价约为 0.53 倍。

图 3: 行业市盈率 (截止 2018 年 11 月 23 日)



数据来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

二、本周主要资讯

(一) 行业动态

1. 时尚头条网: 京东集团 Q3 归属于普通股股东的持续经营业务净利润同比大增 200%至 30 亿, GMV 同增 30% 至 3948 亿, 净收入同增 25.1%至 1048 亿元, 过去 12 个月的活跃用户同增 14.61%为 3.052 亿。
2. 联商网: 10 月全国新开业 47 个购物中心, 同比降低 17%, 三四线城市开店活跃, 渠道下沉明显。
3. 亿邦动力网: 拼多多 Q3 总收入 33.724 亿元, 同增 697%, 环比增长 24%。公司非通用会计准则下经营亏损为人民币 7.9 亿元, 亏损环比收窄。
4. 联商网: Worldpay 报告预测中国未来四年依然是全球最大电商市场。预测至 2020 年将达 1.78 万亿美元, 其中移动端 1.18 万亿美元, 增长最快。
5. 亿邦动力网: 宝尊电商 Q3 总净营收 11.108 亿元, 同增 24.8%; 归属普通股股东净利润为 2980 万元, 同增 35.8%。
6. 联商网: 寺库集团与美图公司达成战略合作, 美图美妆 APP 将由寺库集团 (SECO) 投资的美妆电商“TryTry”进行运营。
7. 联商网: TOM FORD 中国首家美妆精品店进驻上海新天地, 这也是 TOM FORD 在全球的第三家美妆精品店。
8. 亿邦动力网: 美团点评 Q3 营收 191 亿元, 同增 97.2%; 毛利 46 亿元, 同增 33.2%; 经调整亏损净额 24.64 亿元, 亏损进一步增大。
9. 华丽志: Topshop 母公司 Arcadia 计划关闭英国 500 家实体门店中约三分之一, 以应对电商冲击。

10. 联商网：物美集团与华彬集团达成战略合作，合作业务包括物美集团的全渠道（含物美超市、多点、链商）与华彬集团的红绿蓝金四大板块（红色板块：快速消费品集团；绿色板块：绿色健康产业；蓝色板块：略新兴产业；金色板块：金融服务）。
11. 品观网：ReportByuer 统计，2018~2024 年全球美甲市场平均增长率预计约 5.3%，市场规模预计达 130 亿美元；亚太地区占美甲护理市场份额最大。

（二）公司公告

1. 【南极电商】股东东方新民展期质押 1499.99 万股至 2019 年 8 月 14 日，占其持股 16.38%；展期质押 1499.99 万股至 2019 年 8 月 27 日，占其持股 16.38%；解除质押 300 万股，占其持股 3.27%；累计质押 8849.98 万股，占其持股 96.64%，占公司总股本 3.61%。

（三）本周研究总结

1、国常会延续和完善跨境电商进口政策，利好行业龙头跨境通

11 月 11 日李克强总理支持召开国常会，会议延续和完善跨境电子商务零售进口政策并扩大适用范围，扩大开放更大激发消费潜力。

会议关于跨境电商政策调整的重要内容：

一、从明年 1 月 1 日起，延续实施跨境电商零售进口现行监管政策，**对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求，而按个人自用进境物品监管；**

二、将政策适用范围从之前的杭州等 15 个城市，**再扩大到北京、沈阳、南京、武汉、西安、厦门等 22 个新设跨境电商综合试验区的城市。**非试点城市的直购进口业务可参照执行相关监管政策；

三、在对跨境电商零售进口清单内商品实行限额内零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额 70% 征收基础上，**进一步扩大享受优惠政策的商品范围，新增群众需求量大的 63 个税目商品。**提高享受税收优惠政策的商品限额上限，**将单次交易限值由目前的 2000 元提高至 5000 元，将年度交易限值由目前的每人每年 2 万元提高至 2.6 万元，**今后随居民收入提高相机调增；

四、按照国际通行做法，支持跨境电商出口，**研究完善相关出口退税等政策。**

以往跨境电商进口政策梳理：

1、“4.8 新政”

2016 年 3 月 24 日，财政部会同海关总署、国家税务总局发布跨境电子商务零售进口税收新政策，并决定于 4 月 8 日正式实行。此次“4.8 新政”引发行业“地震”，此后相关部门多次延长新政实施的过渡期，推动了行业的平稳发展。

表 2：4.8 新政实施前后情况对比

跨境电商包裹	关税免征额	单个包裹限值	商品税费
4.8 新政前	50 元关税免征额, 关税低于 50 元时不征关税。	个人自用数量范围内, 单个包裹限值 1000 元 (若包裹内只有单个商品价值超过 1000 可根据情况征税放行)	按行邮税率 10%、20%、30%、50%《中华人民共和国进境物品完税价格表》进行征税
4.8 新政后	取消 50 元关税免征额, 所有跨境电商包裹都需按照价格征税	个人自用数量范围内, 单个包裹限值提高到 2000 元, 但单人单年度交易限值 2 万元。(单次或总额超过将按照一般贸易方式全额征税)	限值内按照一般贸易进口方式征收: (商品增值税+消费税)*0.7 征收 (但限额外将征收全额关税) 《跨境电子商务零售进口商品清单》将由相关部门另行公布

资料来源: 财政部网站, 中信建投研究发展部

“4.8 新政”影响:

由于正面清单公布较晚, 政策实施细则没有及时公布, 导致保税仓内的大量清单外商品不能清关, 而正在运输途中的清单外商品也不能进入保税区。与此同时, 各大跨境电商平台正面清单外的产品下架, 跨境电商行业进入“熔断”状态, “4.8 新政”导致行业“地震”。

2、后续商品正面清单公布:

2016 年 4 月 7 日晚 8 时, 财政部等 11 个部门共同公布《跨境电子商务零售进口商品清单》, 共包括 1142 个 8 位税号商品, 生鲜、液态奶、成人奶粉出局, 保健品和化妆品受到严格限制。4 月 8 日起, 只有清单上的商品能够按照跨境电商零售进口的新税制来进口, 清单之外商品仍执行一般贸易税收政策或行邮税政策。

2016 年 4 月 13 日, 财政部根据国家食品药品监督管理总局的意见, 发布了《跨境电子商务零售进口商品清单》有关商品备注的说明, 对正面清单进一步说明。

2016 年 4 月 15 日, 国务院财政部等 13 个部门公布了《跨境电子商务零售进口商品清单(第二批)》, 共包括 151 个 8 位税号商品, 自 2016 年 4 月 16 日起实施。

3、新政延期执行

2016 年 5 月 11 日, 国务院对跨境电商零售进口有关监管要求给予一年的过渡期, 过渡期内在上海、杭州等 10 个试点城市继续按照税收新政实施前的监管要求进行监管, 过渡期到 2017 年 5 月 11 日前(含 5 月 11 日)止。但新政中关于税率的调整保持不变。

2016 年 11 月 15 日, 商务部表示为稳妥推进跨境电商零售进口监管模式过渡, 经商有关部门同意, 上海、杭州等 10 个试点城市, 继续按照税收新政实施前的监管要求进行监管, 过渡期进一步延长至 2017 年底。

2017 年 3 月 17 日, 商务部表示正在积极研究适应跨境电商零售进口发展特点的监管模式, 现阶段, 对跨境电商零售进口商品暂按照个人物品监管, 该监管模式将于 2018 年 1 月 1 日正式实行。

2017 年 12 月 7 日, 国务院第 187 次常务会议研究决定, 将跨境电商零售进口监管过渡期政策再延长一年至 2018 年底。自 2018 年 1 月 1 日起, 将过渡期政策使用的范围扩大至合肥、成都、大连、青岛、苏州等 5 个

城市。

2018年11月21日，国常会决定，延续实施跨境电商进口现行政策，并扩大适用范围。

表 3：“4.8 新政”延期执行情况一览

日期	监管政策	适用范围
2016年5月11日	给予一年的过渡期	10城市：天津、上海、杭州、宁波、郑州、广州、深圳、重庆、福州、平潭
2016年11月15日	延长过渡期至2017年底	
2017年12月7日	过渡期再延长至2018年底	15城市：新增合肥、成都、大连、青岛、苏州
2018年11月21日	19年起延续实施现行监管政策	37城市：增加北京、沈阳等22座城市

资料来源：相关部门网站，中信建投研究发展部

本次政策调整亮点：

1) **进一步打开国门、拥抱全球商品，打造互利多赢新局面。**本次政策调整，展现我国对外开放的诚意与决心，将推动更多跨境电商企业、海外品牌、供应商参与跨境进口，为消费者提供更多选择的同时极大增强行业活力，打造多方共赢局面。

2) **提高免税额度上限，释放居民消费需求，加速消费升级。**此次政策调整将跨境进口单次交易限值由2000元提至5000元、年度交易限值由每人每年2万元提至2.6万元，意味着大量高价值产品可进入限额以内，如轻奢类、电子产品类、美容仪器类，实实在在地为跨境进口电商、消费者降税减费，并有望进一步释放居民消费需求、促进跨境进口消费升级。

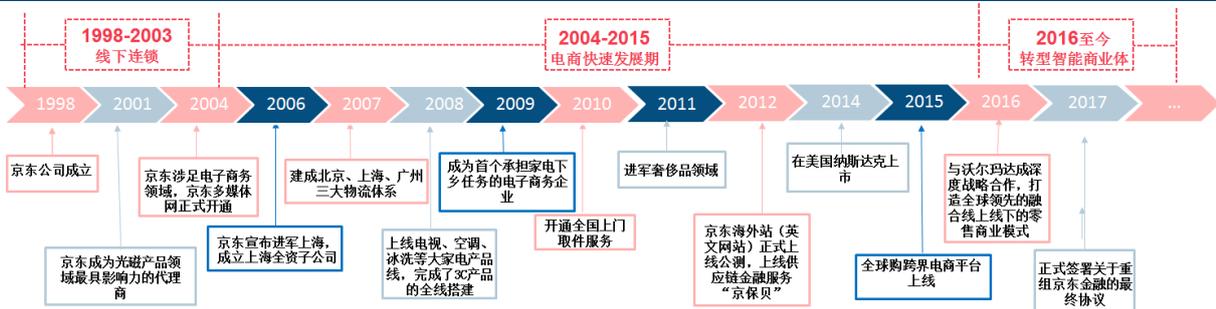
3) **释放宽松监管预期，增强企业信心。**本次会议指出，继续延续跨境电商零售进口政策，按照“个人物品”监管，相较以往“暂按个人物品监管”的表达，本次政策措辞中少了“暂”，释放未来宽松监管的预期，极大增强企业信心。

4) **商品类目扩容、试点范围扩大。**本次会议决定扩大享受优惠政策商品范围，新增63个商品类目，行业成长空间再度提升；此次会议还将试点范围扩大到今年新增的22个综试区（北京等），释放了积极的政策信号，体现国家对跨境电商进口政策试点的认可。

投资建议：此次会议从政策层面推动跨境电商行业发展，龙头**跨境通**受益明显。公司优壹电商跨境进口业务发展蓬勃：2018Q1-3实现营收41.35亿元，归母净利润超2亿元。此次政策延期与提额红利直接利好公司进口跨境进口业务。未来随着出口退税政策的完善，公司跨境出口业务亦有望进一步享受政策红利。

2、国内电商龙头回顾：京东的快速发展与近期困境

京东成立于1998年，经历20年发展，逐步从一个中关村代理商成长为如今涵盖电商、金融、物流三大业务板块的大型零售集团。在通用会计准则下，京东仍未实现盈利，但公司的市值依旧居高不下，独特的商业模式创造了一个商业神话。但是对于京东质疑的声音始终没有消失，特别是2018Q3财报数据，又一次对京东的“奇迹”发出了挑战。回顾京东的发展历程，我们发现了京东值得学习的独特之处，也发现了其“神话”之下的种种隐忧，都值得国内企业引以为鉴。以京东发展线上业务和向智能商业体转型为节点，将京东的发展历程分为三大阶段：

图 4：京东成长三阶段划分


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

第一阶段（1998-2003年）：线下初创期

1998年6月18日，京东创始人刘强东在中关村创业，成立京东公司。2001年6月，京东成为光磁产品领域最具影响力的代理商，销售量及影响力在行业内首屈一指。

第二阶段（2004-2015年）：电商快速发展期

2004年京东转型电商，开辟电子商务领域创业实验田，京东多媒体网正式开通，启用新域名。同时不断扩张市场，2006年进军上海，成立上海全资子公司；2007年全力开拓华南市场，在广州成立华南分公司。同年，京东建成北京、上海、广州三大物流体系。2008年京东上线电视、空调、冰洗等大家电产品线，完成了3C产品的全线搭建。2012年，京东上线供应链金融服务“京保贝”，可以实现三分钟向供应商提供融资服务。2015年京东商城宣布成立四大事业部：3C事业部、家电事业部、消费品事业部、服饰家居事业部，向综合电商的转型完成。至此，京东电商、物流、金融三大业务都完成布局且获得迅速发展。

第三阶段（2016-至今）：转型智能商业体

2016年5月，京东正式成立了智慧物流开放平台“X事业部”，自主研发无人机、无人车、无人仓等一系列尖端的智慧物流项目。京东集团CEO刘强东强调未来京东将通过AR/VR技术、深度学习、人工智能、机器人自动化等创新科技，真正实现物流智能化、无人化，将行业和社会的运营成本降低至极限，将用户体验提升至极限，最终发展成为全球领先的、真正实现智能化的商业体。

财务与估值

从估值上看，上市4年以来，京东的股价总体波动上涨，2018年之前与标普500指数走势基本一致，但进入2018年出现了大幅下降。一方面由于其主管官司缠身，另一方面也由于京东营收增速进一步放缓，投资者对其未来产生一定担忧。FY2014-2017，京东市值迅速增长，从1962亿人民币增长到3844亿人民币，CAGR 25.13%，2018年后京东市值回落明显，目前仅有2044亿人民币。

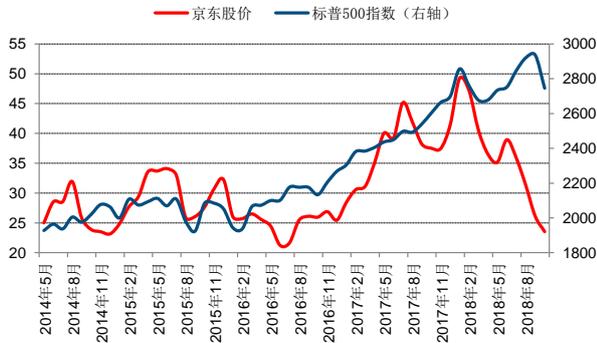
FY2009-2017，营业收入从29.19亿人民币增长到3623.31亿人民币，CAGR达82.70%，但增速逐年下降。

盈利能力方面，按照非通用会计准则标准下京东2017年实现持续性经营净利润50亿，同比提升140%，公司首次实现全年盈利；在通用会计准则下，京东年度报表尚未盈利。公司毛利率稳步提升，FY2009-2017，毛利率从4.8%提升至14%。营运能力方面，2018Q3应付账款周转天数环比下降1.2天，京东对供应商占款能力削弱。同时随着公司规模扩大，存货周转率趋降。

京东现金流健康，资金实力雄厚。FY2012-2017 京东经营性现金流量总体持续高速增长，从14.03亿增长

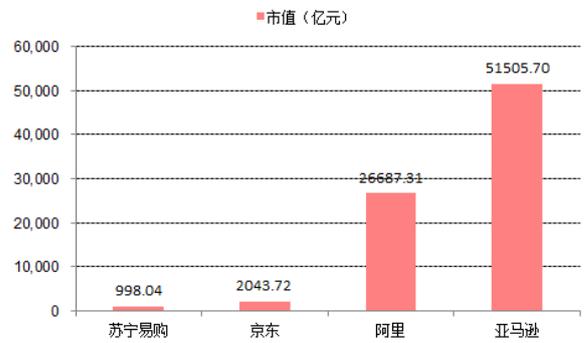
到 248.21 亿，CAGR 为 77.63%。同时京东现金储备充足，增长迅速，FY2011-2017，京东货币资金从 82.57 亿增长到 342.76 亿，CAGR32.65%。

图 5：FY2014-FY2018Q3 京东股价（美元）



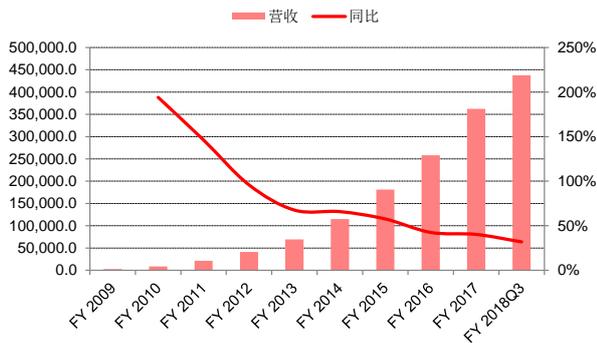
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：电商龙头市值对比（亿人民币）



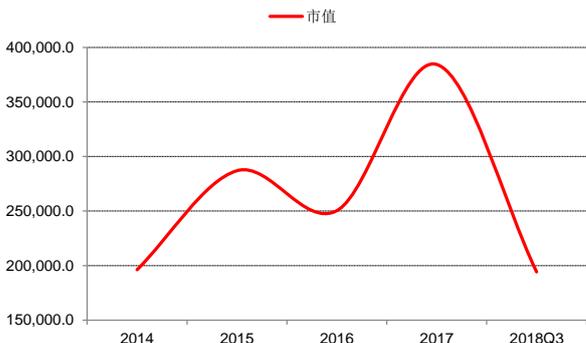
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 7：FY2014-FY2018Q3 京东营收与增速（百万人民币，%）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 8：FY2014-2018Q3 京东市值（百万人民币）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 9：FY2009-FY2017 京东毛利率（%）



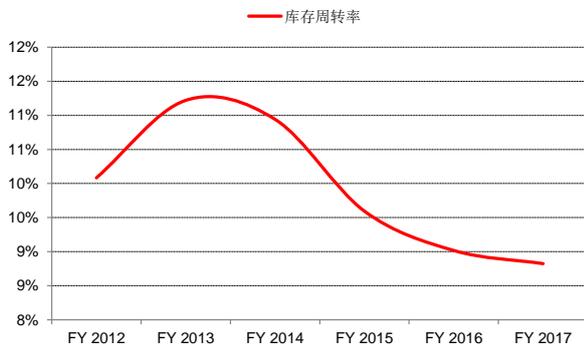
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 10：FY2017-FY2018Q3 应付账款周转天数



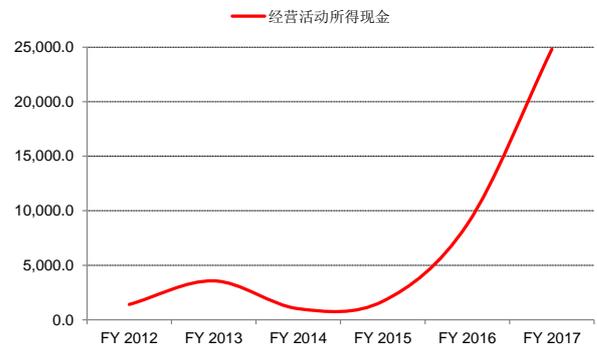
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 11: FY2012-FY2017 京东存货周转率 (%)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 12: FY2012-FY2017 经营性现金流量 (百万)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 13: FY2012-FY2017 京东货币资金 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

三大业务板块协同发力, 向智能商业体转型

电商板块:

电商模式深耕客户体验, 平台品类和质量保证三个领域。京东电商的自营渠道相当于买断品牌的部分商品在平台销售, 同时因为货品直接进入京东仓库备货, 因此在配送速度上也很快, 而当库房缺货时也能从消费者附近的门店调货和配送, 客户体验和品控水平优于联营。品类方面, 京东不仅主导了 3C 家电类的网购市场, 同时不断扩充品类渠道。2018 年初与美丽联合集团合作建立新电商平台“微选”, 聚合微信内各种商家商品信息, 通过算法交配、社交互动、多媒体内容等方式, 帮助用户发现丰富、优质的商家商品。京东借助微信生态的流量以及中小微商的个性化优势, 不断补足公司在非标品类(美妆服饰), 特别是中小品牌上面的短板。

布局新零售, 提升供应链效率。新零售大潮下, 京东以“零售革命”为主要思路, 构筑供应链竞争壁垒, 通过与线下零售企业强强联合, 整合线下供应链, 优化运营成本, 提升用户消费体验。2015 年京东同永辉联合, 利用永辉在生鲜产品方面的供应链, 生鲜商品的供应链和仓储建设仍处于起步阶段的京东, 不但可以通过永辉在全国的门店触及线下消费者, 同时也能够依赖其生鲜商品的供应链体系, 快速补足短板。2016 年, 京东和沃尔玛合作, 沃尔玛在中国市场的实体门店接入京东集团投资的“达达”和 O2O 电商平台“京东到家”; 库存方面利用双方在供应链和后台技术优势, 共享线上线下数据, 以进一步强化京东 O2O 业务布局。

物流板块:

自建物流体系，提升客户体验。京东于 2009 年用巨资建立了全国物流系统。截止到 2018Q3，京东在全国建立了 550 余个仓库，仓储面积达 1190 万平方米。近几年物流市场持续发展进步，“211 限时达”的推出，使京东配送更高效。现今，各种特色服务保障制度的设立，使京东用户享有优良、完备的物流配送服务和完整的“端对端”购物体验。京东物流不断创新，以无人机、无人车、无人仓为代表的“三无”智慧物流是京东未来的核心竞争力。自营配送方式下，京东保证了安全及时的配送服务，在“双十一”等高峰期也能稳定物流，同时控制终端服务质量——在退换货时，自营物流的介入既能有效处理纠纷，确保服务质量，也能减少成本浪费。这都提高了京东的用户体验，增强用户粘性。

渠道下沉，拥抱乡镇一级市场。京东自 2016 起全力执行“渠道下沉”战略，将发展重点由特大城市向三四线城市转移，渠道网络在原来覆盖 1300 个县的基础上，一年再增加 500 个县；未来五年，京东物流计划在全国 30 多个省会城市陆续建造亚洲一号，横向面向中西部省份，纵向面向三四线城市、城镇乃至农村县乡拓展物流布局。同时，京东凭借“青龙系统”为物流提供优化的信息交流平台，鼓励配送员回乡开疆辟土，既当站长又是配送员，通过员工扩展渠道，使得分支和终端迅速扩大。

金融板块：

供应链闭环深入上游，供应链金融水到渠成。京宝贝、京小贷与动产融资三箭齐发，供应链金融加快平台采销流转。利用平台大数据实现现实的自动准信和准入并有多个数据模型控制贷款流程及贷后监控，京东三个供应链金融产品具有操作简便、循环额度、自主利率、还款灵活等诸多优点。这些金融产品使供应商加速回款，在京东拥有占有供应商贷款的前提下，提前用借贷形式回款，加快商家进货流程。**ABS 助力流动性，京东白条成长空间大。**京东白条 ABS 产品，是用户先用白条购物后付款，京东再将白条分期债券重新组合后，打包出售给金融机构，从而提前获得流动性。目前京东金融业务已经分拆，但京东仍保留 40%税前利润收益权。

京东在快速发展的同时，也引来多方质疑，尤其围绕其盈利能力（京东在 GAAP 下至今未有稳定盈利）。近年来京东营收增速放缓，2018Q3 年度活跃用户数环比减少 860 万至 3.05 亿，京东股价连创新低，公司市值大跌。**京东目前遭遇的困境有：**

（1）阿里苏宁联手夹击，京东过于依赖电商，不及阿里生态效应

京东三大板块中，盈利依赖电商，而电商经营的各项品类中，盈利依赖 3C 家电。阿里联手苏宁后，在品类上系已经成功逼近京东；且服装品类上，天猫具备绝对话语权，目前天猫开始在服装类目上收紧管理，京东的平台发展短期遭到巨大压力，随着流量红利的消退，京东平台发展蒙上阴影。对标亚马逊来看，亚马逊由自营走向平台，未来纯电商模式的发力方向在互联网属性的平台，但阿里是国内的平台龙头，京东虽借助腾讯的社交流量，但这部分流量边际效应减弱，而拥有生态圈完备的阿里则能够内生引流。同时苏宁本身体系也拥有完备的生态圈，集团的体育、文娱等能够帮助其引流，外部阿里，线下门店等都能帮助线上引流，流量短期内没有看到天花板。

流量成本不断上升，遭遇瓶颈。当前流量红利消退，用户增长速度放缓让无论是阿里还是京东的天花板越来越明显，线上的流量成本越来越高，线上费用率水平和线下的费用率水平开始趋同，“线上引流成本+物流成本”等同于线下“租金+薪酬+折旧”。

（2）现有商业模式天然缺陷，战略转型困难重重

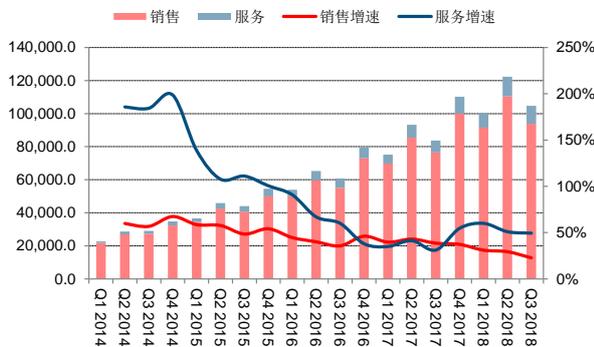
京东营收可分为两大块：商品销售，即自营业务取得的销售收入；服务收费，即为开放平台第三方卖家提供服务（如广告、物流等）收取的费用。京东电商模式存在自营毛利低、费用率高的天然缺陷，没有巨大的规模

效应下很难实现盈利。FY2014-2018，自营业务营收增速总体低于服务业务营收增速。2018Q3，服务营收增速为49.4%远高于自营业务22.8%的增速，这说明说明京东大力拓展第三方卖家的数量，并不遗余力地让他们更多地“享受”服务，京东正处在从卖商品到卖服务的战略转型中。然而即便是服务业务，进入2018年，其收入增速也在下降，2018Q3收入增速比2018Q1增速下降了10.6pct。

FY2009-2018Q3，公司费用率大多数年份超过毛利率，处于亏损状态。2015年以后毛利率增长缓慢基本停滞，而各项费用占营收比例始终难以降低。由此可以推断，如果“商品销售+服务”业务组合的毛利润率无法显著上升或者各项费用无法大幅降低，京东模式不可能出现持续性盈利。

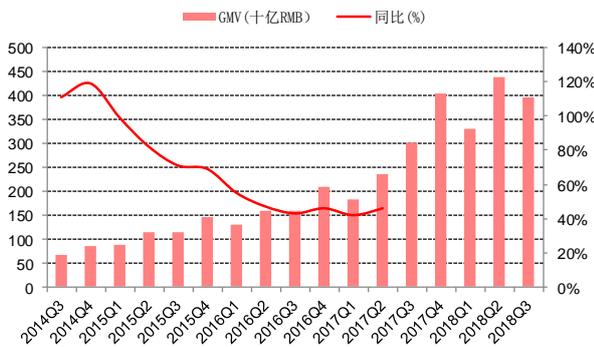
另一条转型路径——大力发展金融、物流，也困难以吸收京东电商生态圈以外的潜在客户而显得前景渺茫。

图 14: FY2014-FY2018Q3 分业态营收及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 16: FY2014-FY2018Q3 京东各季度 GMV 总量及增速 (十亿; %)



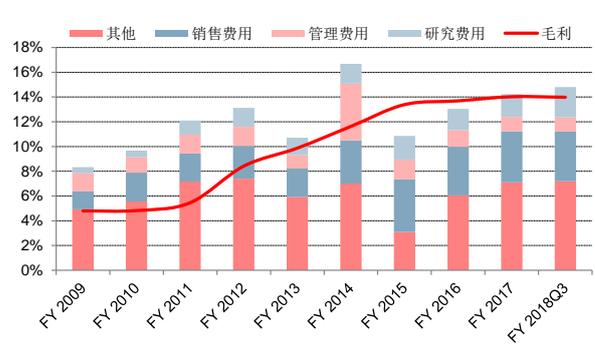
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

注: 2017 年 Q3 以后 GMV 统计口径变化

(3) 仓储面积增速大幅放缓，应付账款周转天数下降

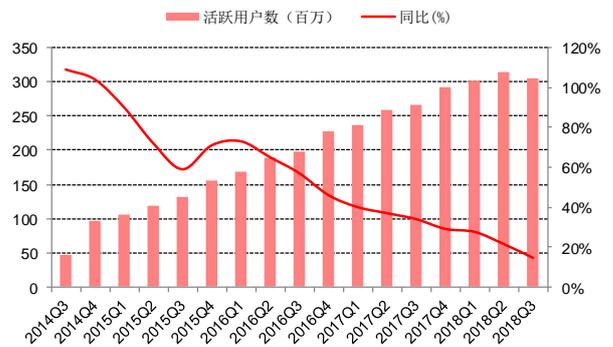
囤货对于京东具有重要意义。第一，囤货能“以储代运”改善用户体验。预先把货囤在前置仓库，使京东无须具备顺丰强大的干线物流能力，就能在第一时间送达下单用户。第二，价值百万、千万甚至上亿的商品压在京东仓库里，可以绑定商家。第三，囤货在客观上给供应商制造资金压力，有机会将他们转化为京东金融的用户。

图 15: FY2009-FY2018Q3 京东费用率及毛利率 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 17: FY2014-FY2018Q3 京东各季度活跃用户数及增速 (百万; %)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

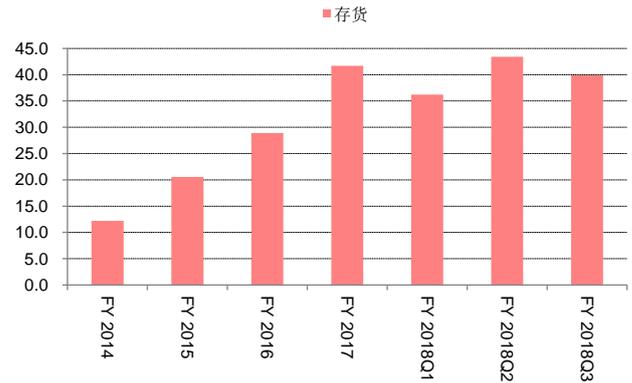
京东计划未来将仓储面积扩大到 5000 万平方米以上，但是 2018 年第三季度京东仓储面积的增加速度却大幅放缓。2018 年二季度末，京东旗下仓库总面积 1160 万平米，同比增加 450 万平米，平均每月新增 37.5 万平米；2018 年三季度末，京东旗下仓库总面积 1190 万平米，平均每月新增 10 万平米。与此同时，京东存货的账面值并未与仓储面积同步增长。2017 年末，仓库面积 1000 万平米，存货账面值 417 亿，2018Q3 仓库面积 1190 万平米，存货账面值反降至 399 亿。这说明仓库空置率在上升。

图 18: FY2017-FY2018Q3 京东仓储面积 (百万平方米)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 19: FY2014-FY2018Q3 京东存货账面价值 (十亿)

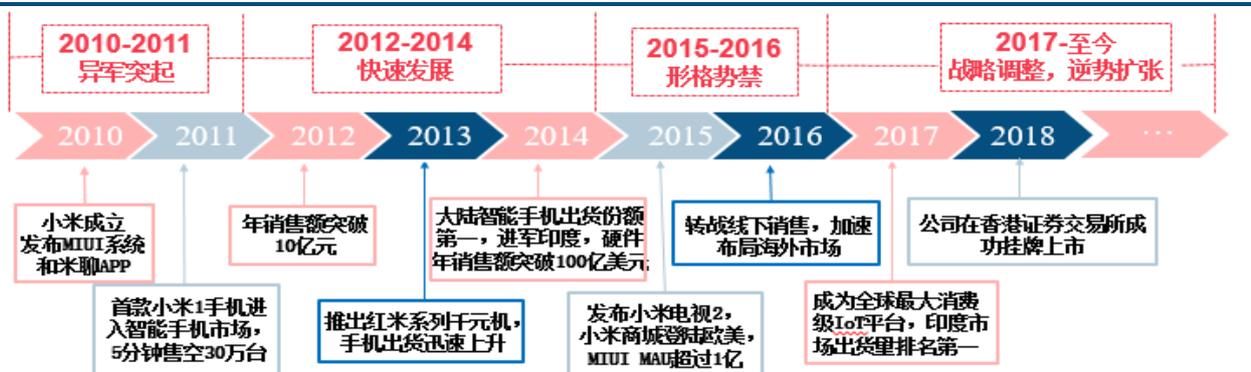


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

3、国内新零售龙头回顾: 小米——独角兽的八年腾飞

小米集团成立于 2010 年 4 月，是一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司。“为发烧而生”是小米的产品概念，自其产品推出以来，深受年轻人的青睐，积累无数发烧友，凝聚大量米粉，之后以此为基础，裂变拉新变现，创造企业互联网价值。创立八年以来，小米公司成长速度极为惊人，成为全球科技类企业中营收突破千亿用时最短的公司，同时也是国内首屈一指的独角兽企业。目前，小米公司是全球第四大智能手机制造商，并且创造众多智能硬件产品，其中多个品类销量第一。其以硬件为切入点获取流量的途径，创造了互联网企业发展的新路径。回顾小米的发展历程，我们发现其作为诸多新战略新打法，特别是新零售的定位，值得国内零售企业借鉴学习。根据小米集团扩张速度的换挡，我们可以大致将其发展历程分为四大阶段：

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

第一阶段（2010-2011 年）：异军突起

小米正式成立，定位于一家互联网公司。2010 年推出首个内测版 MIUI 系统和米聊 Android 内测版。2011 年发布智能手机——小米手机 1，同年 12 月第一次正式网络售卖中，仅用时 5 分钟，30 万台销售一空。创立初期，小米未选择与 BAT 等互联网巨头争夺移动互联虚拟入口，另辟蹊径以硬件为切入点积累用户，避开与流量巨头直面竞争。

第二阶段（2011-2014 年）：快速发展

在移动互联网的风口下，小米以高性价比为核心竞争力，用论坛、微博等新社交媒体方式推广营销，主打线上渠道，由直营和第三方电商平台进行销售。2012 年销售额突破 10 亿元，2013 年推出红米系列千元机，手机出货量迅速上升，2014 年打败三星成为大陆智能手机出货份额第一品牌。手机出货量从 2011 年 30 万台增长至 14 年 6112 万台，市场份额达 12.5%，2011-2014 年 CAGR 达 488%，并于 2014 年硬件销售额突破 100 亿美元。

国内市场如火如荼的同时，小米审时度势，以其高性价比的特性精确瞄准印度市场，于 2014 年正式进军印度，率先出海。

与此同时，小米于 2013 年看准万亿级物联网发展趋势，踩点精准，通过投资孵化，推出大量生态链产品，快速抢占市场，成为全球范围里最早系统布局智能家居的企业之一。

第三阶段（2015-2016 年）：形格势禁

受消费升级和线上渠道红利消退的不利影响，小米品牌市场份额开始下滑。2015 年虽然小米出货量仍排名第一，国内市占率为 15.1%，但从 2015 年下半年开始公司手机销量连续下滑，2016 年遭遇惨败，销量跌幅达 36%，市场份额压缩至 8.9%，跌出前五。而同时期，以线下模式为主，三四线城市为主要赛道的 oppo、vivo 增长势头迅猛，国内市场份额跻身前三。海外市场方面，2015 年小米商城登陆欧美，但由于欧美市场以高端机为主，小米品牌与三星、华为、苹果等仍有较大差距，开拓过程屡屡受挫，举步维艰。

表 4：2015-2018H1 中国智能手机各品牌出货量及市场份额

百万台	2015			2016			2017			2018H1		
	品牌	出货量	市占率	YoY	出货量	市占率	YoY	出货量	市占率	YoY	出货量	市占率
华为	62.9	15%	53%	76.6	16%	22%	90.9	20%	19%	49.7	26%	12%
oppo	35.3	8%	36%	78.4	17%	122%	80.5	18%	3%	37.7	20%	-3%
vivo	35.1	8%	26%	69.2	15%	97%	68.6	15%	-1%	34.1	18%	11%
小米	64.9	15%	23%	41.5	9%	-36%	55.1	12%	33%	27.7	14%	18%
其他	177.5	41%	-25%	156.7	34%	-10%	108.2	24%	-31%	26.3	14%	-57%
苹果	58.4	13%	56%	44.9	10%	-21%	41.10	9%	-8%	16.8	9%	-4%
总计	434.1	100%	3%	467.3	100%	9%	444.3	100%	-5%	192.3	100%	-11%

资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

第四阶段（2017-至今）：战略调整，逆势扩张

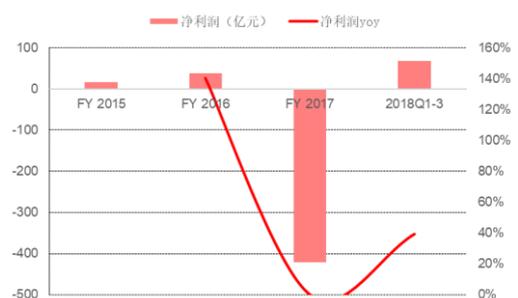
战略重心转移至线下实体店，同时加速出海战略。在 2017 年全球智能手机出货量下降 0.1%，中国出货量下降 13.2% 的行业情况下，小米经过战略调整，推出线上线下同款同价的新零售模式。2017 年智能手机出货量达 9140 万台，逆势增长 74.5%，重新跻身全球前五，国内市场份额位列第四。印度方面，小米 2017 年下半年市场份额超越三星，斩获第一。在十四个其他国家也均进入前五，成为市面上唯一一家东山再起的手机品牌。IoT 业务方面，凭借其先发优势，小米于 2017 年成为全球最大消费级 IoT 平台。

财务与市值分析：智能手机、IoT 硬件抢占流量入口，互联网服务业务变现创造利润

小米营业收入从 2010 年创立以来，呈现指数式上涨。2015-2017 年，小米营收从 668 亿元增长至 1144 亿元，CAGR 为 30.84%。2018 前三季度，小米营收达 1305 亿元，同比增长 64.12%，已超过去年全年营收；归母净利润达 67 亿元，同比增长 39.3%。

图 2：2015-2018Q1-3 公司营收及增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：2015-2018Q1-3 公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

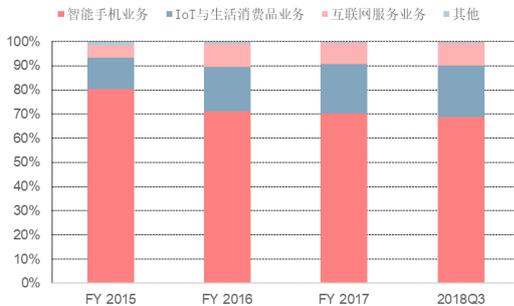
分业务来看，小米主营产品按照产品功能、形态及模式，大体上可以划分为智能手机、IoT 和生活消费产品、互联网服务产品。2017 年小米公司收入主要来自智能手机，占比 70.3%；IoT 与生活消费产品收入占比 20.5%；互联网服务收入占比 8.6%。由于硬件类产品毛利率相对较低而互联网服务毛利率较高，因此智能手机和 IoT

与生活消费产品分别贡献了公司 46.9%和 12.9%的毛利，而互联网服务则贡献了公司 39.3%的毛利，远超其收入占比。

2015-18 年，智能手机业务营收占比不断减少，从 80.4%降低 11.6 个 pct 到 68.8%；而 IoT 与生活消费品业务/互联网服务业务占比不断提升，分别提升 8.3/4.5 个 pct 至 21.30%/9.30%。智能手机业务和 IoT 生活消费品业务毛利率保持稳定，始终低于 10%；互联网服务业务毛利率有上升趋势，特别是 2018Q3 毛利率高达 68.4%，同比提升 7.2 个 pct，环比提升 5.6 个 pct。

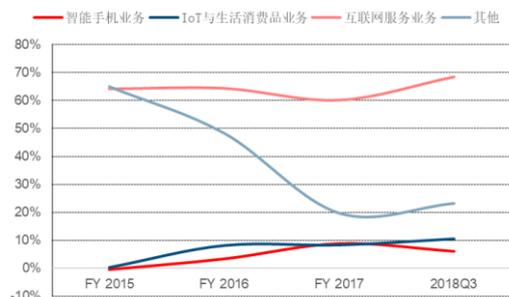
从估值上看，上市 4 个多月以来，小米的股价总体震荡下降，与大盘走势总体趋同，10 月底触底企稳后，有所回升。

图 4：2015-2018Q3 公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：2015-2018Q3 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：上市至最近一个交易日小米股价



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

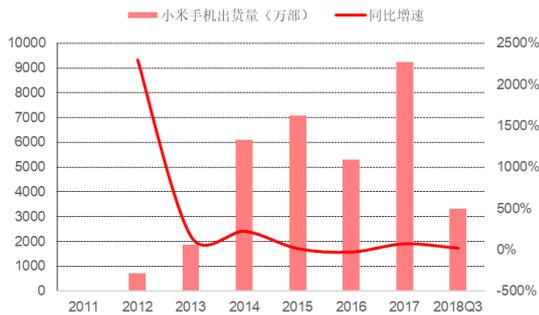
(1) 智能手机业务：小米硬件的中流砥柱

小米智能手机产品线分为中高端机型小米和中低端机型红米两条，价格从 699 元至 3999 元不等。现阶段小米价格低于 1300 元的中低端机销量占比 80%左右，剩下的中高端机、旗舰机和高端机占 20%。2017 年小米全年出货量为 9141 万台，平均销售价格 881.3 元；其中 1300 元以下的红米手机出货量超过 7300 万台，营收贡献占 64.5%。根据测算，小米产品结构中低端手机销量 44%来自于海外，其中以中低端产品为主的印度市场贡献总营收达 30%左右。

随着中国智能手机市场由增量市场转为存量市场，马太效应显著增强，2018H1 国内市场 CR5 达到 82%，竞争格局不断增强，但是小米在线上份额占有率高达 27.1%，列行业第一，具有显著优势。全球智能手机市场趋

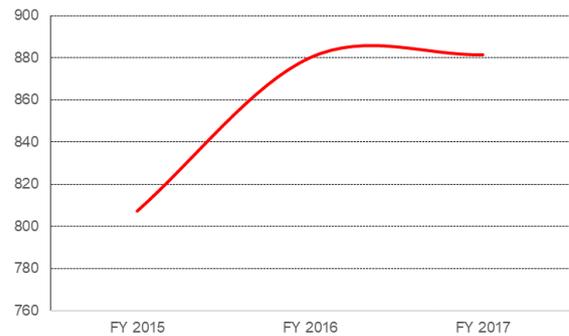
于成熟，市场份额接近饱和，越来越多的智能手机公司将市场瞄准于新兴市场，新兴市场仍有广阔的市场份额，且有量价齐升的发展红利。在国产手机品牌纷纷出海的大背景下，小米智能手机享有先发优势，在印度、东南亚等地都有较高的市场份额。

图 7：2011-2018Q3 小米手机出货量及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 8：2015-2017 小米智能手机平均销售价（元）



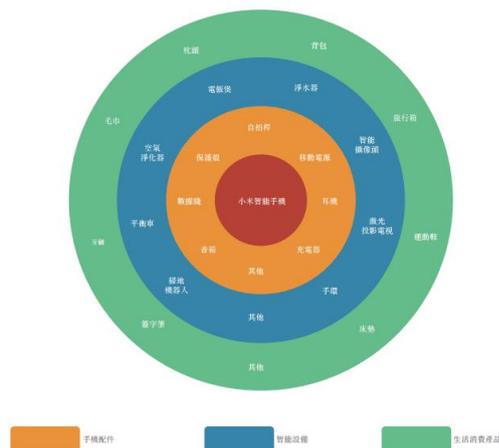
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

(2) IoT 与生活消费品业务：物联网金字塔尖的宠儿

全球消费级 IoT 市场空间广阔，持续维持高速增长，即将突破万亿美元，其中智能家居、智能穿戴、智能保健市场、汽车市场网络是当下消费级 IoT 的风口所在。小米基于大量的用户基础，硬件终端数量占据全球第一，市占率达到 1.9%，是目前全球最大的消费级 IoT 平台。截至 2018H1 末，小米 IoT 平台已接入约 900 种智能硬件，连接用户约 1.15 亿名，日活跃设备超 1000 万台。

小米 IoT 与生活消费品业务分为核心产品和其他生态链产品。核心产品主要为小米自营的电视（包括小米盒子）、笔记本电脑、智能音箱和路由器。此类产品作为小米物联网版图的显示入口，在小米物联网布局至关重要。

图 9：小米 IoT 与生活消费产品矩阵



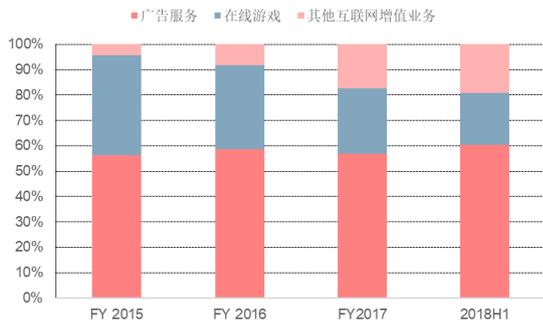
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

(3) 互联网服务业务：流量变现的现金牛

小米互联网服务业务主要由 MIUI 系统、在线广告、互联网游戏和互联网金融四个板块组成。现阶段变现通

道主要为在线广告和互联网游戏。2017 年互联网服务收入中，广告收入占比 56.72%，互联网增值服务收入（主要为在线游戏）占比 43.28%。2018H1 互联网服务收入结构发生细微变化，在线游戏占比呈现下降趋势，2018H1 占比为 20.4%；其他互联网增值服务收入来源包括用户付费订阅优质娱乐内容（例如在线视频、网络文学和音乐）、直播和互联网金融服务，该项收入呈现增长态势，2018H1 占比 19.1%。

图 10：2015-2018 和小米互联网服务营收结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

纵观小米的发展历程，能在互联网竞争激剧的大时代背景下脱颖而出，快速成长，其中有许多可以借鉴之处：

1、从高性价比硬件制造获得流量

小米将智能硬件以接近成本的价格销售，以高性价比为核心竞争力，即符合“消费分级”的时代主题，又是互联网思维在硬件领域的生动应用。当下，随着三四五线城市消费升级和一二线城市消费降级，越来越多的人追求高性价比产品，而小米智能手机以“低价高质量”为卖点，提供具有竞争力的价格，同时打造多价位产品区间组合，提供高端旗舰机、中端机、入门机等五类产品区间，契合各类消费人群。硬件作为其主营业务，但是不是主要利润的来源，更多是为互联网业务零成本引流，通过互联网服务获取超高利润。

例如小米智能手机业毛利率在同等配置的智能手机中保持了远低于主要竞争对手的毛利率；此外，2015-2017 年，小米的 IoT 和生活消费产品毛利率分别为 0.4%、8.2%、8.3%，相比同样有物联网生态链布局的苹果、亚马逊等竞争对手，公司的毛利率也只有竞争对手的约 1/4 水平。通过低价格和高品质的产品，小米拥有了大量的用户和流量。

图 11：2015-2018Q1 各品牌智能手机毛利率

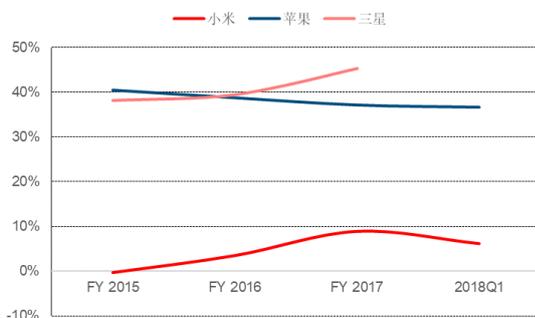


图 12：2015-2018Q1 各品牌 IoT 产品毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2、粉丝经济，用户粘性强

指小米利用低价格产品吸引原始客户，再通过产品的不断迭代提高消费者体验与用户粘性；云米利用高性价比商品引流，高科技技术支持云米不断创新智能家居，并通过小米有品渠道打造良好口碑。

3、构建生态链，延伸 IoT 网络

小米生态链的运营围绕小米、米家、有品等核心品牌，将小米核心模式和理念推广到更多生态链企业。小米通过投资和管理建立了超过 210 家公司组成的小米产业链，其中超过 90 家公司专注于研发智能硬件和各类生活消费产品。产品品类丰富包括手机周边产品以及智能家居产品和米家行李箱、电动牙刷等生活消费品。SKU 快速增长，截至 2018 上半年末，有 1600 逾种 SKU 在大陆销售。

小米从 2013 年开始以“投资+孵化的方式赋能生态链企业”，使其快速成长，在各自细分领域脱颖而出。另一方面，小米保持参股不控股的原则，对生态链企业的经营管理只建议不决策。截至 2017 年末，小米股权投资总计价值为 188.6 亿元，其中已经有 4 家估值超过 10 亿美元，跻身独角兽行列。

表 5：2015-2017 年股权投资情况（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年
上市	30.27	33.03	57.65
非上市	8.52	12.01	16.84
优先股投资	45.12	78.45	114.09
合计	83.91	123.49	188.57

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

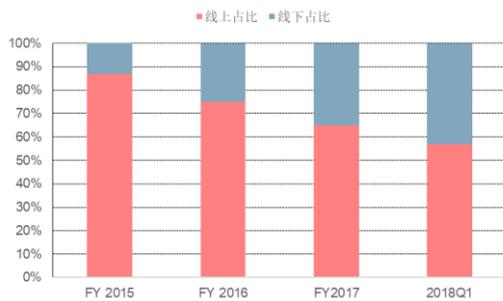
4、积极出海

在全球智能手机用户数量庞大且不断增长，新兴国家智能手机市场渗透率不断提升，带动全球智能手机市场渗透率不断提升。新兴国家由于本土品牌尚未形成规模，竞争格局较不激烈，同时新兴国家可支配收入较低，更青睐低价格高质量机型，与小米公司产品的定位十分吻合。小米公司审时度势，适时进军海外市场，精准瞄准印度、东南亚等地区的蓝海市场，同时打造高端品牌登陆欧美，提高品牌形象。

5、线上+线下，拓展新零售

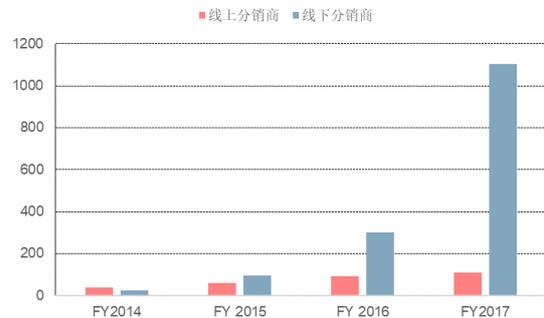
小米发展之初主打线上渠道，由直营和第三方电商平台进行销售，线下主要借助电信、移动和联通等渠道进行，同时物流和配送外包至京东物流负责。2015 年手机线上销售增长红利遇到瓶颈，公司开始从电商模式转至线上线下结合，同款同价的新零售模式。线下渠道销售占比从 2015 年 14% 上升 29 个 pct 至 2018Q1 的 43%。

图 13：2015-2018Q1 线上线下营收占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 14：2014-2017 小米线上线下分销商数量



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

小米线上渠道主要有自营和第三方合作模式相结合，通过差异化经营，满足不同用户需求。紫英渠道包括小米商城、米家商城以及米家有品，第三方合作渠道国内为京东、苏宁易购、天猫等；国外主要有 Flipkart、TVS electronics、Amazon 等。小米国内线上渠道数量目前稳定在 100 家左右。小米实体店有如下经营模式：小米之家、小米专卖店、小米体验店、小米直供点（小米小店），值得一提的是小米线下坪效全球第三，达到 27 万元/年，为传统零售业坪效的 10-20 倍。总结来看，小米高坪效得益于以下三方面的成果：

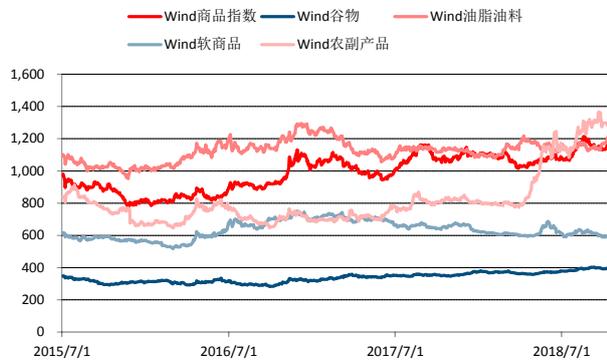
- (1) 汇聚客流量，选择核心商圈；
- (2) 提高转化率和复购率，多种类高频次产品覆盖生活全范围；
- (3) 提高客单价，多方式引流，口碑爆款营销。

三、行业数据

（一）价格端：商品价格指数内涨外跌，义乌小商品价格指数微升

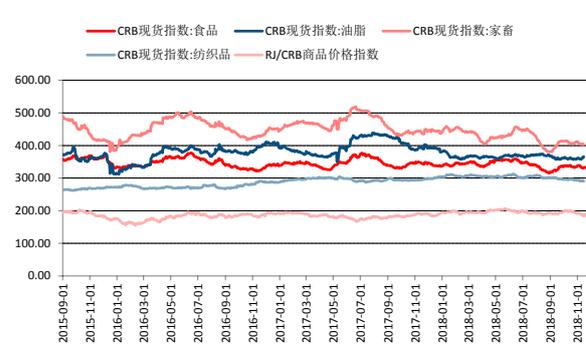
商品价格方面，本周Wind商品指数下降，CRB价格指数下降。2018年11月23日，Wind商品指数收于1090.93点，较上周下降50.80点（-4.45%），其中谷物指数较上周-0.54%，油脂油料指数较上周-1.08%，软商品指数较上周-2.11%，农副产品较上周上涨-1.78%。RJ/CRB指数收于179.60，较上周-3.27%。

图 20: Wind 商品价格指数走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

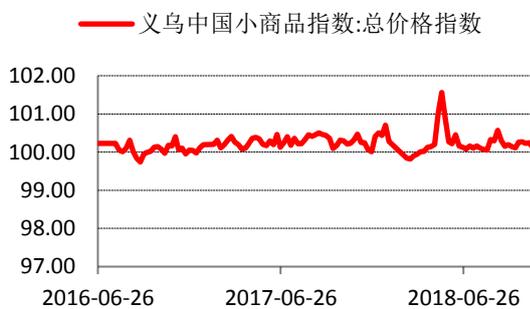
图 21: CRB 价格指数走势



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

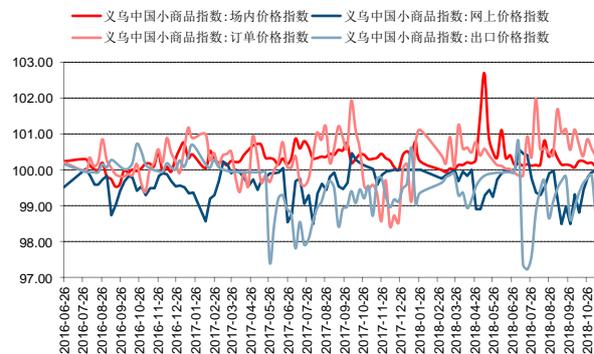
义乌小商品价格指数: 截止 11 月 18 日一周义乌小商品总价格指数 100.04, 较前一周下降 0.08 点, 其中场内价格指数较前一周下降 0.03 点至 100.07, 网上价格指数较前一周上涨 0.01 至 99.99, 订单价格指数较前一周下降 0.20 至 100.18。

图 22: 义乌小商品价格总指数



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 23: 义乌小商品分类别价格指数



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

风险因素: 宏观消费环境不及预期; 个税改革进程缓于预期

附表：2018 年商贸零售行业重点公司估值表

名称	股价	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			BVPS	PB
				17A	18E	19E	17A	18E	19E		
天虹股份	11.64	1,200	140	0.90	0.74	0.87	13	16	13	5.28	2.20
苏宁易购	10.72	9,310	998	0.45	0.84	0.33	24	13	32	8.78	1.22
永辉超市	7.11	9,570	680	0.19	0.17	0.25	37	42	28	1.96	3.63
王府井	14.77	776	115	1.17	1.53	1.77	13	10	8	13.73	1.08
重庆百货	29.17	407	119	1.49	2.14	2.64	20	14	11	13.57	2.15
豫园股份	7.12	3,876	276	0.49	0.79	0.99	15	9	7	7.15	1.00
美凯龙	11.50	3,550	375	1.13	1.41	1.58	10	8	7	11.63	0.99
家家悦	21.72	468	102	0.66	0.82	0.97	33	26	22	5.54	3.92
中百集团	5.56	681	38	0.10	0.70	0.20	56	8	28	5.03	1.11
步步高	7.95	864	69	0.17	0.23	0.28	47	35	28	8.79	0.90
新华都	6.95	692	48	-0.08	-	-	-	-	-	2.41	2.88
华联综超	3.66	666	24	0.12	0.09	0.08	31	41	44	4.10	0.89
三江购物	11.92	548	65	0.26	0.20	0.22	45	58	54	5.63	2.12
中兴商业	6.12	279	17	0.30	0.33	0.35	20	19	17	4.70	1.30
友阿股份	3.43	1,417	49	0.22	0.17	0.18	16	20	19	3.67	0.93
新世界	6.78	647	44	0.69	0.40	0.43	10	17	16	6.87	0.99
首商股份	6.61	658	44	0.54	0.59	0.64	12	11	10	5.91	1.12
翠微股份	5.90	524	31	0.28	0.33	0.36	21	18	16	5.84	1.01
鄂武商 A	10.02	769	77	1.66	1.49	1.47	6	7	7	10.37	0.97
武汉中商	6.96	251	17	1.42	0.36	0.20	5	19	35	4.68	1.49
大东方	4.28	737	32	0.46	0.41	0.46	9	10	9	3.81	1.12
欧亚集团	19.49	159	31	1.92	1.89	1.98	10	10	10	15.39	1.02
新华百货	18.15	226	41	0.47	0.67	0.79	39	27	23	9.54	1.90
百联股份	8.63	1,784	151	0.47	0.48	0.51	18	18	17	9.08	0.95
银座股份	5.02	520	26	0.09	0.10	0.10	53	50	49	5.84	0.86
中央商场	3.82	1,148.33	43.87	0.21	-	-	18.28	-	-	1.65	2.32
南极电商	7.99	2,454.87	196.14	0.34	0.35	0.49	23.50	22.83	16.31	1.37	5.82
跨境通	11.70	1,558.04	182.29	0.52	0.79	1.11	22.50	14.87	10.54	4.84	2.42

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859