

易果生鲜：生鲜 B2C 向 B2B 的转型之路——生鲜企业研究之一

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 0.84%、0.84% 和 0.62%。CS 商业贸易板块涨幅 1.86%。本周大盘回升，商业贸易板块表现跑赢大盘。

易果生鲜创立于 2005 年，是中国第一家生鲜电商。目前易果生鲜日订单数超 5 万单，成交金额破 1000 万元，综合毛利率超过 30%，损耗率在 3-4%。易果集团主要包括易果生鲜电商平台、云象供应链和安鲜达冷链物流三大板块。由于易果冷链仓配成本仍处于较高水平，物流履约成本约超 20%，高昂的履约成本成为易果亏损的主要原因，2013 年起易果利用其供应链优势逐渐向 2B 方向转型。2018 年底，易果与盒马合作深化，将此前负责的猫超生鲜运营转交给盒马，易果专注于 2B 业务，转而进一步强化数字驱动生鲜全产业链协作平台的定位，发挥供应链、冷链物流和新赋能的全链路优势，专注为包括盒马、大润发、猫超生鲜、饿了么在内的阿里生态内新零售、新餐饮进行赋能。

联商网：日本制造化妆品的出口持续扩大，2018 年 1 至 11 月出口额同增 44%，达到 4828 亿日元。其中中国大陆占比 34.9% 最高，资生堂、花王和高丝等均计划增产并进一步扩张中国市场；**国家邮政局：**中国邮政业全年预计完成邮政业业务总量 12300 亿元，同比增长 26%，其中快递业务量完成 505 亿件，增长 25.8%，支撑网上零售额 6.9 亿元，支撑跨境电子商务贸易超过 3500 亿元。

投资策略：社零进入个位数时代，版块马太效应加强。建议如下选股主线：1) 长看新零售下半场已来：社区便利店发展空间广阔，新零售向“新制造”延伸。建议关注苏宁易购、南极电商、开润股份。2) 宏观首选必选消费，超市龙头存在阶段性机会。建议关注永辉超市、家家悦等。3) 从成长性角度关注本土化妆品崛起。本土公司“品牌+研发+营销+渠道”齐发力，形象重塑、崛起加速，建议关注珀莱雅、上海家化等。4) 从估值角度，部分优质标的处于估值底部，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。5) 结合政策利好，跨境电商发展正蓬勃，建议关注龙头公司跨境通。

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：2019 年 01 月 07 日

市场表现



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1-11月社零增速放缓，全面进入个位数增长时代。展望明年上半年，经济环境有可能持续承压，反映到消费层面就是居民消费增速稳步放缓，消费意愿收到压制，从而切换消费者的边际消费倾向与消费偏好；反映到公司层面就是企业业绩进一步分化，强者恒强，而适应消费趋势切换的企业更是有望弯道超车。站在当下，结合我们对2019年的判断，我们建议以下选股主线，精选优质个股：

1) **长看新零售下半场已来：新零售对业态持续重塑，零售业态将更加贴近与感知消费者需求**，在贴近需求方面，传统业态将持续提升消费者的消费体验，**全渠道触达消费者，购物场景的发展重心由“到店”向“到家”转移**，在这一趋势下，与消费者物理空间最为贴近的**社区便利店**发展空间广阔；在感知需求方面，消费者的需求偏好到制造端的数字通道将被打通，消费者将直接参与生产—物流—销售全环节，**新零售进一步向“新制造”延伸**，数字化建设领先、具有强大供应链能力的生产企业有望脱颖而出。建议关注线上线下高度融合、渠道持续下沉的**苏宁易购**；精准定位大众市场，品牌授权轻资产模式高效率运营的**南极电商**；供应链与制造能力出众，“新制造”基因显著，新品牌、新品类、新渠道合力推进的**开润股份**。

2) **从宏观角度，首选必选消费，优质超市公司存在阶段性机会**。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。

3) **从成长性看，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。从发达国家经验看，**化妆品“口红效应”明显**，受宏观经济环境影响较小，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**

4) **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。

5) **结合政策利好，跨境电商发展正蓬勃**，龙头公司**跨境通**业务能力强劲，受中美贸易战影响较小，自有专线、海外仓建设稳步推进。

目录

标的推荐.....	1
一、板块行情.....	3
(一) 板块涨跌幅.....	3
(二) 行业市盈率.....	3
二、本周主要资讯.....	4
(一) 易果生鲜：首家生鲜电商的 2B 转型历程.....	4
(二) 行业动态.....	8
(三) 公司公告.....	9
三、行业数据.....	9
(一) 需求端：3000 家零售指数环比下滑，超市业态销售额同比增速回升.....	9
(二) 价格端：商品价格指数内外均涨，义乌小商品价格指数略有下降.....	10
(三) 景气度：义务中国小商品景气指数大幅下降，市场信心指数略有回升.....	11

图目录

图 1：商业贸易板块周涨幅前十（%）.....	3
图 2：商业贸易板块周跌幅前十（%）.....	3
图 3：行业市盈率（截止 2019 年 1 月 6 日）.....	4
图 9：2013 年以来生鲜电商规模及增长.....	5
图 10：2018 年生鲜产品线上渗透率远低于其他品类.....	5
图 11：易果生鲜发展历程.....	6
图 12：易果生鲜业务布局.....	7
图 13：生鲜电商类 APP 月活跃用户规模（2018 年 4 月）.....	7
图 14：易果生鲜电商平台运营渠道.....	7
图 15：3000 家重点零售企业零售指数（%）.....	9
图 16：社会消费品零售总额同比：按城乡划分（%）.....	9
图 17：百家零售企业零售额同比（%）.....	10
图 18：WIND 产品价格指数走势.....	10
图 19：RJ/CRB 走势.....	10
图 20：义乌小商品价格指数.....	11
图 21：义乌小商品分类别价格指数.....	11
图 22：主要城市商铺平均租金.....	11
图 23：成都及长春商铺平均租金.....	11
图 24：义务中国小商品指数：景气指数及市场信心指数.....	12

表目录

表 1：行业涨跌幅情况（%）.....	3
表 2：生鲜发展电商模式遇到的困难.....	5
表 3：安鲜达冷链物流配送能力.....	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 0.84%、0.84% 和 0.62%。CS 商业贸易板块涨跌幅 1.86%，其中 CS 连锁涨跌幅为 2.61%，CS 百货涨跌幅为 1.06%，CS 超市涨跌幅为 0.84%，CS 贸易 III 涨跌幅为 2.97%；本周大盘略升，商业贸易板块表现跑赢大盘。

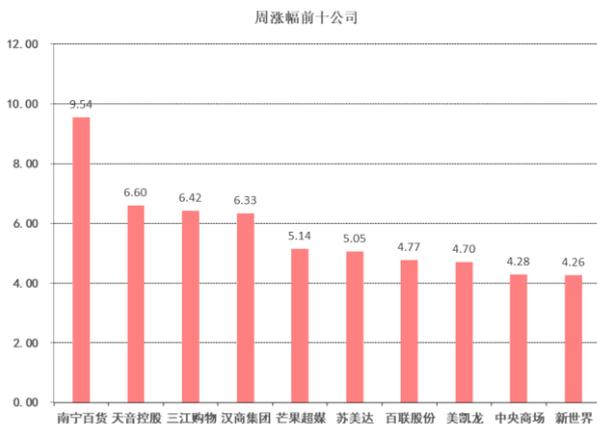
表 1：行业涨跌幅情况（%）

单位（%）	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	0.84	-6.65	-26.65
上证综指	0.84	-5.09	-25.85
深证成指	0.62	-8.12	-35.78
CS 商贸零售	1.86	-4.51	-32.03
CS 连锁	2.61	-4.48	-31.41
CS 百货	1.06	-6.18	-33.45
CS 超市	0.84	-0.40	-29.73
CS 贸易 III	2.97	-4.63	-33.28

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

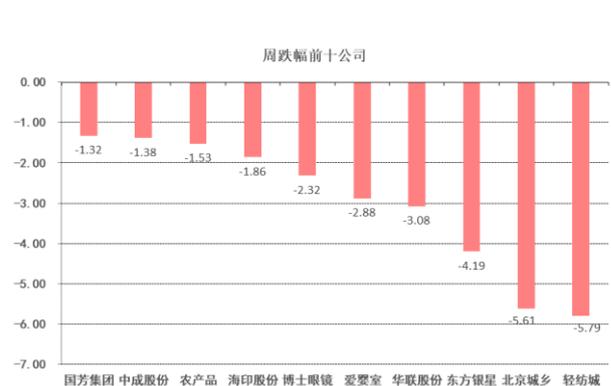
本周板块内涨幅前五的公司为南宁百货、天音控股、三江购物、汉商集团、芒果超媒，最大涨幅为 9.54%；跌幅前五的公司为轻纺城、北京城乡、东方银星、华联股份、爱婴室，最大跌幅为-5.79%。

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 2019 年 1 月 6 日，CS 商业贸易板块市盈率为 15.85，其中连锁为 12.69 倍，百货为 16.10 倍，超市为 38.06 倍，贸易 III 为 14.01 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 0.54 倍。

图 3：行业市盈率（截止 2019 年 1 月 6 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）易果生鲜：生鲜 B2C 向 B2B 的转型之路

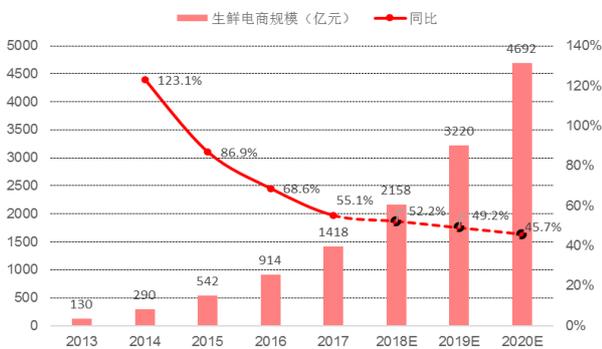
2012 年被视作生鲜电商元年，顺丰优选、京东生鲜等巨头进场，行业高速发展。但据尚农生活馆统计，2015 年以来近 35 家生鲜电商倒闭或转型，目前生鲜电商进入稳定期，2017 年规模同比增长 55.2% 至 1418 亿元，预计未来三年仍能保持 45% 以上增速。由于生鲜具有高频微利、标准化程度低、对供应链要求高的特点，目前生鲜线上产品渗透率仍低于 1%，线下渠道仍占主流。而线上面临流量瓶颈后，电商巨头加速与线下融合，孵化出盒马等新零售场景。

表 2：生鲜发展电商模式遇到的困难

要点	内容
易破损、变质	生鲜品类在运输和仓储的过程中特别容易受温度、搬运情况的影响而发生变质、破损，品质保障有难度。
冷链物流体系不发达	生鲜品类众多且生产地分散，长距离运输不可或缺，但我国冷链物流技术发展落后，运输成本高，自建冷链物流亦需要大量资金。
生鲜附加值低	售卖未加工的初级生鲜产品利润低，行业生存空间自然较小。
生鲜标准化难	生鲜产品不易标准化，同时国内以小农经济为主，使得生鲜集群效应较弱，分散化非标不适应线上做大。
实物体验十分重要	消费者极其关注生鲜品质，线上无法达到线下的直观性，而生鲜质量又很难保障，造成整体消费体验较差。

资料来源：易观，中信建投研究发展部

图 4：2013 年以来生鲜电商规模及增长



资料来源：易观，中信建投研究发展部

图 5：2018 年生鲜产品线上渗透率远低于其他品类



资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

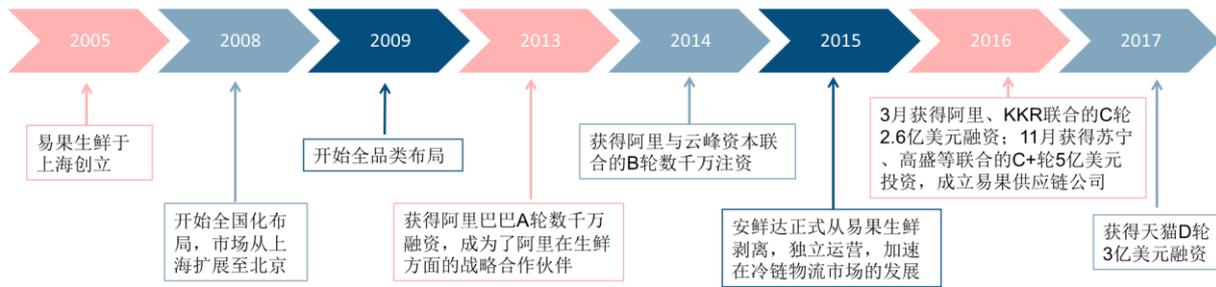
1、发展历程

2005-2009 年萌芽期：2005 年易果生鲜创立于上海，成为我国第一家生鲜电商平台。2008 年，易果生鲜将市场从上海拓展到北京，开启了全国化的市场布局。2009 年，易果生鲜开始从仅水果品类扩展到国产水果、蔬菜、禽蛋、肉类、水产、烘焙等的生鲜全品类，成为一站式、全品类的电商平台。

2010-2017 年加快发展期：2013 年，易果生鲜成为了阿里在生鲜方面的战略合作伙伴，获得 A 轮数千万融资。2014 年，易果生鲜获阿里与云峰资本联合投资的 B 轮数千万资金。2015 年 11 月 11 日，安鲜达正式从易果生鲜剥离，以独立公司的形式运营，加速在冷链物流市场的发展。2016 年 3 月，易果生鲜完成阿里、KKR 联合领投的 C 轮融资。同年 11 月，易果生鲜获得苏宁、高盛领投的 C+轮 5 亿美元融资，成立了易果供应链公司。2017 年 8 月，易果生鲜完成天猫 D 轮融资，金额达 3 亿美元。

2018 年至今转型期：企业主要运营高端生鲜网购平台易果网及天猫超市“每日鲜”，以线上业务为主，旗下有“易果”、“原膳”、“乐醇”、“锦色”4 个品牌，食材来自全球 7 大产区、23 个国家、147 个产地，包含水果、蔬菜、水产、肉类、禽蛋、粮油、甜点、酒类、饮料 9 大品类共 4000 多个 SKU，全程冷链运输，全年无休鲜活配送，覆盖达全国 27 个省份、367 个城市。

图 6：易果生鲜发展历程



数据来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

（1）转型 2B 之路

易果目前综合毛利率可达30%，但其冷链仓配成本仍处于较高水平。根据易果数据，公司物流履约成本约超20%，高昂的履约成本成为易果亏损的主要原因。2013年起，易果生鲜开始了由传统B2C电商向B2B模式延伸。由于高昂的履约成本，新型B2C电商则更加注重通过前置仓的模式降低履约成本，如每日优鲜、钱大妈等。

（2）品牌合作

随着阿里不断加码，安鲜达和菜鸟的合作日益深入，安鲜达将全面加码天猫超市，同时为淘宝、天猫、聚划算、天猫超市、以及农村淘宝的商家提供冷链物流服务。

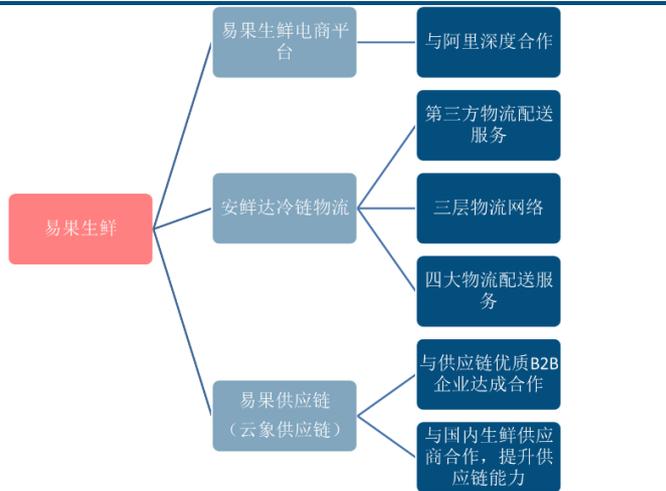
2017年9月，安鲜达宣布与EMS达成战略合作，利用EMS的全国仓储布局，预计可实现全国数百城市的大闸蟹次日达。通过与EMS联手，协同建设生鲜消费地仓和产地仓，进一步提升生鲜产品的物流配送效率。

2018年12月，易果与盒马深化合作，易果专注于2B业务，而盒马则负责2C。易果将此前负责的猫超生鲜运营转交给盒马，转而进一步强化数字驱动的生鲜全产业链协作平台的定位，发挥供应链、冷链物流和新赋能的全链路优势，专注为包括盒马、大润发、猫超生鲜、饿了么在内的阿里生态内新零售、新餐饮进行赋能。盒马则将为更多消费者提供线上线下一体化的优质生鲜产品和服务，除了继续在全国范围拓店，还将同时负责猫超生鲜的运营。

2、业务布局

易果生鲜体系包括三大部分，即易果生鲜电商平台、易果供应链、安鲜达冷链物流。全方位的布局令其具备了极大的发展优势。业绩方面，目前易果生鲜日订单数超5万单，成交金额破1000万元，综合毛利率超过30%，损耗率在3~4%。

图 7：易果生鲜业务布局



数据来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

(1) 易果生鲜电商平台：易果生鲜与阿里深度合作，其已建成包含易果官网、易果 APP 和天猫旗舰店的自有渠道，天猫超市、喵鲜生等龙头电商生鲜频道的独家运营渠道，以及海尔互联网冰箱、下厨房、哈米等分散渠道等在内的全渠道运营。不同渠道服务不同人群，“易果官网”定位精品超市，天猫超市和喵鲜生定位大型商超，下厨房的用户则是定位菜谱配菜，哈米定位办公室无人零售等。

目前，阿里的渠道是易果生鲜重要收入来源，分散渠道还处于起步阶段，自身电商平台发展则遇到瓶颈。据公开数据显示，生鲜电商类 APP 月活跃数前五中，易果生鲜排在第 14 位，月活跃用户规模仅为 6.24 万人，而每日优鲜则为 300.24 万人，差距巨大。

图 8：生鲜电商类 APP 月活跃用户规模（2018 年 4 月）



资料来源：公开资料整理，中信建投研究发展部

图 9：易果生鲜电商平台运营渠道



资料来源：公开资料整理，中信建投研究发展部

(2) 易果生鲜供应链：云象供应链由易果集团 2016 年推出，作为覆盖阿里巴巴生态系统内外各渠道的全球生鲜采集中心，也是迄今为止中国最大的生鲜供应链平台，将致力于赋能生鲜行业，链接全球生鲜资源，并服务中国渠道。云象为客户提供一站式服务：具备产地直采能力，整合种植端优质资源，比如大品牌商和种植商，以保证供货稳定。

此外，易果生鲜还与供应链优质 B2B 企业达成合作：2016 年 5 月，易果与食材 B2B 公司“优配良品”达成战略合作，双方将在蔬菜采集、生鲜品牌等多个方面展开合作，形成“产地——优配良品——易果——”

消费者”的完整链条；2016年10月，易果收购新加坡健康食品公司 SunMoon 51% 股权，SunMoon 拥有水果种植、仓储及加工设备，与约 157 个供应商合作，将 100 多种蔬果产品销售至美国、中国印度等国，全球共有 11000 个销售网点；2016 年 12 月，易果与一亩田合作，一亩田作为国内用户规模最大的涉农电商平台之一，拥有来自 2100 个产地的近 12000 种产品。

(3) 安鲜达冷链物流：2015 年底安鲜达从易果独立，开始第三方自运营。安鲜达不仅为易果提供配送支持，也为其他生鲜电商提供第三方配送服务，其打通了“产地仓——区域配送中心——末端配送站点”的三层物流网络，可提供“常温、冰鲜、冻鲜、活鲜”四大物流配送服务。

表 3：安鲜达冷链物流配送能力

评价指标	情况
提供的服务	5 个基础产品+4 个附加产品
覆盖范围	自配辅以第三方物流，覆盖 310 个城市；360 个自配站点和超过 4000 人的自由配送团队，70% 自配率
物流基础	全国 15 城 24 个冷链物流中心，北、上、广、成都和武汉开设 5 个生鲜服务仓点，已覆盖全国 128 个核心城市下的 684 个区县
仓储情况	北、上、广等全国 15 城 24 个冷链物流中心，总仓储面积超 20 万平方米
配送时长	提供当日达/次日达/预约达服务，以次日达为主

资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

安鲜达可提供的 5 个基础产品和 4 个附加产品分别是：干支线运输、冷链仓储、城市配送、社区网点、末端配送和 QA/QC 商品标准及检测、包装设计、加工分装仓网选址、库存管理。截止目前，安鲜达品牌已完成北京、上海、广州等全国 15 城 24 个冷链物流中心的战略布局，在北、上、广、成都和武汉建立了区域集货调拨仓，实现了基于四大温区（常温、冰鲜、冻鲜、活鲜）的冷链仓储体系，日处理能力超过 200 万件；加以社会协同配送资源，覆盖 310 个城市的各行业客户及亿方终端消费者，日履约能力达 36 万单。2017 年安鲜达配送生鲜食品达 6.7 亿件，妥投率超过 99%，建立了极佳的行业口碑。

（二）行业动态

1. 环球网：1 月 1 日《电子商务法》正式实施，明确将微商、代购等纳入监管，主要影响含：代购也需登记和纳税；删差评刷好评面临罚款；捆绑销售必须明示；“大数据杀熟”被禁止；押金退还需及时。
2. 联商网：日本制造化妆品的出口持续扩大，2018 年 1 至 11 月出口额同增 44%，达到 4828 亿日元。其中中国大陆占比 34.9% 最高，资生堂、花王和高丝等均计划增产并进一步扩张中国市场。
3. 品观：在化妆品销售增长助力下，18 年韩国免税店销售额预计将超 19 万亿韩元（约合人民币 1158 亿元），创历史新高，同增 34%。11 月访韩外国人同增 23.5%，日本和中国游客分别增长 41%、35%。
4. 品观：Transparency market Research 防晒行业报告显示，去年北美占行业最大份额，预测 2016-2024 年全球防晒护理市场年均增速约 5.8%，规模将达 250 亿美元。
5. 联商网：国家邮政局宣布中国邮政业全年预计完成邮政业业务总量 12300 亿元，同比增长 26%，其中快递业务量完成 505 亿件，增长 25.8%，支撑网上零售额 6.9 亿元，支撑跨境电子商务贸易超过 3500 亿元。

6. 联商网：日前抖音开启新一轮达人扶持计划，进一步加快电商布局。抖音推出“好物联盟”招募机会，对于申请成为“好物联盟”成员的账户，抖音将移除购物车开通的粉丝数门槛，达人只要拥有自己的店铺即可报名参加。

（三）公司公告

1. 【奥康国际】截至 18 年 12 月 31 日，公司累计回购 630 万股，占总股本 1.57%，总金额 0.68 亿元，成交价格 9.81-11.60 元/股。
2. 【南极电商】截至 18 年 12 月 31 日，公司累计回购 903 万股，占总股本 0.37%，总金额 0.68 亿元，成交价格 6.895-7.760 元/股。
3. 【潮宏基】截至 18 年 12 月 31 日，公司累计回购 0.17 亿股，占总股本 1.87%，总金额 1 亿元，成交价格 4.42-6.95 元/股。
4. 【拉芳家化】截至今日，公司累计回购 179 万股，占总股本 0.788%，总金额 0.26 亿元，成交价格 13.45-14.99 元/股。
5. 【潮宏基】股东潮宏基质押 900 万股，占其所持股份 3.55%。

三、行业数据

（一）需求端：3000 家零售指数环比下滑，超市业态销售额同比增速回升

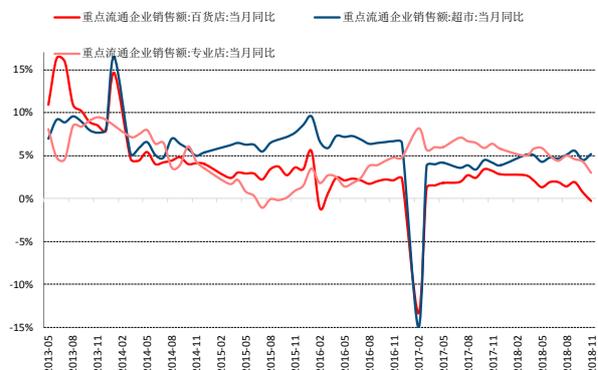
12月17日，商务部公布2018年11月3000家重点零售企业零售指数。2018年11月份，3000家零售指数4.2%，环比回落0.3 pct，同比回落1.0 pct。分业态看，百货/超市/专业店铺重点流通企业11月销售额分别同比-0.3%/+5.2%/+3.0%，增速分别环比-1.0/+0.7/-1.3 pct，分别同比-3.5/+1.0/-3.4 pct。百货、专业店业态销售额增速同比、环比均有回落，超市业态零售额增速环比、同比均回升。

图 10：3000 家重点零售企业零售指数（%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

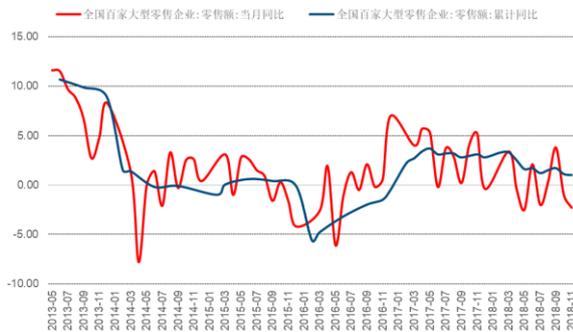
图 11：社会消费品零售总额同比：按城乡划分 (%)



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

全国百家大型零售企业零售额：2018年11月，全国百家大型零售企业零售额当月同比下降2.3%，累计同比上升1%。

图 12：百家零售企业零售额同比（%）

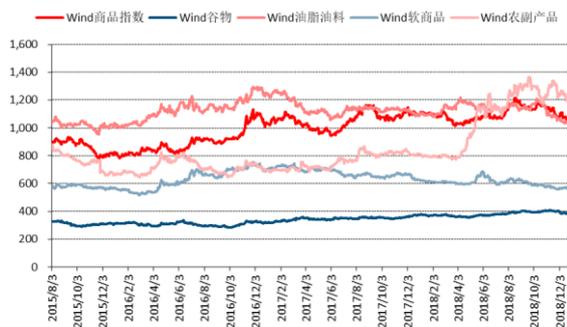


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）价格端：商品价格指数内外均涨，义乌小商品价格指数略有下降

商品价格方面，本周Wind商品指数上升，CRB价格指数上升。2019年1月6日，Wind商品指数收于1039.48点，较上周下降13.81点（1.35%），其中谷物指数较上周下降0.19%，油脂油料指数较上周上升2.83%，软商品指数较上周上升0.41%，农副产品较上周下降5.49%。2019年1月4日，RJ/CRB价格指数为173.35点，较上个交易日上升1.8%。

图 13：WIND 产品价格指数走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

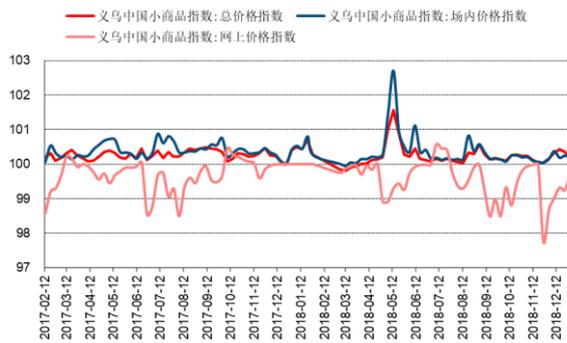
图 14：RJ/CRB 走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

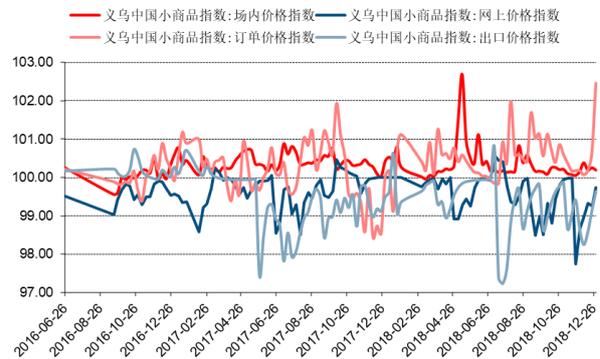
义乌小商品价格指数：上周义乌小商品总价格指数100.17，较前一周下降0.19点，其中场内价格指数较前一周下降0.06点至100.19，网上价格指数较前一周上升0.49至99.74，订单价格指数较前一周上升1.83点至102.46。

图 15: 义乌小商品价格指数



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

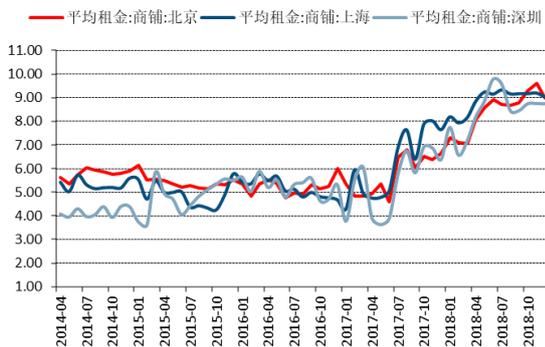
图 16: 义乌小商品分类价格指数



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

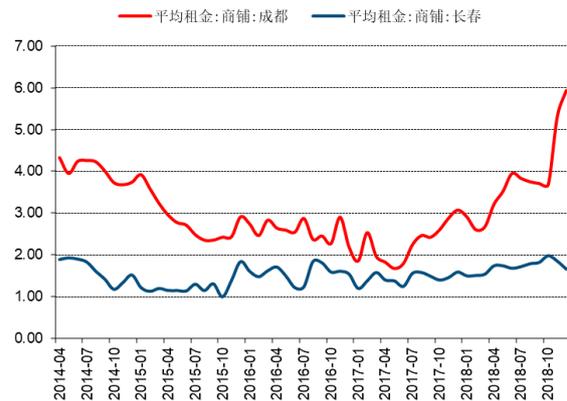
主要城市商铺平均租金: 2018年12月北京商铺平均租金为8.99元/日.平米, 月环比下降0.61%, 月同比上升2.32%; 上海商铺平均租金为9.02元/日.平米, 月环比下降0.17%, 月同比上升1.38%; 深圳商铺平均租金为8.75元/日.平米, 月环比下降0.01%, 月同比上升2.37%; 成都商铺平均租金为5.94元/日.平米, 月环比上升0.63%, 月同比上升2.87%; 长春商铺平均租金为1.66元/日.平米, 月环比下降0.19%, 月同比上升0.07%。

图 17: 主要城市商铺平均租金



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 18: 成都及长春商铺平均租金

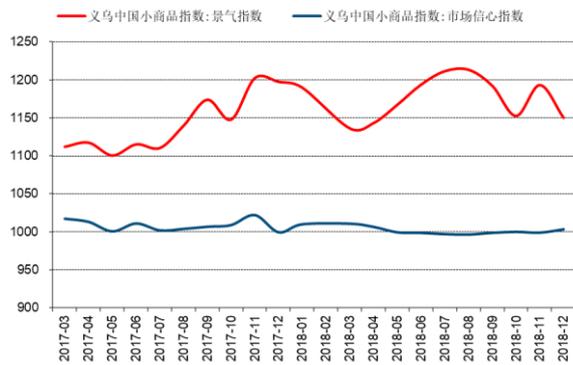


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

(三) 景气度: 义乌中国小商品景气指数大幅下降, 市场信心指数略有回升

义乌中国小商品指数景气指数及市场信心指数: 12月义乌中国小商品指数景气指数环比下降43.09%, 同比下降47.42%, 收于1150.15点; 市场信心指数环比上升4.34%, 同比上升3.84%, 收于1003.26点。

图 19： 义乌中国小商品指数：景气指数及市场信心指数



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

风险因素：宏观经济不及预期；消费景气度下降；贸易战后续谈判进展不顺。

附表：2019 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	10.51	1,200	126	0.90	0.74	0.87	12	14	12	5.2789	1.99
苏宁易购	10.32	9,310	961	0.45	0.84	0.33	23	12	31	8.78	1.18
永辉超市	7.92	9,570	758	0.19	0.17	0.25	42	47	32	1.96	4.04
王府井	13.67	776	106	1.17	1.53	1.77	12	9	8	13.73	1.00
重庆百货	28.01	407	114	1.49	2.14	2.64	19	13	11	13.57	2.06
豫园股份	7.66	3,881	297	0.49	0.79	0.99	16	10	8	7.14	1.07
美凯龙	10.70	3,550	348	1.13	1.41	1.57	9	8	7	11.63	0.92
家家悦	20.32	468	95	0.66	0.82	0.97	31	25	21	5.54	3.67
中百集团	5.48	681	37	0.10	0.70	0.20	55	8	28	5.03	1.09
步步高	7.50	864	65	0.17	0.23	0.28	44	33	27	8.79	0.85
新华都	5.81	692	40	-0.08			-	-	-	2.41	2.41
华联综超	3.48	666	23	0.12	0.09	0.08	29	39	41	4.10	0.85
三江购物	11.08	548	61	0.26	0.20	0.22	42	54	50	5.63	1.97
中兴商业	6.00	279	17	0.30	0.33	0.35	20	18	17	4.70	1.28
友阿股份	3.36	1,417	48	0.22	0.23	0.25	15	14	13	3.67	0.92
新世界	6.48	647	42	0.69	0.40	0.43	9	16	15	6.87	0.94
首商股份	6.34	658	42	0.54	0.59	0.64	12	11	10	5.91	1.07
翠微股份	5.81	524	30	0.28	0.33	0.36	21	18	16	5.84	0.99
鄂武商 A	9.64	769	74	1.66	1.49	1.47	6	6	7	10.37	0.93
武汉中商	6.62	251	17	1.42	0.36	0.20	5	18	33	4.68	1.41
大东方	4.19	737	31	0.46	0.41	0.46	9	10	9	3.81	1.10
欧亚集团	18.69	159	30	1.92	1.89	1.98	10	10	9	15.39	1.21
新华百货	16.54	226	37	0.47	0.67	0.79	35	25	21	9.54	1.73
百联股份	8.62	1,784	150	0.47	0.48	0.51	18	18	17	9.08	0.95
银座股份	5.10	520	27	0.09	0.10	0.10	54	51	50	5.84	0.87
中央商场	3.56	1,148.33	40.88	0.21			17.03	-	-	1.65	2.16
南极电商	7.55	2,454.87	185.34	0.34	0.35	0.49	22.21	21.57	15.41	1.37	5.50
跨境通	10.90	1,558.04	169.83	0.52	0.79	1.11	20.96	13.86	9.82	4.84	2.25

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 zhoubowen@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

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

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

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

私募业务组

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 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

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

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

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

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

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@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