

证券研究报告·行业动态

## 钱大妈：不卖隔夜肉的加盟制社区生鲜 龙头——生鲜企业研究之二

### 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 1.94%、1.55% 和 2.60%。CS 商业贸易板块涨跌幅 2.18%。本周大盘略升，商业贸易板块表现跑赢大盘。

钱大妈起始于 2012 年开设的猪肉专卖店，于 2013 年开始打造社区生鲜综合店，主打加盟门店，门店数量已突破千家。目前已形成稳定盈利模式，并依托实体网点布局线上打造 O2O 社区生鲜模式。其核心竞争力体现在：1) **自建冷链运输，从采购到上架全流程不超 12 小时确保新鲜**，同时向上游布局生鲜种植基地。生鲜产品高损腐率系行业最大痛点之一，钱大妈通过独特打折促销模式实现零库存运营，最大程度降低库存损腐率。供应链规模效应逐渐显现，供应端加价率 6%-8% 水平即可覆盖供应链成本。2) **借助加盟模式快速扩张，B2B 服务成主要盈利方式之一**，加盟商盈利能力较高。3) “**不卖隔夜肉**”占领消费者心智，小型化门店深入社区场景，上线微商城开始打通 O2O。对比易果生鲜，钱大妈从线下起家，达到一定规模后开始走向线上，以门店为基础履约成本较低，而易果从线上走向线下，履约成本居高不下，最终转型 B2B 模式。

**第一纺织网：**优衣库母公司迅销 FY19Q1(截止 11 月 30 号)营收同增 4.4% 至 6444 亿日元(约 394 人民币)，归母净利润同降 6.4% 至 734 亿日元。大中华区、中国大陆收入、净利均双位数增长。海外收入及净利大幅超过日本本土。**万得：**梅西百货因 12 月底销售疲软，下调利润、销售和毛利率预期。假日期间同店增长 0.7%，同降 0.3pct，公司将 18 财年同店预测从 2.3%-2.55% 下调至 2.0%，毛利率指引从稍微上升调整为稍微下滑。

**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

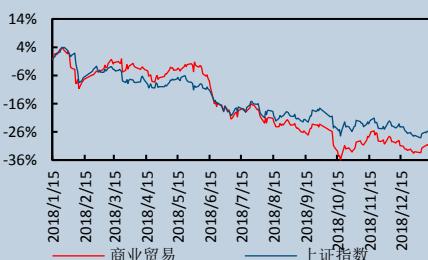
shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 01 月 14 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，消费意愿受到压制，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、逆势开店，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

行业动态信息 .....	1
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) 钱大妈：不卖隔夜肉的加盟制社区生鲜龙头 .....	4
(二) 行业动态 .....	10
(三) 公司公告 .....	11
三、行业数据 .....	12
(一) 价格端：CPI 同比涨幅有所回落，商品价格指数内外均涨，义乌小商品价格指数略有下降..	12
(二) 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 .....	13

## 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 13 日） .....	4
图 4：钱大妈发展历程 .....	5
图 5：钱大妈供应链体系 .....	6
图 6：钱大妈门店总数量 .....	8
图 7：钱大妈微商城首页与大妈私厨界面 .....	9
图 8：CPI 指数变化 .....	12
图 9：WIND 产品价格指数走势 .....	12
图 10：RJ/CRB 走势 .....	12
图 11：义乌小商品价格指数 .....	13
图 12：义乌小商品分类别价格指数 .....	13
图 13：义务中国小商品指数：景气指数及市场信心指数 .....	13

## 表目录

表 1：行业涨跌幅情况（%） .....	3
表 2：钱大妈加盟门店投资费用说明 .....	6
表 3：钱大妈加盟商门店盈利能力测算 .....	7
表 4：钱大妈予以加盟商的六大支持 .....	8
表 5：钱大妈会员五大福利 .....	9
表 6：钱大妈与易果生鲜对比 .....	10

## 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 1.94%、1.55% 和 2.60%。CS 商业贸易板块涨跌幅 2.18%，其中 CS 连锁涨跌幅为 2.79%，CS 百货涨跌幅为 1.82%，CS 超市涨跌幅为 2.56%，CS 贸易 III 涨跌幅为 1.83%；本周大盘略升，商业贸易板块表现跑赢大盘。

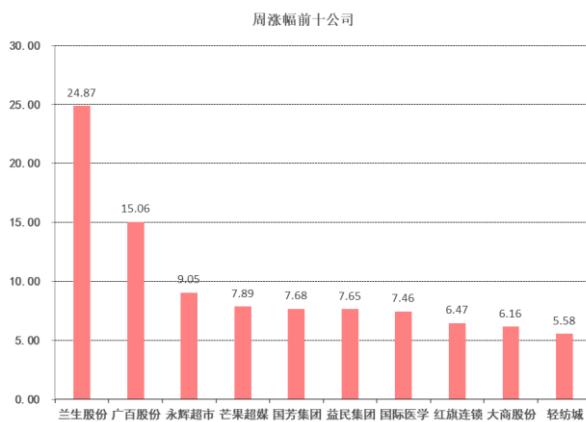
**表 1：行业涨跌幅情况（%）**

单位 (%)	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	1.94	-2.39	-26.75
上证综指	1.55	-1.86	-25.52
深证成指	2.60	-2.91	-34.79
CS 商贸零售	2.18	-0.70	-30.20
CS 连锁	2.79	-0.04	-29.87
CS 百货	1.82	-2.37	-31.91
CS 超市	2.56	1.60	-27.05
CS 贸易 III	1.83	-0.36	-31.28

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

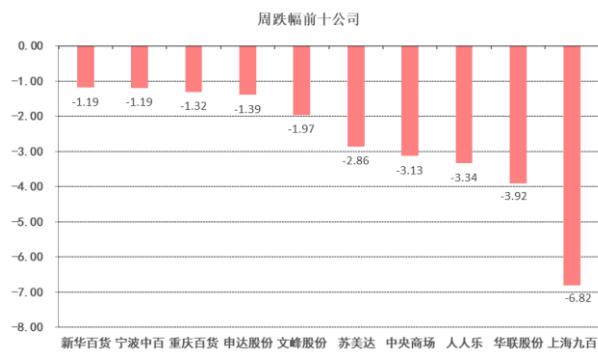
本周板块内涨幅前五的公司为兰生股份、广百股份、永辉超市、芒果超媒、国芳集团，最大涨幅为 24.87%；跌幅前五的公司为上海九百、华联股份、人人乐、中央商场、苏美达，最大跌幅为 -6.82%。

**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（%）**

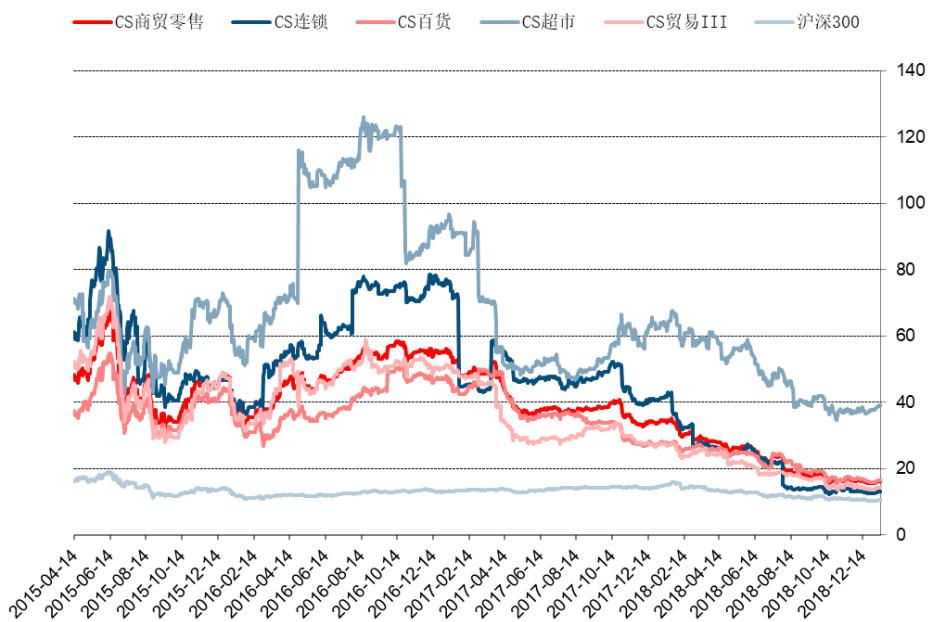


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### (二) 行业市盈率

截止 2019 年 1 月 13 日，CS 商业贸易板块市盈率为 16.09，其中连锁为 12.98 倍，百货为 16.33 倍，超市为 38.62 倍，贸易 III 为 14.14 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 0.55 倍。

**图 3：行业市盈率（截止 2019 年 1 月 13 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）钱大妈：不卖隔夜肉的加盟制社区生鲜龙头

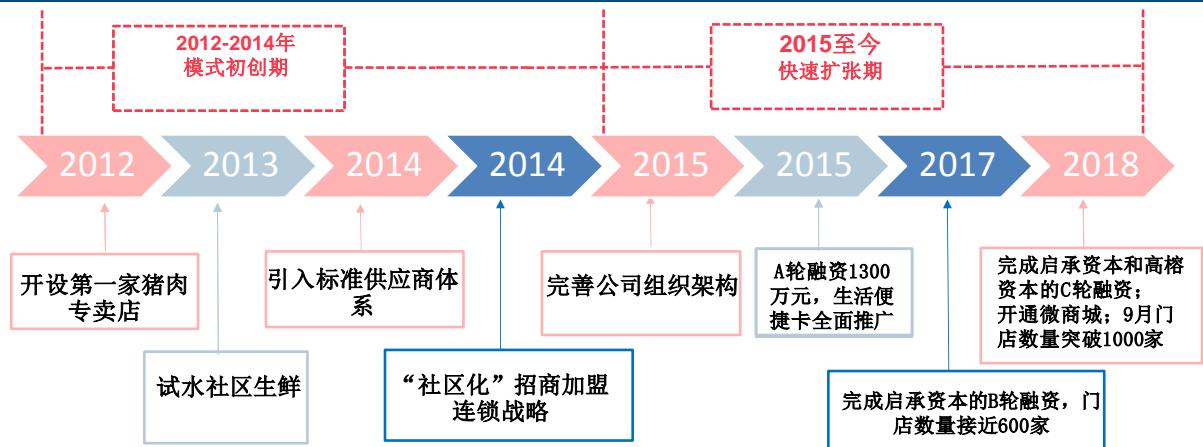
钱大妈起始于 2012 年开设的猪肉专卖店，于 2013 年开始打造社区生鲜综合店，主打加盟门店，门店数量已突破千家。目前已形成稳定盈利模式，并依托实体网点布局线上打造 O2O 社区生鲜模式。

#### 1、发展历程

**模式初创期（2012-2014 年）：**2012 年 4 月，创始人冯冀生在广东省东莞市开设第一家猪肉专卖店，坚持“不卖隔夜肉”的经营理念。2013 年 4 月，试水社区生鲜模式，打造社区生鲜综合门店，开设第一家标准社区门店-福田口岸店，实现产品多样化经营，商业模式基础奠定。2014 年 12 月引入标准供应商体系，与多家现代化农业规模种植企业达成合作；同期启动“社区化”招商加盟连锁战略，品牌扩张正式开启。

**快速扩张期（2015 至今）：**2015 年 1 月设立钱大妈品牌运营管理总部，完成公司组织架构梳理；2015 年 2 月 A 轮融资 1300 万元完成，生活便捷卡模式全面推广；2017 年 6 月，钱大妈完成启承资本的 B 轮融资，门店数量接近 600 家。2018 年 7 月，钱大妈完成启承资本和高榕资本的 C 轮融资，开通微商城小程序；2018 年 9 月钱大妈门店数量突破 1000 家。

图 4：钱大妈发展历程



数据来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

## 2、核心竞争力总结：

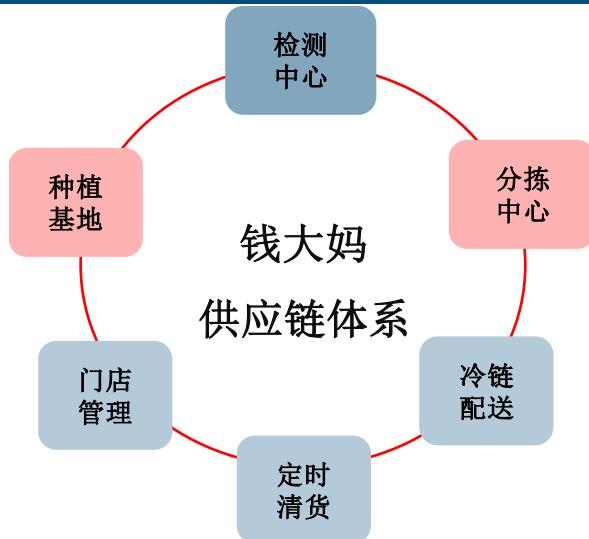
### (1) 供应链管控：自建物流、零库存运营、规模效应逐渐显现

**钱大妈自建冷链运输。**产品采购一般由产地直接到配送中心，大部分品类不经过一二级批发市场；在广州白云区、荔湾区、深圳龙岗建立专业化的产品检验及仓储配送系统，对食材进行专业化、精准化检验。采购、分拣、运输、到店上架全作业流程不超过 12 小时。配送过程中采用冷链配送，确保每日清晨送到加盟店食材的新鲜程度。同时推行农产品溯源管理，消费者可以通过扫码得到产品产地、物流、生产日期等全部信息。**同时，钱大妈积极布局生产端，**已在广东省湛江市、云南省元谋县、山东省寿光市、河北省张北县等生态环境良好的地区建立生产基地。**钱大妈定制并全面导入 ERP 系统，效率大幅提升。**加盟店每天下午三点前，将次日订货单提交给总部。总部将其汇总后向供应商下订单，供应商在次日凌晨左右配送到钱大妈的配送中心。再由配送中心进行分拣、打包、配送，最终在凌晨五点半之前送达门店。

**生鲜产品高损腐率系行业最大痛点之一，**钱大妈通过独特打折促销模式实现零库存运营，最大程度降低库存损腐率。每日清晨，配送中心将全部库存配送至门店，供应链从而实现库存日清；**每晚七点起，门店全场 9 折，每半小时再减一折，直至 11:30 免费派送，**门店亦由此实现库存日清。由于购买打折蔬菜的顾客多为准备第二天餐食所需，对新鲜程度敏感性不高，与钱大妈白天的主力客群存在较大差异，因此这种独特的打折促销方式在清理库存的同时，并没有导致白天客户的流失（钱大妈门店 19 点以后的销售占比约为 10%，同类型门店 19 点以后销售占比约为 8%。）

**供应链规模效应逐渐显现。**2017 年以前，钱大妈需在商品供应端加价 12%-15% 为门店供货，方能打平供应链成本，这使得门店端的商品零售价高于市场平均价。随着门店数增多，供应链的规模效应逐渐显现，钱大妈目前供应端加价率控制在 6%-8% 左右，即可覆盖供应链成本，并使得钱大妈商品零售价与周边生鲜市场平均价基本持平。

图 5：钱大妈供应链体系



数据来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

## （2）直营转加盟，基于高度标准化运营体系快速展店

2014年12月，钱大妈龙口西店开业，由直营转向加盟门店，启动“社区化”招商加盟连锁战略，采取“外部加盟+内部加盟”的模式。加盟模式下，钱大妈得以迅速展店，成立六年即突破一千家门店，此外钱大妈对加盟门店进行全方位支持，帮助加盟商快速实现盈利。

外部加盟商根据加盟门店面积支付28-35万元投资费用，50平米以下为25万元，60平米以下为29万元，70平米以下为31万元，80平米以下为32万元，81-100平米为35万元，100平米以上则每10平方内为一个阶梯加收1万元。投资费用包含7万元加盟费和装修费两部分，装修费多退少补。付款方式分为一次性付款和分二期付款。

表 2：钱大妈加盟门店投资费用说明

面积大小	费用(万元)	包含服务内容	收费标准	
50 m <sup>2</sup> 及以下	28	现场施工	一次性付款	分二期付款
51 m <sup>2</sup> -60 m <sup>2</sup>	29	冷柜设备	7万元加盟费	7万元加盟费
61 m <sup>2</sup> -70 m <sup>2</sup>	31	IT设备；菜架	35万元	装修进场前支付
71 m <sup>2</sup> -80 m <sup>2</sup>	32	广告制作；空调	装修费用，多退少补	50%装修费用；
81 m <sup>2</sup> -100 m <sup>2</sup>	35	电视机；加湿器		开业前支付 50%
100 m <sup>2</sup> 以上	每 10 m <sup>2</sup> 为一个阶梯 加收 1 万元	开业物料		装修费用尾款

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

门店盈利能力方面，根据加盟费查询网信息，钱大妈小型店/中型店/大型店毛利率均在50%以上，年净利润分别为18/21/35万元。

**表 3：钱大妈加盟商门店盈利能力测算**

加盟店类型	小型店	中型店	大型店
面积(平方米)	80	150	200
月营业额(万)	7	10	14
毛利/月(万, %, 括号为毛利率)	3.64 (52%)	5.5 (55%)	8.12 (58%)
房租费用/月(万)	0.8	1.5	2
人员工资/月(万)	1.2	2.1	3
水电杂费/月(万)	0.1	0.15	0.2
月净利润(万)	1.54	1.75	2.92
年净利润(万)	18.48	21	35.04

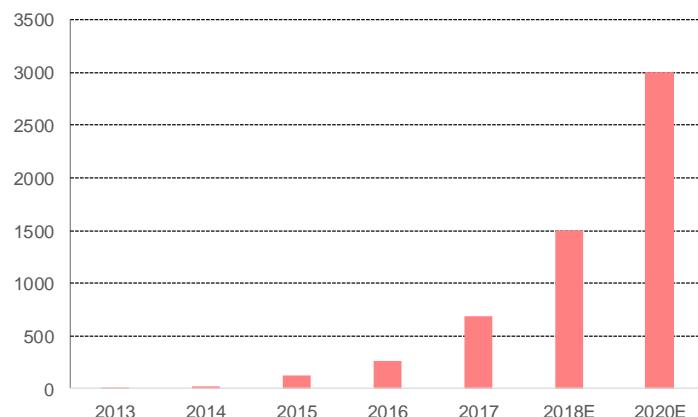
数据来源：加盟费查询网，中信建投证券研究发展部

内部加盟方面，钱大妈将直营店作为人才培养平台，为内部店长提供两种加盟方式。方式一，“店长承包制”，在钱大妈工作满一年的店长可以根据门店面积缴纳 2-3 万元押金承包门店，超出周边门店销售业绩的盈利部分为店长个人收益。方式二，被称为“城市内部加盟”，钱大妈开放内部加盟名额，优秀的店长出资 8 万元即可成为门店负责人，作为店长合伙人，公司为有资金需求的店长合伙人半年无息贷款。

**表 4：钱大妈予以加盟商的六大支持**

门店选址评估支持	对加盟商门店选址进行专业化评估，对社区市场进行专业调研。
免费店面设计	为确保店面形象符合品牌统一要求，钱大妈设有专业门店 S1 系统，为加盟商进行免费店面设计，全程进行工程监理。
运营培训支持	钱大妈拥有专业运营团队对加盟商进行严格规范的指导培训，包括 IT 系统、售后服务、店面售前培训、开业推广培训等。
品牌营销支持	根据区域特点，整合媒体资源并与加盟商共享，免费提供物料设计，给予产品促销活动政策支持，定期走访加盟店，发现不足予以指导。
信息系统支持	采用国内领先的门店零售管理系统，在订货、配送、销售等环节实现信息化运营管理。
门店开业支持	制定新店开业政策，给予加盟店人员支持、活动政策支持、广宣营销支持、运营管理支持等。

数据来源：加盟费查询网，中信建投证券研究发展部

**图 6：钱大妈门店总数量**


数据来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

### (3) 用户获取：立足线下，布局线上，着力加强会员粘性

**钱大妈凭借“不卖隔夜肉”占领用户心智，小型化门店深入社区场景。**钱大妈 7 点之后的打折促销模式不仅为其有效清理门店库存，还为其打造“绝对新鲜”的金字招牌。钱大妈多数门店在 60 平米左右，深入布局社区，SKU500 左右，其中 100-120 个 SKU 主打产品，其余为店长自行选配，SKU 基本覆盖社区居民日常所需。

**加强会员管理，多重福利增强会员忠诚度。**钱大妈已上线会员小程序，客户可以通过扫码并与微信账号绑定的方式快速成为会员。公司为会员提供多重福利，力在提高会员消费忠诚度。

**表 5：钱大妈会员五大福利**

<b>实体卡消费</b>	可以储值的会员卡，会员可以用卡消费，免去找零苦恼。
<b>消费积分</b>	19 点会员消费可累积积分，积分可抵扣现金，并能兑换礼品。
<b>会员专享活动</b>	会员可享受门店不定期的菜品会员专享价，代金券，积分赠送等活动。
<b>生日福利</b>	会员生日当天可享受送积分、代金券、或者积分翻倍等活动。
<b>零钱袋存现</b>	会员可将消费产生的零钱存入零钱袋，一定数额之后直接使用。

数据来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

**上线微商城，O2O 模式开始试水，线上线下的互动与渗透加强，目标客户群体进一步扩大。**围绕其线下庞大的实体网点基础，钱大妈尝试布局线上业务，上线微商城小程序，所提供的购买品类涵盖肉禽蛋奶、新鲜蔬菜、精选鲜果、水产冻品和熟食净菜，顾客可在线上选购，线下自提。同时在部分门店提供限时配送服务，3 公里范围内线上下单 1 小时送达，且满一定金额后免配送费。目前微商城仅在广州特定区域内试运营，通过线上线下相结合，钱大妈可更大化满足顾客需求。公司线上 O2O 模式瞄准上班族等年轻消费人群，通过线上线下的互动及渗透，更好迎合年轻消费者需求。

**图 7：钱大妈微商城首页与大妈私厨界面**


数据来源：钱大妈微商城，中信建投证券研究发展部

**微商城大妈私厨栏目快捷购买，优惠活动更加多样。**钱大妈在微商城中新增大妈私厨界面，为消费者推送菜谱并提供食材直接购买功能，从满足需求向创造需求转变。微商城中保留线下晚7点后的打折活动，并提供新鲜预定购、满送等多种活动。

#### (4) 与易果为代表的垂直生鲜电商相比，钱大妈具有线下业务支撑、品牌管理为主的特点

易果生鲜为国内首家生鲜电商，钱大妈亦走上 O2O 融合道路。对比二者，易果从线上走向线下，冷鲜运输供应链能力强劲，但由于履约成本居高不下，已全面转向 2B 业务；钱大妈从线下实体生鲜便利店起家，达到一

定规模后开始从线下走到线上，运用加盟商模式快速展店，品牌、管理输出的模式逐渐清晰。钱大妈打造生鲜平台化，一方面对接肉、菜等品类供应商，成为其大批量、低价格销售的渠道商，另一面链接加盟店等商户，为加盟商输出商品资源、品牌管理、运营技术等支持。在此过程中，以零库存模式做到轻资产运营，目前已经能够实现可比门店盈利，总部打平成本。

**表 6：钱大妈与易果生鲜对比**

企业名称	模式分类	特点	物流配送	盈利模式	发展状况
易果生鲜	线上运营-垂直电商	专注于食品及生鲜品领域，自行配送，送货到家	自建物流配送	买卖价差	履约成本居高不下，全面转型 B2B 业务
钱大妈	线下社区-便利店	加盟方式展店，品牌、管理输出，资产轻、到店为主，试水到家	自建物流	B2B 服务费与价差、加盟费	快速扩张，从线下向线上拓展

数据来源：中信建投证券研究发展部

## （二）行业动态

1. 联商网：人人乐公开上线社区团购业务两个月，已募集团长逾千人。据悉，团购业务基于其门店所在区域，使用现有的供应链资源和物流配送网络资源，从而实现快速拓展，目前业务发展迅猛。
2. 时尚头条网：小红书正式上线品牌合作人平台，将提供品牌方、内容合作机构和博主三重身份的入口，以便各方接触到真实的商业数据。旨在打通用户，实现数据透明、报价透明、提高社交电商价值。
3. 品观网：香奈儿推出首个男士彩妆系列“Boy de CHANEL”，共三种产品：粉底、眉笔及润唇膏。将于 1 月 15 日登陆全球各大门店。
4. 时尚头条：天猫公布最新数据：18 年男士彩妆销售额增幅高达 279%，最受喜爱的单品为男士 BB 霜、眉笔和粉底液；上海成为新品消费之都，杭州新品人均消费最高。
5. 联商网：零售通发布智能货架，将解决小店组货、陈列问题，同时小店主可通过货架领取促销品牌任务赚取赏金。
6. 联商网：连连支付推出首个跨境电商在线交易平台 LianLian Link，将综合卖家、服务商、开发者和供应商四大平台，帮助卖家匹配优质服务商并提供“随心运”物流服务，全力助推中国卖家“货通全球”。
7. 联商网：雅芳将其中国广州工厂以 4400 万美元卖予 LG 旗下菲诗小铺，以达成其全球精简战略。
8. 联商网：天猫联合 CBNDATA 发布报告显示，预计 2020 年国内跨境电商消费用户将超 2 亿。成熟家庭仍是核心群体。90/95 后逐渐崛起为主力军，其主要跨境消费为美颜护肤、健康零食、宠物用品、海外潮牌和智能电器。2018 年入驻天猫国际海外品牌数同增 122%。
9. 品观网：药监局公布：以化妆品名义注册或备案的产品，宣称“药妆”“医学护肤品”等“药妆品”概念以

及宣称或添加人寡肽-1、EGF 的，均属于违法行为。

10. 万得通讯社：梅西百货因 12 月底销售疲软，下调利润、销售和毛利率预期。假日期间同店增长 0.7%，同降 0.3pct，公司将 18 财年同店预测从 2.3%-2.55% 下调至 2.0%，毛利率指引从稍微上升调整为稍微下滑。
11. 联商网：阿里巴巴启动旨在跨越阿里多生态、帮助企业转型数字化转型的“A100 计划”，计划囊括品牌、商品、销售、营销、渠道、制造、服务、金融、物流供应链、组织、信息管理系统等 11 大商业要素。
12. 联商网：欧莱雅将药妆品牌“适肤乐”引入中国，预计定位为低价大众品牌，公司将与国内 10 座城市的 100 家医院的 1000 位医生一起推广“皮肤健康教育”。
13. 第一纺织网：优衣库母公司迅销 FY19Q1(截止 11 月 30 号)营收同增 4.4% 至 6444 亿日元（约 394 人民币），归母净利润同降 6.4% 至 734 亿日元。大中华区、中国大陆收入、净利均双位数增长。海外收入及净利大幅超过日本本土。

### （三）公司公告

1. 【兴业科技】控股股东万兴投资解质押 0.01 亿股，占其持股 1.23%；累计质押 0.62 亿股，占其持股 73.66%。
2. 【苏宁易购】公司修正了 18 年归母净利润为 127.9 亿元—132.1 亿元，同增 203.56%—213.56%。
3. 【潮宏基】公司与安博凯、思妍丽共同签署了《战略合作框架协议》，以助推思妍丽未来业务发展。安博凯为亚洲管理资金最大的直接股权投资基金之一，在亚洲消费领域有多个成功投资。同时公司原定增收购思妍丽方案重大调整，原现金支付对手方潮尚精创、复轩时尚、周德奋所持思妍丽股份拟转让与安博凯。公司撤回原申请文件。
4. 【东百集团】控股股东丰琪投资质押 0.33 亿股，占总股本 3.67%；累计质押 3.5 亿股，占总股本 38.90%。
5. 【跨境通】股东徐佳东质押 0.1 亿股，占其持股 3.47%；累计质押 2.2 亿股，占其持股 82.17%。
6. 【金发拉比】公司与 O8（以色列母婴洗护品牌）、Umee（荷兰婴幼儿哺育用品品牌）达成合作，获得其中国区品牌使用权以及销售权；股东林若文和一致行动人林浩茂公布减持计划，计划减持不超过 0.07 亿 IPO 前原始股，占总股本 2%。
7. 【潮宏基】控股股东潮宏基投资补充质押 0.03 亿股，占其持股 1.18%；累计质押 2.02 亿股，占其持股 79.8%。
8. 【兴业科技】公司修改 18 年预计归母净利润为 1.13-1.31 亿元，同增 150%-190%
9. 【跨境通】实际控制人樊梅花自 18 年 11 月 2 日至今以大宗交易方式累计减持 0.16 亿股，占总股本 1%。
10. 【莎莎国际】经初步测算，FY18Q3（截止 12 月 31 日）营业额同减 2.2% 至 21.86 亿港币，同店-3.7%；Q1-Q3 累计同增 9.2% 至 63.33 亿港币，同店+8.3%。Q3 净关店 1 家至 212 家。
11. 【豫园股份】拟以自有资金 3100 万收购复地资管 100% 股份。复地资管主要从事商业综合体的运营管理。公司与复地资产均为郭广昌先生实际控制企业。
12. 【梅西百货】圣诞节期间同店销售同比增 0.7%，去年同期增 1%；下调 2018 财年经调整 EPS 预期至 3.95-4 美元，市场预期为 4.1-4.3 美元；将 2018 财年同店销售增长预期从 2.3%-2.55% 下调至 2%。梅西百货盘前

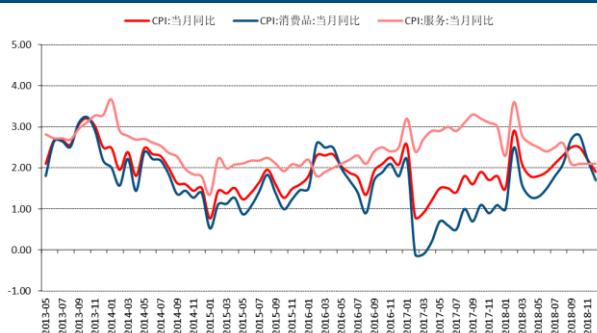
重挫 17%。

### 三、行业数据

#### (一) 价格端：CPI 同比涨幅有所回落，商品价格指数内外均涨，义乌小商品价格指数略有下降

**CPI 同比涨幅有所回落。**12 月 CPI 同比+1.9%，增速环比回落 0.3 pct，其中食品类价格+2.5%，影响 CPI 价格上涨约 0.48 个百分点；非食品价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 1.38 个百分点。在食品中，鲜果和鲜菜价格分别上涨 9.4% 和 4.2%，两项合计影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点；牛肉和羊肉价格分别上涨 6.6% 和 12.2%，禽肉和水产品价格分别上涨 5.4% 和 2.0%，上述四项合计影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点。

**图 8：CPI 指数变化**



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

**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 13 日，Wind 商品指数收于 1053.77 点，较上周上升 14.29 点（1.36%），其中谷物指数较上周下降 1.85%，油脂油料指数较上周下降 0.82%，软商品指数较上周上升 1.59%，农副产品较上周下降 3.17%。2019 年 1 月 11 日，RJ/CRB 价格指数为 178.08 点，较上个交易日上升 2.61%。

**图 9：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

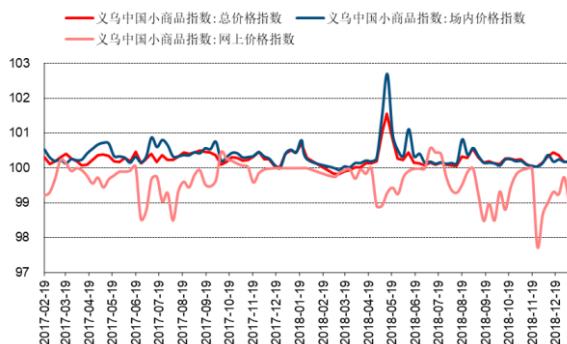
**图 10：RJ/CRB 走势**



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100.18，较前一周上升0.01点，其中场内价格指数较前一周下降0.01点至100.18，网上价格指数较前一周下降0.76至98.98，订单价格指数较前一周下降0.82点至101.64。

**图 11：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 12：义乌小商品分类别价格指数**

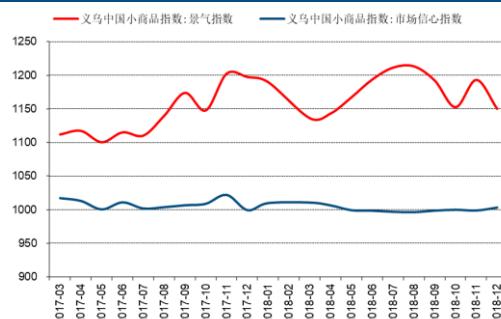


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （二）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 13：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

**附表：2019年商贸零售行业重点公司估值表**

名称	股价	总股本	总市值	EPS			PE		BVPS	PB
		(百万股)	(亿元)	17A	18E	19E	17A	18E		
天虹股份	10.88	1,200	131	0.90	0.74	0.87	12	15	13	5.2789
苏宁易购	10.68	9,310	994	0.45	0.84	0.33	24	13	32	8.78
永辉超市	8.14	9,570	779	0.19	0.17	0.25	43	48	33	1.96
王府井	13.88	776	108	1.17	1.53	1.77	12	9	8	13.73
重庆百货	27.80	407	113	1.49	2.14	2.64	19	13	11	13.57
豫园股份	7.36	3,881	286	0.49	0.79	0.99	15	9	7	7.14
美凯龙	10.87	3,550	354	1.13	1.41	1.57	10	8	7	11.63
家家悦	20.73	468	97	0.66	0.82	0.97	31	25	21	5.54
中百集团	5.64	681	38	0.10	0.70	0.20	57	8	29	5.03
步步高	7.64	864	66	0.17	0.23	0.28	45	34	27	8.79
新华都	6.06	692	42	-0.08			-	-	-	2.41
华联综超	3.65	666	24	0.12	0.09	0.08	30	41	43	4.10
三江购物	11.67	548	64	0.26	0.20	0.22	44	57	53	5.63
中兴商业	6.27	279	17	0.30	0.33	0.35	21	19	18	4.70
友阿股份	3.44	1,417	49	0.22	0.23	0.25	16	15	14	3.67
新世界	6.50	647	42	0.69	0.42	0.43	9	15	15	6.87
首商股份	6.45	658	42	0.54	0.59	0.64	12	11	10	5.91
翠微股份	5.84	524	31	0.28	0.33	0.36	21	18	16	5.84
鄂武商 A	10.00	769	77	1.66	1.49	1.47	6	7	7	10.37
武汉中商	6.72	251	17	1.42	0.36	0.20	5	19	34	4.68
大东方	4.31	737	32	0.46	0.41	0.46	9	10	9	3.81
欧亚集团	18.57	159	30	1.92	1.89	1.98	10	10	9	15.39
新华百货	16.81	226	38	0.47	0.67	0.79	36	25	21	9.54
百联股份	8.80	1,784	153	0.47	0.48	0.51	19	18	17	9.08
银座股份	5.43	520	28	0.09	0.10	0.10	57	54	53	5.84
中央商场	3.49	1,148.33	40.08	0.21			16.70	-	-	1.65
南极电商	8.13	2,454.87	199.58	0.34	0.35	0.49	23.91	23.23	16.59	1.37
跨境通	10.96	1,558.04	170.76	0.52	0.79	1.11	21.08	13.93	9.87	4.84
										2.27

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

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 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/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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

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