

商业贸易

顺应大众消费升级，关注战略性布局高性价比
产品和高频消费品类的零售企业

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

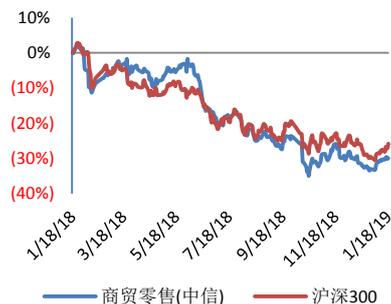
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	826,461
行业流通市值(百万元)	322,320

行业-市场走势对比



相关报告

<<Q3 收入以及净利润环比加速，科技与新业态并行，进入新增长通道>>2017.10.31

<<Q3 数据增长靓丽，双线模式最优持续验证>>2017.10.31

<<通灵珠宝 2017Q3: 渠道扩张&品牌升级，业绩超预期增长>>2017.10.31

重点公司基本状况

公司名称	公司代码	股价	市值(亿元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
苏宁易购	002024.SZ	10.96	1,020.38	0.45	1.39	0.21	24.36	7.88	52.19	买入
新宝股份	002705.SZ	9.32	74.70	0.50	0.63	0.82	18.64	14.79	11.37	买入
永辉超市	601933.SH	8.15	779.99	0.19	0.19	0.22	42.89	42.89	37.05	增持
家家悦	603708.SH	20.93	97.95	0.66	0.86	1.06	31.71	24.34	19.75	买入
南极电商	002127.SZ	8.81	216.27	0.33	0.35	0.49	26.70	25.17	17.98	买入

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 0.45%，跑输沪深 300 指数 1.92 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 4.55%，跑输沪深 300 指数 0.69 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 0.77%，连锁指数上涨 1.98%，百货指数上涨 0.10%，贸易指数下降 0.87%。相对于本周沪深 300 上涨 2.37%，中小板指涨幅 1.29%而言，商贸零售板块整体表现较差。商贸零售子版块公司涨跌幅前五名。涨幅排名前五名为鸿达兴业、中央商场、南极电商、五矿发展、兰州民百分别上涨 10.32%、10.32%、8.36%、7.60%、6.30%。跌幅排名前五位分别为广博股份、快乐购、ST 成城、弘业股份、汉商集团分别下跌 9.04%、8.17%、8.02%、6.08%、5.55%。

■ 本周重点推荐公司：**苏宁易购**：公司家电零售已形成宽阔护城河，全渠道多业态精耕智慧零售生态圈，开启规模发展新篇章，维持“买入”评级。苏宁经营基本面向好，市场份额有望进一步提升，当前处于历史估值底部，存在较大的估值修复空间。苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显：（1）线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局，全方位把握各层级市场的消费机会；线下盈利能力回升，预计同店收入将保持稳健增长，为公司提供充足而稳定的收入来源。（2）线上将强化传统带电产品优势，加大开放平台商家引进力度，借助阿里资源优势，把握社交流量红利，预计线上仍将保持中高速增长，未来平台收入将进一步提升。（3）持续输出供应链服务能力，丰富仓储物流资源，推动社会化物流收入放量增长。苏宁金融持续聚焦核心业务，精耕生态圈金融需求；战略募集资金已到位，为业务发展提供有力支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元，实现归母净利润 129.37/19.72/31.91 亿元。

新宝股份：三季度业绩靓丽，公司盈利能力稳健提升，看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。公司发展思路清晰：外销业务基础深厚，随着品类的调整稳健增长；国内发展自有品牌，避免与海外客户产生正面交锋的同时布局品牌和渠道，逐步实现代工厂转型升级。公司业务主要分为外销和内销：1）外销以 ODM 为主，公司在出口市场占比较高，能够满足客户一站式采购需求。在维持厨房小家电订单较为稳定增长的同时，公司推出家居/个人护理新产品，有望在未来三年有效提升外销产品结构和溢价空间。2）内销业务多半为自有品牌，少部分为贴牌加工，目前东菱销量已经平稳较快增长，预计 2018-20 年同比增速 23%/21%/20%；摩飞品牌 2017 年在网络曝光度较高，2017 年翻番式增长，预计在 18 年仍将维持中高速增长。今年上半年由于外汇贬值影响，公司的业绩承压，预计三季度将稳步向好。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 90.57/102.64/115.45 亿元，同比增速为 10.15%/13.32%/12.49%。预计公司 2018-20 年分别实现净利润 5.09/6.39/8.21 亿元。

家家悦：供应链优势渐显，拓展西部区域步入加速扩张期，维持“买入”评级。公司的历史估值中枢在 31 倍左右，对标国内超市龙头企业永辉、红旗连锁等 2018 年 PE (wind 一致性预测) 约在 30-35 倍之间。考虑山东省内超市企业集中度将进一步提高，市场空间较大，且公司作为山东省超市龙头企业，供应链优势逐渐凸显，且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段，未来市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高，故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元，同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元，同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，分别给予 2018 年 31XPE，维持“买入”评级。

永辉超市：生态体系渐成，云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售，维持“增持”评级。公司是本土商超中率先具备跨区域扩张能力的龙头企业，受益于国内超市行业整合提速，强者恒强。公司深耕超市行业多年，供应链优势明显，合伙人+赛马制打造开放高效的企业管理，股权激励计划进一步释放经营活力。组织架构变革，云创出表独立运作减少公司利润端压力，全新业务布局聚力“新零售”。此前负责新业态孵化和 B2B 模块的

云创和云商出表独立运作，减轻了公司的利润端的压力，同时主业重新聚焦云超：两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部，整合原本分散的业务模块，搭建供应链运营和大数据科技中心，更有效地发挥规模效应。同时新零售也将在云超全面展开：试点 mini 店深入社区；推动永辉生活 APP 的开发；“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计 2018-2020 年公司实现营收 695.94/793.98/903.86 亿元，同比增长 18.78%/14.09%/13.84%。实现净利润约 18.13/20.68/27.96 亿元，同比增长-0.21%/14.05%/35.25%。摊薄每股收益 0.19/0.22/0.29 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 42/36/27 倍。维持“增持”评级。

南极电商：我们认为，高性价比/高频消费品将成为大众消费的主流，南极电商在品牌、品类、渠道三个方向持续拓展，品牌价值有望升华。公司盈利能力稳健，未来成长性较好，维持“买入”评级。电商环境马太效应显著，在现有品牌影响力和店铺、流量等资源优势下，南极电商市场份额有望持续提升，购买转化率和复购率或将持续优化，销售规模和服务收入保持稳健增长。当前新品类拓展让利供应商、收入确认差异等对服务变现率造成的不利影响将随着品牌发展、规模提升而逐步弱化，恢复到稳定水平。预计 2018-2020 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 199.51/301.94/439.67 亿元，同比增长 60.86%/51.34%/45.62%；实现营业收入 29.91/42.87/59.79 亿元，对应增速为 203.37%/43.35%/39.46%；实现归母净利润 8.55/12.03/16.32 亿元，同比增长 60.07%/40.66%/35.66%。时间互联业务与核心业务存在一定差异性，采用分部估值的方法更为合理。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商净利润为核心业务 10.53 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，当前估值处于历史低位，给予南极电商核心业务 25 倍 PE，估值为 263.25 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 278.25 亿元，维持“买入”评级。

- **周度核心观点：顺应大众消费升级，关注战略性布局高性价比产品和高频消费品类的零售企业。**从消费端来看，我国生产力水平持续提高，居民可支配收入稳步增长，大众消费升级下，可选消费弹性变大，家纺、内衣等商品品类逐渐由低频耐用品转变为中/高频消费品；而在社零增速逐渐放缓的背景下，居民消费逐渐回归理性，对产品性价比的关注日益升温，对高性价比产品和高频消费品的需求持续增长。从供给端来看，中/高频品类的库存周转快，资金回笼周转的效率更高，能够有效解决中小供应商/厂家的库存积压、资金不足等痛点，帮助企业提升盈利能力。上市公司层面，南极电商主推“有个性的标品和高频消费品”的品类拓展战略，产品集中布局在大众消费需求大、迭代频次高的中低价格区间，准确把握消费者对高性价比产品和高频次消费的需求，在“新快消时代”背景下沿品牌、品类、渠道三个方向持续拓展，品牌价值有望得到进一步升华，市场份额有望持续提升，购买转化率和复购率或将持续优化，销售规模和服务收入保持稳健增长，维持对南极电商“买入”的评级。在非上市公司层面，关注以名创优品为代表的性价比高、产品更新迭代快、SKU 丰富多样的生活杂货零售商的门店扩张和低线市场渗透机会。
- **数据更新：永辉超市门店更新，永辉超市 2018Q3 财报数据显示：截止 2018 年 9 月已开业门店 1124 家，已签约门店 191 家，2018Q3 永辉新开绿标店 25 家、永辉生活店 137 家、超级物种 10 家。家家悦门店更新，截止 2018 年 9 月，家家悦已开业门店 719 家，已签约门店 20 家。2018Q3 家家悦新开门店 26 家。**
- **本周投资组合：苏宁易购、新宝股份、家家悦、南极电商、永辉超市。建议重点关注步步高、中百集团等；产品型零售企业关注开润股份、飞科电器；百货重点关注王府井、重庆百货、天虹股份、银座股份等**
- **风险提示：1) 板块高弹性下市场系统性风险；2) 全渠道融合不及预期；3) 管理层对转型未达成统一；**

内容目录

零售板块一周行情回顾	- 4 -
周度市场以及子板块表现比较	- 4 -
零售行业重点公司市场表现	- 5 -
重点公司公告及下周大事提醒:	- 6 -
行业前瞻及投资组合:	- 8 -
月度配置观点以及标的公司:	- 8 -
投资组合:	- 8 -
公司及行业资讯	- 10 -
新零售动态跟踪	- 10 -
传统零售动态跟踪	- 11 -
零售行业资本动态跟踪	- 11 -
风险提示	- 13 -

图表目录

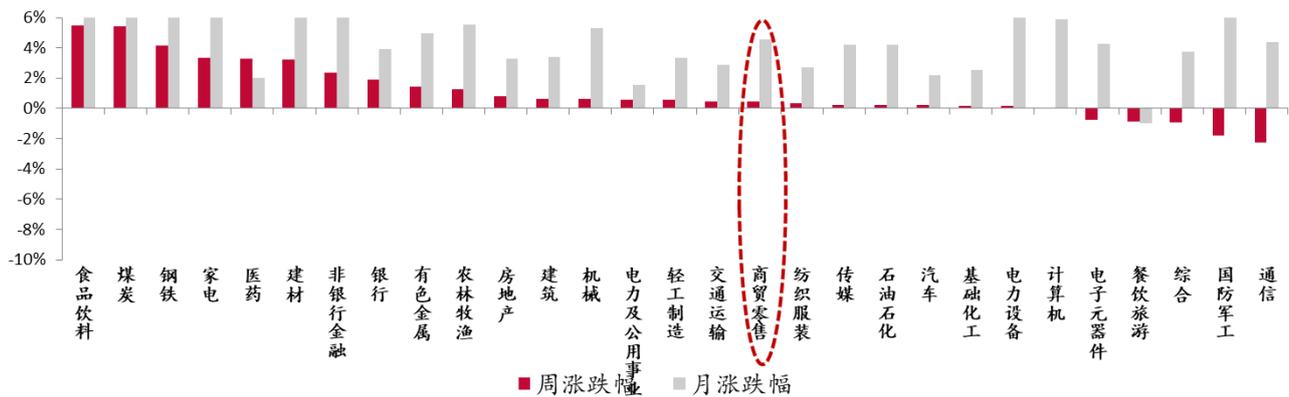
图表 1: 零售行业涨跌幅情况	- 4 -
图表 2: 行业各子板块涨跌幅情况表现	- 4 -
图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 4 -
图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 4 -
图表 5: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 5 -
图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 5 -
图表 7: 本周板块上市公司涨幅前五名表现	- 5 -
图表 8: 本周板块上市公司跌幅前五名表现	- 5 -
图表 9: 下周公司大事提醒	- 8 -
图表 10: 本周重点推荐股票及看点	- 8 -

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

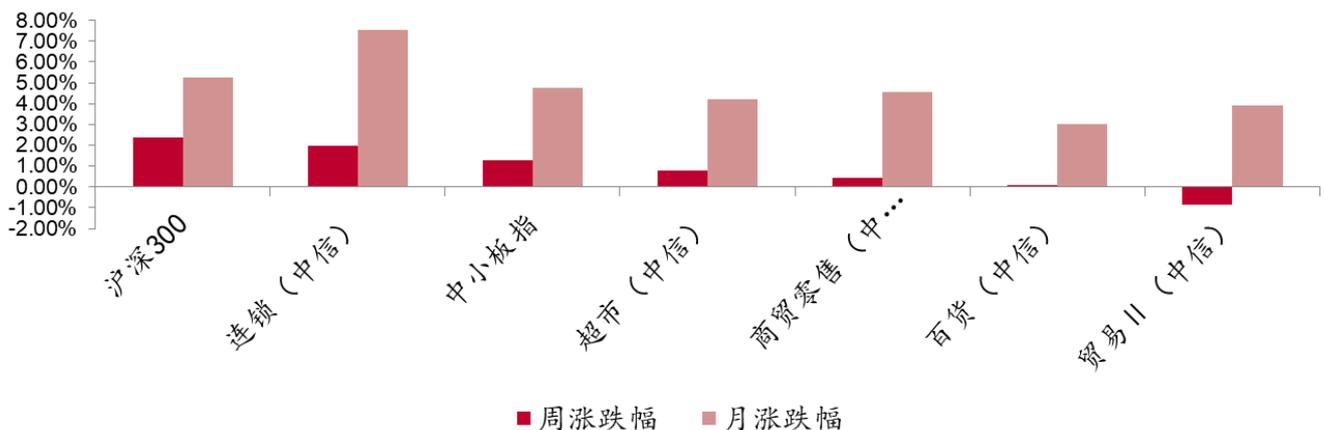
- **上周商贸零售子板块表现情况:** 商贸零售（中信）指数上涨 0.45%，跑输沪深 300 指数 1.92 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 4.55%，跑输沪深 300 指数 0.69 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 0.77%，连锁指数上涨 1.98%，百货指数上涨 0.10%，贸易指数下降 0.87%。相对于本周沪深 300 上涨 2.37%，中小板指涨幅 1.29% 而言，商贸零售板块整体表现较差。

图表 1: 零售行业涨跌幅情况



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 2: 行业各子板块涨跌幅情况表现

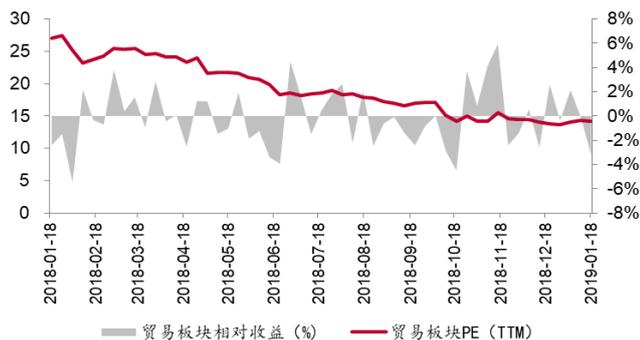


来源: WIND 中泰证券研究所

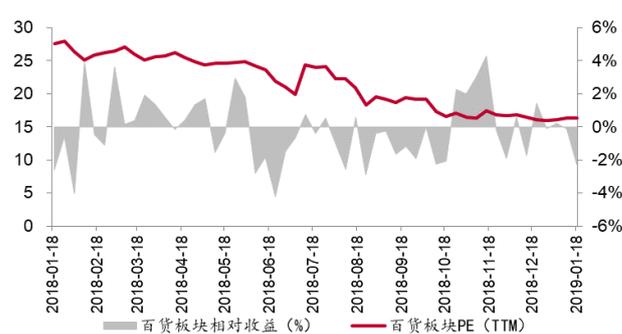
- **子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面，截至周五（1 月 18 日）收盘，贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 14 倍、16 倍、13 倍和 39 倍，较上周略有上涨。

图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况

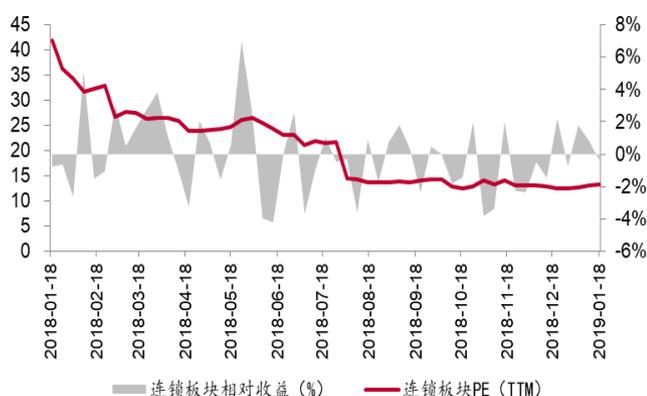
图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况



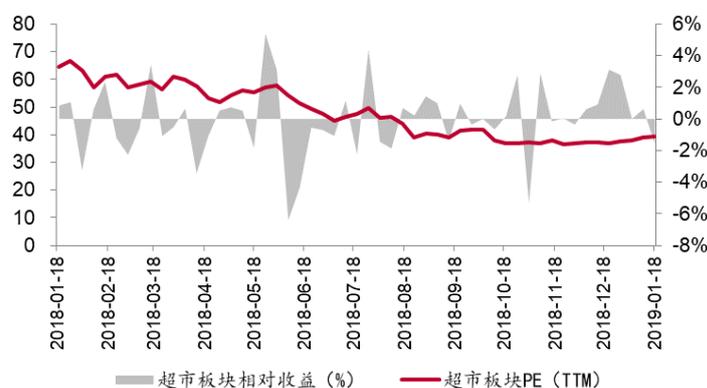
来源: WIND 中泰证券研究所



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 5: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况
图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

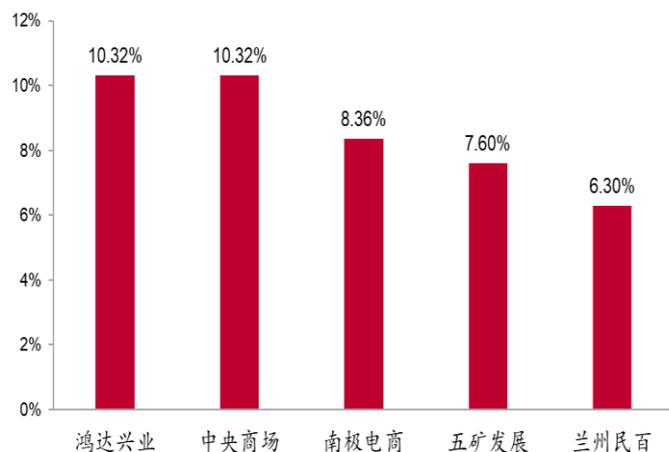


来源: WIND 中泰证券研究所

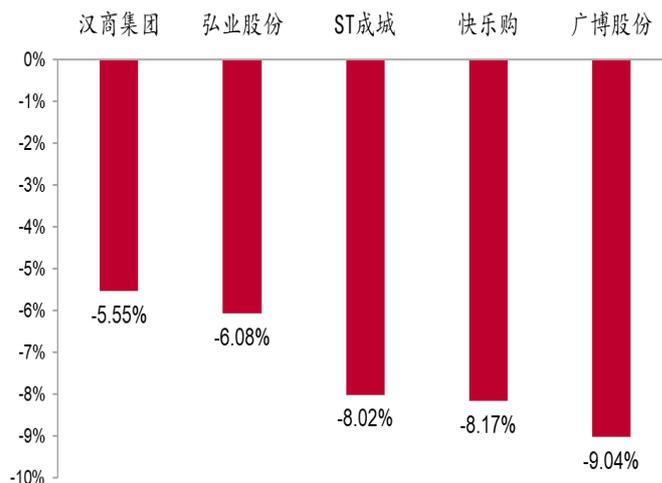
零售行业重点公司市场表现

- **商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。**涨幅排名前五名为鸿达兴业、中央商场、南极电商、五矿发展、兰州民百分别上涨 10.32%、10.32%、8.36%、7.60%、6.30%。跌幅排名前五位分别为广博股份、快乐购、ST 成城、弘业股份、汉商集团分别下跌 9.04%、8.17%、8.02%、6.08%、5.55%。

图表 7: 本周板块上市公司涨幅前五名表现
图表 8: 本周板块上市公司跌幅前五名表现



来源: WIND 中泰证券研究所



来源: WIND 中泰证券研究所

重点公司公告及下周大事提醒:

- **【苏宁易购】关于大股东增持股份计划的公告:** 2019年1月14日,公司接到实际控制人、控股股东张近东先生的一致行动人苏宁控股集团有限公司(以下简称“苏宁控股集团”)发来的告知函,苏宁控股集团计划通过大宗交易方式受让苏宁易购集团股份有限公司2014年员工持股计划(以下简称“员工持股计划”)持有的全部公司股份61,056,374股,占公司总股本比例0.66%,具体情况如下:(一)计划增持主体的基本情况 1、股东名称:苏宁控股集团有限公司 2、增持主体已持有本公司股份的数量、占公司总股本的比例。截至本公告日,苏宁控股集团持有公司309,730,551股股份,占公司总股本比例3.33%,公司实际控制人、控股股东张近东先生持有公司1,951,811,430股股份,占公司总股本比例20.96%,合计占公司总股本比例24.29%。(二)张近东先生及其一致行动人苏宁控股集团在本次公告前12个月内未披露增持计划。(三)张近东先生及其一致行动人苏宁控股集团在本次公告前6个月未发生减持公司股份的情况。
- **【海航基础】关于公司及相关人员收到海南证监局警示函的公告:** 海航基础设施投资集团股份有限公司(以下简称“公司”)近日收到中国证券监督管理委员会海南监管局《关于对海航基础设施投资集团股份有限公司采取出具警示函措施的决定》[2019]7号、《关于对黄秋采取出具警示函措施的决定》[2019]6号、《关于对骞军法采取出具警示函措施的决定》[2019]5号以及《关于对尚多旭采取出具警示函措施的决定》[2019]4号。公司目前经营稳定,生产经营正常。公司及公司管理层高度重视上述《警示函》所提出的问题。同时,公司将加强内部控制管理,严格遵守《证券法》、《信息披露管理办法》等法律法规规定,强化规范运作意识,及时履行审议程序及信息披露义务,有效提高公司治理水平,杜绝此类问题的再次发生。

- **【南极电商】限售股份解除限售的提示性公告：** 特别提示：1、本次解除限售股份的数量为 855,158,265 股，占总股份比例为 34.8352%。2、本次限售股份可上市日为 2019 年 1 月 21 日。
- **【越秀金控】关于控股股东一致行动人增持公司股份计划的进展公告：** 1. 增持计划：广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东广州越秀集团有限公司（以下简称“越秀集团”）的一致行动人广州越秀企业集团有限公司（以下简称“广州越企”）拟以自有资金通过深圳证券交易所交易系统集中竞价的方式增持公司股票，累计增持金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元，本次增持计划未设定价格区间。2. 增持计划实施情况：截至 2019 年 1 月 17 日，本次股份增持计划时间过半，广州越企累计增持公司股份 9,483,810 股，持股占比 0.34%，累计增持总金额 6,669.90 万元；广州越企共持有公司股份 94,782,679 股，持股占比 3.44%。
- **【苏宁易购】关于大股东增持股份计划实施完成暨 2014 年员工持股计划出售完毕的公告：** 2019 年 1 月 14 日，公司接到实际控制人、控股股东张近东先生的一致行动人苏宁控股集团有限公司（以下简称“苏宁控股集团”）发来的告知函，苏宁控股集团计划通过大宗交易方式受让苏宁易购集团股份有限公司 2014 年员工持股计划（以下简称“2014 年员工持股计划”）持有的全部公司股份 61,056,374 股，占公司总股本比例 0.66%。（具体内容详见 2019-008 号公告）2019 年 1 月 18 日，公司收到苏宁控股集团发来的告知函，截至本函出具日，本次增持计划已实施完毕，苏宁控股集团通过大宗交易增持公司股份 61,056,374 股，占公司总股本比例的 0.66%。
- **【新宝股份】关于回购股份注销完成暨股份变动的公告：** 公司于 2018 年 8 月 20 日召开的第五届董事会第五次临时会议及 2018 年 9 月 7 日召开的 2018 年第四次临时股东大会审议通过了《关于回购公司部分社会公众股份的预案》，同意公司以集中竞价交易方式使用自有资金回购公司部分股份予以注销，回购股份价格不超过人民币 10 元/股，回购股份的资金总额不超过人民币 1 亿元；公司于 2018 年 9 月 21 日披露了《关于回购部分社会公众股份的报告书》。具体内容详见公司于 2018 年 8 月 21 日、2018 年 9 月 8 日及 2018 年 9 月 21 日刊登在《中国证券报》、《证券时报》、《证券日报》、《上海证券报》及巨潮资讯网（<http://www.cninfo.com.cn>）上的相关公告。二、回购股份的注销情况 公司自 2018 年 9 月 27 日至 2019 年 1 月 11 日期间累计回购无限售条件流通股 11,964,883 股，占公司总股本的 1.47%，最高成交价为 9.78 元/股，最低成交价为 6.94 元/股，支付的总金额为 99,992,678.76 元（不含交易费用）。公司本次回购股份符合《关于回购部分社会公众股份的报告书》的相关内容，回购股份金额已达到最高限额，至此，公司本次回购股份已实施完毕。2 公司已于近日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕上述 11,964,883 股回购股份注销手续，符合法律法规关于回购股份注销期限的相关要求。本次注销所回购的股份不会对公司的财务状况和经营成果产生实质性影响。

图表 9: 下周公司大事提醒

(01/20)周日	(01/21)周一	(01/22)周二	(01/23)周三	(01/24)周四	(01/25)周五	(01/26)周六
周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
友阿股份(002277): 股东大会互联网投票起始	友阿股份(002277): 股东大会召开	海印股份(000861): 股东大会互联网投票起始	海印股份(000861): 股东大会召开	豫园股份(600655): 股东大会现场会议登记起始	华联综超(600361): 股东大会互联网投票起始	
	南极电商(002127): 限售股份上市流通	新宝股份(002705): 限售股份上市流通		茂业商业(600828): 股东大会现场会议登记起始	兰州民百(600738): 股东大会现场会议登记起始	
				华联综超(600361): 股东大会现场会议登记起始	华联综超(600361): 股东大会召开	
				天虹股份(002419): 股东大会现场会议登记起始	兰州民百(600738): 年报预计披露日期	

来源: WIND 中泰证券研究所

行业前瞻及投资组合:

月度配置观点以及标的公司:

- 从市场调研情况来看,消费整体呈现区域结构化的弱复苏,或将推动零售板块结构性配置机会;零售板块经过近5年的调整,预计未来板块将呈现结构性分化态势,部分具备供应链优势及激励机制充分的标的或将脱颖而出。新零售蓬勃发展,电商巨头抢占线下资源加速,主要集中在超市板块格局已初步成型。建议重点配置龙头标的苏宁易购、新宝股份和家家悦。

投资组合:

图表 10: 本周重点推荐股票及看点

公司名称	公司代码	市值	目标价	核心看点
苏宁易购	002024.SZ	1020.38	18.00	家电零售形成宽阔护城河,全渠道多业态生态圈开启规模发展
新宝股份	002705.SZ	74.70	14.43	西式小家电龙头,渠道变革加速,优质供应链企业价值凸显
永辉超市	601933.SH	779.99	8.8	生态体系渐成,云创出表后以更加清晰的业务布局发力新零售
家家悦	603708.SH	97.95	26.66	山东省商超龙头,供应链优势渐显,拓展鲁西步入加速扩张期
南极电商	002127.SZ	216.27	11.33	“品牌/品类+服务+渠道+内容”矩阵生态圈优势凸显,引领新快消时代潮流

来源: 中泰证券研究所

- **苏宁易购:** 公司家电零售已形成宽阔护城河,全渠道多业态精耕智慧零售生态圈,开启规模发展新篇章,维持“买入”评级。苏宁经营基本面向好,市场份额有望进一步提升,当前处于历史估值底部,存在较大的估值修复空间。苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显:(1)线下围绕“一大、两小、多专”的产品业态推进网络布局,全方位把握各层级市场的消费机会;线下盈利能力回升,预计同店收入将保持稳健增长,为公司提供

充足而稳定的收入来源。(2)线上将强化传统带电产品优势,加大开放平台商家引进力度,借助阿里资源优势,把握社交流量红利,预计线上仍将保持中高速增长,未来平台收入将进一步提升。(3)持续输出供应链服务能力,丰富仓储物流资源,推动社会化物流收入放量增长。苏宁金融持续聚焦核心业务,精耕生态圈金融需求;战略募集资金已到位,为业务发展提供有力支持。预计公司 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元,实现归母净利润 129.37/19.72/31.91 亿元。

- **新宝股份: 三季度业绩靓丽,公司盈利能力稳健提升,看好公司的业绩增长和长期投资价值,维持“买入”评级。**公司发展思路清晰:外销业务基础深厚,随着品类的调整稳健增长;国内发展自有品牌,避免与海外客户产生正面交锋的同时布局品牌和渠道,逐步实现代工厂转型升级。公司业务主要分为外销和内销:1)外销以 ODM 为主,公司在出口市场占比较高,能够满足客户一站式采购需求。在维持厨房小家电订单较为稳定增长的同时,公司推出家居/个人护理新产品,有望在未来三年有效提升外销产品结构和溢价空间。2)内销业务多半为自有品牌,少部分为贴牌加工,目前东菱销量已经平稳较快增长,预计 2018-20 年同比增速 23%/21%/20%;摩飞品牌 2017 年在网络曝光度较高,2017 年翻番式增长,预计在 18 年仍将维持中高速增长。今年上半年由于外汇贬值影响,公司的业绩承压,预计三季度将稳步向好。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 90.57/102.64/115.45 亿元,同比增速为 10.15%/13.32%/12.49%。预计公司 2018-20 年分别实现净利润 5.09/6.39/8.21 亿元。
- **家家悦: 供应链优势渐显,拓展西部区域步入加速扩张期,维持“买入”评级。**公司的历史估值中枢在 31 倍左右,对标国内超市龙头企业永辉、红旗连锁等 2018 年 PE (wind 一致性预测) 约在 30-35 倍之间。考虑山东省内超市企业集中度将进一步提高,市场空间较大,且公司作为山东省超市龙头企业,供应链优势逐渐凸显,且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段,未来市占率有望进一步提高,业绩增长的确定性较高,故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元,同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元,同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间,分别给予 2018 年 31XPE,维持“买入”评级。
- **永辉超市: 生态体系渐成,云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售,维持“增持”评级。**公司是本土商超中率先具备跨区域扩张能力的龙头企业,受益于国内超市行业整合提速,强者恒强。公司深耕超市行业多年,供应链优势明显,合伙人+赛马制打造开放高效的企业管理,股权激励计划进一步释放经营活力。组织架构变革,云创出表独立运作减少公司利润端压力,全新业务布局聚力“新零售”。此前负责新业态孵化和 B2B 模块的云创和云商出表独立运作,减轻了公司的利润端的压力,同时主业重新聚焦云超:两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部,整合原本分散的业务模块,搭建供应链运营和大数据科技中心,更有效地发挥规模效应。同时新零售也将在云超全面展开:试点 mini 店深入社区;推动永辉生活 APP 的开发;“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发

展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计 2018-2020 年公司实现营收 695.94/793.98/903.86 亿元，同比增长 18.78%/14.09%/13.84%。实现净利润约 18.13/20.68/27.96 亿元，同比增长 -0.21%/14.05%/35.25%。摊薄每股收益 0.19/0.22/0.29 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 42/36/27 倍。维持“增持”评级。

- **南极电商：我们认为，高性价比/高频消费品将成为大众消费的主流，南极电商在品牌、品类、渠道三个方向持续拓展，品牌价值有望升华。公司盈利能力稳健，未来成长性较好，维持“买入”评级。** 电商环境马太效应显著，在现有品牌影响力和店铺、流量等资源优势下，南极电商市场份额有望持续提升，购买转化率和复购率或将持续优化，销售规模和服务收入保持稳健增长。当前新品类拓展让利供应商、收入确认差异等对服务变现率造成的不利影响将随着品牌发展、规模提升而逐步弱化，恢复到稳定水平。预计 2018-2020 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 199.51/301.94/439.67 亿元，同比增长 60.86%/51.34%/45.62%；实现营业收入 29.91/42.87/59.79 亿元，对应增速为 203.37%/43.35%/39.46%；实现归母净利润 8.55/12.03/16.32 亿元，同比增长 60.07%/40.66%/35.66%。时间互联业务与核心业务存在一定差异性，采用分部估值的方法更为合理。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商净利润为核心业务 10.53 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，当前估值处于历史低位，给予南极电商核心业务 25 倍 PE，估值为 263.25 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 278.25 亿元，维持“买入”评级。

公司及行业资讯

新零售动态跟踪

- **【苏宁小店内测“苏小团” 分类社交团购市场】**社区团购这条赛道正吸引众多巨头加入，苏宁就是其中之一。2018 年 12 月 27 日的年货节发布会上，苏宁称要在 2019 年 1 月 18 日上线社区拼团服务，届时将在全国招募 100000 个团长，覆盖 2 万社区点位。苏宁小店将拼团项目定名为“苏小团”，并已启动内测。苏小团 APP 界面首页分为“拉新专区”、“苏宁精选”、“素材专区”和“商学院”四大功能板块，主要售卖团购品类为鲜水果、水产肉禽和蔬菜净菜。而在下方菜单栏，“苏小团”APP 还设有“群聊”功能。36 氪了解到，社区拼团将在 APP 内嵌聊天板块，与微信 QQ 等即时聊天工具相连接，实现小店-团长-用户的完整链路，未来会逐步将用户向小店平台 APP 中的 IM 社群沉淀，不再依赖第三方社交平台。苏宁方面称，苏小团主打邻里间熟人关系背书与熟人关系网络，能以较低成本获取用户，并以较低的价格上架生鲜商品，这使得生鲜、日用商品的损耗及库存难题得到了有效缓解。（联商网）
- **【美团试水“买菜”服务 探索社区型生鲜零售服务】**日前，“美团买菜”开通测试，同名 App 已可下载，首个线下服务站亦已于上海市虹口区周家嘴路开通。这是美团小象事业部新推出的测试性业务，目前仅在上海一城推出，当前服务范围仅限于周家嘴服务站周边 1.5 公里内。相

关介绍显示，“美团买菜”是以“生鲜电商”和“社区化服务”为切入点，为用户提供足不出户、优质实惠的买菜体验和配送服务。美团买菜的App介绍显示，其将主打“层层严选的品质商品、高竞争力的价格、准时快捷的配送体验”。测试期间，可实现“便宜好菜，最快30分钟送上门”。从“美团买菜”App端可以看到，其经营品类较为聚焦，主要为新鲜蔬菜、水果、肉禽蛋、米面粮油、水产海鲜等一日三餐所需食材。美团买菜为“APP端+便民服务站”模式。服务范围内的社区居民可以通过手机APP下单选购食材，美团买菜将通过在社区设立的集仓储、分拣、配送于一体的便民服务站，为社区居民送菜到家。作为一种便民、服务民生的社区生鲜零售新业态，美团买菜通过更贴近社区的灵活选址、更聚焦的生鲜商品品类以及最快30分钟送达服务，在保证质优价廉的同时，充分满足周边社区居民对于日常买菜“省时省事”的便利性需求。（联商网）

- **【今日头条放心购平台悄悄接入抖音】**今日头条放心购平台已接入抖音。达人可在商品橱窗中添加来自放心购店铺的商品，为其带货。此前抖音唯一可接入的购物平台为淘宝。经过察看发现，达人可在商品橱窗中添加来自完全不同店铺的商品。而比起淘宝店铺需要跳转，进入放心购店铺的页面从用户体验来说似乎更为流畅。同时，在观看达人视频时，相关商品推荐会主动弹出。用户此时除了点选进入橱窗，也可查看抖音好物榜，而好物榜似乎是按照视频热度对商品次序进行了排序。这一榜单内的商品主要仍来自淘宝。（联商网）
- **【爱回收进军二手新零售市场】**一直以来，人们都认为新零售应该是一种新的模式，代表着新的物种，售卖新的物品。但近年来，这种观念随着二手电商行业的崛起而逐渐改变。近期，不仅有二手车电商的新零售实践，还迎来了3C行业二手巨头爱回收的二手手机新零售尝试——小爱优品和迪信通的融合。这些创新告诉我们，新零售的疆界比我们想象的宽广得多，只要符合线上线下场景叠加并能够推动真实需求，这种尝试就是有现实价值的。爱回收的子品牌小爱优品推出已经有两个月了，而27日的发布，将这一品牌变成了爱回收整个产品矩阵中重要的新零售试验场之一。其实，爱回收和迪信通的合作并不是第一次了。早在2017年9月，爱回收旗下的爱机汇、独立品牌享换机，就已经与迪信通旗下的迪信云聚、独立品牌闯易贷，在北京签订战略合作协议，将电子产品的购买、租赁及回收业务进行了多元且高效的整合。当时，这两个合作，一个是让爱机汇借助迪信通进驻更大的线下回收市场；另一个是享换机依托于迪信通的渠道能力和爱机汇顶尖的服务能力，实现了信用租机服务的线下落地。从某种意义上，它意味着在整个二手3C市场，线上和线下的势能的必然汇聚。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【三只松鼠开始卖饮料了 可能会遇到什么问题？】**三只松鼠推出了首款饮料“第二大脑”，300ml 定价9.9元一瓶。这是一款植物蛋白咖啡，含

有 6 种坚果，包括腰果、夏威夷果、榛子、开心果等。除了六种坚果、全乳粉和咖啡提取液，第二大脑还加入了饱和脂肪酸 MCT 油（即中链甘油三酯、椰子油和棕榈仁油的提取物）。另外，这款饮料添加了膳食纤维。植物蛋白饮料、咖啡、MCT、膳食纤维——这些都是今年比较火，而且能和健康扯上关系的概念，这款饮料都用到了。三只松鼠称花了两年的研发这款饮料。饮料的生产方是成都顶津食品有限公司。它曾是康师傅旗下的资产，2017 年被出售给漳州伊莱福食品有限公司，不过主要还是为康师傅生产饮料。饮料的瓶身形状有点像哑铃，之前雀巢推出的冷萃咖啡新品也是类似形状，不管是“第二大脑”这样的名称，或者是瓶身设计都给人功能饮料的感觉。这也意味着这款产品不仅是和露露杏仁露、六个核桃这样的坚果饮料直接竞争，也要面对即饮咖啡比如雀巢咖啡、可口可乐旗下的乔雅咖啡的威胁。做坚果类零食起家的三只松鼠开始卖坚果饮料似乎不令人感到奇怪，去年洽洽也推出了坚果先生和每日坚果的饮料版本，多种坚果的混合饮料。不过，对于电商零食品牌，卖饮料并不是简单的事。饮料是线上渗透率最低的品类之一。饮料消费大部分发生在线下——这主要跟饮料本身的产品特点有关（重量较大但单价低），也是因为喝饮料是一种比较即兴即时的消费。三只松鼠称目前正在线上测试这款产品，之后“第二大脑”可能进入线下渠道——主要是自营和联营的零食门店，也会通过阿里巴巴的“零售通”进入小店。（联商网）

- **【高鑫零售附属公司上海润盒与盒马鲜生订立业务合作协议】**1月16日，高鑫零售(06808.HK)发布公告称，公司非全资附属上海润盒与上海盒马订立海南盒马业务合作协议及东北盒马业务合作协议。上海润盒由大润发中国及阿里巴巴控股共同持有，分别拥有 51%及 49%权益。公告显示，合作内容有关海南、黑龙江、吉林及辽宁省内各订约方之间的相关业务合作。根据盒马业务合作协议，上海润盒同意与上海盒马进行合作，以于盒马店铺内采纳盒马鲜生业务模式，包括(其中包括)：(1) 盒马店铺使用盒马鲜生业务模式及盒马应用程序；(2) 完成盒马店铺的相应软件系统整合；(3) 上海盒马向盒马店铺提供必要软件维修支持；(4) 由上海盒马指定的配送代理提供配送服务，配送盒马应用程序所售之产品；(5) 及其他领域的合作，如协助采购、提供盒马店铺装潢方面的意见、培训盒马店铺雇员、参与营销及推广活动及使用支付宝。高鑫零售表示，与上海盒马的新联盟将使集团的业务受益于阿拉巴巴集团的数据生态系统。尤其是，盒马业务合作协议将使集团透过盒马鲜生业务模式数据化以及引入新的生鲜产品零售解决方案。这将使集团能够利用上海盒马盒马鲜生业务模式提供的互联网技术和淘宝客流量，从而扩大集团经营的传统大卖场所提供生鲜产品的零售渠道。（联商网）
- **【步步高超市将于 1 月 17 日同开 2 店 4.0 版门店精选全球好物】**步步高超市郴州汝城太阳城店和长沙西中心店 2 家门店将于 1 月 17 日同步开业，其中长沙西中心店为步步高 4.0 版门店。步步高 4.0 版门店有什么不一样？作为新一代的超市，步步高长沙西中心店拥有 3344 m²的广阔空间，除了丰富的商品，其优美的曲线结构使得整个卖场更加舒适通透，圆形、波浪形、直线形多样丰富的货架摆放方式，让商品变得一目了然，简洁明了的标识，相呼应的地板结构颜色，清晰的商品板块分类，使得整个超市大气

明朗。此外，该店定位于年轻、中高端消费群体，创新了销售模式和营销理念，用情景式商品陈列构建了一个个消费场景，90后的年轻管理团队，从内而外散发出年轻时尚的气息，打造出不一样的高科技智能卖场，为消费者提供不一样的全球精选商品。（联商网）

- **【凯德孵出未来商业新物种 “来探 Next-Ten” 全球首店开业】**1月18日，凯德集团培育出来的未来商业新物种——“来探 Next-Ten”全球首店在中国北京凯德 MALL·太阳宫开业。全球第二家店拟定于上海。这家500多平方米的开放式的生活集合店位于凯德 MALL·太阳宫一楼，装修设计极具科技感和现代美学风格，诠释着未来商业概念店的独特质感。《联商网》了解到，“来探 Next-Ten”北京凯德 MALL·太阳宫店涵盖了微软中国首家黑科技旗舰店、“下厨房”首个厨房美学实体店“好室好得”、国际彩妆全球直采“东点西点”的新零售体验店、原创设计师“Ra's Friends”买手店、明星跨界配饰品牌 SLASH、风靡硅谷和好莱坞的网红防弹咖啡闪狐、以专注做珍珠而走红的奶茶新秀“丸榨”、凯德星精品电商线下体验店“凯德星市集”等酷玩黑科技、AI 人机交互、硅谷防弹狂潮、厨房美学盛宴、原创设计买手店、全球猎奇美物类品牌和产品。

零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【社区团购平台“近邻”获近2000万元天使轮融资】**1月14日，社区团购平台“近邻”近日获得华耀资本近2000万元天使轮投资，本轮融资将用于青岛和济南样板城市的打造以及新城市的开拓。截至目前，近邻已开拓全国8个城市，2000个以上优质社区业主群，覆盖超过42万个中产家庭。融资之后，近邻计划优先拓展10-12个城市，预计到2020年前完成100个大中城市的布局。（联商网）

风险提示

- 互联网零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力；
- 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，线上业绩低于预期等；

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。