

商业贸易

新租赁准则 IFRS16 实施，零售行业受影响较大

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

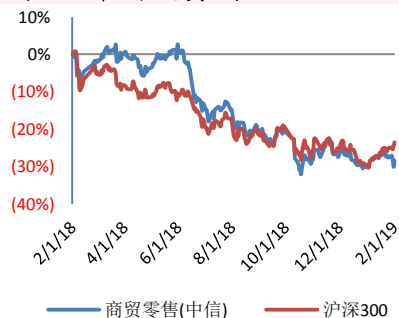
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	811,846
行业流通市值(百万元)	316,620

行业-市场走势对比



相关报告

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	12.27	1,142.34	0.45	1.44	0.21	27.27	8.52	58.43	买入
新宝股份	002705.SZ	10.58	84.80	0.51	0.62	0.79	20.75	17.06	13.39	买入
永辉超市	601933.SH	8.31	795.31	0.19	0.19	0.22	43.74	43.74	37.77	增持
家家悦	603708.SH	22.75	106.47	0.66	0.86	1.06	34.47	26.45	21.46	买入
南极电商	002127.SZ	10.66	261.69	0.33	0.36	0.52	32.30	29.61	20.50	买入

投资要点

■ 上周市场表现：商零售（中信）指数上涨 2.66%，跑赢沪深 300 指数 0.12 个百分点。年初至今，商零售板块上涨 21.7%，跑输沪深 300 指数 2.7 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 1.35%，连锁指数上涨 1.03%，百货指数上涨 3.93%，贸易指数上涨 2.66%。相对于本周沪深 300 上涨 2.39%，中小板涨幅 1.93%而言，商零售板块整体表现较优。涨幅排名前五名为中兴商业、鸿达兴业、海泰发展、快乐购、南方股份，分别上涨 26.34%、21.30%、16.91%、15.31%、13.53%。本周跌幅排名前五名为下跌为兰州民百、武汉中商、文峰股份、宏图高科、弘业股份，分别下跌为 13.92%、8.40%、7.59%、7.29%、5.20%。

■ 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“两大、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，为公司提供充足而稳定的收入来源。（2）线上将强化传统带产品优势，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，未来服务收入将进一步提升。（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 2,453.11/3,113.63/3,814.57 亿，实现归母净利润 133.20/19.66/31.81 亿元。

**新宝股份**：四季度营收持续回升，公司盈利稳健增长，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。2018 年公司开始尝试与其他渠道企业合资发展品牌，预计 2018-20 年贡献收入约为 1/5/9 亿元。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 84.43/95.67/107.62 亿元，同比增速为 2.68%/13.32%/12.49%。预计公司 2018-20 年分别实现净利润 5.06/6.35/8.16 亿元。

**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 205.21/301.94/439.67 亿元，同比增长 65.45%/47.14%/45.62%；实现营业收入 33.55/42.87/59.79 亿元，对应增速为 240.29%/27.80%/39.46%；实现归母净利润 8.86/12.88/17.48 亿元，同比增长 65.84%/45.39%/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。

**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。**公司深耕生鲜行业多年，供应链优势逐渐凸显，目前公司外延拓展鲁西区域，同时提升胶东地区渗透率，步入加速扩张期。作为山东省超市龙头企业，受益于未来省内本土超市行业整合，有望率先跑出，市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高。参考国内外超市企业的历史估值，给予公司 2018 年 31XPE，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，同时主业重新聚焦商超；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。

- **周度核心观点：新租赁准则 IFRS16 实施，连锁零售行业受影响较大。**IASB 与 FASB 委员会于 2016 年 1 月 13 日正式发布新的租赁准则《国际会计准则第 16 号-租赁》，简称 IFRS16。新准则于 2019 年 1 月 1 日开始实施。简要概括 IFRS16 的内容是：（1）期限短于 12 个月或金额较小的租赁可以按照原经营租赁的方式进行会计处理；（2）除（1）外的其他租赁均按照融资租赁的方式进行；即在初始确认时承租方需要将租入资产确认为承租方的资产，后续需计提折旧，并将未来租金的现值确认为负债计入资产负债表。原先经营租赁“不上表”隐藏了大量的资产和负债，新准则下经营租赁表内披露，增强了信息的透明度、可比性和真实性。

新准则对出租人的会计处理无实质性影响，而承租人会计处理将发生较大变动。在 IFRS16 租赁准则下，具体的计量方法为：融资租赁和经营租赁将不再划开，而是使用相同方法进行处理。（1）资产负债表：租赁造成的租赁资产和租赁负债均需要以未来不可避免的付款金额现值进行体现可在资产负债表上（2）损益表：对于租入资产和负债造成的利息体现在利润表上（3）现金流量表：将现金总额划分为主要部分（体现为融资活动现金流量）和利息（体现为经营或融资活动现金流量）反映在现金流量表。但是，考虑到方便中小企业的租赁，如果是在 12 月以内短期租赁一项资产且不带任何续租权，这项租赁资产不用反映在财务报表中。同时，租赁金额较小（小于 5000 元）的资产也不用反映在财务报表中。

新准则对连锁零售行业影响较大（1）仅线上运营或者拥有线上线下多渠道的公司受影响最小；（2）拥有全国范围内的门店资产且大部分资产自有的公司受影响最小；（3）全部门店资产均为租赁的公司受影响最大（HSBC 测算了此类型的海外上市公司，平均租赁期在 6-8 年，预估 EPS 会下降 18%-19%）

- **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、永辉超市、南极电商。建议重点关注步步高、红旗连锁等；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；海外建议关注唯品会、阿里巴巴等。**
- **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

行业周观察 .....	- 4 -
背景事件：全新租赁准则——IFRS16 与 2019 年 1 月正式实施 .....	- 4 -
IFRS16 的会计处理 .....	- 4 -
准则变化对财务报表的影响 .....	- 4 -
新准则对连锁零售商的影响 .....	- 5 -
零售板块一周行情回顾 .....	- 6 -
周度市场以及子板块表现比较 .....	- 6 -
零售行业重点公司市场表现 .....	- 7 -
重点公司公告及下周大事提醒: .....	- 8 -
行业前瞻及投资组合: .....	- 9 -
月度配置观点以及标的公司: .....	- 10 -
投资组合: .....	- 10 -
公司及行业资讯 .....	- 12 -
新零售动态跟踪 .....	- 12 -
传统零售动态跟踪 .....	- 12 -
零售行业资本动态跟踪 融资动态 .....	- 13 -
风险提示 .....	- 13 -

## 图表目录

图表 1: 租赁负债的初始计量 .....	- 4 -
图表 2: IFRS16 对企业各项财务指标的影响 .....	- 5 -
图表 3: 零售行业涨跌幅情况 .....	- 6 -
图表 4: 行业各子板块涨跌幅情况表现 .....	- 6 -
图表 5: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 6: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 7: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 8: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 9: 本周板块上市公司涨幅前五名表现 .....	- 8 -
图表 10: 本周板块上市公司跌幅前五名表现 .....	- 8 -
图表 11: 下周公司大事提醒 .....	- 9 -
图表 120: 本周 MSCI 内零售板块港沪股通流入情况 .....	- 9 -

## 行业周观察

### 背景事件：全新租赁准则——IFRS16 与 2019 年 1 月正式实施

- IASB 与 FASB 从 2009 年开始到 2015 年先后于 2010 年和 2013 年发布相关讨论稿和意见稿，2010 年的讨论稿主要针对承租人会计进行讨论，提出融资租赁和经营性租赁“两租合一”的概念，均在报表正文中显示。2013 年的讨论则又将资产划分为动产和不动产进行分别处理。委员会于 2016 年 1 月 13 日正式发布新的租赁准则《国际会计准则第 16 号-租赁》，简称 IFRS16。新准则于 2019 年 1 月 1 日开始实施。
- 简要概括 IFRS16 的内容是：（1）期限短于 12 个月或金额较小的租赁可以按照原经营租赁的方式进行会计处理；（2）除（1）外的其他租赁均按照融资租赁的方式进行：即在初始确认时承租方需要将租入资产确认为承租方的资产，后续需计提折旧，并将未来租金的现值确认为负债计入资产负债表。原先经营租赁“不上表”隐藏了大量的资产和负债，新准则下经营租赁表内披露，增强了信息的透明度、可比性和真实性。

### IFRS16 的会计处理

- **承租人会计处理：**在 IFRS16 租赁准则下，具体的计量方法为：对于承租人，融资租赁和经营租赁将不再划开，而是使用相同方法进行处理。（1）资产负债表：租赁造成的租赁资产和租赁负债均需要以未来不可避免的付款金额现值进行体现可在资产负债表上（2）损益表：对于租入资产和负债造成的利息体现在利润表上（3）现金流量表：将现金总额划分为主要部分（体现为融资活动现金流量）和利息（体现为经营或融资活动现金流量）反映在现金流量表。但是，考虑到方便中小企业的租赁，如果是在 12 月以内短期租赁一项资产且不带任何续租权，这项租赁资产不用反映在财务报表中。同时，租赁金额较小（小于 5000 元）的资产也不用反映在财务报表中。
- **出租人会计处理：**其会计处理要求未发生实质性变化，出租方的租赁行为将继续划分为融资租赁和经营租赁。

### 准则变化对财务报表的影响

- **准则变化对资产负债表和相关指标的影响：**资产和负债增加，所有者权益下降。其中，租赁负债的账面价值应以未来应付的租赁付款额现值加以确定，在后续计量中利用新增借款利率来确认利息；租赁资产应当以租赁负债金额与其他直接成本之和入账，之后根据固定资产准则折旧销方法进行后续计量。由于资产的确定比负债要多一部分其他费用，在后期折旧中，每期的租赁资产账面减少额会多于每期的负债变动，换言之，每期的折旧额多于每期确认的利息。这会导致相关会计期末所有者权益的递减。

---

#### 图表 1：租赁负债的初始计量

---



来源：中泰证券研究所

- **准则变化对利润表和相关指标的影响:** 对于经营租赁, 新准则规定参照固定资产折旧方法对租赁来的资产进行折旧, 同时对租赁负债参照实际利率法进行摊销。折旧按照资产用途计入费用科目, 实际利率作用下确认的利息计入财务费用, 这样会进而影响企业的费用和利润。费用、利润的变化, 对代表企业付息能力的利息保障倍数和反映盈利能力的指标影响较大。
- **准则变化对现金流量表和相关指标的影响:** 原本企业经营租赁的项目应全部计入经营活动现金支出, 新准则下本金部分的支出计入筹资活动, 利息部分的支出视情况计入经营活动或者筹资活动产生的现金流。经营活动的现金流量必将改变, 这体现了企业经营和盈利力的改变, 同时会影响企业的现金流量债务比, 反映企业偿债能力的变化。

图表 2: IFRS16 对企业各项财务指标的影响

对损益表的影响	对资产负债表的影响	对现金流量表的影响
EBITDA ↑	租赁资产 ↑	经营性现金流 ↑
经营性利润 (不确定)	金融负债	筹资活动产生的现金流 ↓
财务成本 ↑	权益 (不确定)	总现金流 (不确定)
税前利润 (不确定)		
对指标的影响		
利息保障倍数 (不确定)	净负债 ↑	杠杆比例 ↑
EPS (不确定)	流动比率 ↓	ROE (不确定)
	净负债/EBITDA ↑	PE (不确定)

来源: HSBS 中泰证券研究所

### 新准则对连锁零售商的影响

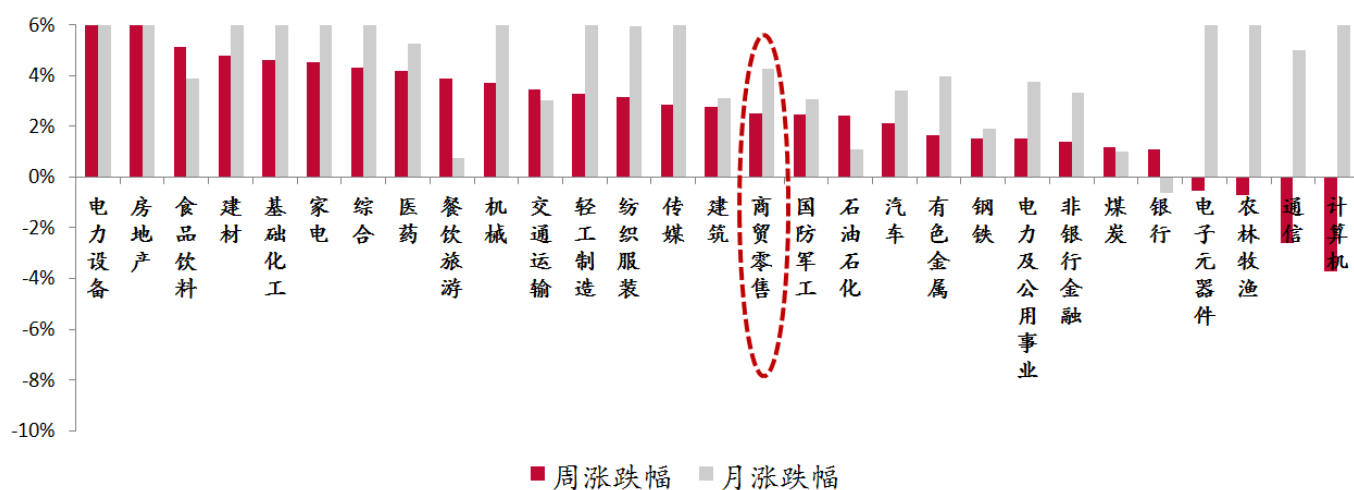
- 对 EPS 的影响: (1) 仅线上运营或者拥有线上线下多渠道的公司受影响最小; (2) 拥有全国范围内的门店资产且拥有大部分自有资产的公司受影响最小; (3) 全部门店资产均为租赁的公司受影响最大 (HSBC 测算了几家此类型的海外上市公司, 平均租赁期在 6-8 年, 预估 EPS 会下降 18%-19%)
- 新准则不影响公司获取未来现金流的能力, 但是确实会在短期内对投资者的决策产生一定的影响。

## 零售板块一周行情回顾

### 周度市场以及子板块表现比较

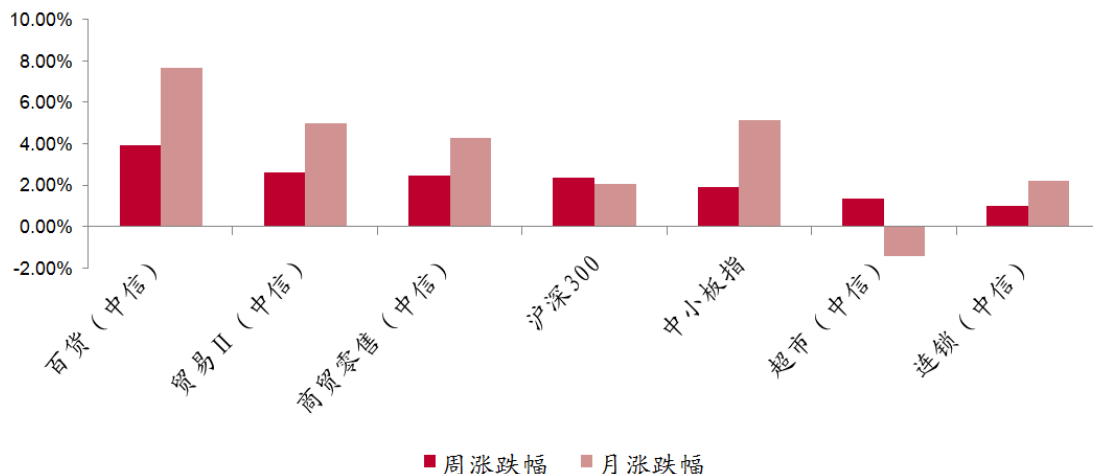
- 上周市场表现: 商贸零售 (中信) 指数上涨 2.66%, 跑赢沪深 300 指数 0.12 个百分点。年初至今, 商贸零售板块上涨 21.7%, 跑输沪深 300 指数 2.7 个百分点。子板块方面, 超市指数下跌 1.35%, 连锁指数上涨 1.03%, 百货指数上涨 3.93%, 贸易指数上涨 2.66%。相对于本周沪深 300 上涨 2.39%, 中小板指涨幅 1.93% 而言, 商贸零售板块整体表现较优。

图表 3: 零售行业涨跌幅情况



来源: WIND 中泰证券研究所

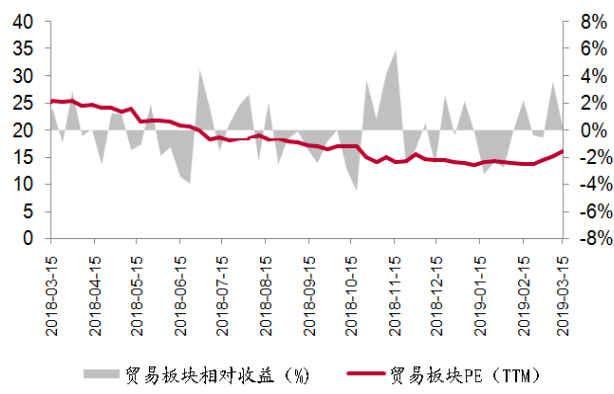
图表 4: 行业各子板块涨跌幅情况表现



来源: WIND 中泰证券研究所

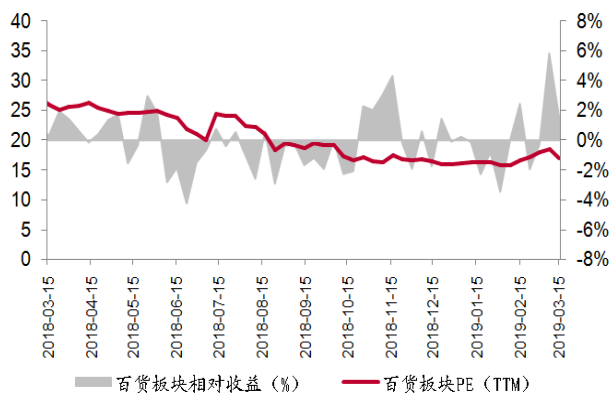
- **子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (3月15日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 17 倍、17 倍、13 倍和 41 倍, 较上周略有上升。

**图表 5: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况**



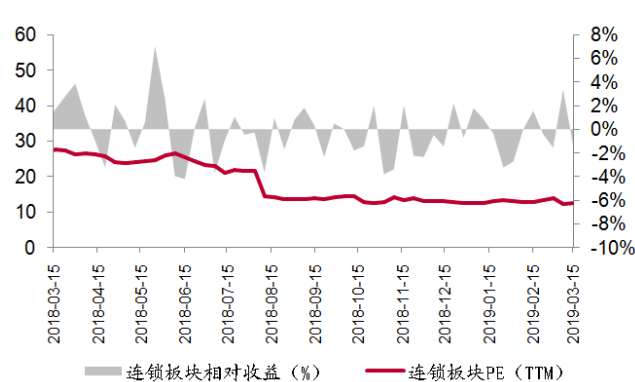
来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 6: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况**



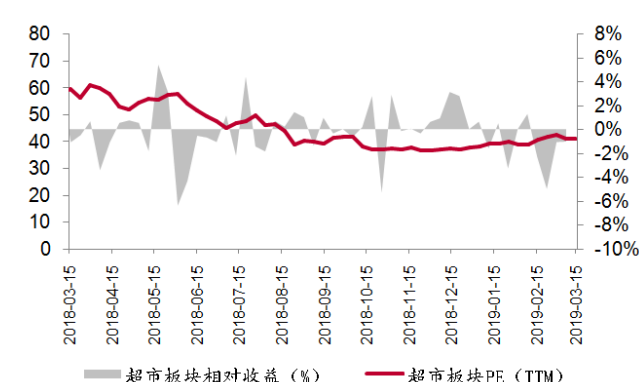
来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 7: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况**



来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 8: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况**

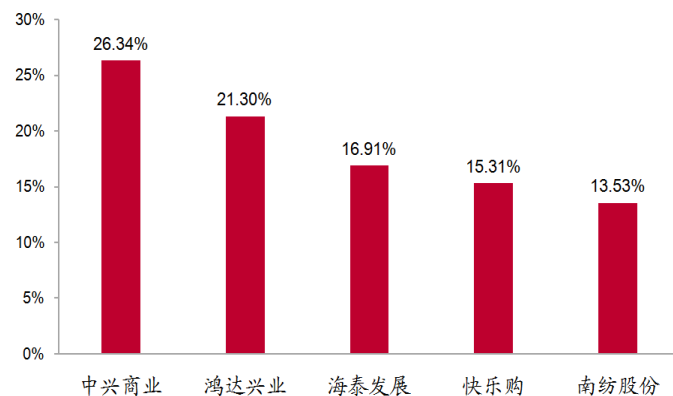


来源: WIND 中泰证券研究所

零售行业重点公司市场表现

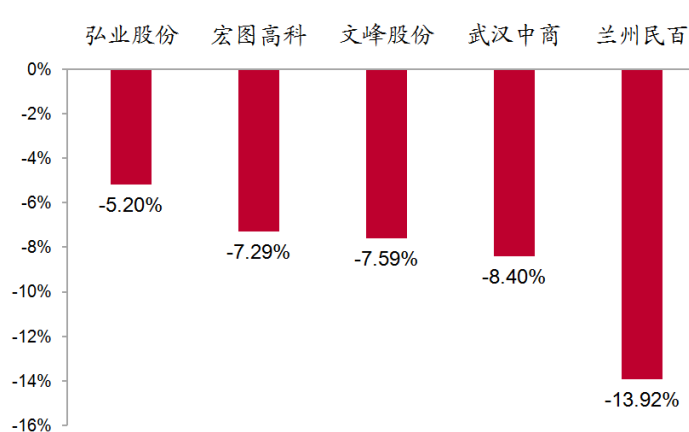
- **商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。**涨幅排名前五名为中兴商业、鸿达兴业、海泰发展、快乐购、南方股份，分别上涨 26.34%、21.30%、16.91%、15.31%、13.53%。本周跌幅排名前五名为下跌为兰州民百、武汉中商、文峰股份、宏图高科、弘业股份，分别下跌幅为 13.92%、8.40%、7.59%、7.29%、5.20%。

图表 9: 本周板块上市公司涨幅前五名表现



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 10: 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

### 重点公司公告及下周大事提醒:

- **【飞科电器】关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的进展公告:** 前次使用部分闲置募集资金进行现金管理到期情况: 2018 年 9 月 28 日, 公司向上海银行股份有限公司松江支行购买了上海银行“稳进”2 号第 SD21802M087A 结构性存款产品, 认购金额人民币 1,000 万元, 起息日为 2018 年 9 月 29 日, 到期日为 2018 年 12 月 6 日。详见公司公告 2018-023 《上海飞科电器股份有限公司关于使用部分闲置募集资金购买理财产品的进展公告》。目前上述结构性存款产品已到期赎回。2018 年 12 月 5 日, 公司向上海银行股份有限公司松江支行购买了上海银行“稳进”2 号第 SD21803M170A 期结构性存款产品, 认购金额人民币 3,000 万元, 起息日为 2018 年 12 月 6 日, 到期日为 2019 年 3 月 7 日。详见公司公告 2018-035 《上海飞科电器股份有限公司关于使用部分闲置募集资金购买理财产品的进展公告》。目前上述结构性存款产品已到期赎回。
- **【人人乐】关于大股东部分股份质押的公告:** 截至本公告日, 深圳市浩明投资管理有限公司持有公司股份数量为 192,890,091 股, 占公司股份总额的 48.22%; 本次质押股份 140,325,540 股, 包括此前已质押的 33,020,000 股, 至此累计质押 173,345,540 股, 占所持公司股份比例 89.87%, 占公司股份总额比例 43.34%。截至本公告日, 何金明先生持有公司股份数量为 81,000,000 股, 占公司股份总额的 20.25%; 质押股份 20,250,000 股, 占所持公司股份比例 25%, 占公司股份总额比例 5.06%。深圳市浩明投资管理有限公司与何金明先生累计质押的股份数量合计为 193,595,540 股, 占所持公司股份比例 70.68%, 占公司股份总额比例 48.40%。



- 【华贸物流】关于回购股份进展情况的公告：**根据上海证券交易所的相关规定，现将本次回购股份进展情况公告如下：截止 2019 年 2 月 28 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份数量为 13,817,202 股，约占公司目前总股本的 1.37%，成交的最高价格为 6.12 元/股，成交的最低价格为 5.20 元/股，支付的总金额为 80,003,361.12 元（含交易费用）。
- 【天虹股份】2018 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告：**2010 年 5 月 6 日，经中国证监会证监许可[2010]597 号文核准，天虹商场股份有限公司向社会公众公开发行普通股(A 股)股票 5,010 万股，每股面值人民币 1.00 元，每股发行价人民币 40.00 元，共募集资金人民币 20.04 亿元，扣除发行费用人民币 8,214.93 万元，募集资金净额人民币 192,185.07 万元，超募资金人民币 86,730.49 万元。以上募集资金已由立信大华会计师事务所以“立信大华验字[2010]044 号”验资报告验证确认。截至 2018 年 12 月 31 日，公司对募集资金项目累计投入人民币 199,980.98 万元，其中：公司于募集资金到位之前利用自有资金先期投入募集资金项目人民币 66,970.70 万元；于 2010 年 5 月 24 日至 2018 年 12 月 31 日投入募集资金项目人民币 133,010.28 万元，其中本报告期使用募集资金人民币 4,780.72 万元。

图表 11: 下周公司大事提醒

2019/3/17 周日	2019/3/18 周一	2019/3/19 周二	2019/3/20 周三	2019/3/21 周四	2019/3/22 周五	2019/3/23 周六
			跨境通(002640): 股东大会互联网投票起始	跨境通(002640): 股东大会召开	大商股份(600694): 股东大会现场会议登记起始	

来源: WIND 中泰证券研究所

图表 120: 本周 MSCI 内零售板块港沪股通流入情况

代码	公司简称	本周五系统持股量	年初系统持股量	2019年初至今增持数量	本周五系统持股市值	年初系统持股市值	年初至今系统持股市值变量
002024.SH	苏宁易购	97021486	63389584	33631902	1168138691.4	624387402.4	543751289.0
601933.SZ	永辉超市	124067271	102015707	22051564	1023554985.8	802863614.1	220691371.7
600415.SZ	小商品城	33073675	17749307	15324368	149162274.3	61945081.43	87217192.8
600315.SZ	上海家化	11584233	12360202	-775969	365250866.5	337433514.6	27817351.9
600655.SH	豫园股份	6082007	5257556	824451	50784758.5	31505914.4	19278844.1
002127.SZ	南极电商	18264070	12920696	5343374	190128968.7	97163633.92	92965334.8

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 11：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	1142.34	18.00	家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态精耕生态圈，家电消费新政策支持下市场份额有望进一步提升
新宝股份	002705.SZ	84.80	14.43	营收增速持续回升，盈利稳健增长，内销市场进一步拓展，优质供应链企业价值凸显
永辉超市	601933.SH	795.31	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	106.47	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	261.69	11.33	引领新快消品时代潮流，矩阵生态圈优势凸显，品牌价值有望升华，成长性较好

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“两大、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，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，未来服务收入将进一步提升。（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 2,453.11/3,113.63/3,814.57 亿元，实现归母净利润 133.20/19.66/31.81 亿元。
- 新宝股份：四季度营收持续回升，公司盈利稳健增长，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。2018 年公司开始尝试与其他渠道企业合资发展品牌，预计 2018-20 年贡献收入约为 1/5/9 亿元。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 84.43/95.67/107.62 亿元，同比增速为 2.68%/13.32%/12.49%。预计公司 2018-20 年分别实现净利润 5.06/6.35/8.16 亿元。

- **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 205.21/301.94/439.67 亿元，同比增长 65.45%/47.14%/45.62%；实现营业收入 33.55/42.87/59.79 亿元，对应增速为 240.29%/27.80%/39.46%；实现归母净利润 8.86/12.88/17.48 亿元，同比增长 65.84%/45.39%/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。
- **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。** 公司深耕生鲜行业多年，供应链优势逐渐凸显，目前公司外延拓展鲁西区域，同时提升胶东地区渗透率，步入加速扩张期。作为山东省超市龙头企业，受益于未来省内本土超市行业整合，有望率先跑出，市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高。参考国内外超市企业的历史估值，给予公司 2018 年 31XPE，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。

## 公司及行业资讯

### 新零售动态跟踪

- **【天猫今年将新引入 1000 个美妆品牌】**3月4日，在第五届天猫金妆奖上，天猫快速消费品事业部总经理胡伟雄表示，在2019年，天猫将加大在美妆市场的投入，扶持1000个美妆品牌在天猫开店，批量孵化超过50个年销售额过亿元的单品。“三年内，再造一个天猫美妆。”据普华永道数据报告，在2012年到2017年，全球美妆市场的年复合增长率为3.9%。中国市场的增长则远超这一水平。Euromonitor数据显示，2013年到2017年，中国化妆品行业年均复合增长率达到10.6%，远超全球平均增幅。（联商网）
- **【京东再涉医药物流 在全国 7 个主要区域推进建设】**3月6日，京东物流与北京华鸿有限公司签署合作协议，双方在仓储管理、配送服务等医药物流领域展开合作，共建一体化医药物流生态，提升整个医药供应链效率。京东物流的信息管理系统与智能温度监控平台，能够根据不同温区的药品制定不同的保温方案及包装控制方案，实现药品全流程在线可视、可追溯，确保全程品质可控。京东物流对外宣布，位于北京、泰州、昆山、合肥的4个医药仓与1个器械仓，均已获得GSP认证，仓储总面积超过5万平方米。至此，京东物流成为拥有GSP资质数量最多、仓储面积最大的社会物流企业。（联商网）
- **【苏宁焕新节大数据：7天回收破10万单】**3月9日，苏宁焕新节发布以旧换新“大数据”：自焕新节发布10亿以旧换新补贴以来，苏宁家电、3C产品回收订单量，一周内已经突破10万单。截至3月7日，南京、北京、上海、广州和重庆，成为换新频率前五的城市。换新频率高的城市布局，除了与环境、发展程度等因素有关外，也与当地换新渠道的方便程度也息息相关。作为苏宁的大本营，南京成为手机和家电品类换新频率最高的城市。（联商网）

### 传统零售动态跟踪

- **【百盛百货将退出重庆市场 最后一店 3 月 31 日关闭】**继西安西大街时代百盛停止营业后，百盛集团又少一店。近日，重庆百盛南坪店确认3月31日营业结束后，百盛在重庆的最后一家卖场将闭店。（联商网）
- **【历史最悠久的英国百货 Debenhams 濒临破产】**持续挣扎的英国中档百货零售商 Debenhams PLC (DEB.L) 今天更新中期销售数据时，警告近期与债权人的谈判可能会影响未来几个月的业务，并撤销了全年盈利预期，导致集团股价在周二早盘急挫最多11.91%至2.81便士，把过去12个月的跌幅扩大至88.88%。（联商网）
- **【3/4 在线订单通过实体店履行 百货巨头塔吉特转型成功】**超预期的假日季业绩刺激 Target Corp. (NYSE: TGT) 塔吉特百货盘前最多大涨逾6%。截至2月2日的四季度，塔吉特百货同店销售录得5.3%的增幅，好于市

场要求的 5.1%，其中实体店同店销售受益客流增幅 4.5%录得 2.9%的同店销售增长，电商渠道更是大涨 31%。（联商网）

- **【受装修调改影响 上海久光百货销售下滑 2.2%】**崇光百货运营商利福国际集团有限公司(1212.HK)和久光百货运营商利福中国集团有限公司(2136.HK)周一盘中发布中期业绩。2018 年，利福国际录得 16.901 亿港元纯利,较 2017 年 33.005 亿港元暴跌 48.8%,每股收益下滑 47.6%至 1.08 港元, 2017 年为 2.06 港元。持续经营业务纯利由 28.757 亿港元跌至 16.901 亿港元, 跌幅 41.2%。（联商网）

#### 零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【谊品生鲜获腾讯新一轮融资 今年计划门店增至 1000 家】**谊品生鲜完成新一轮融资，腾讯正式入股。从企查查显示的股权比例来看，重庆谊品弘科技有限公司注册资本于 2019 年 1 月 24 日发生最新一次变更，变更后为 48460.827 万元，其中腾讯科技(深圳)有限公司持股 2.86%，认缴金额为 1384.5951 万元；Tencent Mobility Limited 持股 11.43%，认缴金额为 5538.3802 万元。目前，谊品生鲜业态包括社区生鲜折扣店、社区生鲜 O2O、轻餐饮、商贸、海鲜批发平台、禽业养殖基地等。（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。