

商业贸易

消费逐渐回暖，零售企业一季报业绩改善

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

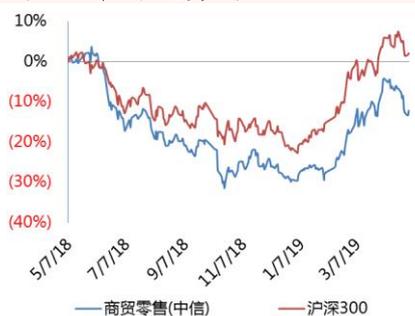
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	96
行业总市值(百万元)	942,028
行业流通市值(百万元)	376,811

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
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
苏宁易购	002024.SZ	12.62	1,174.93	1.43	1.91	0.27	8.82	6.61	46.74	买入
永辉超市	601933.SH	9.77	935.03	0.15	0.24	0.31	65.13	40.71	31.52	增持
家家悦	603708.SH	26.90	125.89	0.92	1.02	1.15	29.24	26.37	23.39	增持
南极电商	002127.SZ	11.96	293.60	0.54	0.48	0.66	22.15	24.92	18.12	增持
天虹股份	002419.SZ	14.27	171.28	0.75	0.89	0.98	19.03	16.03	14.56	增持
红旗连锁	002697.SZ	6.08	82.69	0.24	0.26	0.28	25.62	23.69	21.84	增持

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 0.59%，跑输沪深 300 指数 0.033 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 24.31%，跑输沪深 300 指数 5.67 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 3.90%，连锁指数上涨 0.29%，百货指数上涨 0.14%，贸易指数下跌 0.58%。相对于本周沪深 300 涨幅 0.62%，中小板指跌幅 0.95% 而言，商贸零售板块整体表现良好。涨幅排名前五名为江苏舜天、三江购物、南极电商、重庆百货、红旗连锁，分别上涨 21.09%、10.89%、8.73%、7.32%、6.29%。本周跌幅排名前五名为吉峰农机、天音控股、如意集团、弘业股份、时代万恒，分别下跌 12.70%、6.15%、7.15%、6.03%、6.91%。

■ 本周重点推荐公司：**苏宁易购：全渠道多业态智慧零售网络效率最优，预期小店和金融业务出表后盈利和现金流有望显著改善，维持“买入”评级。**苏宁深耕家电零售二十余年，已形成宽阔的经济护城河，全渠道家电零售市场份额稳居第一，线下连锁已步入万店时代。在全渠道多业态经营的规模效应下，线下门店为公司提供充足而稳定的收入来源，将围绕“两大、两小、多专”推进布局，全方位满足多元化消费需求。电商搜索流量红利见顶之际，线下门店价值迎来重估，苏宁在原有基础上拓展新流量入口：（1）零售云加盟店快速推进市场下沉，挖掘县镇级市场消费潜力；（2）苏宁拼购把握社交流量红利，加强零售体系产业联动；（3）苏宁小店深入最后一公里，支撑社区拼团业务，以较低成本汲取高粘性的社区社群流量。公司主营业务盈利稳健，战略发展逻辑清晰，苏宁金融和苏宁小店出表后，有望显著优化上市公司现金流和扣非净利润。预计 2019-2021 年实现营业收入 3,038.36/3,736.54/4,555.61 亿元，实现归母净利润 178.20/25.32/72.11 亿元。

**南极电商：主品牌授权产品 GMV 维持强劲增长，本部盈利稳健提升，给予“增持”评级。**电商行业马太效应显著，南极电商品牌影响力强，渠道、品类等规模优势显著，授权产品销售规模和品牌授权服务收入将保持稳健增长，盈利能力稳步提升。预计 2019-2021 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 305.81/441.62/612.45 亿元，同比增长 49.02%/44.41%/38.68%；实现营业收入 42.58/53.81/67.72 亿元，对应增速为 26.99%/26.37%/25.87%；实现归母净利润 11.91/16.23/22.01 亿元，同比增长 34.31%/36.36%/35.59%。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为核心业务 10.41 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，给予南极电商核心业务 28 倍 PE，估值为 291.48 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 306.48 亿元。

**家家悦：供应链优势渐显，拓展西部区域，筹备跨省扩张，规模预计步入加速扩张期，维持“增持”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，业绩增长的不确定性较高，故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 146/167/189 亿元，同比增长 15%/14%/13%。实现净利润约 4.78/5.37/6.11 亿元，同比增长 11%/12%/14%。摊薄每股收益 1.02/1.15/1.31 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/23/20 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，给予 2019 年 31 XPE。

**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 2019-2021 年公司实现营收 873.61/1087.57/1311.98 亿元，同比增长 23.89%/24.49%/20.63%。实现净利润约 22.75/29.26/37.97 亿元，同比增长 53.67%/28.61%/29.77%。摊薄每股收益 0.24/0.31/0.40 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 38/29/23 倍。维持“增持”评级。

**天虹股份：传统业态升级与新业态培育双轮驱动，员工持股计划彰显长期发展信心，维持“买入”评级。**在电商冲击和消费整体疲软的影响下，传统零售当前已处于后电商时代的重构阶段，线上线下的渠道形态均已经从机会型增长转向能力型成长。对于具备一定规模和较强经营能力的百货企业来说，当前正是抓住整合机遇跨区域扩张的关键时点。基于此，我们认为天虹股份已经走在了行业前列，其核心竞争力体现在：数字化转型布局较早，新零售转型的基础更扎实；同时目前传统业态升级转型初见成效，超市新业态培育也逐渐成熟，基本确定了多业态协同发展的格局。此外，配合商品和服务的升级，公司多年来搭建了完善的生鲜直采和全球采购的上游供应链体系，以及区域集约化管理的物流仓储系统。在供应链体系的支撑下，公司自有品牌的发展以及自营平台的运营都逐步深化。在行业重构整合的大势下，有望实现渠道下沉和跨区域加速扩张，业绩拐点已现。预计 2019-2021 年公司实现营收约 201.05/214.38/230.54 亿元，同比增长 5.06%/6.63%/7.54%。实现净利润约 10.69/11.74/13.15 亿元，同比增长 18.18%/9.82%/12.01%。摊薄每股收益 0.89/0.98/1.10 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 15/13/12 倍。给予 2019 年 18XPE，维持“买入”评级。

**红旗连锁：便利店行业处于高速发展窗口期，公司作为西南区域连锁便利店龙头企业，区域渗透率逐步提高，且与永辉携手后生鲜业务的发展对于同店增收预计会有较显著的影响，盈利有望进入上升通道。维持“增持”评级。**参考同行可比公司的估值中位值，我们给予公司 25-30 倍 PE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 76.31/80.96/85.87 亿元，同比增长 5.69%/6.09%/6.06%。实现归母净利润约 3.49/3.79/4.31 亿元，同比增长 8.16%/8.47%/13.92%。摊薄每股收益 0.26/0.28/0.32 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 23/21/18 倍。给予 2019 年 25XPE，给予公司“增持”评级。

#### ■ 周度核心观点：消费逐渐回暖，零售企业一季报业绩改善。

**(1) 电商/连锁行业：主营业务延续稳健增长，盈利有望进一步改善。**苏宁 2019Q1 营业收入同比增长 25.44%，归母净利润同比增长 22.16%，商品销售规模同比增长 25.38%，业绩稳健增长，预期苏宁金融和小店出表后现金流和扣非净利润将显著优化。南极电商一季度授权品牌产品销售规模同比增长 53.03%；营业收入同比增长 63.40%，归母净利润同比增长 36.73%，业绩维持强劲增长，本部盈利能力稳健提升。

**(2) 超市行业：门店收入增速同比回升，费用率逐渐优化，盈利稳健提升。**永辉超市一季度营收同比增长 18.48%，归母净利润同比增长 50.28%，云创和云商业务出表独立运作，减轻了公司利润端的压力，Mini 店业态培育稳步进行，未来与绿标大店形成联动，有效强化区域渗透率。家家悦 2019Q1 营业收入同比增长 16.7%；归母净利润同比增长 14%，收入和利润增速稳健，符合预期。红旗连锁 2019Q1 营业收入同比增长 2.7%，归母净利润同比增长 45.7%。营业收入稳健增长，净利润在 2015-16 年出现下滑后，目前维持了较高的增速，预计未来盈利依旧保持在上升通道。

**(3) 百货行业：消费升级趋势下，高端百货一季度销售改善，龙头企业毛利率提升，利润端表现改善。**2019Q1 天虹股份营业收入同比减少 0.82%，归母净利润同比增长 5.25%。收入端与去年同期相比出现负增长，利润端增速稳健，符合预期。作为百货龙头企业，天虹较早布局数字化升级，且通过内生创新实现业态调整，具有推进行业整合的能力与机会。

#### ■ 数据更新：永辉超市门店更新，永辉超市 2019 财报数据显示：截止 2019 年末已开业门店 708 家。家家悦门店更新，2019Q1 公司新开门店 12 家，其中大卖场 6 家，综合超市 3 家，百货店 1 家，宝宝悦等其他专业店 2 家；报告期内合并张家口福悦祥连锁超市有限公司，纳入合并报表的已开业门店 11 家；报告期内关闭门店 3 家。截至 2019Q1，家家悦门店总数 752 家。报告期内公司新签约门店 13 家。天虹股份门店更新，截至 2019Q1，共经营购物中心业态门店 13 家、百货业态门店 68 家、超市业态门店 81 家、便

利店 157 家，面积合计逾 300 万平方米。报告期内公司新开 5 家便利店（2 家直营，3 家加盟），同时关闭 7 家便利店。签约 2 个社区生活中心项目，5 个独立超市项目。

- 本周投资组合：苏宁易购、家家悦、永辉超市、南极电商。建议重点关注红旗连锁、步步高、中百集团等；产品型零售企业关注开润股份；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) 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；2) 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；3) 线上线下融合未达预期，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 .....	- 5 -
周度市场以及子板块表现比较 .....	- 5 -
零售行业重点公司市场表现 .....	- 6 -
重点公司公告及下周大事提醒: .....	- 7 -
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: .....	- 9 -
公司及行业资讯 .....	- 11 -
新零售动态跟踪 .....	- 11 -
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

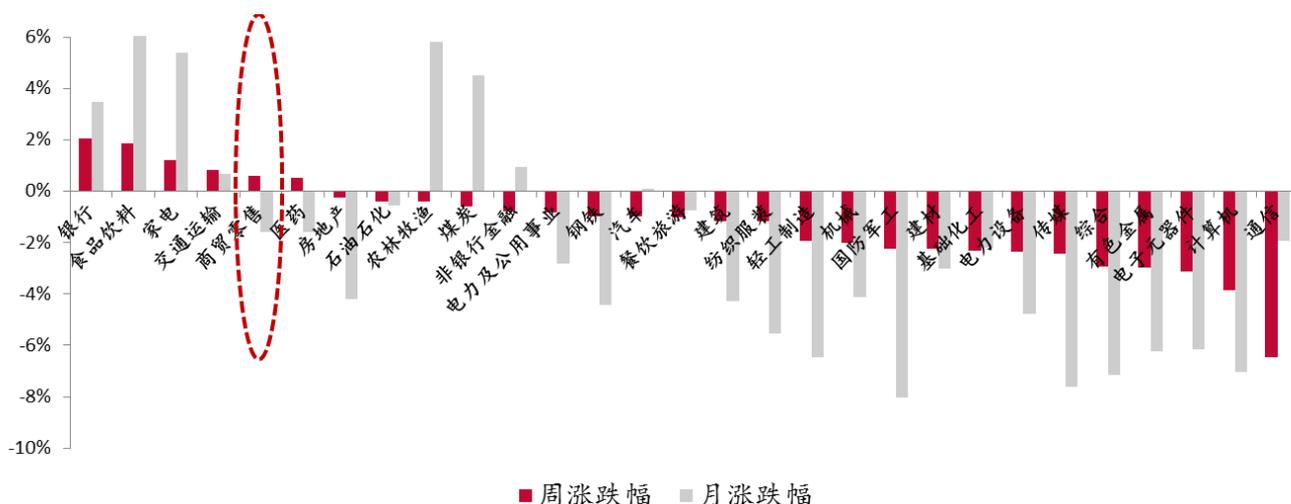
图表 2: 零售行业涨跌幅情况 .....	- 5 -
图表 3: 行业各子板块涨跌幅情况表现 .....	- 5 -
图表 4: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 5 -
图表 5: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 5 -
图表 6: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 6 -
图表 7: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 6 -
图表 8: 本周板块上市公司涨幅前五名表现 .....	- 6 -
图表 9: 本周板块上市公司跌幅前五名表现 .....	- 6 -
图表 10: 下周公司大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

## 零售板块一周行情回顾

### 周度市场以及子板块表现比较

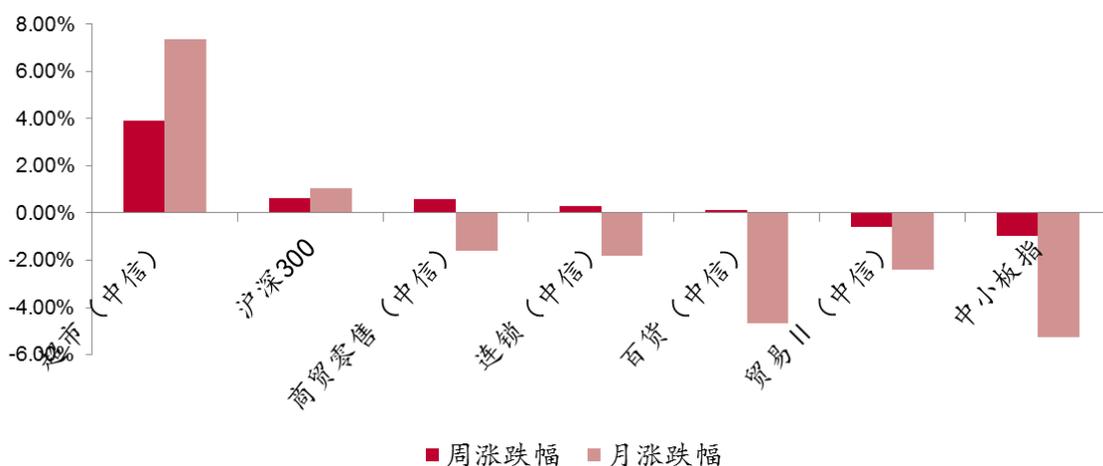
- 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 0.59%，跑输沪深 300 指数 0.033 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 24.31%，跑输沪深 300 指数 5.67 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 3.90%，连锁指数上涨 0.29%，百货指数上涨 0.14%，贸易指数下跌 0.58%。相对于本周沪深 300 涨幅 0.62%，中小板指跌幅 0.95% 而言，商贸零售板块整体表现良好。

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

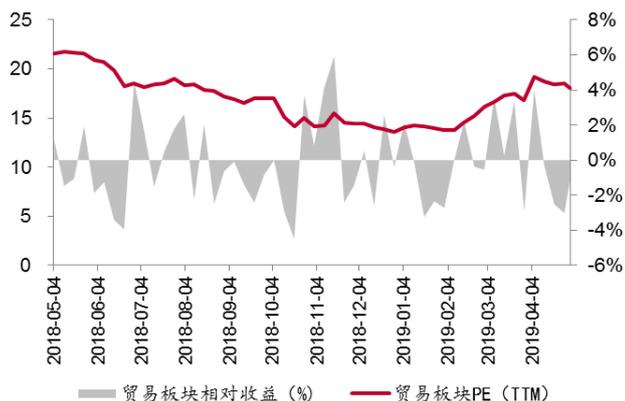


来源: WIND 中泰证券研究所

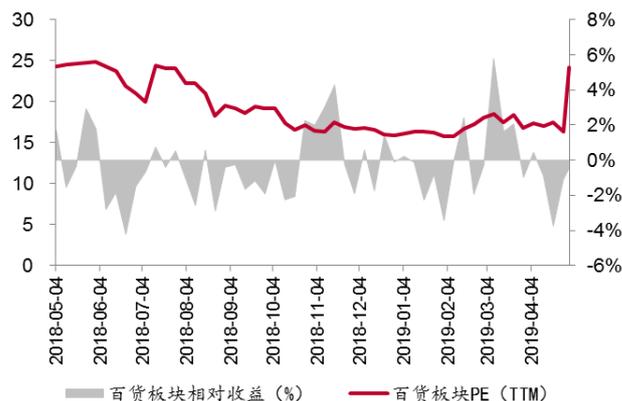
- 子板块相对收益及 PE 表现：板块估值方面，截至周二（4 月 30 日）收盘，贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 18 倍、18 倍、15 倍和 45 倍，较上周略有下降。

图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况

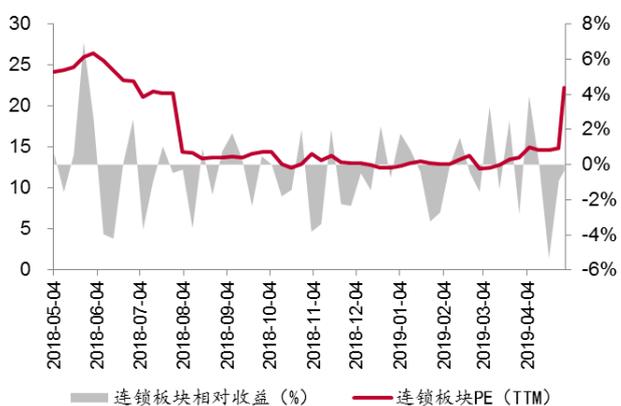
图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况



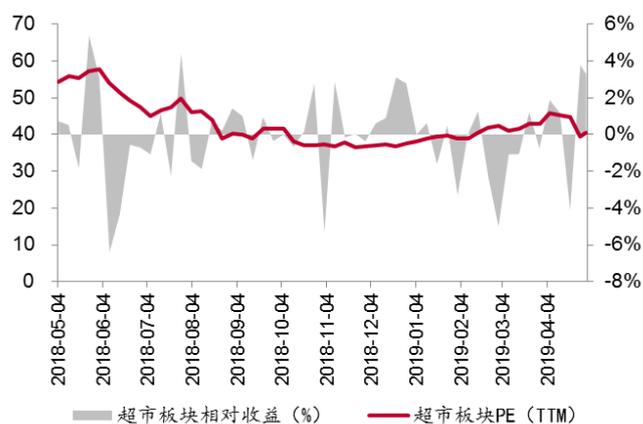
来源: WIND 中泰证券研究所



来源: WIND 中泰证券研究

**图表 5: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


来源: WIND 中泰证券研究所

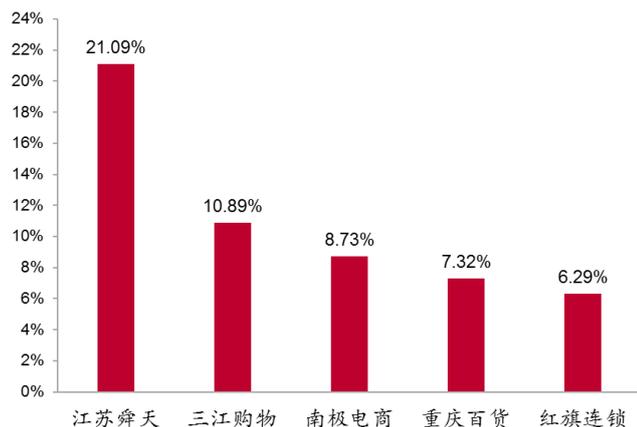
**图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


来源: WIND 中泰证券研究所

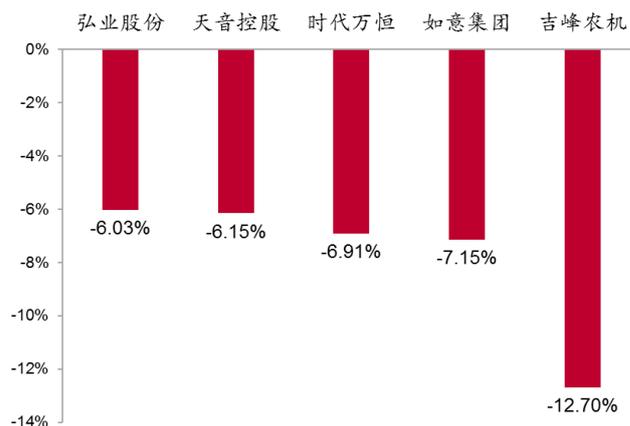
### 零售行业重点公司市场表现

- **商贸零售子版块公司涨跌幅前五名。**涨幅排名前五名为江苏舜天、三江购物、南极电商、重庆百货、红旗连锁，分别上涨 21.09%、10.89%、8.73%、7.32%、6.29%。本周跌幅排名前五名为吉峰农机、天音控股、如意集团、弘业股份、时代万恒，分别下跌 12.70%、6.15%、7.15%、6.03%、6.91%。

**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:

- **【豫园股份】2019年第一季度报告:** 营业收入比上年同期增加 228,340.32 万元, 同比上升 39.22%。报告期经营活动产生的现金流量净额同比增加 384,254.83 万元, 同比上升 182.22%, 主要是报告期内销售商品及开发物业的现金回流较上年同期增加。归母净利润同比增长 58.44%。
- **【跨境通】2019年第一季度报告:** 报告期内实现营业收入 47.23 亿元, 同比增长 2.19%; 实现归母净利润 2.23 亿元, 同比减少 15.29%。
- **【兰州民百】2019年第一季度报告:** 报告期末, 营业收入比上年同期增加 25,384.41 万元, 增幅 60.23%, 系本期红楼房地产亚欧国际出售写字楼房款确认收入增加所致。归母净利润同比增长 45.22%。报告期末, 经营活动产生的现金流量净额较上期减少 29,155.99 万元, 降幅 620.58%, 主要系杭州环北上缴企业所得税所致。
- **【王府井】2019年第一季度报告:** 报告期内实现营业收入 71.65 亿元, 同比增长 0.21%; 实现归母净利润 4.03 亿元, 同比减少 11.27%。
- **【萃华珠宝】2019年第一季度报告:** 报告期内实现营业收入 6.36 亿元, 同比增长 1.56%; 实现归母净利润 0.16 亿元, 同比减少 141.91%。
- **【苏宁易购】2019年第一季度报告:** 2019Q1 公司实现营业收入 622.42 亿元, 同比+25.44%, 归属于母公司净利润为 1.36 亿元, 同比增长 22.16%。2019Q1 公司实现商品销售规模 869.26 亿元, 同比增长 25.38%; 其中线上平台 GMV 为 541.24 亿元, 同比增长 36.09%。
- **【东百集团】2019年第一季度报告:** 商业零售业务收入较上年同期增长 56.93%, 毛利率较上年同期减少 2.26 个百分点。供应链管理业务收入较上年同期增长 13,048.21%, 商业地产业务收入较上年同期下降 56.70%, 物流业务收入较上年同期增长 633.60%, 酒店餐饮收入较上年同期下降 100.00%。
- **【ST友好】2019年第一季度报告:** 2019年1-3月公司实现营业收入 138,479.61 万元, 较上年同期减少 21,924.22 万元, 降幅 13.67%; 实现营业利润 4,503.90 万元, 较上年同期增加 310.61 万元, 增幅 7.41%; 实现归属于母公司所有者的净利润 4,065.77 万元, 较上年同期增加 111.11 万元, 增幅 2.81%。

- **【大商股份】2019年第一季度报告:** 报告期内实现营业收入 64.98 亿元, 同比减少 9.04%; 实现归母净利润 3.88 亿元, 同比增长 10.18%。
- **【全网数商】2019年第一季度报告:** 报告期内实现营业收入 0.12 亿元, 同比减少 7.86%; 实现归母净利润 0.01 亿元, 同比增长 23.89%。
- **【百联股份】2018年年度报告:** 报告期内实现营业收入 484.27 亿元, 同比增长 2.64%; 实现归母净利润 8.72 亿元, 同比增长 2.96%。

**图表 9: 下周公司大事提醒**

5/5/2019 周日	5/6/2019 周一	5/7/2019 周二	5/8/2019 周三	5/9/2019 周四	5/10/2019 周五	5/11/2019 周六
	南极电商(002127): 业绩发布会	萃华珠宝(002731): 业绩发布会	*ST友好(600778): 业绩发布会	家家悦(603708): 股东大会召开	京东(JD): 一季报预计披露日期	
	潮宏基(002345): 业绩发布会	飞科电器(603868): 分红派息	友阿股份(002277): 股东大会召开	百大集团(600865): 分红派息	新宝股份(002705): 业绩发布会	
	ST刚泰(600687): 复牌	*ST友好(600778): 复牌	怡亚通(002183): 股东大会召开	百大集团(600865): 分红除权	翠微股份(603123): 股东大会召开	
	ST秋林(600891): 复牌	*ST友好(600778): 撤销ST	苏宁易购(002024): 股东大会召开	中兴商业(000715): 股东大会召开	鄂武商A(000501): 股东大会召开	
	*ST友好(600778): 停牌	新华都(002264): 业绩发布会	百大集团(600865): 分红股权登记		生意宝(002095): 业绩发布会	
		跨境通(002640): 业绩发布会	全网数商(430182): 股东大会召开		*ST人乐(002336): 股东大会召开	
					三江购物(601116): 股东大会召开	
					欧亚集团(600697): 股东大会召开	

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:

- 据统计局公布的数据, 2019 年一季度社零总额同比增长 8.3%, 3 月份同比增长 8.7%, 创近半年新高, 消费逐渐回暖; 其中, 通讯器材/化妆品/家用电器和音像器材类商品零售增速为 10%/10.9%/7.8%, 较去年同期增速显著回升, 消费升级趋势明显。随着降税减费政策的落地, 消费需求将进一步释放, 为零售企业带来更多业绩弹性。
- 电商: 主流电商获客成本上升、用户增长显著放缓, 纯线上的用户竞争进入生死存亡阶段, 高额营销投入引流的边际效益递减, 拥有物流、金融等配套供应链服务, 有效拓展新流量入口, 打通生态圈会员体系的电商平台拥有更加稳固的竞争壁垒, 有望在电商结构整合优化期间进一步提升自身的市场份额。

- **超市：**线下迎来流量与供应链价值重估，超市龙头开店速度加快，制度改革将改善零售效率。我们认为，社区型生鲜超市距离消费者更近，满足高频生鲜快消需求，消费体验/价格相较于菜市场/电商来说具备比较优势，有望迎来发展红利期，建议关注永辉生活/永辉 mini 店等业态和便利店业态发展。
- **百货：**我们认为，传统百货的转型的核心一是线下价值的最大化，二是加速拓展线上渠道，三是最终实现线上线下深度的融合和相互赋能。建议关注数字化转型布局较早，新业态培育较成熟，渠道下沉和跨区域加速扩张的百货龙头企业。

#### 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	1174.93	18.00	智慧零售步入万店时代，全渠道多业态拓展流量入口，预期小店和金融业务出表后盈利和现金流有望显著改善
永辉超市	601933.SH	935.03	8.8	组织架构调整基本完成，未来绿标店和Mini店业态形成有效联动，有望进入新一轮快速发展周期
家家悦	603708.SH	125.89	31.62	供应链优势渐显，拓展西部区域，筹备跨省扩张，规模预计步入加速扩张期
南极电商	002127.SZ	293.60	12.09	引领新快消品时代潮流，矩阵生态圈优势凸显，主品牌授权产品GMV维持强劲增长，本部盈利稳健提升
天虹股份	002419.SZ	171.28	16.02	传统业态升级与新业态培育双轮驱动，新零售布局较早，员工持股计划彰显长期发展信心
红旗连锁	002697.SZ	82.69	7.28	西南区域连锁便利店龙头，区域渗透率高，与永辉携手拓展生鲜品类，预计盈利进入上升通道

来源：中泰证券研究所

- **苏宁易购：全渠道多业态智慧零售网络效率最优，预期小店和金融业务出表后盈利和现金流有望显著改善，维持“买入”评级。**苏宁深耕家电零售二十余年，已形成宽阔的经济护城河，全渠道家电零售市场份额稳居第一，线下连锁已步入万店时代。在全渠道多业态经营的规模效应下，线下门店为公司提供充足而稳定的收入来源，将围绕“两大、两小、多专”推进布局，全方位满足多元化消费需求。电商搜索流量红利见顶之际，线下门店价值迎来重估，苏宁在原有基础上拓展新流量入口：（1）零售云加盟店快速推进市场下沉，挖掘县镇级市场消费潜力；（2）苏宁拼购把握社交流量红利，加强零售体系产业联动；（3）苏宁小店深入最后一公里，支撑社区拼团业务，以较低成本汲取高粘性的社区社群流量。公司主营业务盈利稳健，战略发展逻辑清晰，苏宁金融和苏宁小店出表后，有望显著优化上市公司现金流和扣非净利润。预计 2019-2021 年实现营业收入 3,038.36/3,736.54/4,555.61 亿元，实现归母净利润 178.20/25.32/72.11 亿元。
- **南极电商：主品牌授权产品 GMV 维持强劲增长，本部盈利稳健提升，给予“增持”评级。**电商行业马太效应显著，南极电商品牌影响力强，渠道、品类等规模优势显著，授权产品销售规模和品牌授权服务收入将保持稳健增长，盈利能力稳步提升。预计 2019-2021 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 305.81/441.62/612.45 亿元，同比增长 49.02%/44.41%/38.68%；实现营业收入 42.58/53.81/67.72 亿元，对应增速为 26.99%/26.37%/25.87%；实现归母净利润 11.91/16.23/22.01 亿元，同比增长 34.31%/36.36%/35.59%。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 10.41 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，给予南极电商核心业务 28 倍 PE，估值为 291.48

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 306.48 亿元。

- **家家悦：供应链优势渐显，拓展西部区域，筹备跨省扩张，规模预计步入加速扩张期，维持“增持”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，故我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 146/167/189 亿元，同比增长 15%/14%/13%。实现净利润约 4.78/5.37/6.11 亿元，同比增长 11%/12%/14%。摊薄每股收益 1.02/1.15/1.31 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/23/20 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，给予 2019 年 31XPE。
- **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 2019-2021 年公司实现营收 873.61/1087.57/1311.98 亿元，同比增长 23.89%/24.49%/20.63%。实现净利润约 22.75/29.26/37.97 亿元，同比增长 53.67%/28.61%/29.77%。摊薄每股收益 0.24/0.31/0.40 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 38/29/23 倍。维持“增持”评级。
- **天虹股份：传统业态升级与新业态培育双轮驱动，员工持股计划彰显长期发展信心，维持“买入”评级。**在电商冲击和消费整体疲软的影响下，传统零售当前已处于后电商时代的重构阶段，线上线下的渠道形态均已经从机会型增长转向能力型成长。对于具备一定规模和较强经营能力的百货企业来说，当前正是抓住整合机遇跨区域扩张的关键时点。基于此，我们认为天虹股份已经走在了行业前列，其核心竞争力体现在：数字化转型布局较早，新零售转型的基础更扎实；同时目前传统业态升级转型初见成效，超市新业态培育也逐渐成熟，基本确定了多业态协同发展的格局。此外，配合商品和服务的升级，公司多年来搭建了完善的生鲜直采和全球采购的上游供应链体系，以及区域集约化管理的物流仓储系统。在供应链体系的支撑下，公司自有品牌的发展以及自营平台的运营都逐步深化。在行业重构整合的大势下，有望实现渠道下沉和跨区域加速扩张，业绩拐点已现。预计 2019-2021 年公司实现营收约 201.05/214.38/230.54 亿元，同比增长 5.06%/6.63%/7.54%。实现净利润约 10.69/11.74/13.15 亿元，同比增长 18.18%/9.82%/12.01%。摊薄每股收益 0.89/0.98/1.10 元。当前市值

对应 2019-2021 年 PE 约为 15/13/12 倍。给予 2019 年 18XPE，维持“买入”评级。

- **红旗连锁：便利店行业处于高速发展窗口期，公司作为西南区域连锁便利店龙头企业，区域渗透率逐步提高，且与永辉携手后生鲜业务的发展对于同店增收预计会有较显著的影响，盈利有望进入上升通道。维持“增持”评级。**参考同行可比公司的估值中位值，我们给予公司 25-30 倍 PE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 76.31/80.96/85.87 亿元，同比增长 5.69%/6.09%/6.06%。实现归母净利润约 3.49/3.79/4.31 亿元，同比增长 8.16%/8.47%/13.92%。摊薄每股收益 0.26/0.28/0.32 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 23/21/18 倍。给予 2019 年 25XPE，给予公司“增持”评级。

## 公司及行业资讯

### 新零售动态跟踪

- **【阿里回应 2.5 亿美元和解集体诉讼】**4 月 29 日，阿里巴巴在美国证券交易所公告披露，就美国联邦证券法集体诉讼案支付 2.5 亿美元与原告达成和解。“在事实已经明确的情况下，再为一份没有任何法律效力的会议纪要，耗费大量的时间和精力毫无意义。”阿里巴巴法务相关负责人对此表示。（联商网）
- **【拼多多回应“刷单”质疑】**拼多多表示，电商行业里的刷单现象与医院号贩子、社交平台僵尸粉、演唱会倒券黄牛等现象类似，属社会顽疾。拼多多和其他电商平台一样，对交易量统计与口径与标准一致，没有动力支持刷单行为。（联商网）
- **【百胜中国一季度完成全年开店计划三分之一】**百胜中国公布其 2019 第一季度财报。百胜中国本季度系统销售同比增长 9%，实现自 Yum! Brands 拆分以来，连续第十个季度系统销售增长。第一季度百胜中国开了 237 家新店，根据公司上季度财报披露的 2019 年开店计划，一季度已经完成了超过三分之一。新开餐厅以肯德基为主，在本季度开出 191 家新店。（联商网）
- **【盒马昆山吾悦广场店即将关闭】**4 月 30 日，《联商网》独家获悉，位于苏州昆山吾悦广场的盒马鲜生门店将于 5 月 31 日闭店。随后，《联商网》从盒马方面也获得官方证实。这是截至目前盒马关闭的第一家门店。盒马官网显示，目前全国已有 149 家盒马门店，5 月 1 日即将开业的北京万优汇店是第 150 家盒马门店。盒马相关负责人表示，盒马将在今年保持高速扩张。（联商网）
- **【美团酒店五一单日晚间夜量超 280 万】**2019 年 5 月 2 日，美团酒店宣布，其在 2019 年 4 月整月的国内酒店预订间夜量合计超过 3000 万。同时，5 月 1 日当天，美团酒店的单入住宿间夜量超过 280 万。美团酒店接连创下月度间夜量破 3000 万、单日晚间夜量破 280 万两个中国在线酒店预订行业的新纪录，既得益于中国旅游市场的进一步增长，五一小长假等法定节假日带来的休闲度假需求爆发，同时也源自美团酒店的科技创新与用心服务，最终赢得了用户满意和信任选择。（联商网）

- **【云集微店开盘价上涨 22%】**5月3日,会员电商云集微店在美国纳斯达克上市,证券代码为“YJ”,开盘价 13.42 美元,较发行价 11 美元上涨 22%。截止 23 时 23 分,报 16.35 美元,目前市值达 35.7 亿美元。(联商网)
- **【苏宁发布五一消费大数据:苏宁小店销售环比增长 257%】**随着智慧零售的发展,苏宁小店成长态势迅猛。苏宁小店今年一季度已超过 5000 家。今年五一期间,苏宁小店销售环比增长 257%;区域销售最高的城市为南京,杭州、广州、成都、徐州、包头、上海、深圳、北京依次位居前十。与此同时,苏宁小店销量同比增长 147%,单日个人最高佣金达 3W+,销量前五的城市排名依次是南京、北京、上海、杭州、重庆。据苏宁五一消费数据显示,苏宁零售云销售额同比提升 524%。(联商网)

### 传统零售动态跟踪

- **【茂业商业一季度净利润增长 9.5% 百货零售收入减少 9.36%】**4月27日,茂业商业股份有限公司发布 2019 年第一季度经营简报。数据显示,一季度,该公司营业收入 33.93 亿元,同比下降 4.95%,归属于上市公司股东的净利润 3.37 亿元,同比增长 9.5%,加权平均净资产收益率为 5.84%。(联商网)
- **【银泰、天猫、淘宝首次联动 赋能 5 万一线导购】**4月28日,银泰百货 24 名超级导购的“带货”短视频,在手淘首页集体亮相。上线不到一天,银泰情报局主页获得 372.8 万人围观,视频播放总量达到了 135 万。这是银泰百货、天猫、淘宝首次联动赋能 5 万一线导购,为线下百货商场构建了全新的服务场景。“淘柜姐”项目的落地,再一次验证了数字化转型背景下,打造线上线下一体化链路的正确性,也将为今后闭环上各个新零售要素的自我迭代提供多种可能。(联商网)
- **【英国德本汉姆百货陷入大规模关店潮:55 家店关 22 家】**据 BBC 当地时间周四报道,有着百年历史的英国德本汉姆百货公司(Debenhams)已宣布计划关闭的 50 家门店中的 22 家,这是新东家入主这家百货连锁公司后重振计划的一部分。(联商网)
- **【新华都与淘鲜达合作推出全新升级品牌 邻聚菜场重塑卖场】**5月1日,新华都与淘鲜达合作推出全新升级品牌——邻聚菜场开业。据《联商网》了解,邻聚菜场通过空间改造、重塑卖场和商品结构优化等设计管理的一体化方式打造全新社区超市。邻聚菜场既是一家餐饮店也是一家菜场,位于泉州市丰泽区刺桐西路润华商厦(原新华都润华店),营业时间为 7:00—22:30,在门店内消费者不但可以到店购买,也可以在手机淘宝“淘鲜达”下单,淘鲜达线上消费可享受门店附近 3 公里范围内,1 小时送达。(联商网)
- **【永辉、步步高、高鑫零售等 14 家主要超市 2018 年开店统计及分析】**2018 年,高鑫零售实现总销售营收 1013.15 亿元,新开 24 家综合性大卖场,全部为大润发品牌旗下门店。新开门店中有六家位于华东,四家位于华北,两家位于东北,三家位于华中,四家位于华西,五家位于华南。此外,关闭了一家位于湖州市长兴县的大润发门店。永辉超市 2018 年共新开 160 家门店(不含永辉生活门店),其中 Bravo YH 门店 114 家,超级

物种门店 46 家。截止 2018 年末,永辉大店(红标+绿标)门店总数达到 690 家,超级物种门店总数达到 73 家。2018 年,步步高新开超市门店 38 家、百货门店 2 家,进一步巩固了进驻区域的市场份额,同时关闭了 15 家在 2-3 年内扭亏无望或物业无法续租的门店,实现营业收入 183.98 亿元,同比增长 6.65%。2018 年,人人乐在华南区、西北区、西南区、华北区 4 大区域进行了新业态的拓展和开店,开出了 15 家新店,其中 14 家 Le super 高端精品超市、1 家 Le life 生活超市。关闭门店 2 家。三江购物 2018 年实现营收 41.33 亿元,同比增长 9.64%,加快开店了速度,新开门店 39 家,其中小业态店占 34 家,虽然未达到年计划 40 家新开店的目标,但超过历年开店数量;同时关店速度趋缓,2018 年关闭门店 6 家。此外,门店改造有序推进,门店已基本普及自助收款。红旗连锁 2018 年新开门店 146 家,关闭门店 59 家,红旗连锁表示,公司以经营便利超市为主,门店平均面积在 200 平米左右,单个新开、关闭门店对公司经营业绩的影响不大。截至 2018 年 12 月 31 日,公司共有门店 2817 家。截止 2018 年 12 月 31 日,中百集团连锁网点达到 1255 家,较上年同期 1130 家净增 125 家。其中,中百仓储 179 家(武汉市内 78 家、市外湖北省内 71 家,重庆市 30 家);中百便民超市 748 家;中百罗森便利店 302 家;中百百货店 9 家;中百电器门店 17 家。报告期内,新发展商业网点 187 家,同时调整关闭门店 61 家。(联商网)

#### 零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【英国超市业 100 亿美元的 Sainsbury's-Asda 合并案被政府否决】**英国竞争与市场管理局最终否决了英国超市巨头 Sainsbury's-Asda 合并案,认为交易将会令英国消费者和汽车使用者体验更糟,理由是合并将推高价格上涨、质量下降,令整体购物体验变差。2018 年 5 月,Sainsbury's 母公司 J Sainsbury plc (SBRY.L) 宣布,以 75 亿英镑,约合 100 亿美元收购 Asda 后,关于英国杂货市场的变局便饱受讨论和质疑。(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;
- 线上线下融合未达预期,管理层对转型未达成统一。

## 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。