

商业贸易行业

海外巡礼系列之 Jumia——快速崛起的非洲电商之星

核心观点:

● 海外巡礼系列之 Jumia——快速崛起的非洲电商之星

Jumia (纽交所上市公司: JMIA) 于 2012 年在尼日利亚成立, 目前已成为非洲最大的电商平台。招股书显示, Jumia 在非洲拥有 400 万活跃用户及 8.1 万卖家, 除提供全品类覆盖电商服务外, Jumia 推出支付、物流、外卖、旅游等服务。2018 年平台访问量达 7.6 亿次, 实现 GMV 8.28 亿欧元 (90% 来自第三方卖家), 处理订单 1340 万个, 实现营收 1.31 亿欧元。

Jumia 快速崛起的四大因素是: **1)** 非洲网络设施日趋完善, 电商保持快速增长, 且电商渗透率提升空间巨大; **2)** Jumia 优选经济发达市场, 且已在主要国家取得先发优势, 市占率处于领先地位; **3)** 与阿里巴巴类似, Jumia 搭建丰富的产品及服务矩阵, 为消费者提供一站式服务平台, 具有更强的用户黏性, 平台复购率稳步提升; **4)** Jumia 搭建全方位营销体系, 包括引入网红及社交网络等, 并积极打造购物节以刺激销售。

电子商务研究中心数据显示, 2017 年我国跨境出口 B2C 行业规模达 1.2 万亿元, 同比增长 21%, 仍然保持快速增长。从跨境出口细分市场来看, 市场红利在迁移, 非洲、印度等新兴市场发展潜力较大, 从品类分布来看, 品类红利也在迁移, 而高性价比的中国制造为跨境电商发展提供扎实的基础。对于平台型或自营网站型跨境电商, 需寻找电商集中度较低, 无电商平台垄断的市场切入; 而对于跨境电商卖家, 则需借力现有跨境电商平台如 Jumia 等, 持续夯实供应链, 为消费者提供相匹配的高性价比商品。

● 月度观点: 估值修复进入中后期, 成长是最好的防御

年初至今的零售板块依次经历了估值切换行情 (以南极电商、珀莱雅为代表的成长股), 估值修复行情 (以王府井、天虹股份为代表的百货, 在同店回暖背景下, 估值快于业绩修复)。我们认为目前时点上板块处于估值修复行情的中后段, 配置思路需增加防御思维, 而基本面的持续高增长是最好的防御, 因此在标的上我们优先推荐低估值成长股 (南极电商、周大生、苏宁易购), 其次是受益于 CPI 上涨和增值税下调主题的超市板块。

5 月我们首推品种为南极电商, 4 月以来超预期的 GMV 增长, 核心原因是南极经销商更好更及时地适应了阿里流量规则的变化, 其背后是南极组织架构及时优化调整所带来的。同时推荐周大生、苏宁易购以及超市板块的永辉超市和家家悦。

五月组合: 南极电商、周大生、永辉超市、苏宁易购、王府井。

● 风险提示

宏观经济下行影响终端消费需求; 资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革; 电商持续分流, 实体零售承压; 集中度提升线上竞争加剧。

行业评级

买入

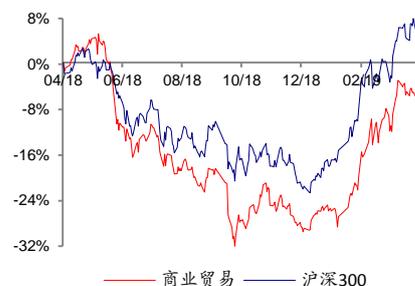
前次评级

买入

报告日期

2019-05-08

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师:

高峰



SAC 执证号: S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意, 高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

商业贸易行业:零售行业 2019-04-22

1Q2019 公募基金持仓分析

商业贸易行业:CPI 抬升拉动 2019-04-17

3 月社零同比增长 8.7%, 电商增速回暖

商业贸易行业投资月报:海外 2019-03-31

巡礼系列之一——从 ULTA

Beauty 崛起看美妆专业连锁

的运营之道

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	12.58	2019/4/28	买入	14.3	0.51	0.67	24.67	18.78	22.93	17.57	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	11.67	2019/4/30	买入	16.36	1.91	0.55	6.11	21.22	27.86	17.68	18.4%	5.1%
永辉超市	601933.SH	CNY	9.48	2019/4/26	增持	10	0.25	0.31	37.92	30.58	32.50	22.13	10.9%	12.1%
家家悦	603708.SH	CNY	27.55	2019/4/28	增持	27	1.03	1.27	26.75	21.69	16.53	13.95	15.1%	15.7%
天虹股份	002419.SZ	CNY	12.75	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	14.66	13.01	10.22	9.65	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	17.33	2019/4/30	买入	22	1.7	1.91	10.19	9.07	7.15	6.64	11.3%	11.7%
周大生	002867.SZ	CNY	33.70	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	15.82	12.67	13.68	10.91	20.9%	20.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	43.30	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	15.98	13.83	10.50	8.99	18.5%	17.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、JUMIA：快速崛起的非洲电商之星.....	6
（一）GMV 高速增长，先发市场已实现经营性盈利.....	7
（二）JUMIA 快速崛起的因素.....	11
（三）跨境电商的启示：把握市场红利，抢占处女地.....	17
二、月度行情回顾及投资策略.....	20
三、月度行业数据：CPI 抬升拉动 3 月社零同比增长 8.7%，电商增速回暖.....	23
四、月度聚焦.....	25
（一）南极电商：细分品类冠军集合，印证南极生态的健康.....	25
（二）周大生：享受渠道和产品红利，业绩显著优于同行.....	26
（三）苏宁易购：盈利改善+全业态成长+组织变革三维共振.....	26
（四）永辉超市：组织架构优化变革，逐季改善趋势延续.....	27
（五）家家悦：青岛维客扭亏为盈，建议关注递延所得税资产科目.....	28
风险提示.....	28

图表索引

图 1: Jumia 的电商官网	6
图 2: Jumia 的产品矩阵	6
图 3: Jumia 的发展历程	6
图 4: Jumia 的 GMV、营业收入及盈利情况	7
图 5: Jumia 平台 17、18 年营业结构情况	7
图 6: Jumia 的佣金及营销收入货币化率情况	8
图 7: Jumia 及中国电商 2018 年平台货币化率对比	8
图 8: Jumia 的三种物流服务模式	8
图 9: Jumia 的物流服务收入占总收入的比例	8
图 10: Jumia 电商活跃商家及用户情况	9
图 11: Jumia 2018 年客单价与中国电商平台对比	9
图 12: Jumia 分季度的客单价变化情况	9
图 13: 2018 年 Jumia 的 GMV 增长贡献率拆分	9
图 14: Jumia 的毛利率及净利率水平	10
图 15: Jumia 各项费用率的情况	10
图 16: Jumia 的季度 GMV 及盈利情况	10
图 17: Jumia 在尼日利亚盈利能力显著增强	10
图 18: Jumia、京东件履约费用对比 (欧元)	11
图 19: 2016 年部分国家单个快递包裹成本	11
图 20: Jumia 销售费用占 GMV 的比例持续下降	11
图 21: Jumia 公司的季度获客成本变化	11
图 22: 2019 年 3 月非洲部分国家网络渗透率	12
图 23: 非洲与中国宽带及手机网络使用人数(每百人)	12
图 24: 分区域流量价格对比(1GB 流量价格/月收入)	12
图 25: 非洲国家流量价格(1GB 流量价格/月收入)	12
图 26: 非洲零售各业态占比	12
图 27: 全球各地区的电商渗透率	12
图 28: 非洲与中国人均 GDP 对比	13
图 29: 2017 年非洲及部分国家人均年龄对比	13
图 30: Jumia 非洲分地区营收占比情况	13
图 31: 非洲部分国家人均 GDP 对比	13
图 32: 非洲分国家线下零售市场集中度	14
图 33: 非洲电商市场规模及 13-18 年复合增速	14
图 34: 尼日利亚主要电商平台市占率变化	14
图 35: 摩洛哥两大电商平台的市占率对比	14
图 36: 肯尼亚两大电商平台的市占率对比	15
图 37: 肯尼亚互联网渗透率远高于其他非洲国家	15
图 38: Konga 与 Jumia 业务对比分析	16
图 39: 2019 年 3 月 Souq 与 Jumia 网站数据对比	16

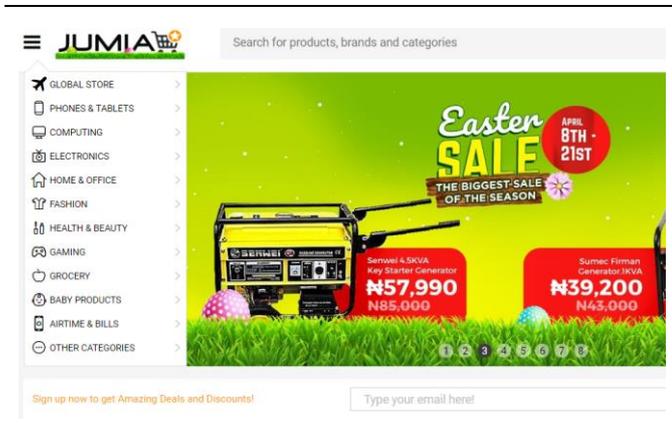
图 40: Jumia 客户群体消费频次逐步提升	16
图 41: Jumia 老客户客单价持续提升 (欧元)	16
图 42: Jumia 用户调查问卷数据	17
图 43: Jumia 全方位营销体系	17
图 44: Jumia 黑色星期五促销活动	17
图 45: 跨境出口电商行业规模及增速情况	18
图 46: 2017 年我国出口跨境电商商品类分布	18
图 47: 跨境出口 B2C 行业规模、增速及占比情况	18
图 48: 2017 年我国出口跨境电商商品类分布	18
图 49: 非洲部分国家电商集中度情况	19
图 50: 非洲地区人均 GDP 分布情况	19
图 51: 传音控股旗下 TECNO 品牌手机	20
图 52: 部分非洲国家手机市占率前三品牌	20
图 53: 4 月份各板块月涨跌幅 (%)	20
图 54: 4 月份按主题子板块涨跌幅	21
图 55: 4 月份按市值子板块涨跌幅	21
图 56: 4 月份主要电商公司月涨跌幅 (截至美股 4.30 收盘)	21
图 57: 申万行业估值横向对比	22
图 58: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法)	22
图 59: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 (%)	23
图 60: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 (%)	24
图 61: 社零分类型: 商品零售与餐饮增速 (%)	24
图 62: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比	24
表 1: Jumia 主要机构控股股东	7
表 2: Jumia 与其主要竞争对手商品范围及产品矩阵对比	16
表 3: 中国跨境电商出口政策梳理	18
表 4: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)	25

一、Jumia: 快速崛起的非洲电商之星

2012年，Jumia（纽交所上市公司：JMIA）成立于尼日利亚，致力于为非洲本土消费者及商家提供便捷、实惠的电商服务。Jumia目前已是非洲最大的电商平台，在非洲14个国家开展电商业务，拥有400万活跃用户及8.1万卖家，提供超过2950万种商品，实现服饰、电子、快消、服务等全品类覆盖。2018年，Jumia访问量达7.6亿次，GMV为8.28亿欧元，处理订单1340万个，实现营收1.31亿欧元。

Jumia除提供基础的电商服务外，为优化消费者的体验、增强平台的粘性，Jumia搭建配套物流体系，并于2012年推出美食配送Jumia Food、2013年推出旅行服务Jumia Travel、2016年推出支付工具Jumia pay、2018年推出支付应用程序Jumia One等众多功能以完善产品矩阵，实现各消费环节的全覆盖，配合“黑色星期五”等先进的营销玩法，快速积累用户。

图 1: Jumia的电商官网



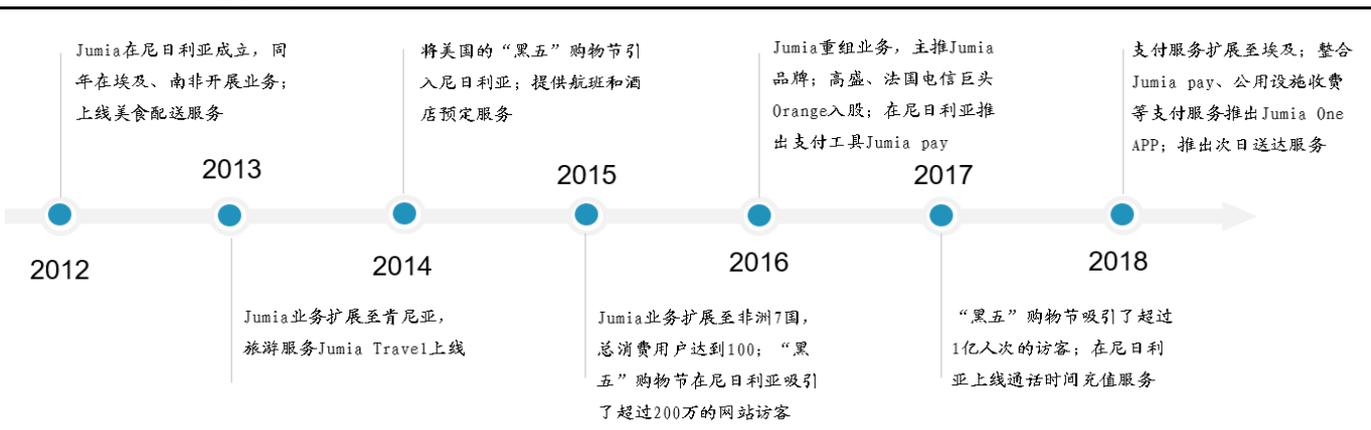
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 2: Jumia的产品矩阵



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 3: Jumia的发展历程



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

强大股东背景助力Jumia快速成长。Jumia的大股东MTN集团为南非最大电信运营商（持股19.4%），与德国孵化器公司Rocket Internet（持股13.5%）、非洲及拉美宽带服务商MIC（持股6.3%）均自Jumia创立初期即持有Jumia股份。在赴美上市前，Jumia还获得了法国酒业巨头保乐力加及全球支付公司万事达卡的战略投资，未来将分别在餐饮服务、支付服务等方面与其进行战略合作，进一步改进平台产品结构及服务体验。

表 1: Jumia 主要机构控股股东

股东名称	持有股份 (股)	持股比例 (%)	股东简介
MTN 集团	29,702,544	19.4%	南非最大电信运营商
Rocket Internet	20,644,428	13.5%	德国互联网孵化公司
保乐力加集团	12,851,169	8.4%	法国酒业巨头
Millicom International Cellular	9,638,792	6.3%	非洲及拉美有线电视、移动和高速宽带服务商
万事达卡	7,763,976	5.1%	全球支付及信用卡公司
持股 5%以上股东合计	107,020,437	70.0%	

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

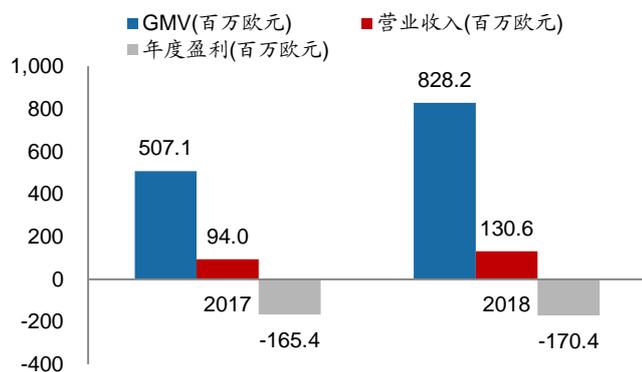
(一) GMV 高速增长, 先发市场已实现经营性盈利

1、用户扩张是现阶段GMV持续增长的主要驱动力

2018年, Jumia的GMV为8.28亿欧元, 同比增长63.3%, 远高于非洲电商24.1%的整体增速。Jumia作为平台电商, 其商业模式类似于阿里巴巴, 近90%的GMV来自第三方卖家, 自营占比仅10%。Jumia仅在第三方卖家无法提供某些品类或在部分关键地区为优化用户体验时, 才会以自营方式进行销售。根据招股书披露, Jumia未来将进一步降低自营比例, 商品销售业务占营收比重由2017年的72.6%下降至2018年的62.5%也验证了这一趋势。

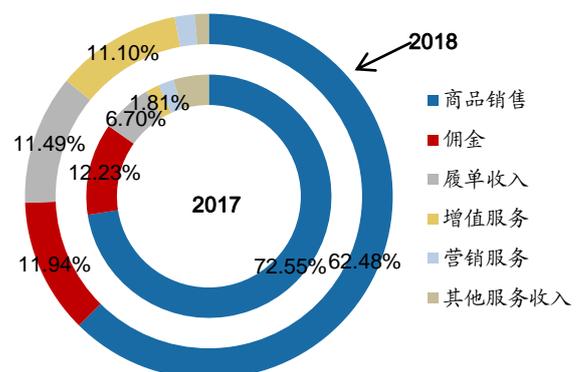
2018年Jumia实现营收1.31亿欧元, 同比增长38.9%。其中, 自营收入约0.82亿欧元, 占比约62%, 仍为主要收入构成; 平台收入包括佣金、物流服务、营销服务及增值服务, 合计收入约0.47亿元, 占比约36%。其中, 2018年Jumia向第三方商家收取佣金(平台扣点)及营销广告收入0.18亿欧元, 同比增长34.6%, 货币化率为2.40%, 较2017年降低0.49个百分点, 主要系平台运营初期让利商家, 以实现GMV高速增长。与同样处于快速发展阶段的拼多多(2.78%)相近, 低于阿里巴巴的3.66%及京东的8.80%, 未来货币化率仍有提升空间。

图 4: Jumia的GMV、营业收入及盈利情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

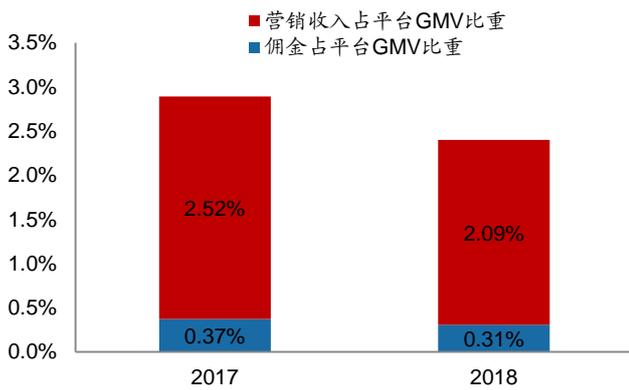
图 5: Jumia平台17、18年营业结构情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

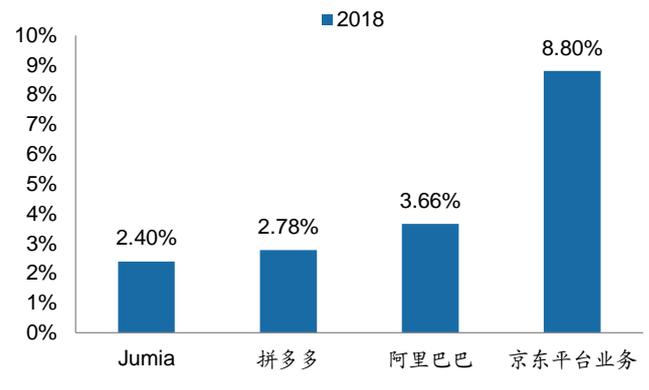
注: 内圈为Jumia18年营收构成、外圈为Jumia17年营收构成

图 6: Jumia的佣金及营销收入货币化率情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 7: Jumia及中国电商2018年平台货币化率对比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

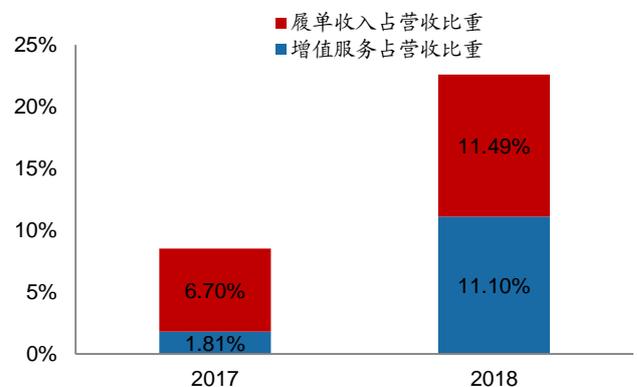
公司的物流收入包括履单收入及增值服务两部分。其中履单收入是Jumia向消费者收取提供配送服务的费用, 增值服务即为卖家提供除配送之外的仓储、包装等服务。与菜鸟类似, Jumia仅自建收发仓库、提货点及部分地区最后一公里配送体系, 而将物流中的货运环节外包给本土物流公司, 并利用包裹跟踪、配送商智能选择等智慧物流技术对其赋能。2018年, 约1200万个平台包裹经Jumia物流处理(占比约92%), 其中超过30%的订单采用货到付款模式。由于包裹数量的大幅增长, 2018年公司物流业务共实现营收约0.3亿欧元, 同比增长259.76%, 占营收比重自8.51%提升至22.59%。

图 8: Jumia的三种物流服务模式



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

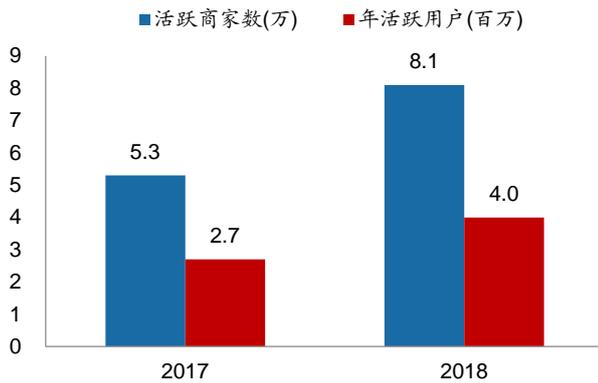
图 9: Jumia的物流服务收入占总收入的比例



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

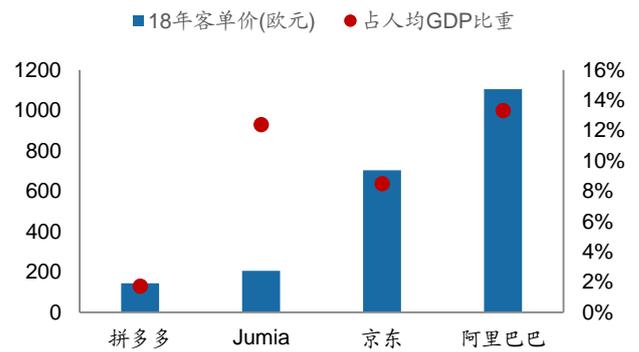
用户规模的增长是GMV发展的主要驱动力。2018年, Jumia年活跃用户数达400万, 同比增长48.1%; 平台商家达8.1万, 同比增长52.8%。从客单价情况看, 2018年Jumia的客单价约为207欧元, 同比17年增长10.24%, 但非洲人均GDP水平相对较低, 公司客单价占人均GDP水平约为11.26%, 已与京东、阿里巴巴等中国成熟电商水平相近, 未来客单价提升能力有限, GMV增长的主要驱动力将来自于用户规模的增长。拆分2018年Jumia活跃用户及客单价增长对GMV增长的贡献率, 活跃用户增长对GMV增长贡献维持在80%以上, 同样体现了GMV的扩张主要依赖于用户数的增长。

图 10: Jumia电商活跃商家及用户情况



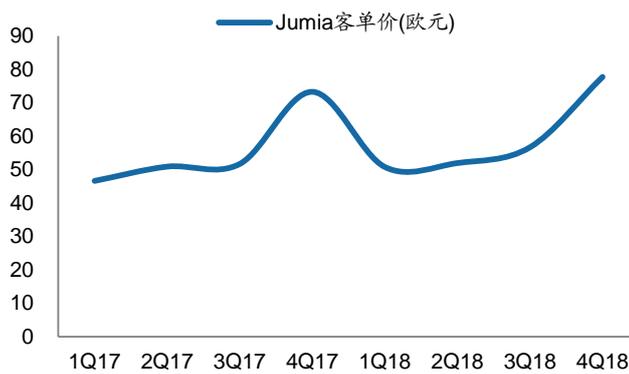
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 11: Jumia2018年客单价与中国电商平台对比



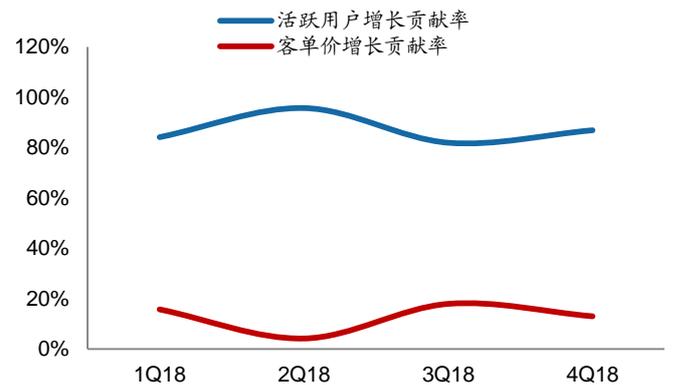
数据来源: 公司招股书, 电商年报, 广发证券发展研究中心
注: 汇率按18年EUR/RMB平均汇率7.8换算, Jumia的GDP为主要运营国尼日利亚2017年GDP, 中国GDP为18年水平

图 12: Jumia分季度的客单价变化情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 13: 2018年Jumia的GMV增长贡献率拆分

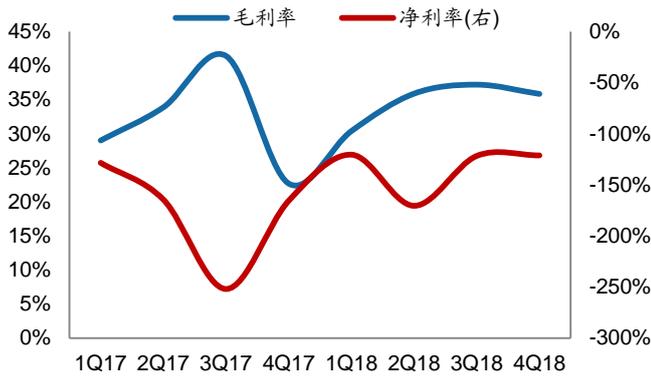


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心
注: 贡献率 = $\log(1 + \text{驱动因子增长率}) / \log(1 + \text{GMV增长率})$

2. 自营占比下降拉动毛利率提升, 部分地区已实现经营性盈利

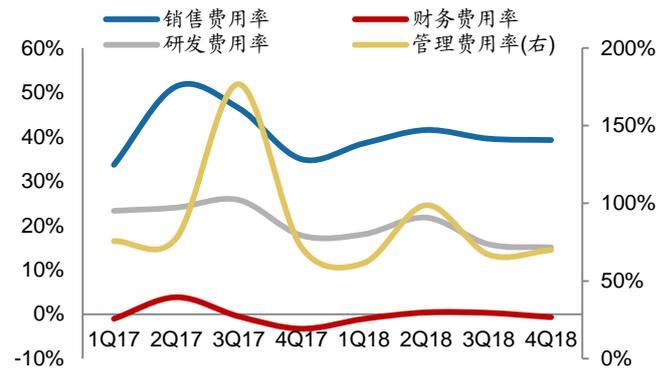
2018年, Jumia的毛利率为34.99%, 同比提升4.99pp, 主要系自营业务逐步退出, 随着自营占比的下降, 未来毛利率有望持续提升。由于平台仍处于投入成长期, 目前仍处于亏损阶段, 2018年亏损约1.7亿欧元, 亏损金额与2017年基本持平, 处于亏损可控阶段。此外, 在电商业务较成熟的尼日利亚, 2H18扣除营业成本及履单费用后的利润占GMV比例为0.90%, 已初步实现盈利, 未来随其他地区电商业务逐步成熟, 公司整体盈利可期。

图 14: Jumia的毛利率及净利率水平



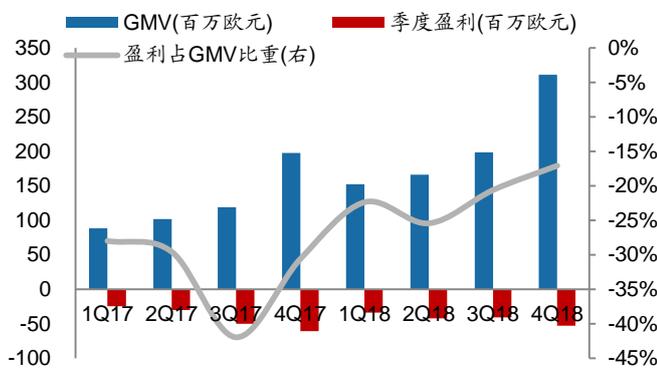
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 15: Jumia各项费用率的情况



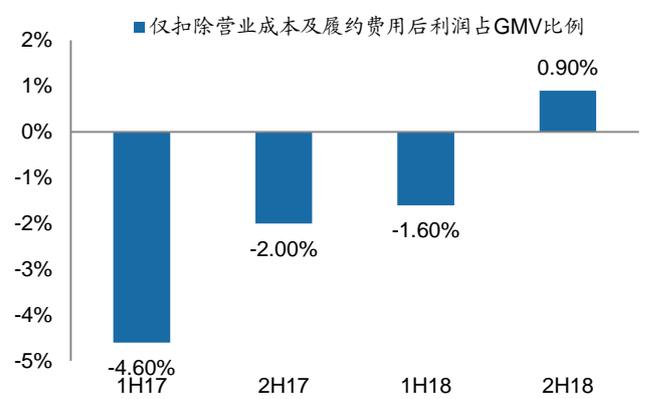
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 16: Jumia的季度GMV及盈利情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 17: Jumia在尼日利亚盈利能力显著增强



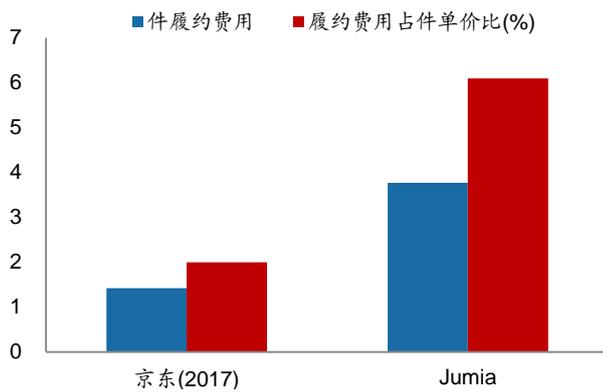
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

2018年, 公司的管理费用为0.95亿欧元, 管理费用率为72.7%, 同比下降2.1pp。管理费用率较高的原因在于: 1) 股权激励费用较高。2017、2018年分别支付了2630、1740万欧元的股权激励费用; 2) 平台处于快速扩张期, 人员工资支出、租金支出较高; 3) 上市前审计、法律等费用增加。自17年1季度以来, 剔除股权激励费用后的管理费用占GMV比例稳步下降。

履约费用包括向第三方购买配送服务的直接履约费用和自有仓库支出等其他履约费用。2018年, 公司的履约费用为0.51亿欧元, 履约费用率为38.7%, 同比提升2.1pp; 其中直接履约费用0.3亿欧元, 费用率为22.9%, 同比提升6.8%, 主要系订单数增加所致; 其他履约费用0.21亿欧元, 费用率为15.8%, 同比下降4.8%, 规模效应有所体现。从单件履约金额看, 2018年Jumia平均单个包裹履约费用为3.77欧元, 约占件单价的6%, 远高于京东(2017年京东单件履约费用1.42欧元, 占件单价约2%), 主要系非洲物流基础设施薄弱, 物流成本远高于中国。但将其物流成本在各国进行横向对比发现, 公司件履约费用位于巴西及美国之间。

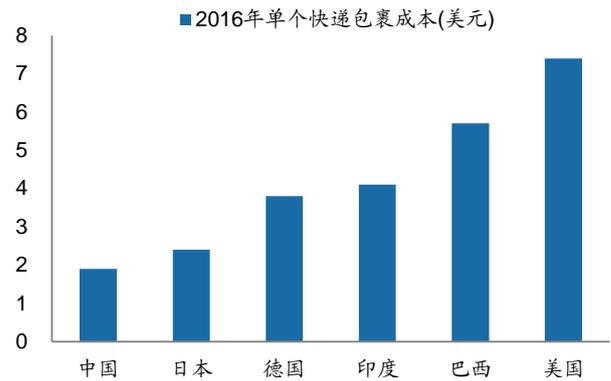
2018年, 公司的销售费用为0.48亿欧元, 销售费用率为36.4%, 同比下降3.9pp。2018年各季度销售费用增长率均远低于GMV增长率, 占GMV比重持续下降。公司的季度获客成本由2Q17的94欧元降至4Q18的34欧元, 期间仅1-2Q18因伊斯兰斋月小幅上升。我们判断非洲目前仍处于电商红利期, 获客成本短期仍将维持在较低水平。

图 18: Jumia、京东件履约费用对比 (欧元)



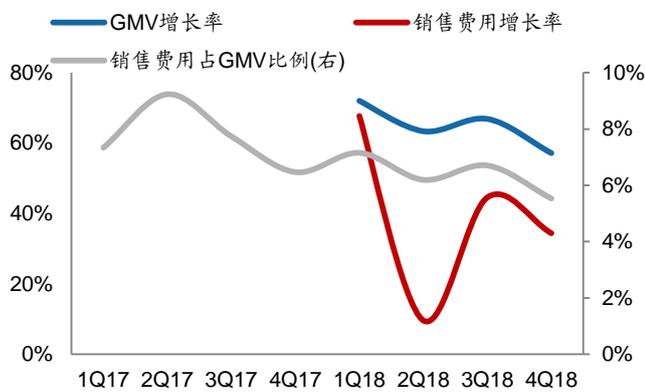
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 19: 2016年部分国家单个快递包裹成本



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 20: Jumia销售费用占GMV的比例持续下降



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 21: Jumia公司的季度获客成本变化



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

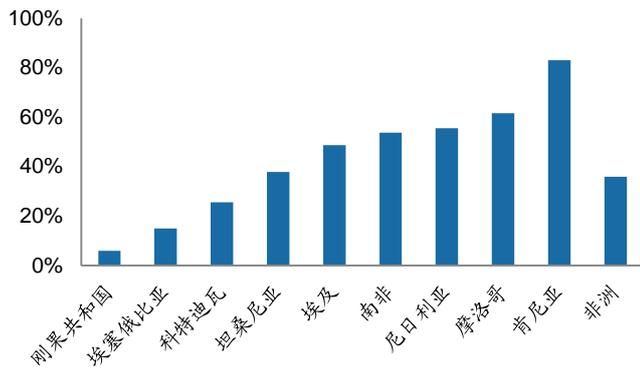
(二) Jumia 快速崛起的因素

1. 非洲电商市场潜力巨大, 网络基础设施日趋完善

非洲移动互联网的渗透率稳步提升, 2017年已达74.7%, 与我国2011年的水平相当; 其中, 公司重点布局的肯尼亚、摩洛哥、尼日利亚、南非、埃及等国的互联网渗透率均远超非洲整体水平。从流量价格角度看, 2017年非洲1GB流量价格约占人均月收入的7.83%, 高于拉美地区的3.58%及亚太地区的1.54%, 但自2015年来非洲流量价格已有显著下降。其中, 埃及、尼日利亚、摩洛哥、南非等国家流量价格已低于中国水平, 手机电商发展所需的网络基础设施已日趋完善。

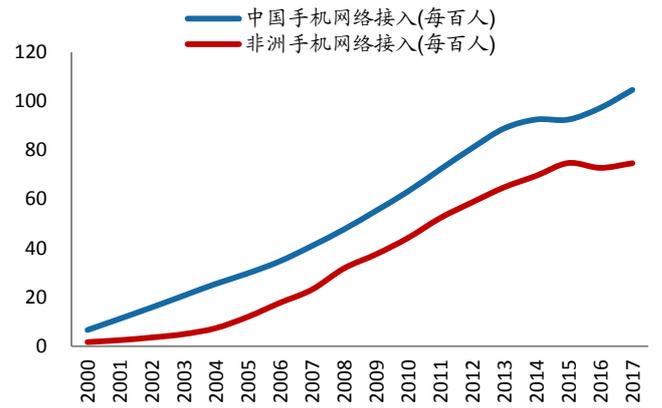
2004年以来非洲电商保持快速增长, 电商渗透率提升空间巨大。2014年以来非洲电商的复合增速达24.9%, 远高于整体零售的增速, 拉动无店铺销售占比在2018年提升至2.44% (2018年电商在无店铺销售中占比92%)。同样作为发展中经济体的拉美和东欧电商渗透率已达6.22%和6.55%, 非洲电商的渗透率具有极大的提升空间。除商超、百货、电商等可统计的正式交易场所外, UNECA数据显示, 非洲近90%的零售消费通过非正式交易渠道完成 (如菜市场等), 这进一步为电商发展留下巨大市场。

图 22: 2019年3月非洲部分国家网络渗透率



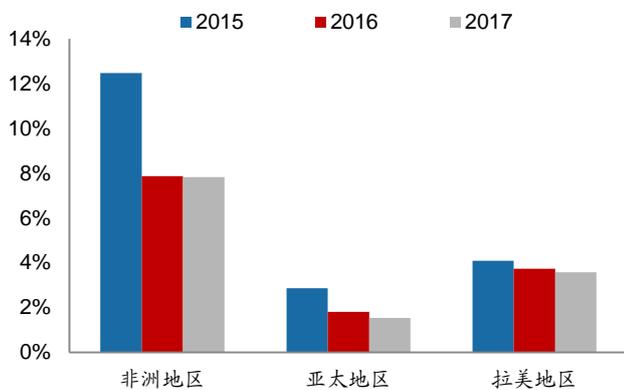
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 非洲与中国宽带及手机网络使用人数(每百人)



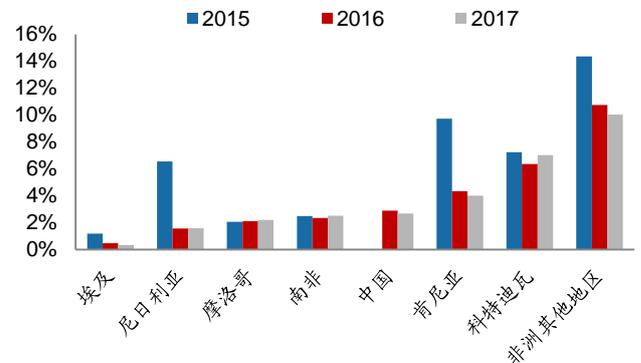
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 分区域流量价格对比(1GB流量价格/月收入)



数据来源: Affordable Internet Alliance, 广发证券发展研究中心

图 25: 非洲国家流量价格(1GB流量价格/月收入)



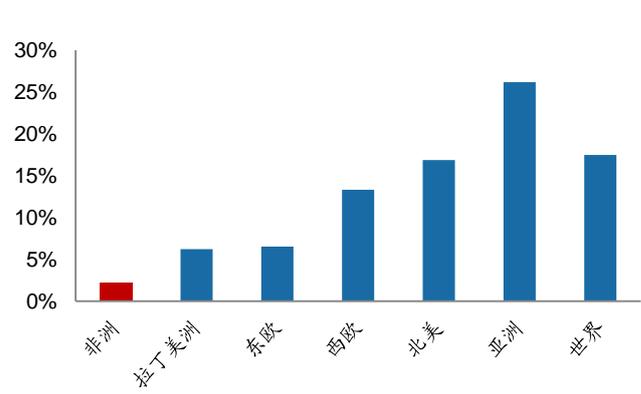
数据来源: Affordable Internet Alliance, 广发证券发展研究中心

图 26: 非洲零售各业态占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 27: 全球各地区的电商渗透率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2017年非洲人均GDP约为1573美元, 与中国2005年水平相当。参考中国人均GDP和电商发展阶段(中国电商自2005年起快速发展), 非洲电商已具备爆发式增长的消费基础。同时, 非洲人口更为年轻, 年龄中位数仅为19.4岁, 远低于全球平均水平(中国为37.4岁、巴西为32岁), 诞生于互联网时代的年轻人对电商接受度较高, 购物习惯更容易由线下转向线上, 非洲电商的用户教育成本更低。

图 28: 非洲与中国人均GDP对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 2017年非洲及部分国家人均年龄对比



数据来源: CIA World Factbook2017, 广发证券发展研究中心

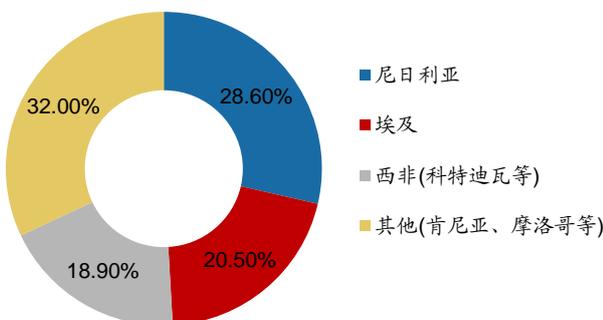
2. 公司在主要市场已取得先发优势

从GMV结构看, 公司最大的五个市场依次为尼日利亚 (占比28.6%)、埃及 (占比20.5%)、肯尼亚、摩洛哥和科特迪瓦。

公司主要市场的经济水平较为领先。2017年, 埃及、摩洛哥、尼日利亚、科特迪瓦等国的人均GDP分别为2413美元、3007美元、1968美元和1662美元, 均高于非洲整体水平, 同时近五年GDP的复合增速亦快于非洲整体水平。从城镇化进程看, 2017年非洲整体城镇化率为43%, 其中南非 (65.9%)、摩洛哥 (61.9%)、尼日利亚 (49.5%) 和科特迪瓦 (50.3%) 均高于非洲整体。整体来看, 公司优选经济发达地区, 消费者具有更强的消费能力。

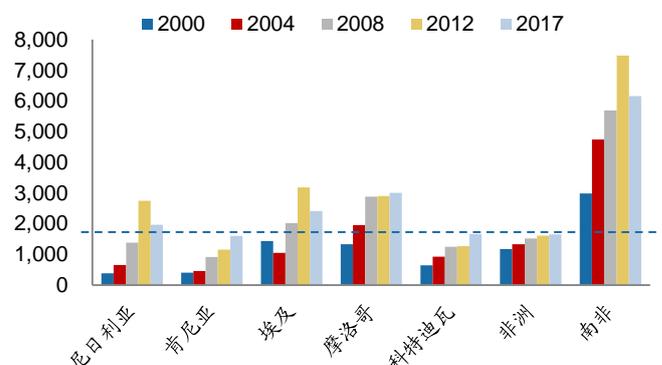
公司主要市场的实体零售集中度较低, 电商发展环境更为宽松, 电商增速相对较快。非洲各国中, 南非的人均GDP为各国最高 (2017年为6160美元), 实体零售发展相对成熟, CR10高达51.2%, 存在Shoptite、Pick&Pay等成熟零售企业, 电商竞争压力较大, 因此2013-2018年电商复合增速仅为25.9%。而尼日利亚、埃及等国的实体零售发展相对滞后, 电商发展环境更为宽松, 具有更好的行业增速, 两国电商在2013-2018年的复合增速分别为42.6%和56%, Jumia捕捉各国的电商红利期, 借势快速发展。

图 30: Jumia非洲分地区营收占比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 非洲部分国家人均GDP对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 32: 非洲分国家线下零售市场集中度

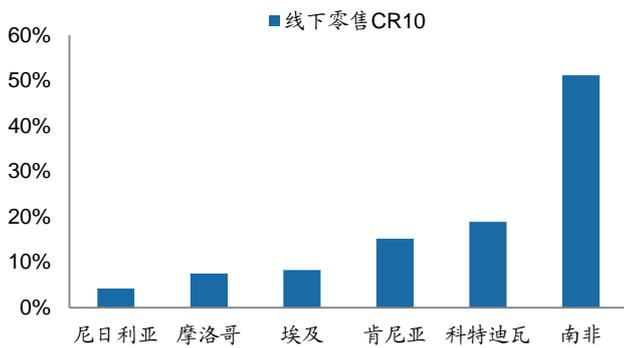
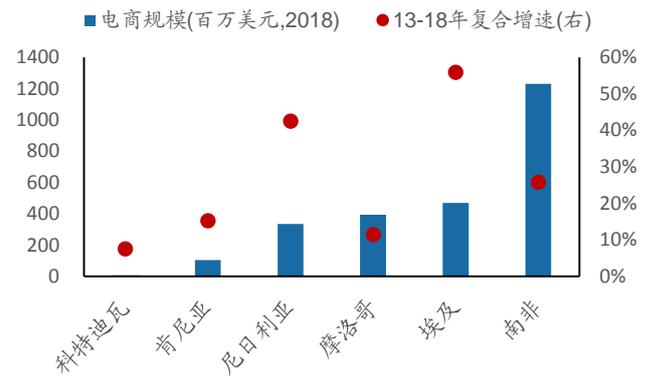


图 33: 非洲电商市场规模及13-18年复合增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

Jumia在尼日利亚、摩洛哥、肯尼亚等国均已具备先发优势。在尼日利亚,各电商平台自2012年起纷纷涌现, Jumia在与Supermarket、Konga、Gloo等平台的竞争中脱颖而出, 市场份额由2012年的2.6%提升至2018年的58.4%, 已处于绝对领先地位, 先发优势明显。第二大电商Supermarket由Jumia前高管创立, 2018年市占率为18.9%, 与Jumia仍有较大差距; 而Konga和Gloo在2018年的市占率仅为4.5%和5.0%, 其中Konga亦于2018年被出售给南非互联网集团Naspers。

在摩洛哥, Jumia自2012年开展业务起, 扩张力度即远高于竞争对手Hmizate Mall, 迅速将业务扩张到城市以外的乡村地区, 并成为摩洛哥电商市场的领导者, 2015年市场占有率即超过70%, 此后市占率维持在68%左右, 约为第二大电商平台的Hmizate Mall的三倍, 成为了摩洛哥电商的领导者。

肯尼亚的互联网渗透率达83%, 远高于非洲平均水平(35.9%), 但基础设施完备性较弱, 26.6%的城镇化率亦低于非洲其他国家, 因此Jumia采取营销优先的策略, 通过社交媒体、博客网站、电子邮件等方式对潜在买家进行情感营销, 并确保顾客得到良好的购物体验, 以获得出色的口碑, 加速平台的传播。公司在肯尼亚的市占率由2013年的1.2%快速提升至2018年的26.8%, 远高于市占率第二的电商平台Chandarana。2018年, 公司与家乐福在肯尼亚的特许经销商Majid Al Futtaim达成协议, 允许Jumia使用其供应链, 未来随供应链效率的提升, Jumia在肯尼亚市占率有望进一步提升。

图 34: 尼日利亚主要电商平台市占率变化

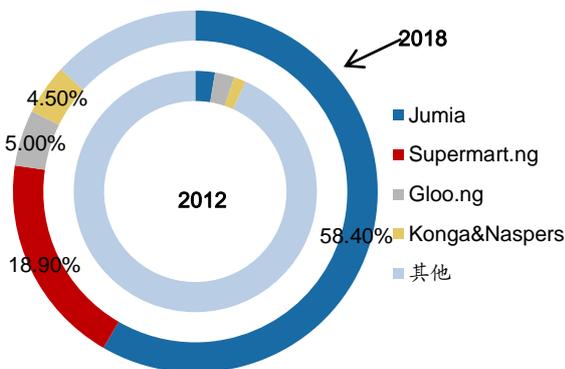
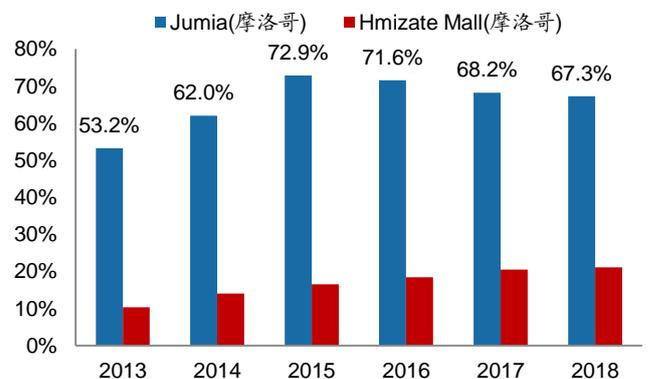


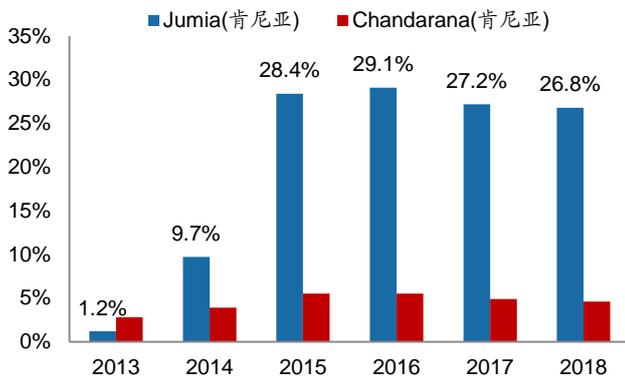
图 35: 摩洛哥两大电商平台的市占率对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

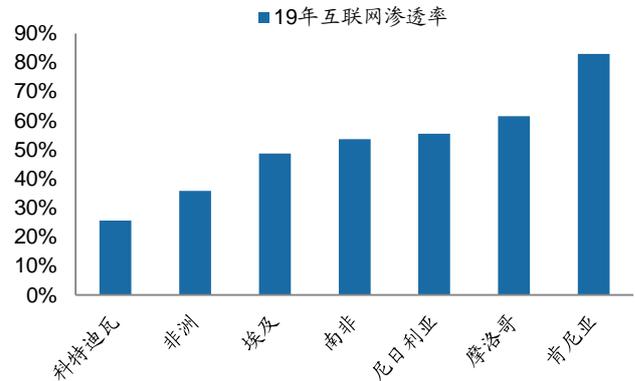
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 36: 肯尼亚两大电商平台的市占率对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 37: 肯尼亚互联网渗透率远高于其他非洲国家



数据来源: Internet World Stats, 广发证券发展研究中心

3. 全业务布局, 用户黏性较强

Jumia搭建丰富的产品及服务矩阵, 提供包含全品类电商、支付、外卖、旅游、物流配送等服务, 为消费者提供一站式服务平台。在尼日利亚, 第二大电商平台Supermarket ng的商品主要集中在生鲜、食品及快消领域, 且各类商品的SKU数量较少, 而Jumia在产品丰富度以及运营区域上优势明显。第三大电商平台Konga虽然业务布局与Jumia类似, 提供电商、物流、支付、旅游等服务, 但其市占率不足Jumia的1/10, 活跃用户不到20万, 规模效应不足, 现金流及融资情况难以支撑众多业务发展, 因此于2017年底取消货到付款的支付方式、停止仓库服务, 缩小运营城市范围, 用户体验下降。

埃及电商市场中, 与最大的电商平台Souq相比, Jumia在访问量和市占率上处于弱势, 但其凭借丰富的产品矩阵, 为消费者提供更丰富、多样化的消费体验, 从而增强客户粘性, 有利于平台客单价的提升。SimilarWeb数据显示, 3M19, Jumia的平均访问时长为5.32min, 略高于Souq的5.28min, 同时41.3%的跳出率也低于Souq的48.9%。

受益于丰富的产品矩阵和全流程覆盖的服务矩阵, Jumia用户黏性不断提升, 活跃用户的首年复购率从2013年的28%提升至2018年的39%, 次年复购率由2013年的21%提升至2018年的31%。同时, 老客购买频次和客单价也显著提升, 购买频次由2016年的4次提升至2018年的5.4次, 客单价由259欧元提升至437欧元。Jumia较强的用户粘性在问卷调查中得到印证, 在尼日利亚、摩洛哥、肯尼亚、科特迪瓦进行的问卷调查显示: 78%的电商用户在过去1年是Jumia的客户, 其中愿意在未来一年内持续消费的比例达88%, 愿意将Jumia推荐给朋友的比例达89%; 同时, 近50%的非电商用户考虑在未来1年内使用Jumia进行购物。出众的用户粘性良好的用户口碑积累有助于Jumia快速获客, 并提升老客户忠诚度。

表 2: Jumia与其主要竞争对手商品范围及产品矩阵对比

业务及产品	Jumia	Konga	Supermarket ng	Souq
电商平台类型	综合电商	综合电商	生鲜电商	综合电商
品类	服装、家庭用品、美妆、电子用品、生鲜等 全品类覆盖	全品类覆盖，但商品数量少于 Jumia	集中在生鲜、厨房用品和快消品	服装、家庭用品、美妆、电子用品、生鲜等 全品类覆盖
物流服务	自建城市内配送和提货仓	自建城市内配送和提货仓	城市内一小时送达	收购物流公司尝试自建物流
美食配送	一小时送达	无	无	无
旅行服务	提供酒店、机票预订服务	提供酒店、机票预订服务	无	无
支付平台	JumiaPay	KongaPay	无	无

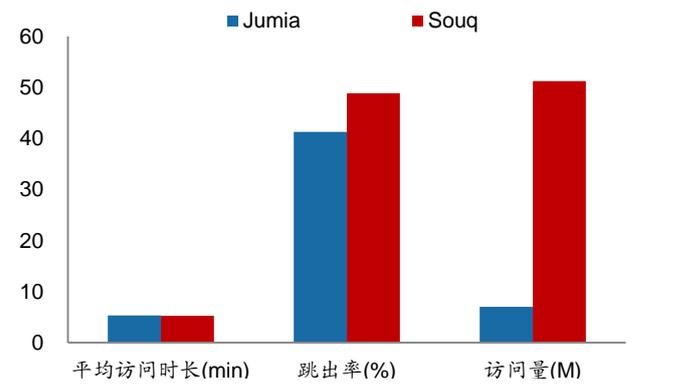
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 38: Konga与Jumia业务对比分析



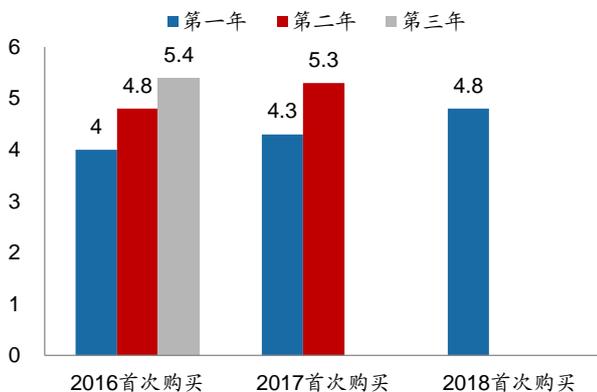
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

图 39: 2019年3月Souq与Jumia网站数据对比



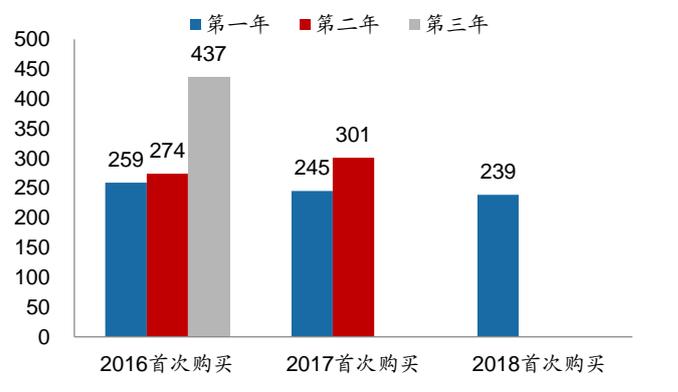
数据来源：SimilarWeb，广发证券发展研究中心

图 40: Jumia客户群体消费频次逐步提升



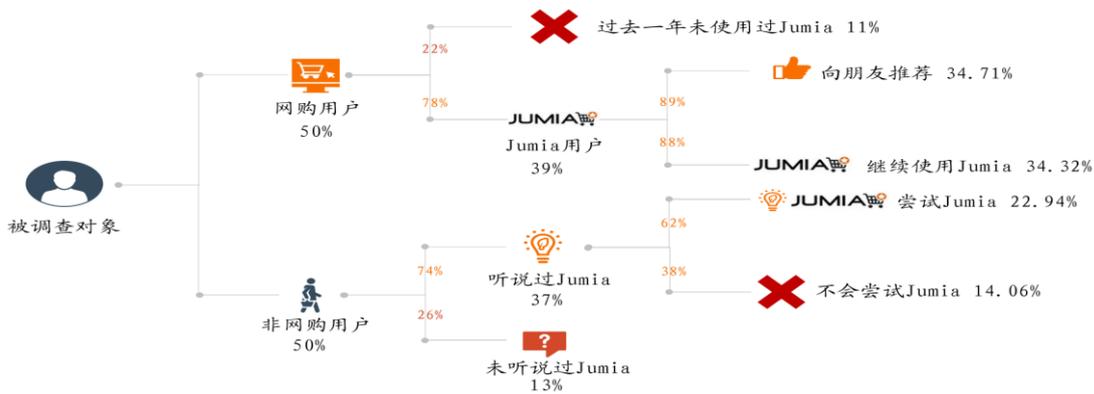
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 41: Jumia老客户客单价持续提升（欧元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 42: Jumia用户调查问卷数据



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

4. 搭建全方位的营销体系

Jumia搭建全方位营销体系以实现消费者的全覆盖, 包括搜索引擎营销、社交媒体营销、网络广告推送、线下媒体广告投放等。此外, Jumia紧跟中国兴起的社交模式, 与网红及实体店主合作, 通过熟人社交对Jumia网站进行引流, 并开发JForce软件对众多“营销掮客”进行佣金管理。

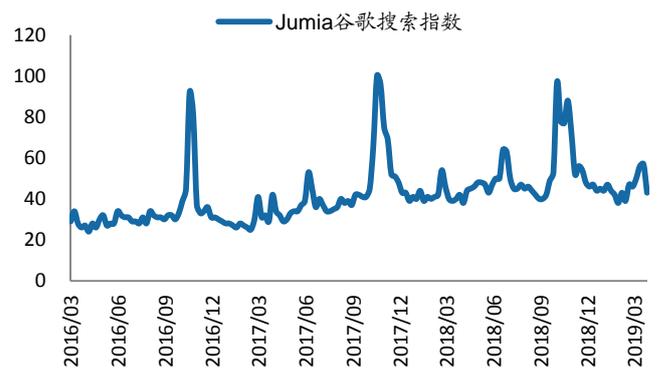
同时, Jumia积极打造购物节以刺激销售, 自2014年引入购物节“黑色星期五”至今, 营销活动日益丰富, 除“黑色星期五”以外, 分别在3月、7月培育出了两个大型购物节日。从尼日利亚的谷歌搜索指数上看, 2017年起Jumia搜索波峰数量明显增加, 3月、7月及11月三个大型购物节的举行均为网站带来了大量的用户。此外, 从2016年至2018年各波峰的宽度加大, 营销活动的有效性明显上升。

图 43: Jumia全方位营销体系



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 44: Jumia黑色星期五促销活动



数据来源: Google Trend, 广发证券发展研究中心

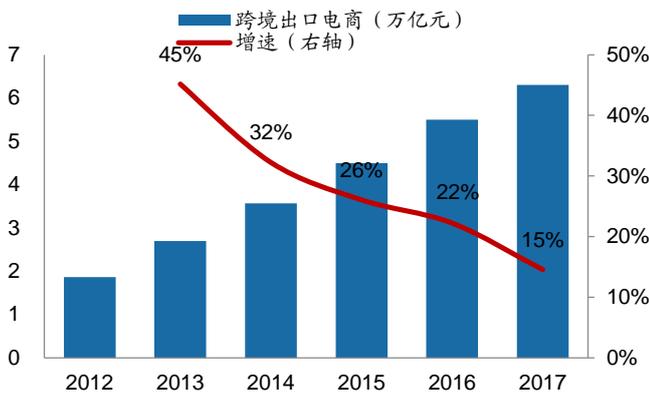
(三) 跨境电商的启示: 把握市场红利, 抢占处女地

1、跨境出口B2C行业仍为高速增长赛道

丰富的产品品类和性价比优势是中国跨境电商的天然优势, 据电子商务研究中心数据显示, 2017年, 我国跨境出口电商市场规模达6.3万亿元, 同比增长15%。其

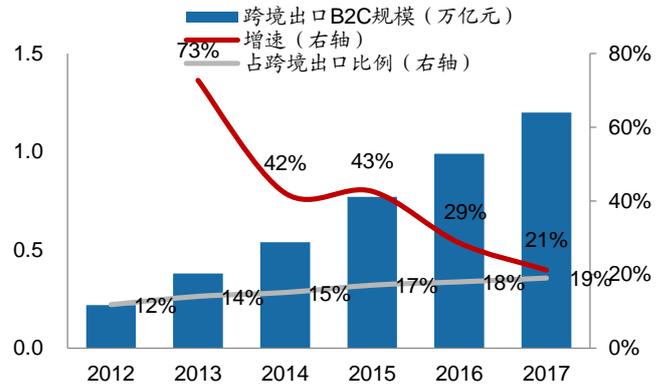
中，跨境出口B2C行业规模达1.2万亿元，同比增长21%，仍然保持快速增长。从跨境出口细分市场来看，跨境出口B2C的市场红利在迁移，随着发展中国家的电商渗透率快速提升，跨境电商向新兴市场快速迁移，2017年美国市场的跨境销售占比下降至15%，未来，我们认为印度、非洲等国的跨境电商市场仍存在较大发展潜力。从跨境出口卖家品类分布来看，3C和服装产品的占比下降，长尾产品的占比提升，品类红利也在迁移，高性价比的中国制造为跨境电商发展提供扎实的基础。

图 45: 跨境出口电商行业规模及增速情况



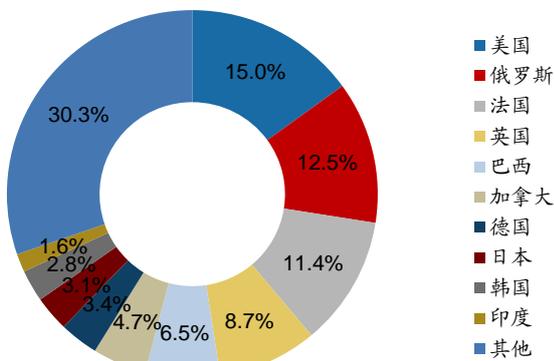
数据来源: 电子商务研究中心, 广发证券发展研究中心

图 46: 2017年我国出口跨境电商品类分布



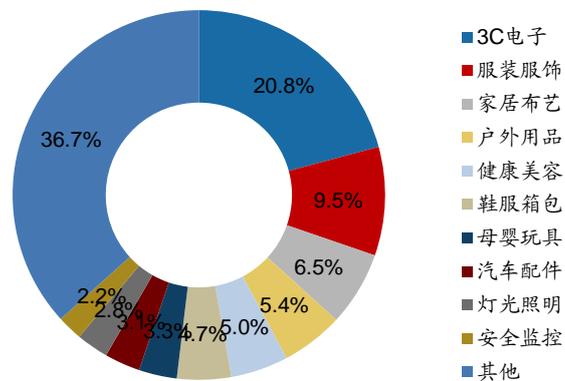
数据来源: 电子商务研究中心, 广发证券发展研究中心

图 47: 跨境出口B2C行业规模、增速及占比情况



数据来源: 电子商务研究中心, 广发证券发展研究中心

图 48: 2017年我国出口跨境电商品类分布



数据来源: 电子商务研究中心, 广发证券发展研究中心

跨境电商出口政策红利持续释放，行业“专属”退税政策有望出台。2013年8月上海、重庆、杭州、郑州、宁波五个城市开展跨境电子商务出口试点；2016年1月跨境电子商务试验区正式成立，并将试验范围扩大至12个城市，同年5月为扶持跨境电商行业发展，海关进行出关、监管等政策改革，提高贸易各环节便利水平。2018年电子商务法出台，再度扩大跨境电商试点范围至中西部及东北，推动综合试验区试行增值税、消费税免税政策，促进跨境电商进一步发展，后续针对跨境电商的出口退税政策也在进一步的研究中。

表 3: 中国跨境电商出口政策梳理

时间	重要政策或谈话	政策解读
2018.11	国务院常务会议	国常会表示将继续研究跨境电商出口退税政策
2018.08	《中华人民共和国电子商务法》通过	支持跨境电商发展，但也要求其合法合规

2016.05	《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	支持国内企业更好的利用电子商务开展对外贸易，进一步完善跨境电子商务进出境货物管理模式，提高贸易各环节便利化水平
2016.01	《国务院关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的通知》	同意在天津市、上海市、重庆市、深圳市、苏州市等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区
2013.08	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	支持跨境电商零售出口，要求 2013 年 10 月起在全国有条件的地区实施，在上海、重庆、杭州、郑州、宁波五个城市开展跨境电子商务试点

数据来源：中国政府网，广发证券发展研究中心

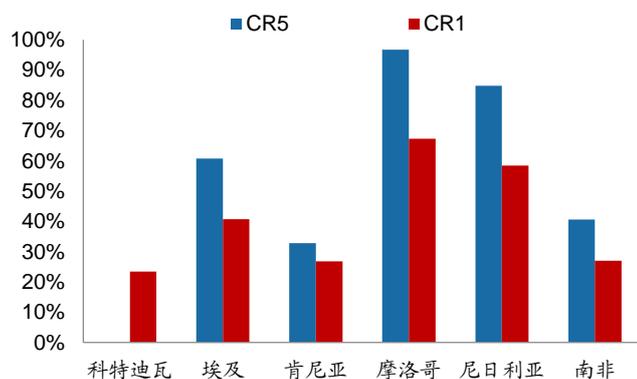
2、中国跨境电商需因地制宜，抢占非洲处女地

跨境电商主要分为平台型跨境电商和自营类跨境电商，分别搭建跨境电商平台向海外消费者销售国内高性价比商品。其中平台型跨境电商为轻资产模式，并不介入商品所有权的转移，仅提供平台供跨境电商卖家（B端）进行销售，国内以速卖通为代表；而自营类跨境电商多以买断方式进行销售，拥有商品库存，国内以环球易购、执御为代表。另外，跨境电商卖家（小B卖家）在跨境电商三方平台上开设店铺进行销售，以安克创新、帕拓逊为代表。即从跨境电商主体来看，主要可分为三类：平台型跨境电商、自营类跨境电商、跨境电商卖家。

电商具有极强的马太效应，因此对于平台型跨境电商、或自营类跨境电商，需寻找电商集中度较低，无电商平台垄断的市场切入。如南非、肯尼亚、科特迪瓦等国的电商集中度较低，CR5均低于40%，平台型或自营类跨境电商可快速切入以捕捉电商红利期，同时深耕本地化，加强本地化客服、本地化仓储、本地化售后等服务，不断提升服务体验以提升消费者黏性。对于埃及、尼日利亚等电商竞争较为激烈的市场，新进跨境电商平台应寻求差异化布局、切入细分领域，如执御电商深耕中东服装市场，快速崛起。

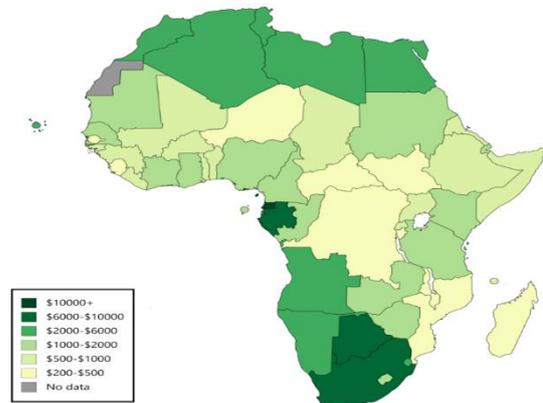
对于跨境电商卖家，则需借力现有跨境电商平台，如Jumia等，持续夯实供应链，为消费者提供相匹配的高性价比商品。跨境电商卖家更加专注于产品的打造和供应，借力电商平台进行销售，为消费者匹配相适合的产品至关重要。以手机产品为例，在对价格敏感度较高的非洲中部，以传音为代表的性价比品牌得到消费者热捧；而在北部和南非较为富裕的地区，则OV、三星等中高端品牌占据较高的市场份额。同时，跨境电商卖家需关注长尾产品的发展，不断把握新兴品类的成长红利。

图 49：非洲部分国家电商集中度情况



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 50：非洲地区人均GDP分布情况

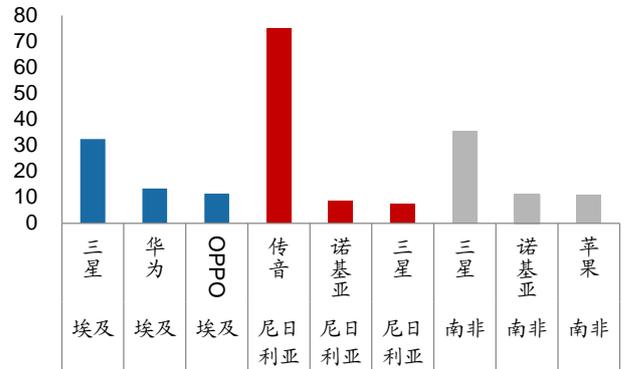


数据来源：Africa Development Bank，广发证券发展研究中心

图 51: 传音控股旗下TECNO品牌手机



图 52: 部分非洲国家手机市占率前三品牌



数据来源: 传音官网, 广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

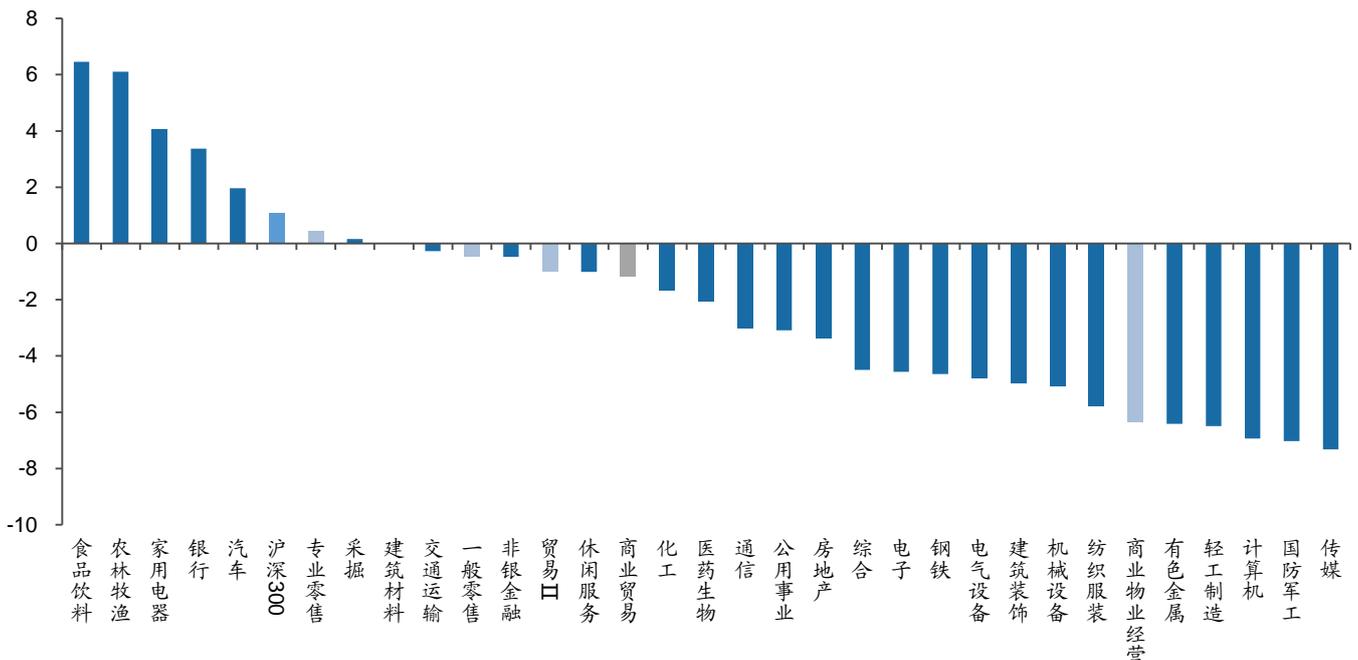
二、月度行情回顾及投资策略

四月大盘整体微幅下跌, 截至4月30日收盘, 上证综指收于3078.34点, 下跌0.40%; 沪深300指数上涨1.06%, 其中商贸板块指数下跌-1.19%。

分主题来看, 四月份百货板块下跌3.53%, 超市板块上涨4.12%, 珠宝首饰板块下跌8.34%, 化妆品板块下跌10.70%; 分市值来看, 大市值板块下跌5.44%, 中市值板块下跌4.57%, 小市值板块下跌1.35%。

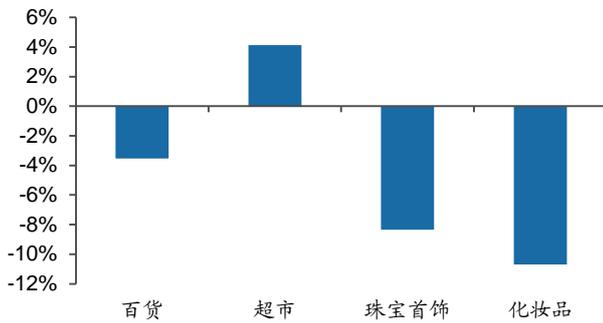
四月份电商板块表现良好, A股电商公司均有所上涨。唯品会(7.22%)、南极电商(4.45%)、阿里巴巴(1.71%)、苏宁易购(0.56%)、京东(0.40%)、拼多多(-10.36%)。

图 53: 4月份各板块月涨跌幅 (%)



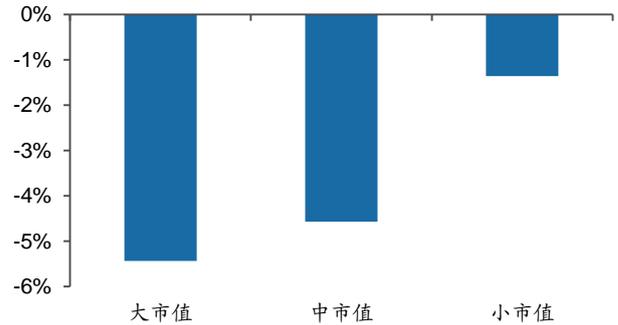
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 54: 4月份按主题子板块涨跌幅



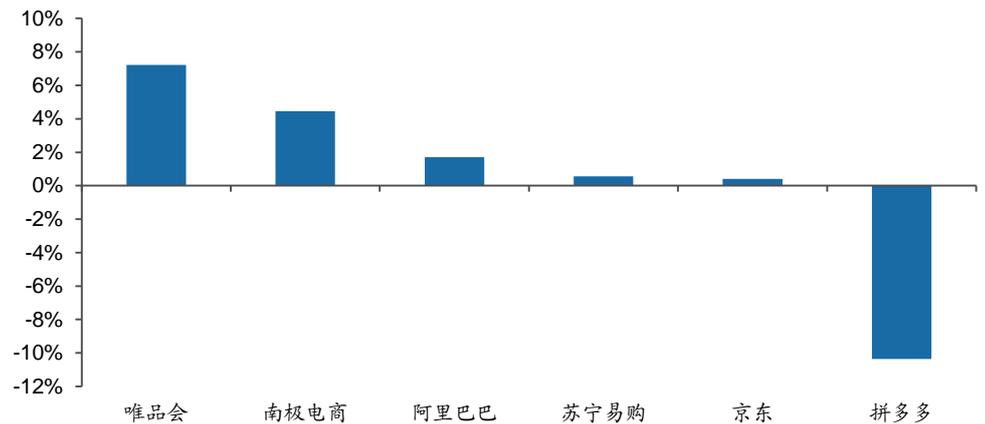
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 55: 4月份按市值子板块涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图 56: 4月份主要电商公司月涨跌幅 (截至美股4.30收盘)

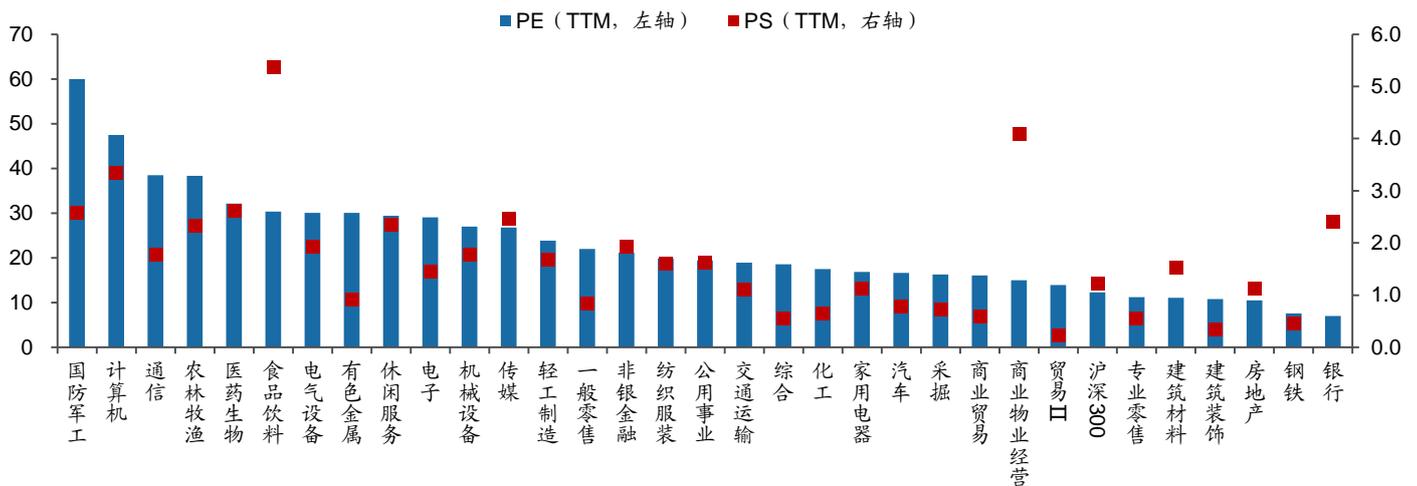


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

年初至今的零售板块依次经历了估值切换行情 (以南极电商、珀莱雅为代表的成长股), 估值修复行情 (以王府井、天虹股份为代表的百货, 在同店回暖背景下, 估值快于业绩修复)。我们认为目前时点上板块处于估值修复行情的中后段, 配置思路上多一些防御思维, 而基本面的持续高增长是最好的防御, 因此在标的上我们优先推荐低估值成长股 (南极电商、周大生、苏宁易购), 其次是受益于CPI上涨和增值税下调主题的超市板块。**5月我们首推品种为南极电商**, 4月以来超预期的GMV增长, 核心原因是南极经销商更好更及时地适应了阿里流量规则的变化, 其背后是南极组织架构及时优化调整所带来的。同时推荐周大生、苏宁易购, 超市板块的永辉和家家悦。

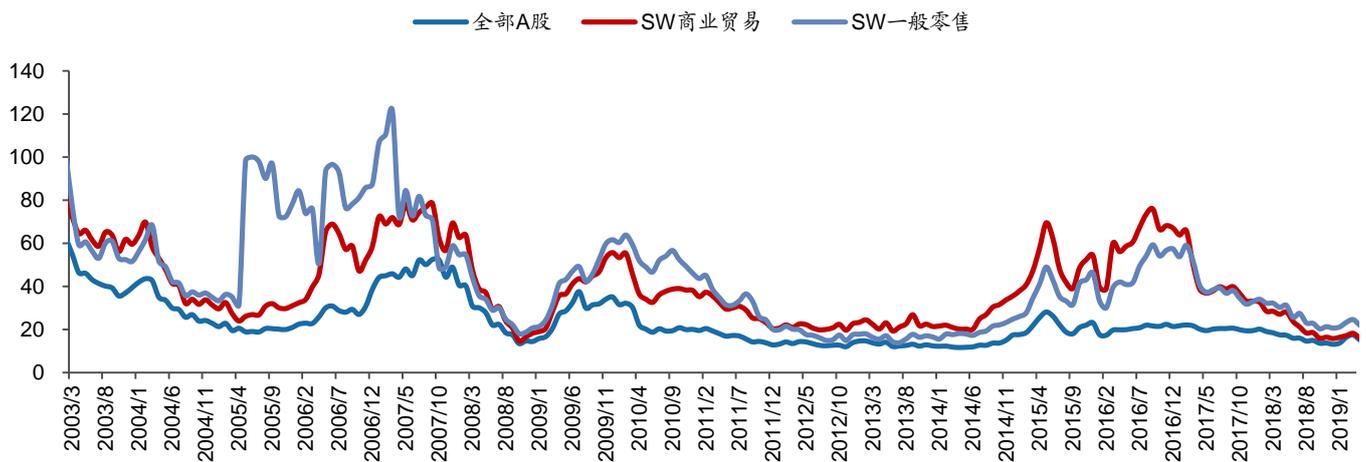
五月组合: 南极电商、周大生、永辉超市、苏宁易购、王府井。

图 57: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归母净利润或营业收入之和)

图 58: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法)

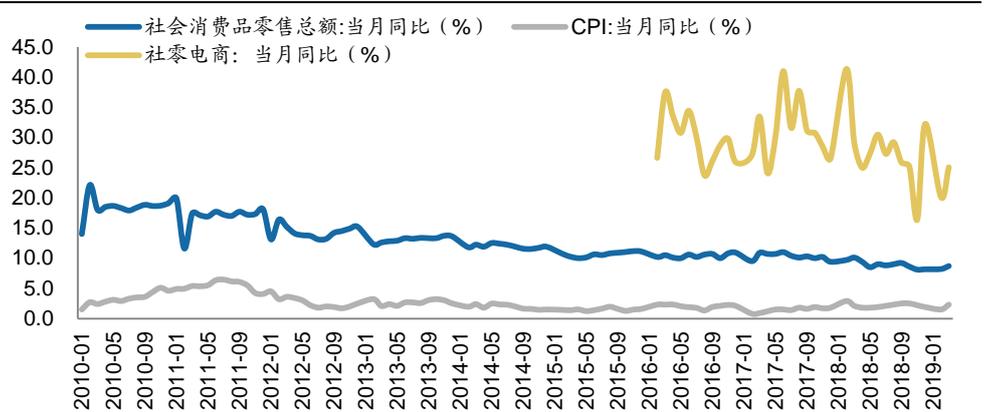


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

三、月度行业数据：CPI 抬升拉动 3 月社零同比增长 8.7%，电商增速回暖

据国家统计局数据，1Q19我国社零总额为9.78万亿元，同比增长8.3%；分月度看，3月社零总额为3.17万亿元，同比增长8.7%，增速较1-2月提升0.5pp，略超市场预期，主要受3月CPI提升所致，3M19的CPI为2.3%，较1-2M19提升0.8pp。若基于广发零售指数（GFRI），3月消费品零售同比增速为9.6%（统计局限额以上社零商品增速为5.0%），较1-2月提升2.8pp，主要受食品饮料、服装、日用品等增速稳步提升影响。

图 59：社零总额、社零电商与百家零售同比增速（%）

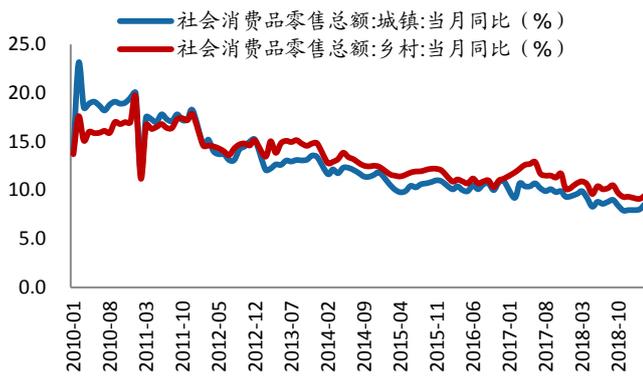


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

分地区，乡村增速快于城镇：3月城镇零售额2.7万亿元，同比增长8.5%；乡村零售额0.45万亿元，同比增长9.4%。分类型，餐饮增速高于商品零售：3月餐饮收入0.34万亿元，同比增长9.5%；商品零售2.8万亿元，同比增长8.6%。分业态，1Q19限额以上超市、百货、专业店、专卖店分别同比增长7.5%、0.9%、3.9%和-0.9%。

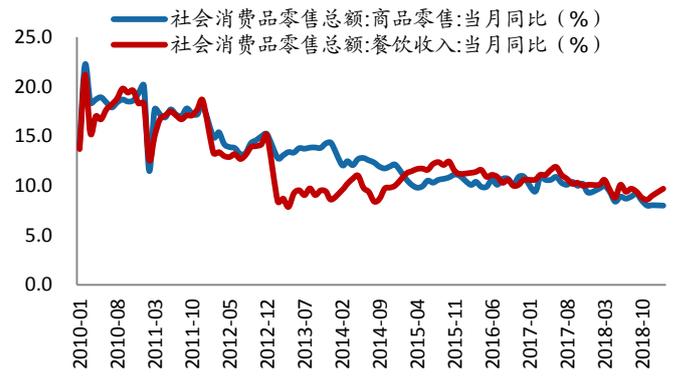
分品类看，日用必需品增速均有所提升，3月食品粮油、服装纺织品、日用品增速分别为11.8%、6.6%和16.6%，环比分别提升1.7pp、4.8pp和0.7pp。可选消费分化，3月金银珠宝增速为-1.2%，环比下降5.6pp；化妆品增速为14.4%，环比提升5.5pp，主要系电商渗透率提升和渠道下沉所致。随地产销售回暖，家电、家具等地产后周期品类增速有所抬升，3月家电和家具的增速分别为15.2%和12.8%，分别环比提升11.9pp和12.1pp。

图 60: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

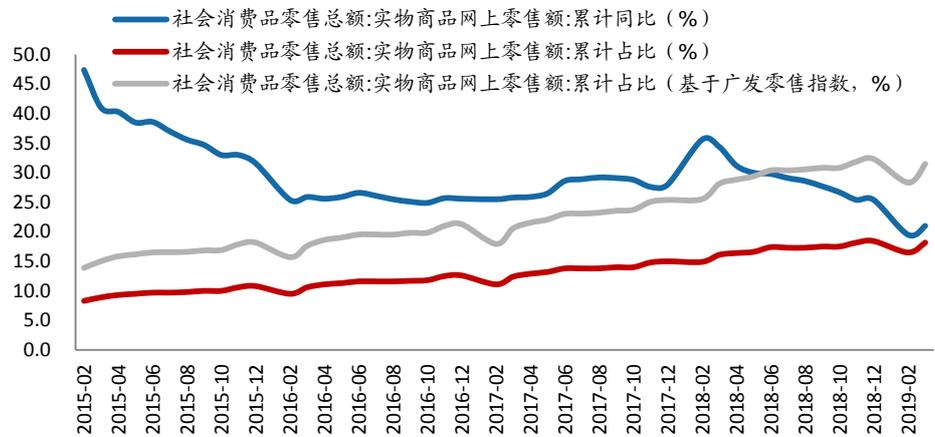
图 61: 社零分类型: 商品零售与餐饮增速 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

1-3月全国实物商品网上零售额为1.78万亿元, 同比增长21%(环比提升1.5pp), 电商渗透率为18.2%。分月度看, 3月份电商零售额为0.69万亿元, 同比增长25.1%(环比提升5pp), 此趋势与我们跟踪的上市公司线上销售数据保持一致, 如南极电商3月份GMV增速约70%, 较1-2月的46%有所提升。若基于广发零售指数, 则3月份电商渗透率达31.5%。分品类来看, “吃、穿、用”的3月份增速分别为24.6%、19.1%和21.3%。

图 62: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 4: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018 年									2019 年	
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月
食品粮油	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8
服装鞋帽纺织品	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6
化妆品	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4
金银珠宝	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4	(1.2)
日用品	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6
家用电器和音像器材	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2
文化办公品	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8	(4.0)
家具类	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8
通讯器材	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2	13.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、月度聚焦

(一) 南极电商: 细分品类冠军集合, 印证南极生态的健康

货币化率同比持平, 报表质量进一步优化

公司发布一季报, 实现营收8.24亿元, 同比增长63.4%; 归母净利润1.22亿元, 同比增长36.73%。主业方面, 1Q19实现GMV51.56亿元, 同比增长53%; 实现品牌综合服务费及授权费1.29亿元, 同比增长55.4%, 货币化率为2.5%, 与1Q18持平, 主要系经销商品牌授权费有所提升; 实现主业净利润0.92亿元, 同比增长50.8%, 收入、利润增速均超市场预期。

据财报披露, 分品牌看, 1Q19南极人品牌实现GMV45.2亿元, 同比增长56.8%; 卡帝乐实现GMV为5.61亿元, 同比增长38.9%, 增速放缓主要系为维持品牌调性, 优胜劣汰放弃部分低端经销商所致。分渠道看, 1Q19阿里渠道实现GMV 36亿元, 同增50%; 京东渠道GMV 8.4亿元, 同增37.8%; 拼多多渠道GMV 5.16亿元, 同增95%; 唯品会渠道GMV 1.68亿元, 同比增长133%, 拼多多渠道和唯品会渠道均实现高速增长。

公司1Q19经营性净现金流为0.91亿元, 同比增加1.37亿元。1Q19末应收账款为8.8亿元, 同比减少0.2亿元, 其中保理款、时间互联的应收账款金额均有所减少, 主业应收款增幅亦大幅低于收入端, 盈利质量改善。

盈利预测及投资建议

公司聚焦新快消品, 以轻资产授权模式赋能供应商和经销商, 沿“品牌、渠道、品类”三个维度扩张, 同时18年开始加强品牌推广和品控体系建设, 有助于南极生态的健康发展。我们预计19-20年归母净利润为12.5亿和16.5亿元, 预计公司19-21年业绩复合增速为34%, 给予19年28X PE估值, 对应合理价值14.3元/股, 维持“买入”评级

风险提示: 高速扩张过程中可能出现的人才瓶颈; 电商法的出台, 对部分经销商的销售可能形成影响; 各电商平台流量获取成本有所提升。

（二）周大生：享受渠道和产品红利，业绩显著优于同行

1Q19业绩符合预期，门店延续快速扩张

公司发布2019年一季报，1Q19实现营业收入10.97亿元，同比增长17.04%；归母净利润1.94亿元，同比增长20.81%；扣非净利润1.85亿元，同比增长23.16%，符合我们预期。1Q19加盟店净增加88家至3161家，自营店净减少6家至296家，门店总数达3457家，保持扩张节奏。

受益产品优化毛利率持续抬升，带动净利率上行

1Q19公司毛利率延续上升趋势，同比提升2.44pp至37.35%，主要得益于加盟占比提升以及产品推陈出新。销售费用率同比下降0.57pp至12.43%；管理费用率同比上升0.69pp至2.53%，主要由于新增股权激励费用，净利率同比提升0.55pp。报告期公司经营性现金流净额为-3.3亿元，主要由于自营店商场回款较慢、营销总部铺货以及小贷发放增加所致。

看好公司由渠道红利向管理和品牌红利过渡，维持买入评级

公司过去的渠道红利在于在三四线市场抢占先发优势，充分享受三四线城市红利。现阶段则表现为门店梳理和加盟商优胜劣汰后的展店加速、关店减少，开店速度与质量均有明显提升。公司亦在不断加强产品和管理优势，2018年年报中对于2019年展望直指运营体系建设和产品研发加强，包括广告营销的投入增加、建立产品研发中心以提高原创产品比例、自营加盟信息化打通共享库存、门店形象全面升级等。我们认为公司在加盟体系管理标准的输出上显著优于同类型企业，将帮助公司未来由渠道红利向管理与品牌红利过渡。

经济企稳背景下珠宝终端景气度逐渐回暖，品牌化红利下龙头公司竞争优势更加明显，叠加公司自身开店速度与质量进入新阶段，我们维持2019年加盟店净增加600家的开店预测。预计19-21年归母净利润为10.4、13.0和15.9亿元，对应增速分别为29.0%、24.6%、22.7%。我们维持公司合理价值42.8元/股不变，对应19年20XPE，维持买入评级！

风险提示：宏观经济低迷，抑制可选消费的需求释放；市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；中小品牌出清速度低于预期。

（三）苏宁易购：盈利改善+全业态成长+组织变革三维共振

线上自营+线下门店扩张，单季收入增长25.4%

苏宁易购发布1Q19季报，单季GMV为869亿元，同比增长25.4%；收入622亿元，25.4%；归母净利润1.36亿元，同比增长22.2%。依据季报拆分，线上单季GMV同比增长36.1%至541亿元，占比提升至62.3%；其中线上自营GMV增速达到40.9%，在整体流量增速放缓下，苏宁线上自营依然保持强竞争力；线下GMV同比增长11.0%，但电器大店同店销售下滑4.9%，增长主要来自新开店（18年下半年以来与大润发等合作的超市门店已开482家）及母婴（红孩子母婴期末门店数净增103家至163家，且同店销售增长15.7%）和快消（苏宁小店期末门店数净增5075家至5098家）等非电类门店扩张。

经营性利润及现金流改善步伐放缓

1Q19苏宁扣非后净亏损9.9亿元，扣非净利润与归母净利润差异主要由于单季6.7亿理财收益及万达商管4.5亿投资收益。判断1Q19单季线上及线下电器零售基本盈亏平衡，经营性利润改善略低于预期主要源自苏宁小店亏损较大以及物流集团业务扩张的阶段性亏损。依据季报披露，1Q19苏宁运营费用率同比上升1.49pp，但剔除苏宁小店影响后，运营费用率基本平稳。

1Q19经营现金流-58.2亿（剔除金融影响后-44.4亿），同比未改善（1Q18为-26.5亿，剔除金融为-14.2亿），主要原因是公司为扩大销售带来的备货以及小店扩张的租金预付（1Q19期末预付款同比增加107亿元至209亿元），存货净增（yoy+23%）与收入增长基本匹配。后续小店及金融剥离后，公司经营现金流将明显改善。

行业领先地位巩固，预计经营利润有望逐季改善

判断Q1是公司经营阶段性低点，家电销售回暖、苏宁小店拟剥离（18年10月公告）、物流对外服务提升利用率等有望带动经营利润改善。预计19-21年收入3093/3723/4409亿元，归母净利润178.1/51.1/71.8亿元（19年含苏宁金服增值161.3亿元）。零售业务给予19年0.45XPS，叠加苏宁金服价值，合理价值16.36元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，地产调控，终端家电消费需求增长放缓；市场竞争加剧；多元化拓展考验公司经营能力；快速扩张或影响公司短期业绩

（四）永辉超市：组织架构优化变革，逐季改善趋势延续

1Q19收入及盈利增速超预期，经营逐季改善趋势仍将保持

公司发布2018年及1Q19财报，2018年实现营收705亿元，同比增长20.4%，同店增长1.6%，归母净利润14.8亿元，同比下滑18.5%；1Q19实现营收222.4亿元，同增18.5%，归母净利润11.2亿元，同增50.3%，超市场预期。我们拆分核心云超业务，4Q18和1Q19净利润增速分为10.5%和14.9%；收入端若剔除去年同期彩食鲜及云创影响，1Q19可比收入增速约21%。考虑到去年前高后低的基数，今年扩张加速以及CPI上行（2H18是公司同店增速低点），我们预计公司经营数据的逐季改善趋势仍将延续。

云超保持扩张节奏，Mini店全面铺开，创新业务稳步推进

2018年公司新开云超135家至708家，年末经营面积同比增长17.8%，新进入湖南、广西两省。1Q19新开云超21家，全年预计新开150家（不考虑收购兼并）；新开Mini店93家，从区域上看聚焦川渝，全国同步推进。到家服务及自有品牌稳步推进，2018年到家销售额16.8亿元（占比2.4%），自有品牌及定制销售额16亿（占比2.3%）。18年毛利率继续提升1.31%至22.15%，其中生鲜毛利率提升1.32%，供应链优势越发凸显。

盈利预测及投资建议

根据年报披露，2018年公司完成组织架构优化，明确打造食品供应链平台的愿景：1）将云超一、二集群合并管理，重组十大战区，并成立大供应链和大科技事业部；2）彩食鲜和企业购引入外部资本，持股降至35%；3）云创出表，减弱包袱寻求独立发展，持股降至26.6%。永辉作为国内最具成长性的超市龙头，内部组织

架构持续优化适应行业变革，看好其管理能力的输出，享受行业集中度提升红利。我们预测19-21年归母净利润为23.8亿、30亿、36.9亿元，结合公司的龙头属性和历史估值中枢为44X，给予公司19年40X PE估值，对应合理价值为10元/股，维持增持评级。

风险提示：零售市场竞争加剧；全球采购和供应链整合推进不达预期；天猫、京东等电商分流；公司O2O业务不达预期。

（五）家家悦：青岛维客扭亏为盈，建议关注递延所得税资产科目

门店保持较快扩张趋势，福悦祥超市并表贡献收入增量

公司发布1Q19季报，实现营收38.05亿元，同比增长16.68%；归母净利润1.41亿元，同比增长16.06%。其中零售主业收入同比增长14.15%，测算原山东地区和张家口福悦祥超市分别贡献约11.7%和3.5%的增速。1Q19公司净开20家门店（新开12家，张家口合并报表11家，关闭3家），期末门店总数达752家，同比增长9.3%，仍保持较快扩张趋势。分地区看，胶东地区实现主营收入29.6亿元，同比增长9.5%，占比约85.1%，较2018年下降约3.2pp；其他地区贡献主营收入5.2亿元，同比增长50.4%。分业态看，大卖场和综合超市仍为贡献主要营收，收入占比合计为96.7%，1Q19两者收入分别增长22.8%和6.5%。

毛利率稳步提升，存款收益减少影响财务费用

1Q19公司的综合毛利率为21.78%，同比提升0.24pp；其中零售主业毛利率为17.89%，同比提升0.21%。公司销售管理费用率为16.89%，同比下降0.12pp；财务费用率为0.09%，同比提升0.51pp。综合来看，1Q19的净利率为3.63%，同比微降0.05pp。

盈利预测及投资建议

公司聚焦社区生鲜超市，深耕供应链，有效抵御竞争对手冲击，同时保持快速开店，预计19年新开门店约100家。青岛维客扭亏为盈，体现公司供应链管理输出能力，看好公司对张家口福悦祥超市以及华润超市的整合改造。我们预计公司19-21年归母净利润分别为4.83亿、5.96亿、7.18亿元，EPS为1.03、1.27、1.53元，维持合理价值27元/股的判断不变，对应19年26X PE，维持“增持”评级。

风险提示：新收购整合效果不达预期；全国性超市龙头进入山东市场；互联网巨头介入加剧行业竞争；CPI低于预期。

风险提示

- 1.宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2.资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3.人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4.电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5.资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛**：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强**：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰**：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦**：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。