

商业贸易

贸易摩擦预期不明朗，看好超市等必选消费板块

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

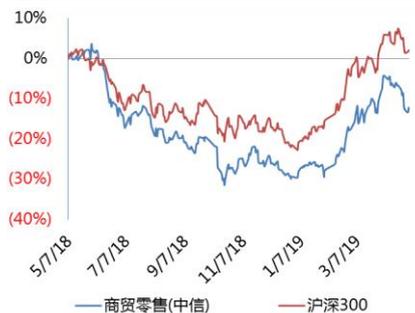
执业证书编号：S0740515100001

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	11.63	1,082.76	1.43	1.91	0.27	8.12	6.09	43.07	买入
永辉超市	601933.SH	9.88	945.56	0.15	0.24	0.31	65.87	41.17	31.87	增持
家家悦	603708.SH	27.60	129.17	0.92	1.02	1.15	30.00	27.06	24.00	增持
南极电商	002127.SZ	12.65	310.54	0.54	0.48	0.66	23.43	26.35	19.17	增持
天虹股份	002419.SZ	12.51	150.16	0.75	0.89	0.98	16.68	14.06	12.77	增持
红旗连锁	002697.SZ	5.88	79.97	0.24	0.26	0.28	24.78	22.91	21.12	增持

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数下跌 3.99%，跑赢沪深 300 指数 0.68 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 19.35%，跑输沪深 300 指数 5.42 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 0.24%，连锁指下跌 3.80%，百货指数下跌 5.59%，贸易指数下跌 4.75%。相对于本周沪深 300 跌幅 4.67%，中小板指跌幅 4.99% 而言，商贸零售板块整体表现良好。涨幅排名前五名为冠福股份、深赛格、南极电商、友好集团、汇鸿集团，分别上涨 12.34%、10.51%、5.77%、4.87%、3.94%。本周跌幅排名前五名为秋林集团、中兴商业、天虹商场、南宁百货、ST 成城，分别下跌 18.21%、13.16%、12.33%、11.90%、11.73%。

■ 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：贸易摩擦预期不明朗，看好超市等必选消费板块。**上周中美贸易争端再起，贸易摩擦最终结果还未明朗，影响短期市场波动较大，在此背景下，继续推荐超市等必选消费品板块。从一季报数据来看，超市板块业绩改善较为显著，且行业整合加速推进。2019Q1 家家悦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，正式步入跨省扩张的阶段；永辉超市目前邀约收购中百集团股权，且拟通过公开发行人可转换公司债券进一步提高公司的资金实力，头部超市企业的优势将会逐渐扩大。

中国连锁经营协会于 5 月 9 日发布“2018 年中国连锁百强”。2018 年连锁百强销售规模为 2.4 万亿元，同比增长 7.7%，占社会消费品零售总额的 6.3%，比上年增长 0.3 个百分点。连锁百强门店总数 13.8 万个，同比增长 16.0%。去除便利店门店因素（含苏宁小店），百强门店增速为 9.1%，与上年持平。从百强榜单的数据可以看到零售行业发展的几点趋势：

(1) 线上业务增速喜人，全渠道业务的拓展是企业销售收入增长的主要驱动之一。2018 年，百强线上销售业务增长 55.5%，增幅超过全国线上商品零售增幅一倍以上。去除线上销售占比较高的苏宁、国美、盒马鲜生等企业，百强企业线上销售额平均占比达到 2.6%，比上年提高 0.8 个百分点，其中超市业态占比为 1.9%，比上年提高 0.6 个百分点。

(2) 大型超市增长放缓，便利店业态发展迅速。作为快消品零售的主力业态，大型超市普遍面临坪效下降、盈利能力趋弱的困局，增长乏力。2018 年，大型超市坪效平均下降 8.0%，但人效提高 4.9%，毛利率提高 0.5 个百分点，达到 21.5%。2018 年，以经营大型超市为主的百强企业，销售额平均增长 2.5%，门店数平均增长 3.6%，均显著低于百强平均增速。同时，大型超市营运成本继续上涨，员工薪酬总额上涨 13.0%，房租上涨 10.6%，成本占销售比重在各业态中居于较高水平。在连锁百强各业态中，便利店增速遥遥领先。2018 年，便利店百强企业销售规模同比增长 21.1%，门店数量增长 18.0%，新增门店 11944 个，占百强新增门店总数的 62.5%。

(3) **家居连锁增长势头不可忽视。**被阿里入股以后，居然之家以 710 亿的销售额、303 家门店位列第七位。红星美凯龙则以 23.8% 的增长率、248 亿的营业收入位列第 26 位。除了红星美凯龙和居然之家，宜家家居和尚品宅配也有稳定增长。中国家居市场规模大，集中度低，家居专业连锁业态拥有庞大的市场空间，未来家居零售市场的集约化水平将进一步提高。

(4) **百货困局依旧。**2018 年，百强百货店总销售额同比增长 3.5%，门店数同比增长 3.9%，线上销售增长 46.1%，均低于百强平均水平。2018 年销售额和门店数出现下降的百强企业中，以百货店为主营业务的企业占到一半。整体业绩平平，但头部百货转型也在持续推进。

- **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

行业周观察	- 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	- 8 -
重点公司公告及下周大事提醒:	- 8 -
行业前瞻及投资组合:	- 10 -
月度配置观点以及标的公司:	- 10 -
投资组合:	- 11 -
公司及行业资讯	- 13 -
新零售动态跟踪	- 13 -
传统零售动态跟踪	- 14 -
零售行业资本动态跟踪 融资动态	- 14 -
风险提示	- 14 -

图表目录

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

行业周观察

■ **贸易摩擦预期不明朗，看好超市等必选消费板块。**上周中美贸易争端再起，贸易摩擦最终结果还未明朗，影响短期市场波动较大，在此背景下，继续推荐超市等必选消费品板块。从一季报数据来看，超市板块业绩改善较为显著，且行业整合加速推进。2019Q1 家家悦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，正式步入跨省扩张的阶段；永辉超市目前邀约收购中百集团股权，且拟通过公开发行可转换公司债券进一步提高公司的资金实力，头部超市企业的优势将会逐渐扩大。

■ **中国连锁经营协会于 5 月 9 日发布“2018 年中国连锁百强”。**2018 年连锁百强销售规模为 2.4 万亿元，同比增长 7.7%，占社会消费品零售总额的 6.3%，比上年增长 0.3 个百分点。连锁百强门店总数 13.8 万个，同比增长 16.0%。去除便利店门店因素（含苏宁小店），百强门店增速为 9.1%，与上年持平。从百强榜单的数据可以看到零售行业发展的几点趋势：

（1）线上业务增速喜人，全渠道业务的拓展是企业销售收入增长的主要驱动之一。2018 年，百强线上销售业务增长 55.5%，增幅超过全国线上商品零售增幅一倍以上。去除线上销售占比较高的苏宁、国美、盒马鲜生等企业，百强企业线上销售额平均占比达到 2.6%，比上年提高 0.8 个百分点，其中超市业态占比为 1.9%，比上年提高 0.6 个百分点。

（2）大型超市增长放缓，便利店业态发展迅速。作为快消品零售的主力业态，大型超市普遍面临坪效下降、盈利能力趋弱的困局，增长乏力。2018 年，大型超市坪效平均下降 8.0%，但人效提高 4.9%，毛利率提高 0.5 个百分点，达到 21.5%。2018 年，以经营大型超市为主的百强企业，销售额平均增长 2.5%，门店数平均增长 3.6%，均显著低于百强平均增速。同时，大型超市运营成本继续上涨，员工薪酬总额上涨 13.0%，房租上涨 10.6%，成本占销售比重在各业态中居于较高水平。在连锁百强各业态中，便利店增速遥遥领先。2018 年，便利店百强企业销售规模同比增长 21.1%，门店数量增长 18.0%，新增门店 11944 个，占百强新增门店总数的 62.5%。

（3）家居连锁增长势头不可忽视。被阿里入股以后，居然之家以 710 亿的销售额、303 家门店位列第七位。红星美凯龙则以 23.8% 的增长率、248 亿的营业收入位列第 26 位。除了红星美凯龙和居然之家，宜家家居和尚品宅配也有稳定增长。中国家居市场规模大，集中度低，家居专业连锁业态拥有庞大的市场空间，未来家居零售市场的集约化水平将进一步提高。

（4）百货困局依旧。2018 年，百强百货店总销售额同比增长 3.5%，门店数同比增长 3.9%，线上销售增长 46.1%，均低于百强平均水平。2018 年销售额和门店数出现下降的百强企业中，以百货店为主营业务的企业占到一半。整体业绩平平，但头部百货转型也在持续推进。

图表 1: 2018 年中国连锁百强（前 30）

2018年中国连锁百强

CCFA 2019年5月9日发布

序号	企业名称	2018销售 (含税万元)	销售 增长率 (%)	2018 门店总数 (个)	门店 增长率 (%)	备注
1	苏宁易购集团股份有限公司	33675700	38.4%	11064	183.3%	★
2	国美零售控股有限公司	13818365	-10.1%	2122	32.3%	★
3	华润万家有限公司	10125379	-2.3%	3192	0.9%	① ★
4	康成投资(中国)有限公司(大润发)	9590000	0.5%	407	6.3%	★
5	沃尔玛(中国)投资有限公司	8048950	0.3%	441	0.0%	② ★
6	永辉超市股份有限公司	* 7676773	17.4%	1275	58.2%	★
7	北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司	7100000	13.1%	303	35.9%	★
8	重庆商社(集团)有限公司	6748882	13.3%	413	-2.4%	★
9	中石化易捷销售有限公司	6200000	19.0%	27259	5.8%	★
10	联华超市股份有限公司	4922938	-2.9%	3371	-1.5%	★
11	物美科技集团有限公司	4834371	1.9%	1055	11.8%	③ ★
12	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	4746375	-4.7%	302	-5.9%	④ ★
13	长春欧亚集团股份有限公司	4536925	6.9%	140	5.3%	★
14	步步高集团	3901253	5.2%	686	6.4%	★
15	武汉武商集团股份有限公司	3830546	2.1%	88	0.0%	★
16	银座集团	3744251	5.1%	377	2.7%	★
17	王府井集团股份有限公司	3404203	1.0%	53	-5.4%	★
18	中百控股集团股份有限公司	3324353	0.1%	1255	11.1%	★
19	石家庄北国人百集团有限责任公司	3054528	1.8%	69	1.5%	
20	银泰商业(集团)有限公司	2990907	30.5%	63	23.5%	★
21	大商股份有限公司	* 2792470	-10.8%	144	-2.7%	
22	天虹商场股份有限公司	2767135	4.5%	250	11.6%	★
23	利群集团股份有限公司	2653669	6.5%	533	9.9%	★
24	家家悦控股集团股份有限公司	2592670	7.9%	738	8.4%	★
25	烟台振华商业集团	2512229	2.6%	151	16.2%	☆
26	红星美凯龙控股集团有限公司	2481753	23.8%	325	22.6%	⑤ ★
27	中国石油销售公司(昆仑好客)	2450000	28.9%	19700	3.7%	★
28	郑州丹尼斯百货有限公司	2383801	9.0%	450	4.7%	
29	金鹰国际商贸集团(中国)有限公司	2353474	13.6%	32	0.0%	★
30	屈臣氏中国	2341500	10.3%	3608	10.3%	★

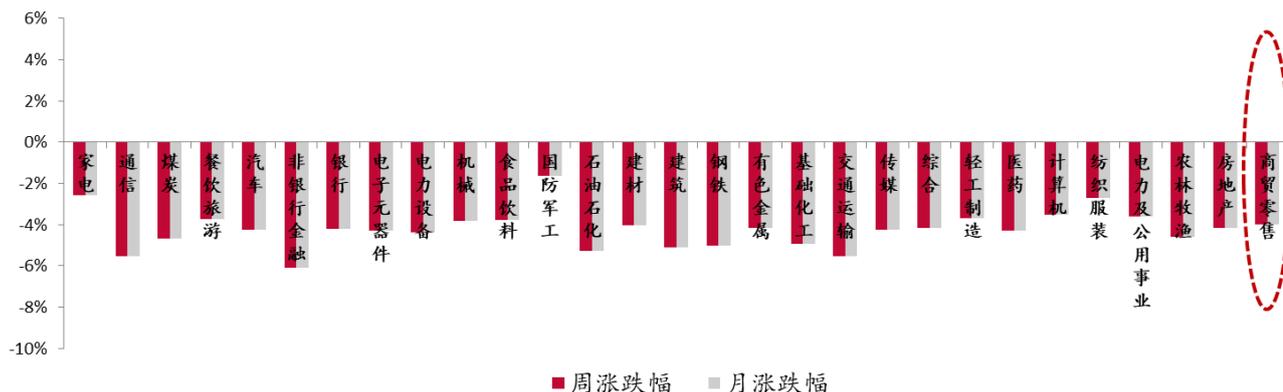
来源: CCFA 中泰证券研究所

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

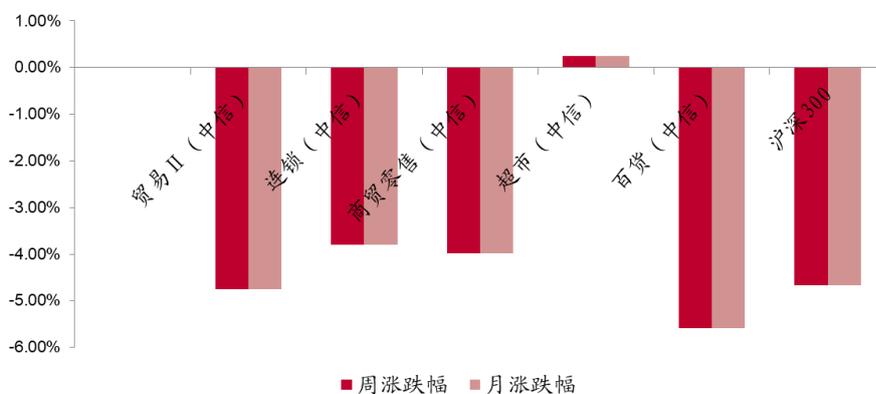
- 商贸零售(中信)指数下跌3.99%, 跑赢沪深300指数0.68个百分点。年初至今, 商贸零售板块上涨19.35%, 跑输沪深300指数5.42个百分点。子板块方面, 超市指数上涨0.24%, 连锁指下跌3.80%, 百货指数下跌5.59%, 贸易指数下跌4.75%。相对于本周沪深300跌幅4.67%, 中小板指跌幅4.99%而言, 商贸零售板块整体表现良好。

图表2: 零售行业涨跌幅情况



来源: WIND 中泰证券研究所

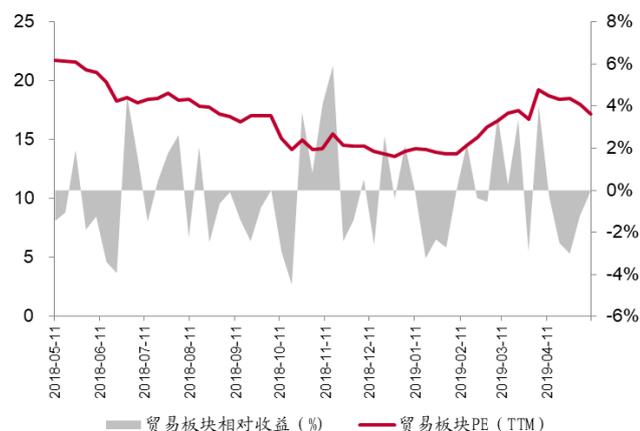
图表 3: 行业各子板块涨跌幅情况表现



来源: WIND 中泰证券研究所

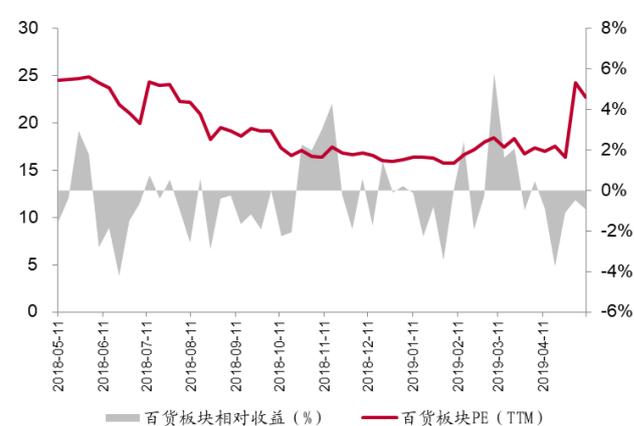
- **子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (5 月 10 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 17 倍、23 倍、21 倍和 41 倍, 除超市基本持平外, 其他板块较上周略有下降。

图表 4: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况



来源: WIND 中泰证券研究所

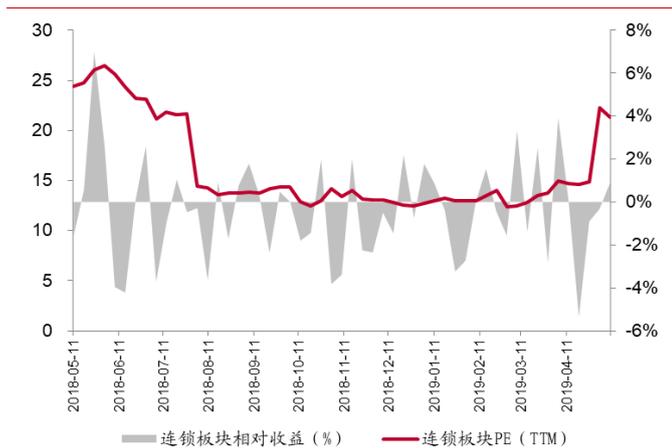
图表 5: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况



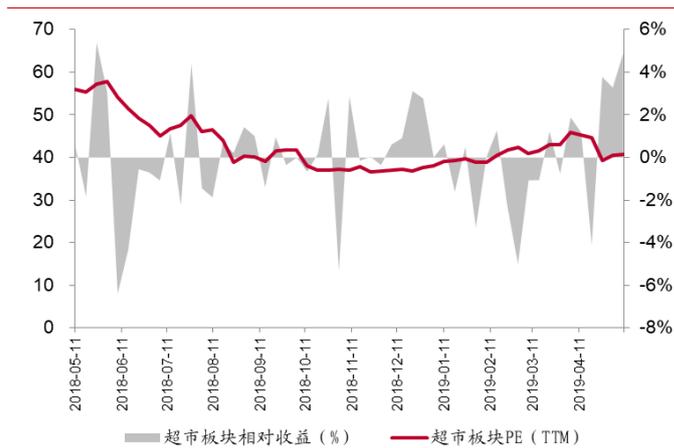
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 6: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况

图表 7: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况



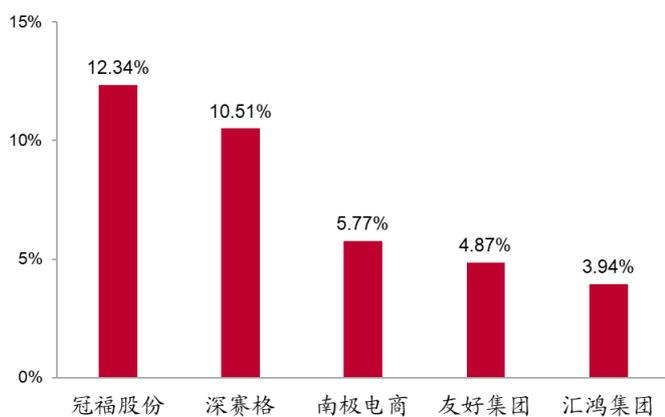
来源: WIND 中泰证券研究所



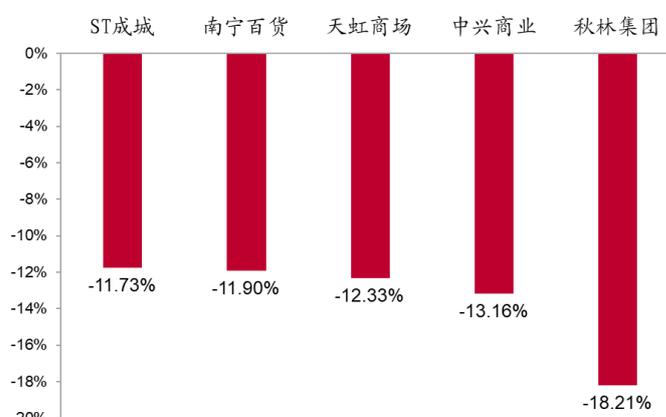
来源: WIND 中泰证券研究所

零售行业重点公司市场表现

- **商贸零售子版块公司涨跌幅前五名。**涨幅排名前五名为冠福股份、深赛格、南极电商、友好集团、汇鸿集团，分别上涨 12.34%、10.51%、5.77%、4.87%、3.94%。本周跌幅排名前五名为秋林集团、中兴商业、天虹商场、南宁百货、ST 成城，分别下跌 18.21%、13.16%、12.33%、11.90%、11.73%。

图表 8: 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 9: 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:

- **【天虹股份】第二期市场化股票增持计划完成股票购买的公告:**天虹商场股份有限公司第四届董事会第四十次会议和 2019 年第一次临时股东大会审议通过了《公司第二期市场化股票增持计划(草案)及其摘要的议案》等事项,同意公司实施第二期市场化股票增持计划。本计划是通过市场化增持方式实施的员工持股计划。截至 2019 年 4 月 30 日,本计划已通过二级市场累计购买公司股票 6,864,322 股,占公司总股本的 0.57%,交易金额 92,789,648.06 元,交易均价 13.52 元。

- **【永辉超市】关于筹划公开发行可转换公司债券的提示性公告：**公司拟通过公开发行可转换公司债券进一步提高公司的资金实力，加强公司的行业竞争力。本次可转债发行规模不超过公司最近一期末净资产额的 40%，并以中国证监会核准的发行规模为准。
- **【苏宁易购】关于回购公司股份的进展公告：**2018 年 12 月 28 日，公司召开第六届董事会第三十五次会议，审议通过《关于回购部分社会公众股份的预案》（公司 2018-157、2018-158 号公告），并于 2019 年 1 月 10 日公告了《关于回购部分社会公众股份的报告书》（公司 2019-003 号公告）、《北京市金杜律师事务所上海分所关于苏宁易购集团股份有限公司回购部分社会公众股份的法律意见书》。2019 年 1 月 24 日，公司召开第六届董事会第三十七次会议，审议通过《关于修订〈回购部分社会公众股份的预案〉的议案》（公司 2019-011 公告），并公告了《关于修订〈回购部分社会公众股份的预案〉的公告》、《关于回购部分社会公众股份的方案》（公司 2019-013、2019-014 号公告）、《北京市金杜律师事务所上海分所关于苏宁易购集团股份有限公司调整回购部分社会公众股份事项的法律意见书》。截至 4 月末公司累计回购股份数量 4,167.10 万股，占公司总股本的 0.45%，最高成交价为 14.60 元/股，最低成交价为 10.35 元/股，支付的总金额为 54,239.27 万元（不含交易费用）。
- **【跨境通】关于发行股份及支付现金购买资产暨重大资产重组限售股份上市流通提示性公告：**根据中国证券监督管理委员会《关于核准跨境通宝电子商务股份有限公司向周敏等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]2191 号），核准跨境通宝电子商务股份有限公司向周敏发行 49,596,977 股股份、向江伟强发行 18,035,264 股股份、向沈寒发行 2,818,010 股股份、向陈巧芸发行 1,409,005 股股份、向李侃发行 1,409,005 股股份购买相关资产。新增股份于 2018 年 1 月 26 日在深圳证券交易所上市。公司发行前总股本为 1,435,110,371 股，发行后总股本变为 1,508,378,632 股。

图表 10: 下周公司大事提醒

(05/12) 周日	(05/13) 周一	(05/14) 周二	(05/15) 周三	(05/16) 周四	(05/17) 周五	(05/18) 周六
新华都 (002264): 股东大会互联网投票起始	新宁物流 (300013): 股东大会现场会议登记起始	跨境通 (002640): 股东大会现场会议登记起始	友好集团 (600778): 股东大会现场会议登记起始	津劝业 (600821): 股东大会现场会议登记起始	高鑫零售 (6808): 股东大会召开	
怡亚通 (002183): 股东大会互联网投票起始	怡亚通 (002183): 股东大会召开	明牌珠宝 (002574): 股东大会互联网投票起始	华联综超 (600361): 股东大会召开	友好集团 (600778): 股东大会召开	莱克电气 (603355): 股东大会召开	
	红旗连锁 (002697): 分红股权登记	红旗连锁 (002697): 分红派息	开润股份 (300577): 分红除权	友好集团 (600778): 股东大会互联网投票起始	莱克电气 (603355): 股东大会互联网投票起始	
	新华都 (002264): 股东大会召开	红旗连锁 (002697): 分红除权	珠江啤酒 (002461): 分红除权	小商品城 (600415): 股东大会现场会议登记起始	农产品 (000061): 股东大会现场会议登记起始	
	华联股份 (000882): 股东大会现场会议登记起始	三六五网 (300295): 股东大会现场会议登记起始	珠江啤酒 (002461): 股东大会互联网投票起始	南宁百货 (600712): 股东大会召开	三六五网 (300295): 股东大会召开	
	珠江啤酒 (002461): 股东大会现场会议登记起始	浙江东方 (600120): 股东大会现场会议登记起始	华联股份 (000882): 股东大会召开	永辉超市 (601933): 股东大会互联网投票起始	商业城 (600306): 股东大会互联网投票起始	
		华联综超 (600361): 股东大会现场会议登记起始	海航基础 (600515): 股东大会现场会议登记起始	永辉超市 (601933): 股东大会召开	宏图高科 (600122): 股东大会现场会议登记起始	
		新宁物流 (300013): 股东大会互联网投票起始	华联综超 (600361): 股东大会互联网投票起始	南宁百货 (600712): 股东大会互联网投票起始	南极电商 (002127): 股东大会召开	
		萃华珠宝 (002731): 股东大会互联网投票起始	开润股份 (300577): 分红派息	徐家汇 (002561): 分红除权	武汉中商 (000785): 股东大会现场会议登记起始	
		神州租车 (0699): 股东大会召开	阿里巴巴 (BABA): 年报预计披露日期	徐家汇 (002561): 分红派息	潮宏基 (002345): 股东大会召开	
		开润股份 (300577): 分红股权登记	萃华珠宝 (002731): 股东大会召开	南极电商 (002127): 股东大会互联网投票起始	海宁皮城 (002344): 股东大会召开	
		步步高 (002251): 股东大会互联网投票起始	珠江啤酒 (002461): 分红派息	海宁皮城 (002344): 股东大会互联网投票起始	重庆百货 (600729): 股东大会现场会议登记起始	
		珠江啤酒 (002461): 分红股权登记	徐家汇 (002561): 分红股权登记	潮宏基 (002345): 股东大会现场会议登记起始	物产中大 (600704): 股东大会现场会议登记起始	
		海宁皮城 (002344): 股东大会现场会议登记起始	明牌珠宝 (002574): 股东大会召开	潮宏基 (002345): 股东大会互联网投票起始	津劝业 (600821): 股东大会召开	
		南极电商 (002127): 股东大会现场会议登记起始	新宁物流 (300013): 股东大会召开	三六五网 (300295): 股东大会互联网投票起始	津劝业 (600821): 股东大会互联网投票起始	
		华联股份 (000882): 股东大会互联网投票起始	步步高 (002251): 股东大会召开	商业城 (600306): 股东大会现场会议登记起始	小商品城 (600415): 股东大会互联网投票起始	
		步步高 (002251): 股东大会现场会议登记起始	南宁百货 (600712): 股东大会现场会议登记起始	浙江东方 (600120): 股东大会互联网投票起始	商业城 (600306): 股东大会召开	
		神州租车 (0699): 一季报预计披露日期		莱克电气 (603355): 股东大会现场会议登记起始	海航基础 (600515): 业绩发布会	
				浙江东方 (600120): 股东大会召开	小商品城 (600415): 股东大会召开	
				珠江啤酒 (002461): 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	1082.76	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	945.56	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	129.17	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	310.54	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	150.16	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	79.97	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 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

- **【美团推出新品牌“美团配送” 开放配送平台】**5月6日，美团在北京召开发布会，正式推出新品牌“美团配送”，并宣布开放配送平台。美团外卖日完成订单量已于4月20日超过2500万单。与此同时，美团配送在全国发展了近万家配送站点、前置仓实体网络，服务于全国360多万商家和4亿多用户，覆盖2800余座市县，日活跃配送骑手超过60万人。美团配送将在技术平台、运力网络、产业链上下游等方面向生态伙伴开放多项能力，家乐福、CFB集团、百果园、多点、叮当快药已与美团配送达成合作。（联商网）
- **【淘宝上线特卖区，与拼多多火拼下沉市场】**在过去的2018年，电商下沉市场的红利几乎被拼多多与淘宝两大平台瓜分殆尽。2018年全年，以下沉市场起家的拼多多增加了超过1.7亿年度活跃用户；淘宝APP则在去年前三季度净增了8200万年度活跃用户，全年过亿。拼多多与淘宝用户的重合率已经相当高，拼多多72.4%的用户同时也是淘宝用户。下沉市场的攻守博弈，将会是二者最为焦灼的战事。淘宝一方对标拼多多祭出的杀器——特卖区，在上线满一月后，已经初现端倪。（联商网）
- **【京东集团宣布成立京东健康子集团】**5月10日晚间，在对外发布的2019财年第一季度财报中，京东集团宣布正式成立京东健康子集团。京东健康作为京东集团旗下唯一经营大健康相关业务的子集团，将依托京东集团的各项能力和资源优势，在现有医药零售、医药批发、互联网医疗、健康城市四个业务版块基础上，逐步完善“互联网+医疗健康”产业布局。（联商网）

- **【京东与腾讯达成新一轮合作 后者让渡微信流量资源】**5月10日，京东发布2019财年第一季度业绩时披露了与腾讯的新一轮合作。双方续签了为期三年的战略合作协议，协议自2019年5月27日起生效。根据协议，腾讯将继续在其微信平台为京东提供位置突出的一级和二级入口，为京东带来流量支持。根据新的战略协议，双方将继续在社交服务、广告采买和会员服务等一系列领域继续展开合作。京东与腾讯达成进一步的战略合作，将极大地提升用户的购物体验，触达更广泛的用户群体并不断扩大京东在移动电商市场上的份额。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【2018年中国连锁百强名单出炉】**2018年连锁百强销售规模为2.4万亿元，同比增长7.7%，占社会消费品零售总额的6.3%，比上年增长0.3个百分点。苏宁易购以3367.57亿元销售额，位列连锁百强榜首；国美零售1381.84亿元蝉联该榜单第二名；盒马鲜生以140亿位列第47位。作为快消品零售的主力业态，大型超市普遍面临坪效下降、盈利能力趋弱的困局，增长乏力。百强中的国际零售品牌以经营大型超市为主。在资本合作方面，国际零售品牌也表现出积极姿态。高鑫引入阿里巴巴，家乐福引入腾讯，麦德龙提出引资计划。永辉购入百佳，利群收购乐天。近两年是外资零售企业与本土企业资本合作最活跃的阶段。（联商网）
- **【主要超市去年至少关店562家 但同比减少了3成】**14家超市上市企业2018年总共新开1022家门店，较上一年的1119家，同比减少8.67%；同时至少关闭门店562家，较上一年的828家，同比减少32.13%。截止2018年末，14家超市上市企业门店总数达到10634家，较上一年的10423家净增加211家，同比增长2.02%。（联商网）

零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【贝店获8.6亿元融资 一年半成长为行业独角兽】**国内知名社交电商平台贝店完成8.6亿元融资，高瓴资本、襄禾资本、红杉资本、创新工场、高榕资本、IDG资本、今日资本等知名投资机构均有参与投资。融资资金将主要用于贝店的供应链体验升级，深耕源头供应链，打造社交驱动的柔性供应链基础设施，全面提升KOL社交零售体验。贝店创立于2017年8月，是贝贝集团旗下的社交电商平台，秉承“让更多人过上更好生活”的使命，为消费者提供居家、服饰、美食、美妆、母婴等全球好货。

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。