

商业贸易

关注小业态发展前景，重点配置超市板块和低估值电商标的

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	11.45	1,066.00	1.43	1.91	0.27	8.00	5.99	42.41	买入
永辉超市	601933.SH	9.98	955.13	0.15	0.24	0.31	66.53	41.58	32.19	增持
家家悦	603708.SH	23.15	140.84	0.92	1.02	1.15	25.16	22.70	20.13	增持
南极电商	002127.SZ	11.05	271.26	0.54	0.48	0.66	20.46	23.02	16.74	增持
天虹股份	002419.SZ	14.05	168.64	0.75	0.89	0.98	18.73	15.79	14.34	增持
红旗连锁	002697.SZ	6.32	85.95	0.24	0.26	0.28	26.63	24.62	22.70	增持

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 0.61%，跑输沪深 300 指数 1.16 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 16.92%，跑输沪深 300 指数 1.24 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 1.27%，连锁指上涨 0.14%，百货指数上涨 1.54%，贸易指数上涨 1.26%。相对于本周沪深 300 涨幅 1.77%，中小板指涨幅 2.12% 而言，商贸零售板块整体表现一般。涨幅排名前五名为昆百大 A、天虹商场、传化股份、弘业股份、汇通能源，分别上涨 8.79%、7.58%、7.44%、6.36%、5.65%。本周跌幅排名前五名为吉峰农机、茂业通信、汇鸿集团、海印股份、快乐购，分别下跌 13.64%、9.24%、7.48%、7.48%、6.87%。

■ 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“买入”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 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“增持”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，超市新业态培育也日渐成熟，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：关注小业态发展前景，重点配置超市板块和低估值电商标的。**猪价持续上涨，预计 6 月 CPI 仍将维持高位，持续关注必选消费超市板块。6 月最新农产品数据显示：果蔬价格出现回落，但猪价仍持续走高，预计 6 月 CPI 仍将维持高位，利好必选消费品，持续重点配置超市板块。超市板块中，看好小业态的发展前景，建议重点配置社区店业态为主的红旗连锁及 Mini 店培育进展良好的永辉超市，此外重点关注家家悦。
- **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、南极电商、家家悦、永辉超市、红旗连锁。建议重点关注步步高、中百集团等；产品型零售企业关注开润股份；百货重点关注王府井、重庆百货、天虹股份等；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

零售周观察	- 4 -
零售板块一周行情回顾	- 4 -
周度市场以及子板块表现比较	- 4 -
零售行业重点公司市场表现	- 6 -
重点公司公告及下周大事提醒:	- 6 -
行业前瞻及投资组合:	- 8 -
月度配置观点以及标的公司:	- 8 -
投资组合:	- 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	- 12 -
风险提示	- 12 -

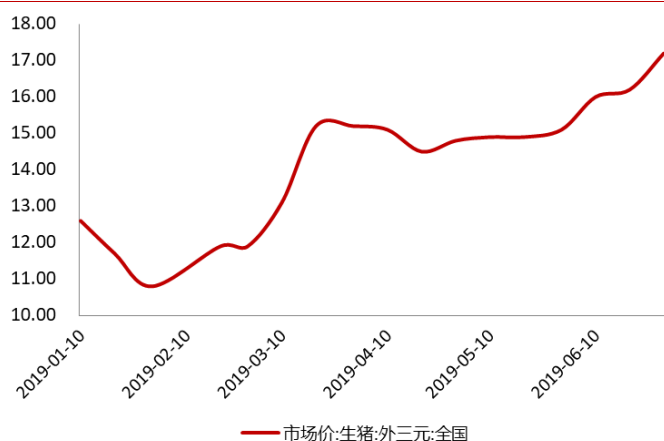
图表目录

图表 2: 零售行业涨跌幅情况	- 4 -
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	- 7 -

零售周观察

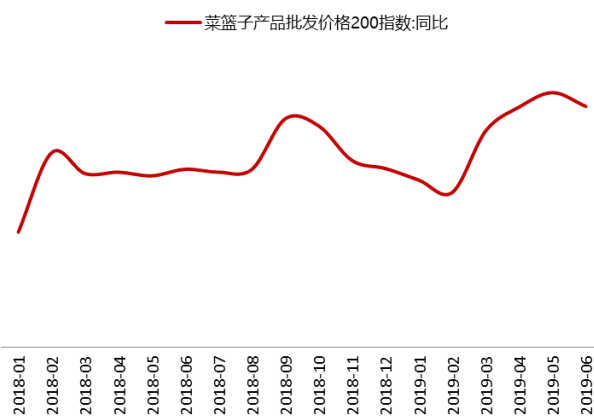
- 猪价持续上涨，预计 6 月 CPI 仍将维持高位，持续关注必选消费超市板块。6 月最新农产品数据显示：果蔬价格出现回落，但猪价仍持续走高，预计 6 月 CPI 仍将维持高位，利好必选消费品，持续重点配置超市板块。
- 超市板块中，看好小业态的发展前景，建议重点配置社区店业态为主的红旗连锁及 Mini 店培育进展良好的永辉超市，此外重点关注家家悦。

图表 1: 猪价持续走高



来源: Wind 中泰证券研究所

图表 2: 果蔬价格稍有回落



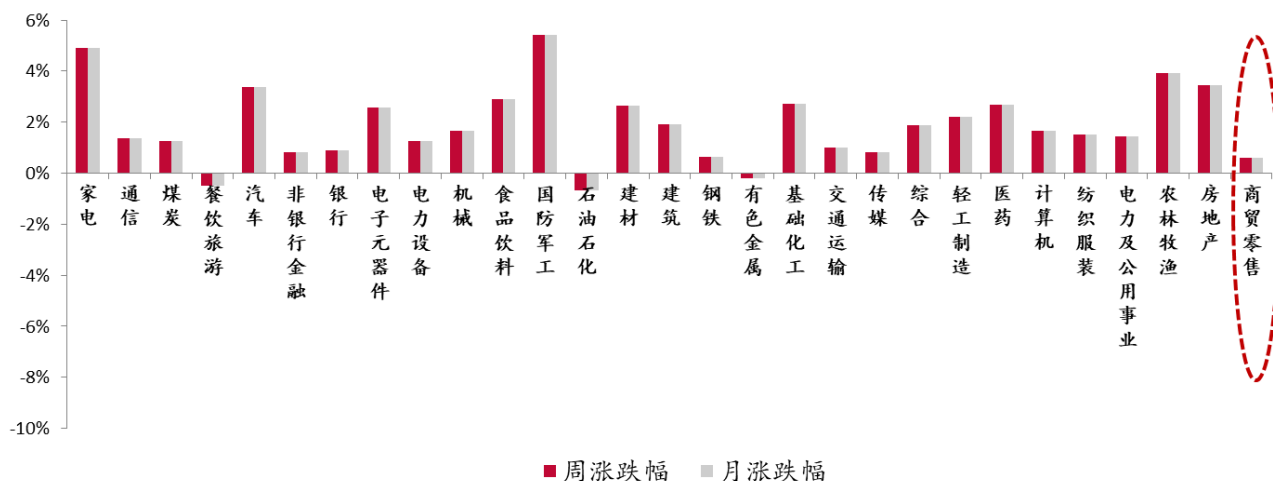
来源: Wind 中泰证券研究所

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

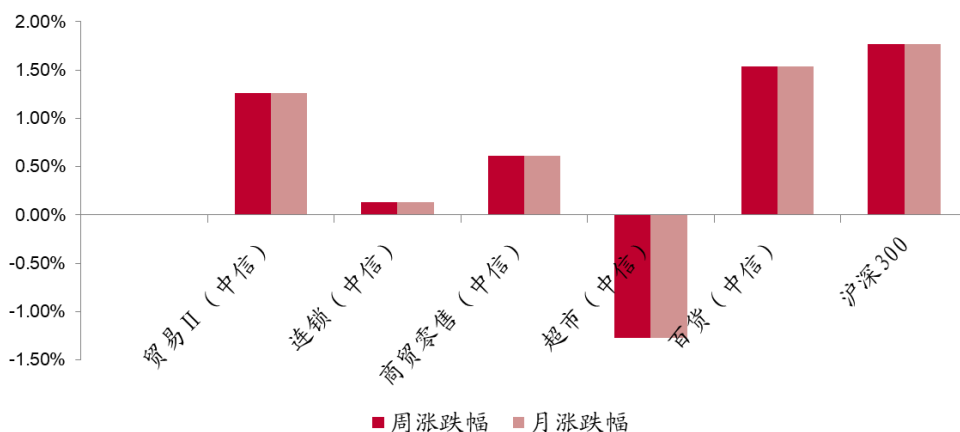
- 商贸零售（中信）指数上涨 0.61%，跑输沪深 300 指数 1.16 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 16.92%，跑输沪深 300 指数 12.40 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 1.27%，连锁指上涨 0.14%，百货指数上涨 1.54%，贸易指数上涨 1.26%。相对于本周沪深 300 涨幅 1.77%，中小板指涨幅 2.12%而言，商贸零售板块整体表现一般。

图表 1: 零售行业涨跌幅情况



来源: WIND 中泰证券研究所

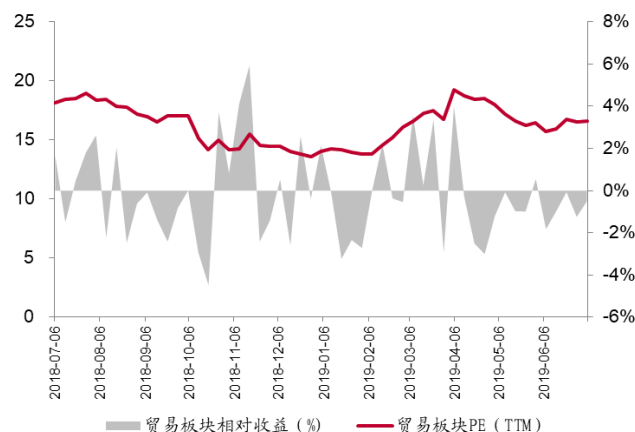
图表 2: 行业各子板块涨跌幅情况表现



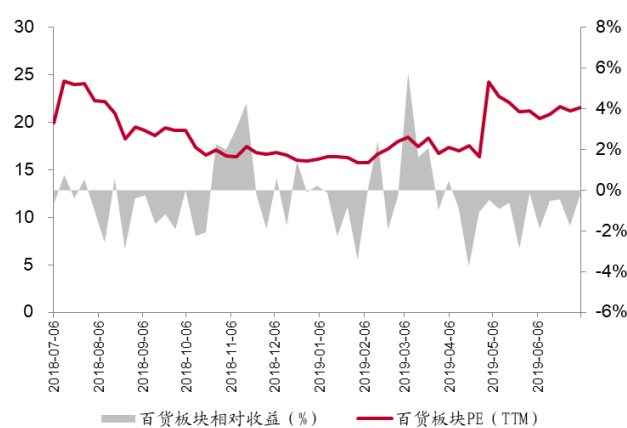
来源: WIND 中泰证券研究所

- **子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (7 月 5 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 17 倍、22 倍、21 倍和 41 倍, 较上周基本持平。

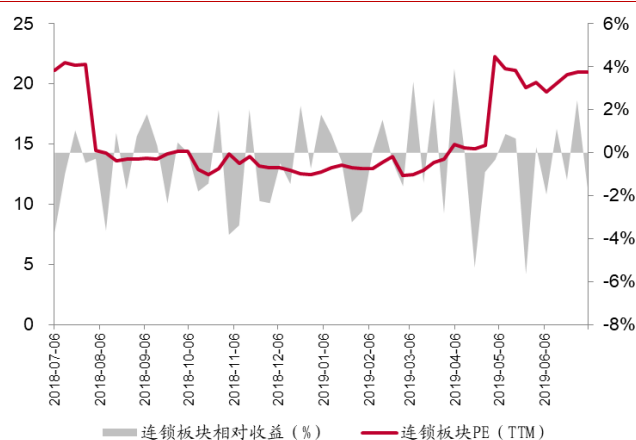
图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况



图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况

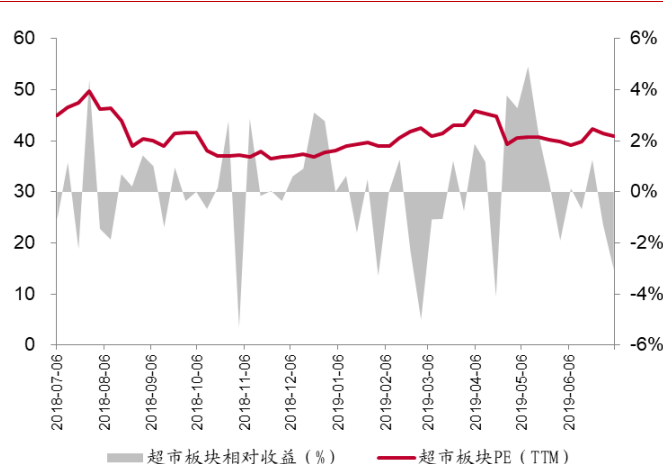


来源: WIND 中泰证券研究所

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

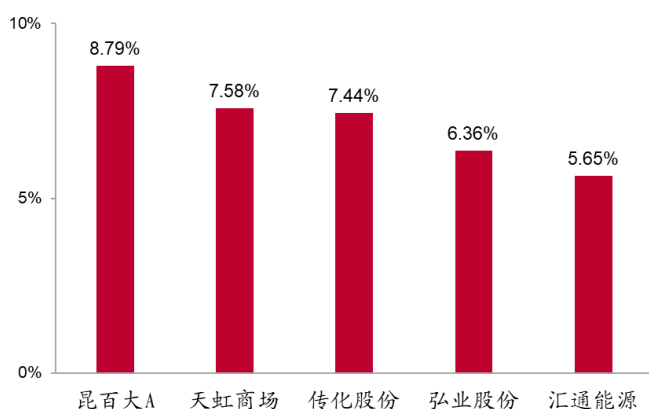
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况


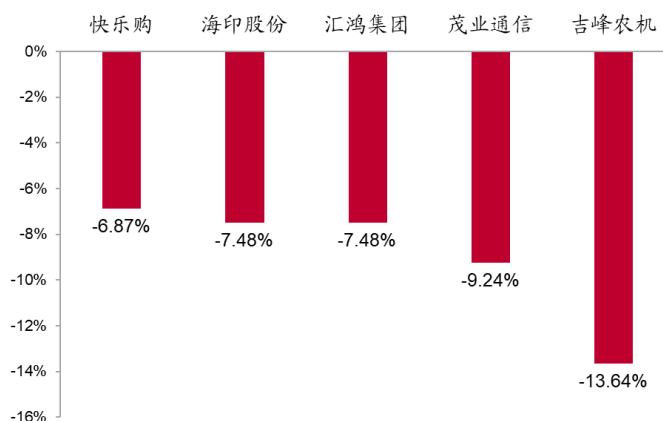
来源: WIND 中泰证券研究所

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。**涨幅排名前五名为昆百大 A、天虹商场、传化股份、弘业股份、汇通能源，分别上涨 8.79%、7.58%、7.44%、6.36%、5.65%。本周跌幅排名前五名为吉峰农机、茂业通信、汇鸿集团、海印股份、快乐购，分别下跌 13.64%、9.24%、7.48%、7.48%、6.87%。

图表 7: 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 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

重点公司公告及下周大事提醒:

- **【汉商集团】收购报告书摘要:** 为支持汉阳控股、汉商集团完善现代企业制度，加大业务拓展力度，努力实现国有资本做大做强，汉阳区国资办将持有汉商集团 79,444,603 股，占汉商集团总股本 35.01% 的股份无偿

划转至汉阳控股，同时拟将拥有的无偿收回汉商集团股权分置改革代垫股份 39,608 股的权利一并转让给汉阳控股。

- **【永辉超市】关于股东部分股票质押的公告：**张轩宁先生将其持有的本公司无限售流通股中的 96,520,000 股于 2019 年 7 月 2 日质押给平安证券股份有限公司，质押期限至 2021 年 7 月 1 日。该股份数量占本公司总股本的比例约 1.01%。张轩宁先生持有本公司股数 743,811,240 股，占本公司总股本 7.77%。本次质押后张轩宁先生质押的股份数量为 218,790,000 股，占其持股总数 29.41%、占公司总股本 2.29%。
- **【周大生】关于持股 5%以上股东减持计划的预披露公告：**持周大生珠宝股份有限公司股份 53,684,096 股（占本公司总股本比例 11.0166%）的股东北极光投资有限公司计划以大宗交易方式或集中竞价方式或协议转让方式减持股份，其中以大宗交易方式或集中竞价方式减持股份合计不超过 29,238,180 股（占本公司总股本比例 6%）。其中拟通过证券交易所集中竞价方式减持的自本减持计划公告之日起 15 个交易日之后的 6 个月内进行，且任意连续 90 个自然日内通过交易所集中竞价方式减持股份的总数，不超过公司股份总数的 1%；拟通过大宗交易方式减持的自本减持计划公告之日起 3 个交易日之后的 6 个月内进行，且任意连续 90 个自然日内减持股份总数不超过公司股份总数的 2%。若减持期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，减持股份数量进行相应调整。拟通过协议转让方式减持股份数量将遵循法律法规规范性文件的规定。
- **【跨境通】关于公司持股 5%以上股东、董事、高级管理人员减持公司股份的公告：**跨境通宝电子商务股份有限公司于近日收到公司持股 5%以上股东、公司董事长、总经理徐佳东先生的通知，获悉徐佳东先生通过大宗交易方式减持公司股份 7,002,517 股，占公司总股本的 0.45%。徐佳东先生不属于公司控股股东、实际控制人，本次减持不会导致公司控制权发生变化，不会导致公司股权分布不具备上市条件，不会对公司治理结构及持续经营产生影响。本次减持后，徐佳东先生仍为公司持股 5%以上的股东。
- **【豫园股份】关于重大资产重组部分限售股上市流通的公告：**上海豫园旅游商城股份有限公司于 2018 年 5 月 11 日收到中国证券监督管理委员会核发的《关于核准上海豫园旅游商城股份有限公司向浙江复星商业发展有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可〔2018〕803 号）。公司股份总数由 1,437,321,976 股增加至 3,876,483,864 股。上海市黄浦区房地产开发实业总公司为本次重大资产重组发行对象，持有公司 164,276,968 股限售股，限售期 12 个月，上市流通日期为 2019 年 7 月 12 日。截止本公告披露日，上海市黄浦区房地产开发实业总公司持有公司 164,276,968 股限售股，占目前公司总股本比例为 4.23%。

图表 9：下周公司大事提醒

(07/07) 周日	(07/08) 周一	(07/09) 周二	(07/10) 周三	(07/11) 周四	(07/12) 周五	(07/13) 周六
天虹股份 (002419): 股东大会互联网投票起始	萃华珠宝 (002731): 分红除权	海航基础 (600515): 股东大会现场会议登记起始	周大生 (002867): 分红派息	苏宁易购 (002024): 股东大会现场会议登记起始	高鑫零售 (6808): 分红派息	
	萃华珠宝 (002731): 分红派息	新宁物流 (300013): 股东大会现场会议登记起始	周大生 (002867): 红股上市	萃华珠宝 (002731): 股东大会现场会议登记起始	海大集团 (002311): 股东大会现场会议登记起始	
	浙江东方 (600120): 申万行业变更	华联综超 (600361): 分红派息	周大生 (002867): 分红除权	茂业商业 (600828): 股东大会召开	新宁物流 (300013): 分红除权	
	萃华珠宝 (002731): 红股上市	生意宝 (002095): 分红股权登记	生意宝 (002095): 分红派息	新宁物流 (300013): 分红股权登记	新宁物流 (300013): 分红派息	
	物产中大 (600704): 申万行业变更	华联综超 (600361): 分红除权	华联股份 (000882): 分红派息	新宁物流 (300013): 股东大会互联网投票起始	豫园股份 (600655): 限售股份上市流通	
	华联综超 (600361): 分红股权登记	三六五网 (300295): 分红股权登记	生意宝 (002095): 分红除权	茂业商业 (600828): 股东大会互联网投票起始	新宁物流 (300013): 股东大会召开	
	文峰股份 (601010): 申万行业变更	周大生 (002867): 分红股权登记	三六五网 (300295): 分红派息		新宁物流 (300013): 红股上市	
	益民集团 (600824): 申万行业变更	华贸物流 (603128): 分红除权	三六五网 (300295): 分红除权		浙江东方 (600120): 股东大会现场会议登记起始	
	天虹股份 (002419): 股东大会召开	华贸物流 (603128): 分红派息	华联股份 (000882): 分红除权			
	华贸物流 (603128): 分红股权登记	华联股份 (000882): 分红股权登记				
	中兴商业 (000715): 分红派息	南宁百货 (600712): 限售股份上市流通				
	中兴商业 (000715): 分红除权					

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 10：本周重点推荐股票及看点

公司名称	公司代码	市值	目标价	核心看点
苏宁易购	002024.SZ	1066.00	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	955.13	10.08	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	140.84	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	271.26	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	168.64	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	85.95	8.20	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“买入”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“增持”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。对于具有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

- **【盒马全新业态 Pick' n Go 便利店首店亮相上海】**7 月 1 日，盒马鲜生全新业态 Pick' n Go 便利店全国首家门店在上海黄浦区哥斐中心 B2 层开业。Pick' n Go 意在打包带走，用户可以实现通过手机在路上下单，到店自提。有业内人士表示，这种模式意在解决便利店早餐排队的问题。Pick' n Go 所售卖的商品种类大约 20 余种，包括包子/煎饼，披萨/面包，美味小食（小酥肉，龙虾片以及手把串儿等），以及活力饮品（咖啡，豆浆等）。（联商网）
- **【叮咚买菜收缩拓展 烧钱扩张模式遭质疑】**尽管叮咚买菜联合创始人兼总裁黄成军离职被企业迅速否认，但是其业务拓展受阻、大规模裁员、资金链紧张等质疑声并未停止。叮咚买菜在无锡等新布局城市的前置仓拓展业务被叫停，与此同时被叫停的还有部分绍兴拓展业务，而上海大本营新客拓展也面临着众多巨头入局的挑战。叮咚买菜这家曾受到资本青睐的在线生鲜电商平台，由于以“0 元起送”的低客价拉新模式扩张，一度被外界质疑为烧钱模式难以持久。（联商网）
- **【苏宁小店瞄准境外独立 IPO? VIE 架构已就绪】**除了 34 亿元的一次性巨额投资收益外，通过剥离苏宁小店的交易，苏宁易购不仅能“解放”出大约 26 亿元的自由资金，还能每年减少数亿元的合并报表亏损，同时也免去了其未来持续“烧钱”之苦，因此这起交易给苏宁易购带来的财务冲击波影响的确不容忽视。几乎就在剥离苏宁小店控制权的同时，苏宁易购还给苏宁小店搭建好了 VIE 架构——不出意外的话，这或许是在为苏宁小店未来境外独立 IPO 铺路，而剥离“小店”资产的控制权引入新股东完善公司治理结构，对于苏宁易购来说，或许也正是出于同样的考量。（联商网）
- **【“一条”浙江首店 12 日亮相杭州滨江天街 明年将开到 50 家】**：7 月 5 日下午，新零售标杆“一条”的合伙人张晴在龙湖杭州滨江天街进行了一场分享会，透露本月 12 日，“一条”将首次亮相杭城，这也是“一

条”继上海、南京、济南、北京之后，浙江省开设的首家实体店。自 2016 年起，“一条”的电商平台“一条生活馆”开始运营，同样发展迅猛。至今，已与国内外 2500 个优质原创品牌建立深度合作，电商平台上汇聚有 10 万件来自全球的优质生活良品。单日最高销售额近 1 亿，去年营收近 20 亿。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【沃尔玛建生鲜仓】**7 月 1 日，沃尔玛中国在东莞建成的最大规模生鲜配送中心正式亮相，不同于此前大部分租用第三方仓库，该生鲜配送中心由沃尔玛中国亲手定制。园区总占地面积为 94000 多平方米，库区建筑面积约 33700 m²，可同时处理超过 4000 种需冷藏、冷冻或恒温存储的商品。沃尔玛中国方面表示，华南生鲜配送中心在国内具有两个“第一”——目前国内零售行业最大的多温区生鲜配送中心；同时也是中国零售行业首个通过 BRC 仓储与配送全球标准认证的生鲜配送中心。它的规模和标准化程度可见一斑。此举也释放出沃尔玛加大对中国市场投入的积极信号。沃尔玛华南生鲜配送中心投资超过 7 亿元人民币，它是沃尔玛进入中国 23 年以来最大单笔投资。沃尔玛将持续加大在中国物流供应链的投入，未来十年计划在中国增投约 80 亿元升级物流供应链，用于新建或升级 10 余家物流配送中心。”（联商网）
- **【永辉超市全新业态“集市生活”在沪开业】**7 月 4 日，永辉超市“集市生活”在上海浦东区三林印象城开业，总面积 4000 余平方米。“集市生活”是永辉超市精心打造的全新业态，以生鲜、食百、休闲商品为主，一站式满足都市人的生活需求。店内以传统的集市文化与时尚现代的农贸市场装修相结合，走在店内浓郁的集市氛围恍如回到旧时集市时光，身临其境。“集市生活”店内浓缩上海地方各种美食，各种保质实惠商品均可在永辉生活 APP 下单购物，享受永辉便捷的配送服务。（联商网）

零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【飞鹤乳业重启上市，融资额或超 10 亿美元】**7 月 3 日，飞鹤乳业在香港联交所公布了上市预披露文件，这意味着国内最大的婴幼儿配方奶粉企业重启 IPO，市场指飞鹤乳业筹资将至少 10 亿美元。分析人士认为，飞鹤乳业在融资之后，或有进一步发展或业务多元化的计划。近三年飞鹤乳业业绩增长迅速，营收从 2016 年的 37.24 亿元人民币上升到 2017 年 58.87 亿元，2018 年上涨到 103.92 亿元；净利润则从 2016 年的 4.06 亿元增长至 2018 年的 22.42 亿元。今年前三个月，飞鹤乳业实现收入 27.56 亿元，净利润 7.71 亿元。从飞鹤乳业的营收上看，婴幼儿配方奶粉产品仍占主导地位。其中高端和超高端婴配粉产品对飞鹤业绩增长贡献大，超高端大单品星飞帆销售从 2016 年的 7.12 亿元增长至 2018 年的 51.08 亿元，年复合增长率高达 158%，也带动高端及以上奶粉业务收入在 2018 年达到 66.58 亿元，占婴配粉业务总收益的 72.4%。（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。