

商业贸易

食品 CPI 同比持续上行，关注超市龙头中报业绩

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

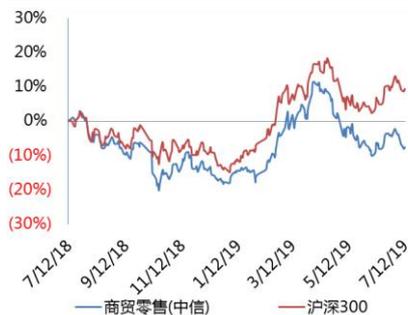
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	96
行业总市值(百万元)	842,120
行业流通市值(百万元)	345,269

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	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
苏宁易购	002024.SZ	10.61	987.80	1.43	1.82	0.36	0.52	7.41	5.83	29.47	20.40	买入
永辉超市	601933.SH	10.05	961.83	0.15	0.24	0.31	0.40	67.00	41.88	32.42	25.13	增持
家家悦	603708.SH	22.79	138.65	0.92	1.02	1.15	1.31	24.77	22.34	19.82	17.40	增持
南极电商	002127.SZ	10.50	257.76	0.54	0.48	0.66	0.90	19.44	21.88	15.91	11.67	增持
天虹股份	002419.SZ	13.38	160.60	0.75	0.89	0.98	1.10	17.84	15.03	13.65	12.16	增持
红旗连锁	002697.SZ	6.18	84.05	0.24	0.26	0.28	0.32	26.04	24.08	22.20	19.31	增持

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数下跌 3.90%，跑输沪深 300 指数 1.73 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 12.35%，跑输沪深 300 指数 1.41 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 0.90%，连锁指数下跌 6.09%，百货指数下跌 3.99%，贸易指数下跌 3.43%。相对于本周沪深 300 跌幅 2.17%，中小板指跌幅 2.99% 而言，商贸零售板块整体表现较差。涨幅排名前五名为广州友谊、藏格控股、快乐购、如意集团、民生控股，分别上涨 10.66%、4.17%、1.65%、1.56%、1.21%。本周跌幅排名前五名为中成股份、茂业通信、鸿达兴业、昆百大 A、兰州民百，分别下跌 14.20%、12.78%、9.18%、9.04%、8.24%。

■ 本周重点推荐公司：苏宁易购：以家电零售现金牛为基石，战略拓展零售生态圈，维持“买入”评级。目前市值超过千亿美元的美国零售企业有 5 家，中国仅有阿里一家。eMarketer 预计 2019 年中国将超越美国成为全球最大的零售市场，未来十年内中国零售板块有望涌现新的巨头。在市值超过 100 亿美元的零售企业中，苏宁线上线下融合模式最优，以家电零售现金牛为基石，战略拓展零售生态圈，估值思路逐渐向京东、亚马逊看齐。预期小店业务二季度出表后，上市公司将享有小店供应链销售收入；考虑反垄断审批期，预期家乐福中国四季度完成并表。综上预计公司 2019-2021 年营业收入为 3,105/4,084/4,773 亿元，同比增长 27%/32%/17%；实现归母净利润 169.05/33.69/48.26 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 2019-2021 年 PE 约为 22/20/17 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 42/32/25 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 15/14/12 倍。给予 2019 年 18XPE，维持“买入”评级。

- **红旗连锁：我们认为：社区便利超市的业态符合消费升级的趋势，未来小业态的行业增速仍将优于其他超市类细分行业。此外，公司前几年的收购整合效果良好，且与永辉携手后生鲜业务的发展对于同店引流增收预计会有较显著的影响，盈利有望进入上升通道。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 4.51/5.04/5.63 亿元，同比增长 39.80%/11.61%/11.78%。摊薄每股收益 0.33/0.37/0.41 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 18/17/15 倍。给予 2019 年 25XPE，给予公司“买入”评级。**
- **周度核心观点：上半年食品 CPI 同比持续上行，关注超市龙头中报业绩。**据国家统计局公布的数据，6 月食品 CPI 同比增长 8.30%，环比下降 0.3%，主要是 6 月鲜菜大量上市降价 9.7% 的影响；由于南方部分地区多次强降雨影响采摘和运输，水果价格走高，6 月鲜果 CPI 同比增长 42.70%，环比增长 5.1%；猪价持续上行，6 月猪肉 CPI 环比增长 3.6%，拉动畜肉类 CPI 环比增长 2.2%。综合来看，上半年食品 CPI 同比持续上行，预计超市行业同店仍然保持稳健增长，蔬果占比较高的生鲜超市受益更大，建议重点配置超市板块，关注永辉超市、家家悦、红旗连锁等商超便利店龙头企业的中报业绩，以及小店出表后苏宁易购下半年边际改善的情况。
- **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、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；百货重点关注天虹股份、王府井、重庆百货等；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 .....	- 4 -
周度市场以及子板块表现比较 .....	- 6 -
零售行业重点公司市场表现 .....	- 7 -
重点公司公告及下周大事提醒: .....	- 8 -
行业前瞻及投资组合: .....	- 9 -
月度配置观点以及标的公司: .....	- 9 -
投资组合: .....	- 10 -
公司及行业资讯 .....	- 12 -
新零售动态跟踪 .....	- 12 -
传统零售动态跟踪 .....	- 13 -
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 1: 零售行业涨跌幅情况 .....	- 6 -
图表 2: 行业各子板块涨跌幅情况表现 .....	- 6 -
图表 3: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 4: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 5: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 6: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况 .....	- 7 -
图表 7: 本周板块上市公司涨幅前五名表现 .....	- 7 -
图表 8: 本周板块上市公司跌幅前五名表现 .....	- 7 -
图表 9: 下周公司大事提醒 .....	- 9 -

## 行业周观察

## 上半年食品 CPI 同比持续上行，关注超市龙头中报业绩

- 据国家统计局公布的数据，6月食品CPI同比增长8.30%，环比下降0.3%，主要是6月鲜菜大量上市降价9.7%的影响；由于南方部分地区多次强降雨影响采摘和运输，水果价格走高，6月鲜果CPI同比增长42.70%，环比增长5.1%；猪价持续上行，6月猪肉CPI环比增长3.6%，拉动畜肉类CPI环比增长2.2%。综合来看，上半年食品CPI同比持续上行，预计超市行业同店仍然保持稳健增长，蔬果占比较高的生鲜超市受益更大，建议重点配置超市板块，关注永辉超市、家家悦、红旗连锁等商超便利店龙头企业的中报业绩，以及小店出表后苏宁易购下半年边际改善的情况。

图表 1: 6月食品 CPI 同比增长 8.30%



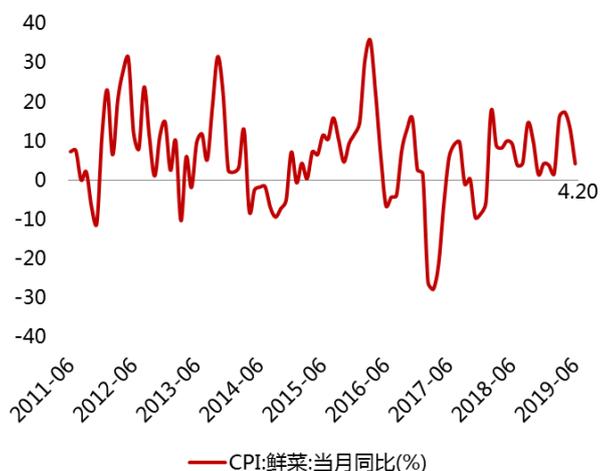
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 2: 6月非食品 CPI 同比增长 1.40%



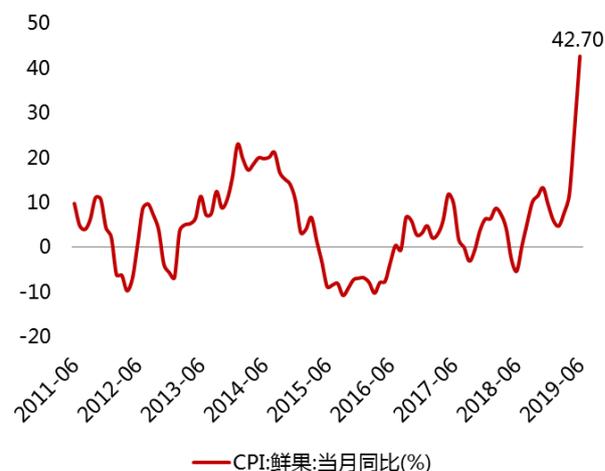
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 3: 6月鲜菜 CPI 同比增长 4.20%



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 4: 6月鲜果 CPI 同比增长 42.70%



来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 5: 6 月奶类 CPI 同比增长 1.50%**


来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 6: 6 月蛋类 CPI 同比增长 6.20%**


来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 7: 6 月粮食 CPI 同比增长 0.60%**


来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 8: 6 月食用油 CPI 同比增长 0.10%**


来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 9: 6 月畜肉类 CPI 同比增长 14.40%**


来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 10: 6 月禽肉类 CPI 同比增长 7.40%**

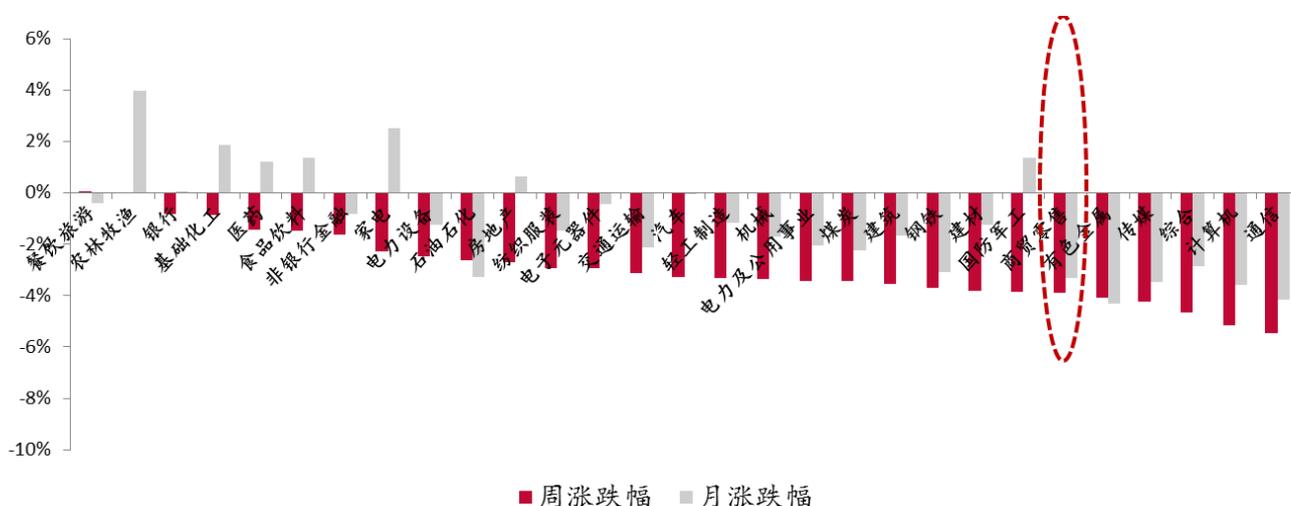

来源: WIND 中泰证券研究所

## 零售板块一周行情回顾

### 周度市场以及子板块表现比较

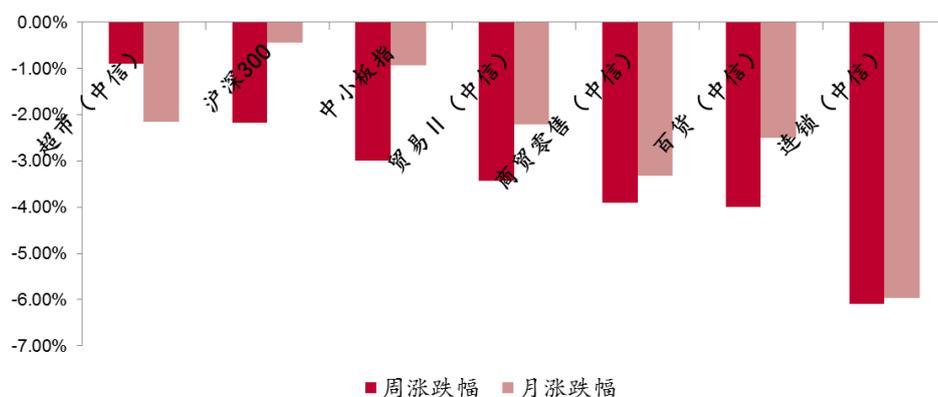
- 上周市场表现：商贸零售（中信）指数下跌 3.90%，跑输沪深 300 指数 1.73 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 12.35%，跑输沪深 300 指数 14.15 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 0.90%，连锁指数下跌 6.09%，百货指数下跌 3.99%，贸易指数下跌 3.43%。相对于本周沪深 300 跌幅 2.17%，中小板指跌幅 2.99% 而言，商贸零售板块整体表现较差。

图表 11：零售行业涨跌幅情况



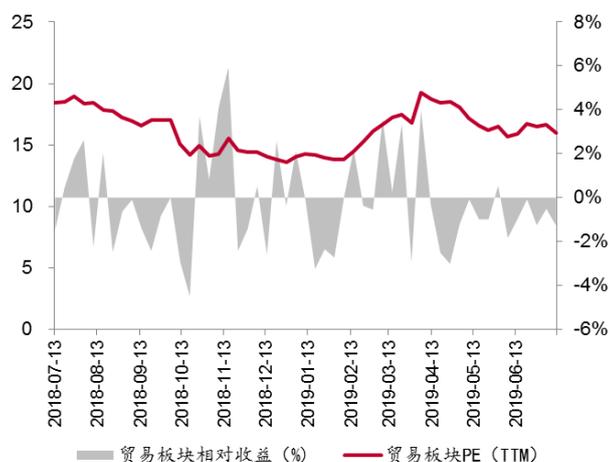
来源：WIND 中泰证券研究所

图表 12：行业各子板块涨跌幅情况表现

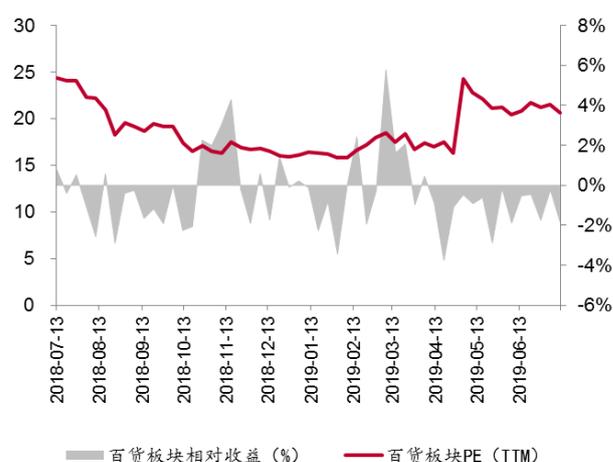


来源：WIND 中泰证券研究所

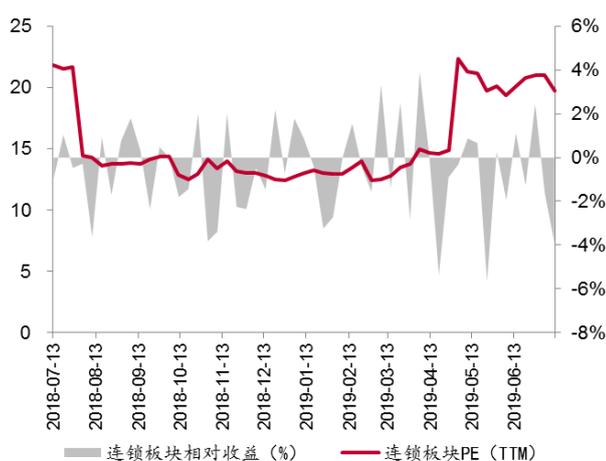
- 子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (7 月 12 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 16.0 倍、20.7 倍、19.7 倍和 40.5 倍, 较上周略有下滑。

**图表 13: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


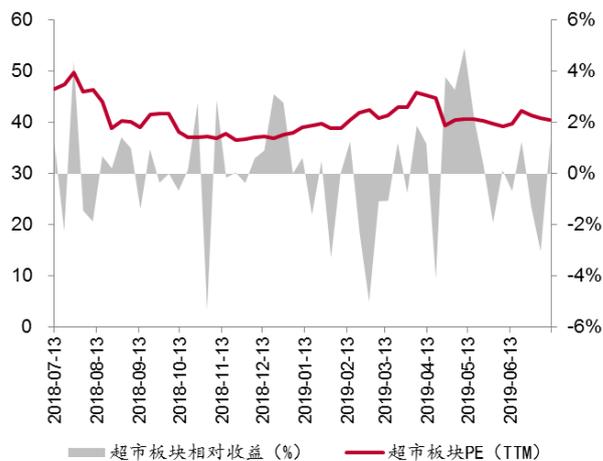
来源: WIND 中泰证券研究所

**图表 14: 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 15: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


来源: WIND 中泰证券研究所

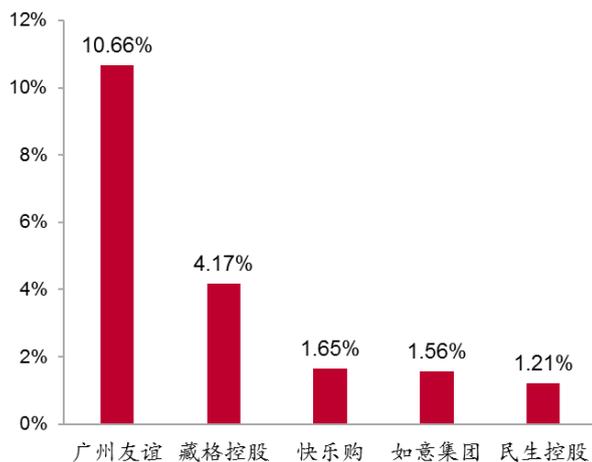
**图表 16: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况**


来源: WIND 中泰证券研究所

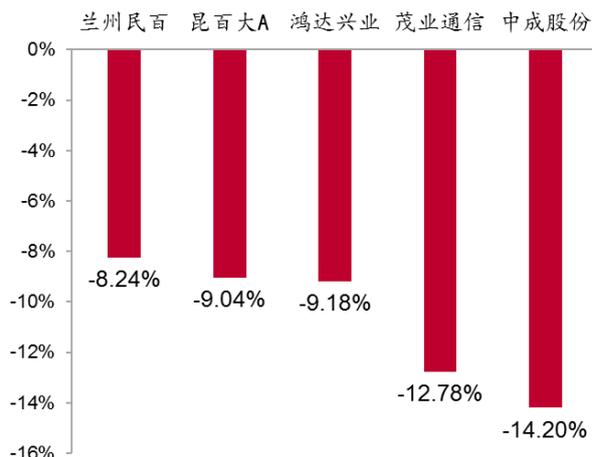
### 零售行业重点公司市场表现

- 商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。** 涨幅排名前五名为广州友谊、藏格控股、快乐购、如意集团、民生控股, 分别上涨 10.66%、4.17%、1.65%、1.56%、1.21%。本周跌幅排名前五名为中成股份、茂业通信、鸿达兴业、昆百大 A、兰州民百, 分别下跌 14.20%、12.78%、9.18%、9.04%、8.24%。

**图表 17: 本周板块上市公司涨幅前五名表现**
**图表 18: 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:

- **【苏宁易购】关于公司子公司股权转让完成的公告:** 截至本报告披露日, 公司通过苏宁国际持有苏宁小店 35% 的权益, GreatMatrix 及 Great Momentum 合计持有苏宁小店 65% 的权益。本次交易完成后, 苏宁小店不再纳入公司的合并报表范围, 并对公司财务状况产生影响, 预计本次交易将增加公司 2019 年度净利润约 34.28 亿元, 财务影响的具体情况最终将以公司经审计的财务报告为准。
- **【新宁物流】关于控股股东及持股 5% 以上股东协议转让公司股份完成过户的公告:** 2019 年 7 月 12 日, 公司收到锦融投资、曾卓提供的中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》, 本次协议转让股份的过户登记手续已完成, 过户日期为 2019 年 7 月 11 日。锦融投资、曾卓与京东振越 2019 年 5 月 10 日签署了《股份转让协议》, 锦融投资拟将其持有的新宁物流股份 21,561,383 股和曾卓拟将其持有的新宁物流股份 8,217,758 股通过协议转让的方式转让京东振越。2019 年 5 月 10 日, 锦融投资、曾卓与京东振越签署了《股份转让协议》, 锦融投资拟将其持有的新宁物流股份 21,561,383 股和曾卓拟将其持有的新宁物流股份 8,217,758 股通过协议转让的方式转让京东振越。
- **【南京新百】关于非公开发行股票发行结果暨股本变动的公告:** 根据中登公司上海分公司于 2019 年 7 月 10 日出具的《证券变更登记证明》, 上市公司本次发行的 53,418,803 股 A 股股份已登记至中国华融资产管理股份有限公司名下。本次发行新增股份为有限售条件流通股, 该等新股限售期自本次发行完成之日起 12 个月, 在解除锁定的次一交易日可进行交易。如遇法定节假日及休息日, 则顺延至其后的第一个交易日。本次交易完成之前, 三胞集团持有本公司 37.48% 股份, 为公司的控股股东, 袁亚非为公司的实际控制人; 本次交易完成之后, 三胞集团持有本公司股份 35.99%, 仍为公司的控股股东, 袁亚非仍为公司的实际控制人, 公司控制权未发生变化。
- **【中通快递】关于公司控股股东持股结构完成变更的公告:** 2019 年 7 月 10 日, 公司收到恭之润发来的上海市青浦区市场监督管理局《内资公司

备案通知书》，获悉德殷控股已完成对恭之润实缴出资的工商登记手续，至此本次控股股东持股结构已完成变更，德殷德润持有申通快递 29.90% 的股份、恭之润持有申通快递 16.10% 的股份，德殷控股持有申通快递 7.76% 的股份。同时，德殷控股持有德殷德润 51% 的股权，持有恭之润 100% 的股权。申通快递第一大股东变更为德殷德润，公司实际控制人未发生变化，仍为陈德军和陈小英。

- **【鄂武商 A】关于修改《公司章程》部分条款的公告：**增加公司董事会设立审计委员会、并根据需要设立战略决策委员会、人力资源委员会等相关专门委员会。专门委员会对董事会负责，依照本章程和董事会授权履行职责，提案应当提交董事会审议决定。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、人力资源委员会中独立董事占多数并担任召集人，审计委员会的召集人为会计专业人士。董事会负责制定专门委员会工作规程，规范专门委员会的运作。更改第一百三十二条：在公司控股股东单位担任除董事、监事以外其他行政职务的人员，不得担任公司的高级管理人员。
- **【越秀金控】关于收购广州资产管理有限公司 20% 股权的进展公告：**广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）于 2019 年 6 月 26 召开第八届董事会第三十三次会议，审议通过了《关于收购广州资产管理有限公司 20% 股权的议案》，公司以自有资金收购广东民营投资股份有限公司所持广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）20% 的股权。2019 年 7 月 5 日，广州市市场监督管理局出具《准予变更登记（备案）通知书》。广州资产完成本次收购相关的工商变更登记手续，公司持有广州资产股权比例从 38% 提升至 58%。公司与广东省粤科金融集团有限公司签署的《一致行动协议》自 2019 年 7 月 5 日起自动终止。

图表 19：下周公司大事提醒

7/14/2019 周日	7/15/2019 周一	7/16/2019 周二	7/17/2019 周三	7/18/2019 周四	7/19/2019 周五	7/20/2019 周六
苏宁易购(002024): 股东大会互联网投票起始	红旗连锁(002697): 股东大会互联网投票起始	萃华珠宝(002731): 股东大会互联网投票起始	跨境通(002640): 分红权登记	跨境通(002640): 分红除权	重庆百货(600729): 股东大会召开	
	苏宁易购(002024): 股东大会召开	华贸物流(603128): 限售股份上市流通	萃华珠宝(002731): 股东大会召开	跨境通(002640): 分红派息	重庆百货(600729): 股东大会互联网投票起始	
		浙江东方(600120): 股东大会召开		潮宏基(002345): 股东大会互联网投票起始	潮宏基(002345): 股东大会召开	
		海航基础(600515): 股东大会召开				
		红旗连锁(002697): 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：

- 在五一假期错位影响下，5月社零数据超出预期。2019年5月份，社会消费品零售总额32,956亿元，同比名义增长8.6%（扣除价格因素实际增长6.4%）。其中，限额以上单位消费品零售额11,694亿元，增长5.1%。从细分品类来看：粮油食品品类同比增速净增加4.1%，必选消费持续稳健；饮料/烟酒/化妆品/日用品同比增速提升5.6%/1.8%/6.4%/1.1%，在节假日销售刺激下可选消费品增速回升；汽车品类零售额5月同比增长2.1%，较去年同期增速提升3.1%；建筑及装潢材料类零售额同比增长-1.1%，在地产降温影响下销售低迷。
- 后电商时代，线上红利释放接近尾声，主流电商平台营收增速放缓，用户争夺日渐白热化；线下流量价值重塑。具备强大盈利能力和全渠道经营场景的互联网零售企业和具备供应链优势、跨区域高效运营能力的超市企业将在行业加速整合的背景下进一步扩大优势，迎来业绩与估值的同步提升。
- 零售的本质在于流量竞争，对于电商行业而言，线上增速放缓，获客成本攀升，线下零售逐渐回暖。在用户增长遇到瓶颈之际，线上高额营销投入的边际效率递减，下沉低线市场和获取线下场景是更加经济的引流手段。
- 超市行业回暖趋势明显，但受制于传统的区域分销机制以及上游农业未实现规模化、集约化生产等客观因素，目前行业仍然呈现“大行业、小公司”的特点，绝大部分本土超市企业仍然处于区域割据阶段，具备多渠道、多业态的运营能力是核心。

#### 投资组合：

图表 20：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	987.80	18.00	以家电零售现金牛为基石，战略拓展零售生态圈，加速转型为零售服务商
永辉超市	601933.SH	961.83	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	138.65	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	257.76	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	160.60	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	84.05	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：Wind 中泰证券研究所

- **苏宁易购：以家电零售现金牛为基石，战略拓展零售生态圈，维持“买入”评级。**目前市值超过千亿美元的美国零售企业有5家，中国仅有阿里一家。eMarketer预计2019年中国将超越美国成为全球最大的零售市场，未来十年内中国零售板块有望涌现新的巨头。在市值超过100亿美元的零售企业中，苏宁线上线下融合模式最优，以家电零售现金牛为基石，战略拓展零售生态圈，估值思路逐渐向京东、亚马逊看齐。预期小店业务二季度出表后，上市公司将享有小店供应链销售收入；考虑反垄断审批期，预期家乐福中国四季度完成并表。综上预计公司2019-2021年营业收入为3,105/4,084/4,773亿元，同比增长27%/32%/17%；实现归母净利润169.05/33.69/48.26亿元。
- **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 22/20/17 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 42/32/25 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 15/14/12 倍。给予 2019 年 18XPE，维持“买入”评级。

- **红旗连锁：我们认为：社区便利超市的业态符合消费升级的趋势，未来小业态的行业增速仍将优于其他超市类细分行业。此外，公司前几年的收购整合效果良好，且与永辉携手后生鲜业务的发展对于同店引流增收预计会有较显著的影响，盈利有望进入上升通道。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 4.51/5.04/5.63 亿元，同比增长 39.80%/11.61%/11.78%。摊薄每股收益 0.33/0.37/0.41 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 18/17/15 倍。给予 2019 年 25XPE，给予公司“买入”评级。**

## 公司及行业资讯

### 新零售动态跟踪

- **【上市首日大涨 三只松鼠预计上半年净利润将超 2.53 亿元】**知名互联网零食品牌三只松鼠 7 月 12 日正式登陆 A 股创业板，首日大涨，开盘报 17.62 元/股，较发行价涨 20%，之后股价一路飙升，最终报收 21.14 元/股，涨 44.01%。根据招股书，三只松鼠此次 IPO 以 14.68 元/股价格发行 4100 万股，募资 6 亿元。三只松鼠由章燎原 2012 年创立，主要从事自有品牌休闲食品的研发、检测、分装及销售，通过贴牌+电商模式，利用 B2C 平台实行线上销售。三只松鼠开创了食品利用互联网进行线上销售的先河。2012 年成立后，三只松鼠获得多轮融资，投资方包括 IDG、今日资本、峰瑞资本等。2017 年 3 月，三只松鼠首次披露招股说明书，拟登录创业板上市，后被迫中止，直至 2018 年下半年又重启上市进程。（联商网）
- **【唯品会 29 亿元收购杉杉集团 布局线下奥莱业务】**唯品会通过香港全资子公司 Vipshop International Holdings Limited，与杉杉集团有限公司和宁波星通创富股权投资合伙企业（有限合伙）在上海签署收购协议，以 29 亿元人民币现金收购杉杉商业集团有限公司 100% 股份。通过本次收购，唯品会布局线下奥莱业务，并积极探索线上线下融合的特卖模式，实现线上线下一体化的全渠道特卖零售布局。杉杉商业集团有限公司位于宁波，是一家奥特莱斯连锁集团。公司旗下已经开业运营 5 个奥特莱斯广场，分别位于宁波、太原、哈尔滨、郑州、南昌，另外还有 5 家奥特莱斯广场正在规划建设中。（联商网）
- **【歌斐 34 亿踩雷罗生门，承兴造假，京东否认】**7 月 8 日美股开盘前，美股上市公司诺亚诺亚财富发布公告称，旗下歌斐资产管理的一只总额 34 亿私募基金出了问题。这笔基金关联的融资方承兴国际控股，其实控

人因涉嫌金融诈骗被公安机关采取刑事拘留措施。基金的投资标的主要是向承兴国际相关方就其与北京京东世纪贸易有限公司之间的应收账款债权提供供应链融资。7月9日早间，京东方面回应投中网称“这个事情和京东无关。是承兴伪造和京东的业务合同对外诈骗，对于这种行为，我们非常震惊，并且已经配合受害公司进行了报案。”后歌斐资产又做出新一轮回应：承兴国际相关方为京东供应商，双方存在大量长期交易；歌斐已经就这个供应链融资对承兴和京东提起司法诉讼；歌斐正在积极配合并尊重司法调查的结果。（联商网）

- **【美团高级副总裁王慧文接任摩拜单车法定代表人】**7月9日，天眼查信息显示，摩拜单车运营主体北京摩拜科技有限公司在7月5日发生工商变更，由美团高级副总裁王慧文接替摩拜单车创始人胡玮炜出任法定代表人。目前，王慧文任摩拜系四家公司法定代表人及高管，分别为天津摩拜商业保理有限公司、天津摩拜融资租赁有限公司、摩拜信息技术有限公司、北京摩拜科技有限公司。摩拜单车近日进行了多项工商信息变更，包括住所、法定代表人、经营范围、董事等，其中王慧文接替胡玮炜出任摩拜单车执行董事和经理，监事一职由原摩拜单车高管刘禹变更为张雯茜；法定代表人由胡玮炜变更为王慧文。在经营范围上，摩拜单车取消了投资咨询、项目投资、投资管理、资产管理项目。在2018年4月，美团收购摩拜单车后，摩拜单车逐步美团化，胡玮炜、投资人李斌、王晓峰、CTO 夏一平等退出摩拜单车股东，王兴成为大股东。（联商网）

#### 传统零售动态跟踪

- **【卖身不成、欠款3亿 杭州鲜生友请管理层被抓捕】**“鲜生友请”管理层张知豪、吴明明、赵帅峰等十多人在当日上午被杭州警方抓捕带走。6月中旬，鲜生友请董事长已经跑路失联，鲜生友请只剩下几个员工在苦苦支撑着，130多家店已经有百分之四十左右房租严重逾期，房东要收回房子，还有百分之二十的房子，房租刚刚到期，需要续交房租。今年6月以来，张知豪旗下的万淳水机、鲜生友请生鲜店、下榻小灶餐饮店相继发生资金爆雷，至少产生3亿元的投资商欠款、5000多万元的供应商欠款、1600多万元的1000多名员工工资、1000多万元的消费者充值卡欠款。（联商网）
- **【云南白药业绩瓶颈关口：陈发树质押股份融资，平安人寿减持套现8亿元】**7月2日，云南白药发布了《关于吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易之股份发行结果暨股份变动的公告》。本次交易后，云南省国资委与新华都实业及其一致行动人并列为上市公司第一大股东，均持有上市公司25.14%的股份，均未取得对上市公司的控制权，且云南省国资委和新华都及其一致行动人已做出长期股票锁定承诺。7月8日，云南白药发布《关于股东股份质押的公告》，新华都实业质押上市公司股份2.759亿股，占其所持上市公司股份比例约为88.64%，质押用途为融资。在此之前，2019年5月8日至6月25日期间，平安人寿总计减持云南白药股份1041.4万股，减持均价为79.73元/股，总计套现金额约为8.3亿元。（联商网）

- **【百威困局：日售 16 万吨酒负债千亿，子公司上市】**近期，百威亚太更新了招股文件，百威亚太计划发行 16.27 亿股，其中 95% 为国际配售，5% 为公开发售，保荐人为摩根大通和摩根士丹利，预计 7 月 11 日完成定价，并在 7 月 19 日正式登陆港交所。百威亚太的招股价区间为每股 40 港元至 47 港元，募资目标约为 83.35 亿美元至 97.82 亿美元。百威亚太预期会超过 Uber，成为 2019 年迄今为止全球最大规模 IPO。Uber 于今年 5 月上市，募资金额为 81 亿美元。百威亚太是全球最大啤酒公司百威英博集团位于亚太地区的子公司，其主要市场有中国、韩国、越南等。招股公告显示，百威亚太总股本为 108.43 亿股，市值为 4337.4-5096 亿港元，远高于华润啤酒及青岛啤酒的市值。2018 年母公司百威英博的净债务却有 1025 亿美元。2019 年 3 月，全球评级机构标准普尔 (S&P) 下调了对于百威的评级，另一家评级机构穆迪也将其信用评级由 A3 降至 Baa1。(联商网)
- **【永辉云创法人变更为张豪，经营范围增加特许加盟】**永辉云创科技有限公司于 2019 年 7 月 8 日发生多项变更事宜。其中，法人代表从彭华生变更为张豪，同时，彭华生也退出了董事成员。注册资本金由 12.5 亿元变更为 22.5 亿元，增加的 10 亿元是今年 5 月中旬，永辉超市为云创募资了 10 亿元，用于门店扩张、夯实供应链等。值得注意的是，在经营范围上增加了“以特许加盟方式从事商业活动”。(联商网)

#### 零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【新加坡育儿平台 theAsianparent 获复星和京东投资】**：新加坡育儿平台 theAsianparent 获复星和京东投资。根据公司公告，在 theAsianparent 的 C 轮融资中，向其投入资金的其他战略投资者还包括 ATM Capital、Global Grand Leisure 和 WHG Capital。theAsianparent 每月活跃用户超过 2350 万，在 12 个国家开展业务。公司计划将业务扩展到非洲。(联商网)
- **【呆萝卜官宣：已完成 6.3 亿人民币 A 轮融资】**：呆萝卜正式融资官宣，发文指出已完成 6.3 亿人民币 A 轮系列融资，本轮风险投资由高瓴资本、晨兴资本领投，XVC 跟投。本轮融资之后，呆萝卜将持续推进城市与门店布局，并将持续优化供应链以及服务，推进源头直采以及大牌合作，给消费者提供更新鲜的产品以及更好的购买体验。同时将会对部分门店进行陈列、环境、消费体验等多方面的改造升级，用以改善购物流程，推进智能化交易，打造个性化舒适的购物环境。定位二三线城市社区生鲜，呆萝卜创造了“线上订线下取，今日订明日取”的经营模式，为用户打造家门口的平价好店。短短 3 年时间，呆萝卜在二三线城市发展迅猛。截至 2019 年初，目前呆萝卜已规模化覆盖合肥、南京、芜湖、马鞍山等城市，APP 月订单超过 1000 万单。(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。