

商业贸易

CPI 上行利好超市板块，龙头超市企业中报业绩亮眼

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	103
行业总市值(百万元)	836,224
行业流通市值(百万元)	343,139

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	10.74	999.90	1.43	1.76	0.38	0.48	8	6	28	22	买入
永辉超市	601933.SH	9.85	942.69	0.15	0.23	0.31	0.40	66	43	32	25	增持
家家悦	603708.SH	24.98	151.98	0.71	1.09	1.29	1.52	35	23	19	16	增持
南极电商	002127.SZ	10.03	246.22	0.36	0.48	0.64	0.85	28	21	16	12	买入
天虹股份	002419.SZ	11.70	140.44	0.75	0.88	1.00	1.15	16	13	12	10	增持
红旗连锁	002697.SZ	6.82	92.75	0.24	0.33	0.37	0.41	29	21	18	16	买入

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 0.30%，跑赢沪深 300 指数 0.85 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 9.82%，跑输沪深 300 指数 16.38 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 0.89%，连锁指数上涨 0.14%，百货指数下跌 0.01%，贸易指数上涨 0.43%。相对于本周沪深 300 跌幅 0.56%，中小板指 0.31% 而言，商贸零售板块整体表现较好。涨幅排名前五名为深赛格、跨境通、中兴商业、北京城乡、冠福股份，分别上涨 32.98%、10.15%、8.88%、6.90%、5.09%。本周跌幅排名前五名为汇通能源、深圳华强、鸿达兴业、新华锦、民生控股，分别下跌 6.97%、5.42%、5.17%、4.69%、4.62%。

■ 本周重点推荐公司：苏宁易购：线上自营增速放缓，开放平台增长提速，小店已出表，下半年有望迎来业绩改善，维持“买入”评级。据中国家用电器研究院发布的数据，苏宁 2019H1 全渠道家电零售市场份额为 22.4%，同比增加 1.3%，持续领先京东（14.1%）。苏宁全渠道家电零售布局完善，在渠道优势下以自有品牌优化盈利能力，家电造血的确定性较高；社交运营产品矩阵成型，线上开放平台增长提速；小店出表后减轻亏损压力，家乐福预计在四季度完成并表，快消品类亏损在业务整合协同效益下有望收窄。通过资本化运作，苏宁物流和自有物业的资产价值将逐步明晰，预计下半年物流有望持续减亏。若基本面持续向好，苏宁下半年有望迎来业绩改善，后续市值增长空间较大。预计 2019-2021 年实现营业收入 2,997.35/3,868.02/4,480.41 亿元，实现归母净利润 164.26/35.32/44.65 亿元。

■ 南极电商：GMV 强劲增长，品类扩充/新渠道扩张拖累货币化率，本部盈利能力进一步提升，给予“买入”评级。在宏观经济放缓的背景下，南极电商积极扩充新品和社交/特卖渠道，以较低的品牌授权服务费率让利供应商，推动 GMV 快速增长。电商行业马太效应显著，南极电商高频大众消费品的定位清晰，优势品类市占率进一步提高，品牌、渠道、品类规模优势显著，盈利能力有望稳健提升。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 42.31/53.06/66.19 亿元，对应增速为 26.19%/25.41%/24.75%；实现归母净利润 11.69/15.63/20.77 亿元，同比增长 31.84%/33.72%/32.87%。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 10.19 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 30 倍 PE，估值为 305.7 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 320.7 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。公司作为山东省超市龙头企业，供应链优势逐渐凸显，且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段，未来市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高，故我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 148/173/201 亿元，同比增长 16%/17%/16%。实现净利润约 5.1/6/7.1 亿元，同比增长 19%/18%/17%。摊薄每股收益 1.09/1.29/1.52 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 22/19/16 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：组织架构调整基本完成，聚焦到店业务，推动到家和线上业务，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，维持“增持”评级。云创和云商业出表独立运作，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。此外 Mini 店业态培育稳步进行，未来与绿标大店形成联动，有效延伸至社区客群，强化区域渗透率；“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 873.6/1087.8

/1312 亿元，同比增长 23.89%/24.49%/20.63%。实现净利润约 22.21/29.26/37.97 亿元，同比增长 50.06%/31.71%/29.77%。摊薄每股收益 0.23/0.31/0.40 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 43/33/25 倍。

天虹股份：公司作为百货龙头企业，较早布局数字化升级，且通过内生创新实现业态调整，具有推进行业整合的能力与机会；多业态协同发展的能力较强，构筑了公司的核心竞争壁垒之一；员工持股计划彰显了公司长期发展的信心。基于此，我们认为可以给公司一定的估值溢价：20-25 倍 PE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 198/220/244 亿元，同比增长 3.6%/10.7%/11.06%。实现净利润约 10.6/12/13.8 亿元，同比增长 17%/13.2%/15.3%。摊薄每股收益 0.88/1.0/1.15 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 13/12/10 倍。给予 2019 年 20XPE，维持“增持”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 21/18/16 倍。给予 2019 年 25XPE，给予公司“买入”评级。

- **周度核心观点：**超市龙头企业中报业绩亮眼，继续推荐有生鲜品类优势的永辉和家家悦以及有小业态优势的红旗连锁。截至本周，超市企业中报业绩全数公布，CPI 上行带来的必选消费品优势凸显，龙头超市企业中报业绩持续表现较好。从收入端增速来看，具备跨区域运营能力、能够保持快速展店的永辉和家家悦保持了领先优势。2019 年上半年永辉和家家悦的收入增速分别为 19.7%/16.7%，均保持了稳健高增速的趋势。从利润端来看，永辉剥离云创后，利润端修复效应明显，2019 年上半年利润增速回到 46.7% 的高增长；而红旗连锁主要受益于新网银行投资收益的贡献，利润增速达到 52.9%。此外，从费用端来看，永辉、家家悦、步步高以及红旗连锁的期间费用率分别为 18.2%/21.1%/17.3%/24.9%，永辉和家家悦扩张过程中的控费能力相对较优。
- **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：**南极电商、苏宁易购、家家悦、永辉超市、红旗连锁。建议重点关注步步高、中百集团、三只松鼠等；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

行业周观察	- 4 -
电商行业二季报亮眼，持续推荐 A 股受益标的南极电商 错误!未定义书签。	
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:	- 7 -
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	- 12 -
零售行业资本动态跟踪 融资动态	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

图表 1: 键入图表的标题	- 4 -
图表 5: 零售行业涨跌幅情况	- 4 -
图表 6: 行业各子板块涨跌幅情况表现	- 5 -
图表 7: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 5 -
图表 8: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 5 -
图表 9: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 6 -
图表 10: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 6 -
图表 11: 本周板块上市公司涨幅前五名表现	- 6 -
图表 12: 本周板块上市公司跌幅前五名表现	- 6 -

行业周观察

CPI 上行利好必选消费品，龙头超市企业中报业绩亮眼

- 超市龙头企业中报业绩亮眼，继续推荐有生鲜品类优势的永辉和家家悦以及有小业态优势的红旗连锁。**截至本周，超市企业中报业绩全数公布，CPI 上行带来的必选消费品优势凸显，龙头超市企业中报业绩持续表现较好。从收入端增速来看，具备跨区域运营能力、能够保持快速展店的永辉和家家悦保持了领先优势。2019 年上半年永辉和家家悦的收入增速分别为 19.7%/16.7%，均保持了稳健高增速的趋势。从利润端来看，永辉剥离云创后，利润端修复效应明显，2019 年上半年利润增速回到 46.7% 的高增长；而红旗连锁主要受益于新网银行投资收益的贡献，利润增速达到 52.9%。此外，从费用端来看，永辉、家家悦、步步高以及红旗连锁的期间费用率分别为 18.2%/21.1%/17.3%/24.9%，永辉和家家悦扩张过程中的控费能力相对较优。

图表 1: 重点超市中报业绩比较

证券简称	营业收入 (百万元)	营业收入同 比增速	归母净利润 (百万元)	归母净利润 同比增速	销售费用□	管理费用□	财务费用□	销售费用率	管理费用率	财务费用率	经营活动产生的 现金流量净额□ (百万元)
永辉超市	41,176	19.7%	1,370	46.7%	6,256	1,094	151	15.2%	2.7%	0.4%	2,000
步步高	10,098	5.2%	247	14.5%	1,813	182	136	18.0%	1.8%	1.4%	883
家家悦	7,265	16.7%	226	16.8%	1,108	152	-5	15.2%	2.1%	-0.1%	261
红旗连锁	3,829	5.9%	237	52.9%	880	68	3	23.0%	1.8%	0.1%	-9

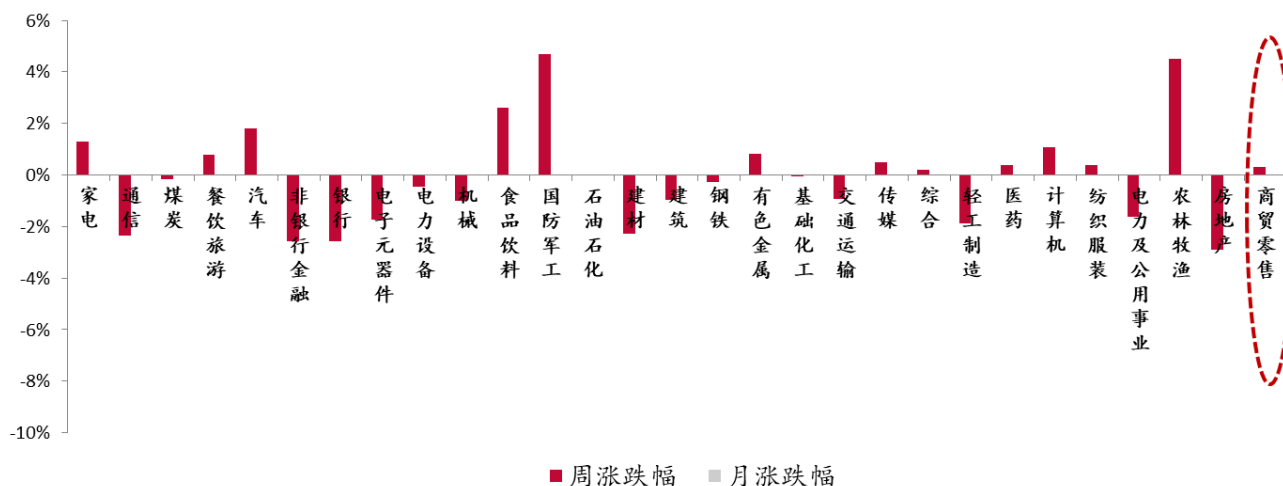
来源: Wind 中泰证券研究所

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

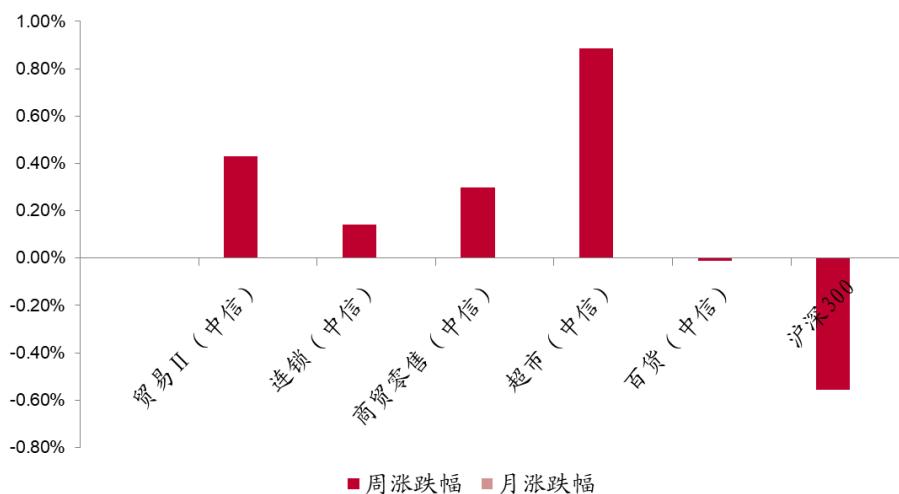
- 上周市场表现:** 商贸零售 (中信) 指数上涨 0.30%，跑赢沪深 300 指数 0.85 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 9.82%，跑输沪深 300 指数 16.38 个百分点。子板块方面，超市指数上涨 0.89%，连锁指数上涨 0.14%，百货指数下跌 0.01%，贸易指数上涨 0.43%。相对于本周沪深 300 跌幅 0.56%，中小板指 0.31% 而言，商贸零售板块整体表现较好。

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

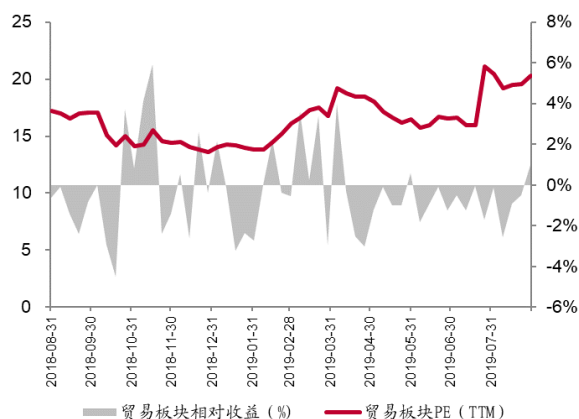


来源: WIND 中泰证券研究所

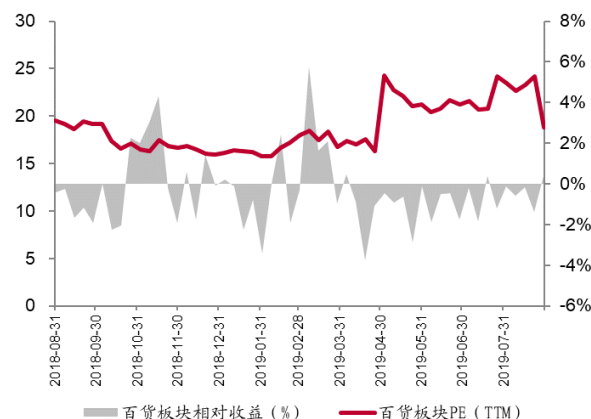
- 子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (8 月 30 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 20.3 倍、18.8 倍、43.5 倍和 45.7 倍, 较上周略有上升。

图表 4: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况

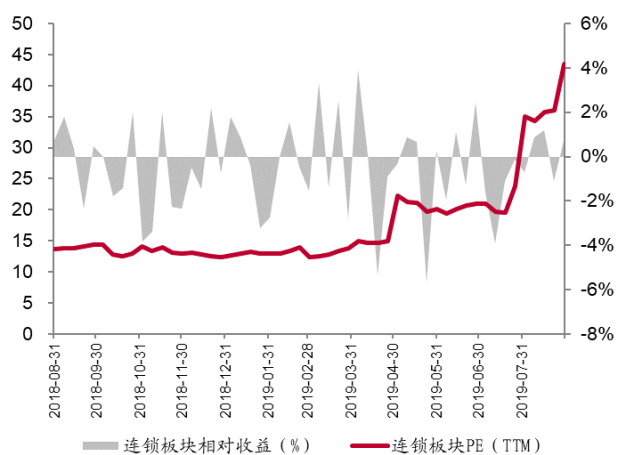
图表 5: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况



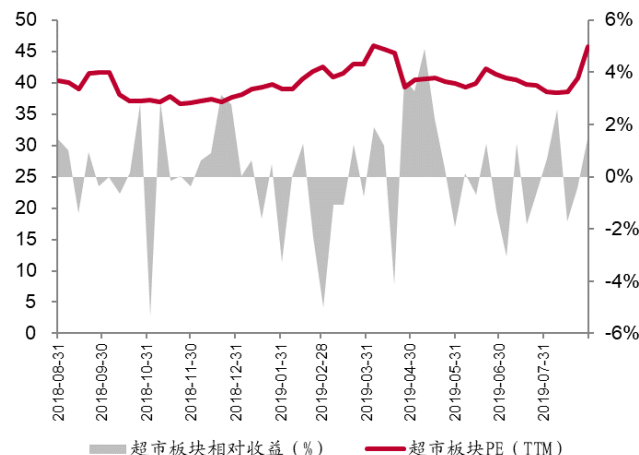
来源: WIND 中泰证券研究所



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


来源: WIND 中泰证券研究所

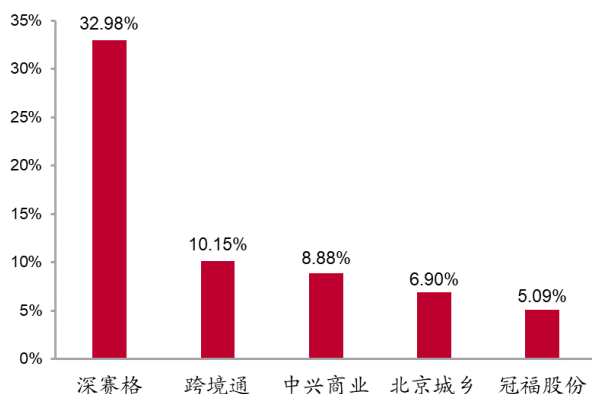
图表 7: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

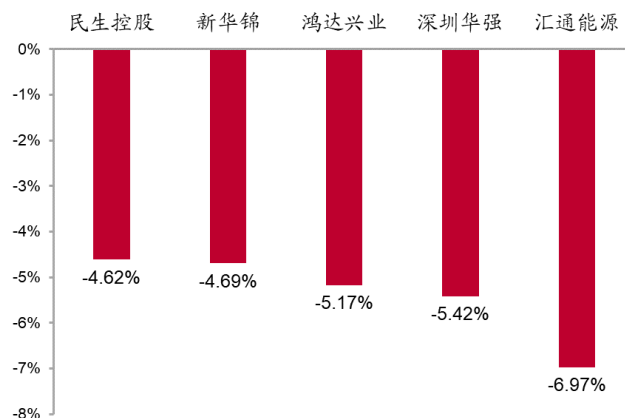
零售行业重点公司市场表现

- 商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。涨幅排名前五名为深赛格、跨境通、中兴商业、北京城乡、冠福股份，分别上涨 32.98%、10.15%、8.88%、6.90%、5.09%。本周跌幅排名前五名为汇通能源、深圳华强、鸿达兴业、新华锦、民生控股，分别下跌 6.97%、5.42%、5.17%、4.69%、4.62%。

图表 8: 本周板块上市公司涨幅前五名表现
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



来源: WIND 中泰证券研究所

重点公司公告及下周大事提醒:

- **【家家悦】关于全资孙公司签订委托代建合同的关联交易的公告:** 公司第三届董事会第六次会议审议通过了《关于全资孙公司签订委托代建合同的关联交易的议案》, 公司全资孙公司张家口万全区福祥物流配送有限公司拟建设家家悦张家口综合产业园项目, 根据项目建设需要, 同意张家口万全区福祥物流配送有限公司与威海家家悦房地产开发有限公司签订委托代建合同, 委托其进行项目建设管理工作。至本次关联交易为止, 过去 12 个月内公司与同一关联人或不同关联人之间交易类别相关的关联交易的交易累计金额不超过公司最近一期经审计净资产的 5%。本次关联交易不构成重大关联交易, 无需提交股东大会审议批准。
- **【豫园股份】关于收购上海复星高科技集团财务有限公司部分股权暨关联交易公告:** 上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司(以下简称“公司”或“本公司”或“豫园股份”)拟以人民币 3.3 亿元收购上海复星高科技(集团)有限公司(以下简称“复星高科技”)持有的上海复星高科技集团财务有限公司(以下简称“复星财务公司”) 15% 股权。复星高科技为公司的控股股东, 本次投资构成关联交易。
- **【ST 中天】关于延期回复上海证券交易所问询函公告:** 收到问询函后, 公司立即组织相关人员对问询函涉及的问题进行逐项核实, 积极推进回复工作。鉴于本次《问询函》涉及到公司律师发表意见的部分事项尚需进一步确认与核实, 经与有关各方充分讨论、审慎研究, 为确保回复内容及后续信息披露的真实、准确和完整, 公司将延期回复此问询函, 预计不晚于 2019 年 9 月 3 日披露回复公告, 及时履行信息披露义务。
- **【永辉超市】关于要约收购中百控股集团股份有限公司的进展公告:** 公司于 2019 年 8 月 20 日向中百集团发出《关于收到国家市场监督管理总局<经营者集中反垄断审查不予禁止决定书>的函》。2019 年 8 月 21 日, 公司收到国家发展改革委关于外商投资安全审查申请表和补充申报文件的邮件。截至本公告日, 公司正就安全审查事宜与相关部门进行文件补充与沟通, 本次要约收购尚需外商投资安全审查通过, 因此尚不能及时公告《要约收购报告书》。

- **【苏宁易购】关于现金收购 Carrefour China Holdings N.V.（家乐福中国）公司 80%股份进展的公告：**公司于 2019 年 8 月 26 日收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》，具体内容如下：“根据《中华人民共和国反垄断法》第二十五条规定，经初步审查，现决定，对苏宁易购集团股份有限公司收购荷兰家乐福中国控股公司（“Carrefour China Holdings N.V.”）股权案不实施进一步审查。你公司从即日起可以实施集中。该案涉及经营者集中反垄断审查之外的其他事项，依据相关法律办理。”
- **【*ST 人乐】关于控股股东股份转让的进展公告：**2019 年 8 月 27 日，公司接到通知，曲江文化收到《西安曲江新区管理委员会关于同意文化产业集团并购上市公司人人乐连锁商业集团股份有限公司的批复》：经曲江新区党政联席会研究并报国资委批准，同意西安曲江文化产业投资（集团）有限公司对上市公司人人乐连锁商业集团股份有限公司（股票代码：002336）股权并购方案。
- **【商业城】关于终止重大资产重组事项的公告：**自筹划本次交易事项以来，公司严格按照相关法律法规要求，积极组织相关各方推进本次交易工作，与交易对方就本次交易事项进行了反复探讨和沟通。但由于股票二级市场价格波动等客观环境的变化，截至目前，交易各方仍未能就交易对价、业绩承诺等核心条款达成一致。经认真听取各方意见并与交易对方协商一致，为切实维护公司及全体股东利益，经审慎研究，公司决定终止筹划本次重大资产重组事项。
- **【茂业商业】关于终止出售参股公司股权暨关联交易的公告：**由于国家宏观经济环境变化、股票二级市场价格波动等客观环境的变化，截至目前，交易各方仍未能就交易对价、业绩承诺等核心条款达成一致。经认真听取各方意见并与交易对方协商一致，为切实维护公司及全体股东利益，经审慎研究，公司董事会同意终止本次参股公司股权出售事项。由于本次出售参股公司股权的方案并未最终确定和正式生效，因此本次交易的终止对公司没有实质性影响。同时，本次交易的终止不构成任何一方违约，各方之间互不承担违约责任，亦不存在任何争议、纠纷或潜在的争议、纠纷。
- **【永辉超市】关于 2017 年限制性股票激励计划授予的限制性股票第一个解锁期解锁条件成就的公告：**本次符合解锁条件的激励对象共计：309 人。本次解锁股票数量：61,641,000 股，占目前公司股本总额的 0.64%。本次限制性股票待相关解除限售上市申请完成后，公司将发布相关解锁暨上市的公告，敬请投资者注意。
- **【ST 中天】关于无法按期归还募集资金的公告：**2018 年公司遭受到金融市场环境变化，中美贸易争端、国内金融去杠杆等因素叠加导致 6 月中下旬公司股价持续暴跌，银行收缩贷款信用，致使公司 2018 年下半年资金链断裂陷入经营危机，可供经营活动支出的货币资金严重短缺；目前公司存在大额逾期债务，面临诸多金融机构诉讼，境内多个募集资金银行账户被司法冻结，存在归还后的募集资金被冻结或划转的风险。截止本公告日，公司暂时无法将上述用于暂时补充流动资金的不超过 70,000 万元人民币募集资金归还至公司募集资金银行专户。
- **【家家悦】关于拟参与竞买山东华润万家生活超市有限公司 100%股权的公告：**家家悦集团股份有限公司（以下简称“公司”）拟参与竞买天津华润万家生活超市有限公司（以下简称“天津华润万家”、“转让方”）在上

海联合产权交易所公开挂牌转让的其持有的山东华润万家生活超市有限公司（以下简称“标的公司”）100%股权，转让底价为 3,120.00 万元。公司董事会授权公司管理层参与竞买标的公司股权的具体实施事项以及签署本次竞买事项相关的法律文件或合同。

- **【津劝业】重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案：**本次交易包括重大资产置换、发行股份购买资产和募集配套资金三部分。本次重组津劝业拟以其持有的截至评估基准日全部资产和负债（即“置出资产”）与天津津诚持有的国开新能源 35.40% 股权的等值部分进行置换。上市公司以发行股份的方式向交易对方购买资产，具体包括：1、向天津津诚购买上述重大资产置换的差额部分；2、向国开金融、普罗中欧、金风科技、津诚二号、中日节能、金风投资、杭州长堤、天津天伏、天津青岳、菁英科创和杭州青域购买其合计持有的国开新能源剩余 64.60% 的股权。

图表 10：下周公司大事提醒

(09/01) 周日	(09/02) 周一	(09/03) 周二	(09/04) 周三	(09/05) 周四	(09/06) 周五	(09/07) 周六
	津劝业 (600821): 复牌	南京新百 (600682): 股东大会互联网投票 起始			物产中大 (600704): 股东大会现场会议 登记起始	
		南京新百 (600682): 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：

- 2019 年 7 月份，社会消费品零售总额 33073 亿元，同比名义增长 7.6%。受前期汽车排放标准切换等因素影响，石油类商品受油价降幅扩大等因素影响，此两类商品拉低社会消费品零售总额增速超过 2 个百分点，扣除汽车和石油类商品，7 月份市场销售增速仍保持在 9% 以上的较快增长区间，与上月基本持平。从累计增速看，前 7 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速比上半年仅回落 0.1 个百分点，消费品市场总体上仍保持平稳较快增长。网上零售继续保持快速增长，前 7 月全国实物商品网上零售额达 4.4 万亿元，同比增长 20.9%，增速比社会消费品零售总额高 12.6%，占比 19.4%，同比提高 2.1%，线上销售占比稳步提升，网上零售对社会消费品零售总额增长的贡献率超过 40%。
- 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 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	999.90	18.00	线上经营思路调整，下半年有望迎来业绩改善
永辉超市	601933.SH	942.69	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	151.98	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	246.22	12.09	GMV强劲增长，品类扩充/新渠道扩张拖累货币化率，本部盈利能力进一步提升
天虹股份	002419.SZ	140.44	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	92.75	8.30	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，新网银行投资收益稳健可观，盈利进入上升通道

来源：Wind 中泰证券研究所

- **苏宁易购：线上自营增速放缓，开放平台增长提速，小店已出表，下半年有望迎来业绩改善，维持“买入”评级。**据中国家用电器研究院发布的数据，苏宁2019H1全渠道家电零售市场份额为22.4%，同比增加1.3%，持续领先京东（14.1%）。苏宁全渠道家电零售布局完善，在渠道优势下以自有品牌优化盈利能力，家电造血的确性较高；社交运营产品矩阵成型，线上开放平台增长提速；小店出表后减轻亏损压力，家乐福预计在四季度完成并表，快消品类亏损在业务整合协同效益下有望收窄。通过资本化运作，苏宁物流和自有物业的资产价值将逐步明晰，预计下半年物流有望持续减亏。若基本面持续向好，苏宁下半年有望迎来业绩改善，后续市值增长空间较大。预计2019-2021年实现营业收入2,997.35/3,868.02/4,480.41亿元，实现归母净利润164.26/35.32/44.65亿元。

- **南极电商：GMV 强劲增长，品类扩充/新渠道扩张拖累货币化率，本部盈利能力进一步提升，给予“买入”评级。**在宏观经济放缓的背景下，南极电商积极扩充新品和社交/特卖渠道，以较低的品牌授权服务费率让利供应商，推动 GMV 快速增长。电商行业马太效应显著，南极电商高频大众消费品的定位清晰，优势品类市占率进一步提高，品牌、渠道、品类规模优势显著，盈利能力有望稳健提升。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 42.31/53.06/66.19 亿元，对应增速为 26.19%/25.41%/24.75%；实现归母净利润 11.69/15.63/20.77 亿元，同比增长 31.84%/33.72%/32.87%。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 10.19 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 30 倍 PE，估值为 305.7 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 320.7 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 148/173/201 亿元，同比增长 16%/17%/16%。实现净利润约 5.1/6/7.1 亿元，同比增长 19%/18%/17%。摊薄每股收益 1.09/1.29/1.52 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 22/19/16 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：组织架构调整基本完成，聚焦到店业务，推动到家和线上业务，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，维持“增持”评级。**云创和云商业务出表独立运作，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。此外 Mini 店业态培育稳步进行，未来与绿标大店形成联动，有效延伸至社区客群，强化区域渗透率；“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 873.6/1087.8/1312 亿元，同比增长 23.89%/24.49%/20.63%。实现净利润约 22.21/29.26/37.97 亿元，同比增长 50.06%/31.71%/29.77%。摊薄每股收益 0.23/0.31/0.40 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 43/33/25 倍。
- **天虹股份：公司作为百货龙头企业，较早布局数字化升级，且通过内生创新实现业态调整，具有推进行业整合的能力与机会；多业态协同发展的能力较强，构筑了公司的核心竞争壁垒之一；员工持股计划彰显了公司长期发展的信心。基于此，我们认为可以给公司一定的估值溢价：20-25 倍 PE。**预计 2019-2021 年公司实现营收约 198/220/244 亿元，同比增长 3.6%/10.7%/11.06%。实现净利润约 10.6/12/13.8 亿元，同比增长 17%/13.2%/15.3%。摊薄每股收益 0.88/1.0/1.15 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 13/12/10 倍。给予 2019 年 20XPE，维持“增持”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 21/18/16 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

- **【乐蜂网关停 唯品会 1 亿美元投资打水漂？】**乐蜂网通过微信公众号发布通知称，由于公司业务调整，乐蜂网(包括 PC 端及 APP 端)均将在 2019 年 9 月 18 日停止运营，届时用户将不能登录乐蜂网。唯品会回复称，出于业务调整的考虑，唯品会旗下的乐蜂网确认将在近期关停。在获得乐蜂网股东的一致同意后，有关部门已做好了关停的相关准备工作，包括对用户的及时告知和售后咨询工作。(联商网)
- **【社区团购大洗牌，十荟团与你我您合并】**8 月 30 日，“十荟团”宣布已完成和“你我您”的合并，更名为“新十荟团”，定位是“生鲜加强型掌上社区便利店”。整合后的新十荟团市场规模将达到月销售额 5 亿元，覆盖超过 50 个城市。十荟团 CEO 王鹏将此称之为“胜利会师”，这也是社区团购头部玩家的首次整合。(联商网)
- **【拼多多市值超百度，BAT 时代不再】**截至周四收盘，阿里巴巴集团市值为 4499 亿美元，为中国市值最高的互联网公司。截止港股周四收盘，腾讯市值 3.1 万亿港元(约合 3951 亿美元)，在中国互联网公司中排名第二；美团点评市值 4325 亿港元(约合 551.3 亿美元)，排名第三。京东周四市值达到 453 亿美元，在中国互联网公司中排名第四；百度市值 365 亿美元，排名第六；网易市值 325 亿美元，排名第七。拼多多股价周四大涨 8.66%，市值达到 391 亿美元，超越百度成为在中国第五大互联网上市公司。(联商网)
- **【美团点评孵化新项目“菜大全”】**美团点评到家事业群正在孵化一个名为“菜大全”的新项目，该项目从属于“闪购”品牌，负责人为肖坤，向美团高级副总裁、到家事业群总裁王莆中汇报，目前总部团队在十几人左右，已在北京上海武汉试点运营。肖坤是到家事业群赋能业务线负责人。(联商网)
- **【阿里间接投资网红茶饮品牌茶颜悦色】**阿里巴巴在 6 月间接入股了茶颜悦色的主体公司。据企查查数据显示，7 月 5 日，茶颜悦色的运营主体湖南茶悦餐饮管理有限公司发生多项工商变更，注册资本由 500 万元增至 624.6 万元，新增股东苏州元初投资合伙企业(有限合伙)，持股比例 6.32%。而苏州元初投资合伙企业的大股东为杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司，持股比例达 45.45%。(联商网)

- **【松鼠拼拼裁员 2/3 曾想超越拼多多】** 近日，近一年来在社区拼团赛道上一路高歌猛进的松鼠拼拼被曝大裁员。在此之前，松鼠拼拼员工总量一度超越 2000 人，裁后缩水约三分之二。关于松鼠拼拼突然进行人员紧缩的原因，数位内部员工认为原因有二：其一，松鼠拼拼原本计划收购另一家社区团购品牌“你我您”，并已经派审计部门入驻“你我您”进行核算和查账，收购过程中发现“你我您”本身现金流并不健康，松鼠拼拼已经帮其偿还部分借款，导致自身现金流愈发紧张；其二，松鼠拼拼自身融资失利。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【直击 Costco 大陆首店首秀 因客流大暂停营业】** 8 月 27 日，全球知名会员制仓储连锁超市开市客 (Costco) 大陆地区首家门店在上海闵行区开幕。该店毗邻沪常高速公路，总购物面积将近 14000 平米。与沃尔玛山姆会员店一样，开市客实行会员制模式，消费者需要预先支付会员费成为会员后才可进店购物，上海店收费价格为 299 元。因卖场交通人潮拥塞，27 日下午开市客卖场暂停营业。（联商网）
- **【森马营收净利严重背离 邱光和家族套现 20 亿】** 今年上半年，森马服饰实现营业收入 82.19 亿元，同比增长 48.57%，对应的净利润为 7.22 亿元，同比增幅仅为 8.20%，远远低于营业收入增速。不仅如此，森马服饰还存在应收账款和存货双高增现象。森马服饰净利润与营业收入增长大幅背离，也与公司期间费用大幅增长密切相关。另外，根据粗略统计，通过二级市场减持以及协议转让，邱光和家族累计套现约达 20 亿元。（联商网）
- **【家家悦拟竞买华润万家山东七家门店】** 8 月 28 日晚间，家家悦公告称，公司拟参与竞买天津华润万家在上海联合产权交易所公开挂牌转让的其持有的山东华润万家生活超市有限公司 (标的公司) 100% 股权，转让底价为 3120 万元。公司目前受托管理标的公司下属正在经营的七家门店，托管期限为 10 年，并拥有标的公司为支持该七家门店的日常经营业务相关必要的管理权。（联商网）
- **【快时尚品牌 Forever 21 正准备破产申请】** Forever 21 正在为潜在的破产申请做准备。破产申请将有助于 Forever 21 摆脱无利可图的门店，并对企业进行资本重组。近年来，关店如同连锁反应般在 Forever 21 全球各地门店上演。2016 年，Forever 21 退出比利时市场。两年后，Forever 21 开始关闭多家欧洲和北美市场店铺。随后，位于亚洲市场的日本旗舰店及中国香港的铜锣湾旗舰店也难逃关门的命运。今年 3 月，Forever 21 退出中国台湾市场。随后的四月，Forever 21 关闭中国官网和天猫旗舰店，并关闭中国天津、杭州、北京、重庆等地的多家门店。（联商网）

零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【社群电商平台“万物心选”获 2000 万美元 B 轮融资】** 近日，社群电商万物心选完成 2000 万美金元 B 轮融资，由清新资本领投，红点资本跟投，穆棉资本担任本轮融资独家财务顾问。万物心选前身是母婴和内容电商“棒棒糖”，万物心选在原有电商基础上，面向各线城市，最初的目标是

提让普通妈妈“免费拥有一家自己的线上精品母婴店”。APP 于去年 8 月首次测试上线，S2B2C 社群电商基于微信生态迅速发酵，上线一个多月交易额达 1000 万。一年内，万物心选以新生代家庭亲子消费和儿童消费为切入点，借由微信裂变快速爆发，当前单月交易额已经破亿。（联商网）

- **【友宝正式完成 16 亿融资 由蚂蚁金服领投】**日前，北京友宝在线科技股份有限公司（以下简称“友宝”）在履行了必要的监管审批后，正式宣布完成 16 亿元融资，由蚂蚁金服领投，由春华资本跟投，其中蚂蚁金服以增资形式向友宝投资 12 亿元。友宝，中国智能零售行业的领航者，成立于 2011 年，率先将“互联网思维”运用在智能零售终端上，提供场景化、客户化的解决方案，推动智能零售行业可持续性发展，打造智能零售新生态。作为“智能零售第一股”，目前友宝在线运营的智能零售终端超过 10 万台，运营网络已覆盖 300 多个城市。（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。