

商业贸易

阿里收购网易考拉，战略版图再下一城

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

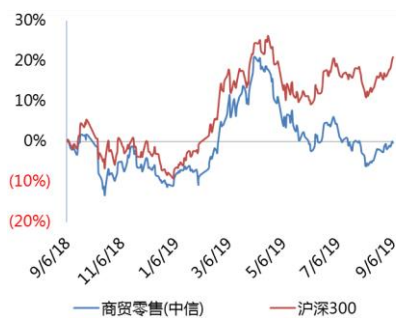
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-------------|---------|
| 上市公司数 | 103 |
| 行业总市值(百万元) | 848,190 |
| 行业流通市值(百万元) | 348,431 |

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 | 10.71 | 997.11 | 1.43 | 1.76 | 0.38 | 0.48 | 7 | 6 | 28 | 22 | 买入 |
| 永辉超市 | 601933.SH | 9.21 | 881.44 | 0.15 | 0.23 | 0.31 | 0.40 | 61 | 40 | 30 | 23 | 增持 |
| 家家悦 | 603708.SH | 25.55 | 155.45 | 0.71 | 1.09 | 1.29 | 1.52 | 36 | 23 | 20 | 17 | 增持 |
| 南极电商 | 002127.SZ | 9.78 | 240.09 | 0.36 | 0.48 | 0.64 | 0.85 | 27 | 20 | 15 | 12 | 买入 |
| 天虹股份 | 002419.SZ | 11.85 | 142.24 | 0.75 | 0.88 | 1.00 | 1.15 | 16 | 13 | 12 | 10 | 增持 |
| 红旗连锁 | 002697.SZ | 7.17 | 97.51 | 0.24 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 30 | 22 | 19 | 17 | 买入 |

投资要点

■ 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨1.64%，跑输沪深300指数2.26个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨11.63%，跑输沪深300指数19.52个百分点。子板块方面，超市指数下跌2.49%，连锁指数上涨0.85%，百货指数上涨2.89%，贸易指数上涨3.97%。相对于本周沪深300涨幅3.92%，中小板指上涨5.01%而言，商贸零售板块整体表现较差。涨幅排名前五名为津劝业、跨境通、深赛格、快乐购、新华锦，分别上涨37.98%、16.78%、15.46%、11.67%、10.80%。本周跌幅排名前五名为苏宁易购、重庆百货、武汉中商、南极电商、永辉超市，分别下跌6.50%、2.49%、1.08%、0.65%、0.28%。

■ 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5.1/6.7/7.1亿元，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23/20/17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：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 40/30/23 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 22/19/17 倍。给予 2019 年 25XPE，给予公司“买入”评级。

- **周度核心观点：阿里收购网易考拉，战略版图再下一城。**9月6日，阿里确认以 20 亿美元收购网易考拉，对跨境电商行业格局变化的影响较大：（1）两大龙头强强联手，阿里系跨境电商市场份额达 58.5%，大幅领先其他竞争对手，跃升垄断地位，规模优势有望持续凸显；（2）收购完成后，二者在流量、商品、仓储、物流方面与阿里形成优势互补，供应链资源加速整合，效率持续优化。从双方企业发展的角度来看：对网易而言，考拉成功变现可获得充足资金，将聚焦游戏主业发展，在本土游戏市场中起到牵制腾讯的作用。对阿里而言，跨境电商垄断竞争优势加强，全球供应链整合加速，考拉工厂店资源也为阿里抑制拼多多扩张提供了 C2M 专效药方。阿里领投网易云音乐的 7 亿美元融资，有望和阿里旗下虾米音乐实现资源共享，阿里 88VIP 的生态会员价值有望得到升华。
- **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 - |
| 阿里收购网易考拉，跨境电商市占率过半 | - 4 - |
| 零售板块一周行情回顾 | - 5 - |
| 周度市场以及子板块表现比较 | - 5 - |
| 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: | - 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 | - 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

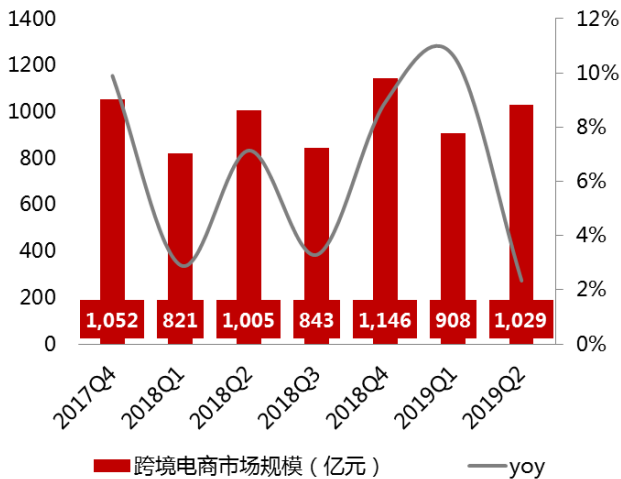
| | |
|------------------------------------|-------|
| 图表 1: 19Q2 跨境电商市场规模达 1029 亿元 | - 4 - |
| 图表 2: 天猫国际+网易考拉合计市场份额过半 | - 4 - |
| 图表 3: 网易电商收入增速放缓，占比难提升 | - 4 - |
| 图表 4: 剥离电商后可专注毛利率更高的游戏主业 | - 4 - |
| 图表 5: 考拉工厂店整合优化全球供应链 | - 5 - |
| 图表 6: 网易云音乐是腾讯系之外增速最快的音乐 APP | - 5 - |
| 图表 7: 零售行业涨跌幅情况 | - 6 - |
| 图表 8: 行业各子板块涨跌幅情况表现 | - 6 - |
| 图表 9: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况 | - 7 - |
| 图表 10: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况 | - 7 - |
| 图表 11: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况 | - 7 - |
| 图表 12: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况 | - 7 - |
| 图表 13: 本周板块上市公司涨幅前五名表现 | - 7 - |
| 图表 14: 本周板块上市公司跌幅前五名表现 | - 7 - |

行业周观察

阿里收购网易考拉，跨境电商格局成型

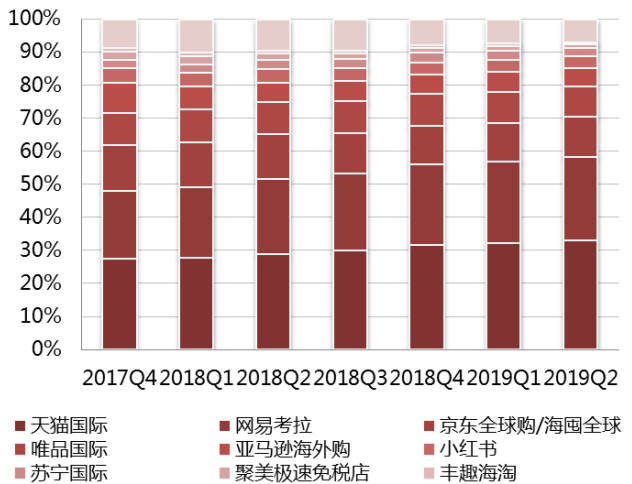
- 9月6日，阿里确认以20亿美元收购网易考拉。网易考拉已更名为“考拉海购”，将继续保留独立品牌运营；人事变动方面，由天猫进出口事业群总经理刘鹏兼任考拉CEO，原考拉CEO张蕾将出任天猫进出口业务顾问。本次收购是跨境电商行业近年来第一次重大的并购事件，对行业格局变化和双方企业发展的影响较大；
- 强强联手，阿里系跨境电商一家独大。据易观统计，19Q2天猫国际市占率为33.1%，网易考拉市占率为25.4%，意味着本次收购完成后，阿里系跨境电商平台市场份额将达58.5%，大幅领先其他竞争对手，跃升垄断地位，规模优势有望持续凸显。
- 供应链资源加速整合，效率持续优化。天猫国际是国内最大的一线品牌新品首发平台，高端化妆品/轻奢品牌竞争优势明显，网易考拉母婴产品占比较高，二者优势品类可以实现互补整合。同时，网易考拉主打进口商品直采模式，拥有多个国内自营保税仓和海外仓，在流量、商品、仓储、物流方面与阿里形成优势互补，提升国际供应链效率。

图表 1: 19Q2 跨境电商市场规模达 1029 亿元



来源：易观 中泰证券研究所

图表 2: 天猫国际+网易考拉合计市场份额过半



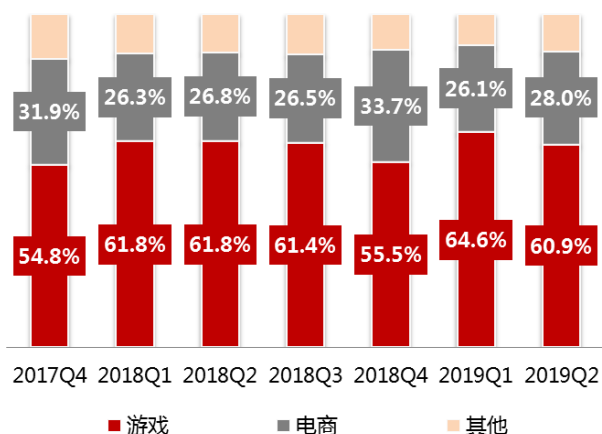
来源：易观 中泰证券研究所

- 考拉成功变现，网易将聚焦游戏主业发展。网易游戏主业增长放缓，电商业务曾被寄予厚望，成为营收增长的引擎。一方面需要承担自营基础设施建设产生的高额投入，另一方面则面临着天猫、京东等对手的激烈竞争，近年来网易电商收入增速放缓，营收占比难以进一步提升，毛利率也表现平平。本次收购完成后，网易可获得充足资金，将聚焦游戏主业发展，公司盈利能力有望优化，在本土游戏市场中与腾讯长期竞争的底气更足。

图表 3: 网易电商收入增速放缓，占比难提升

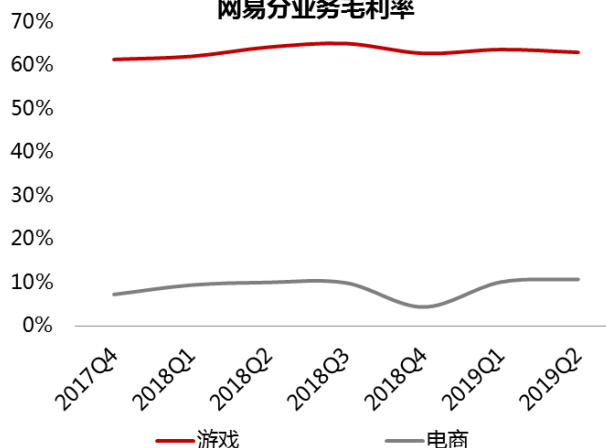
图表 4: 剥离电商后可专注毛利率更高的游戏主业

网易收入结构



来源：公司公告 中泰证券研究所

网易分业务毛利率



来源：公司公告 中泰证券研究所

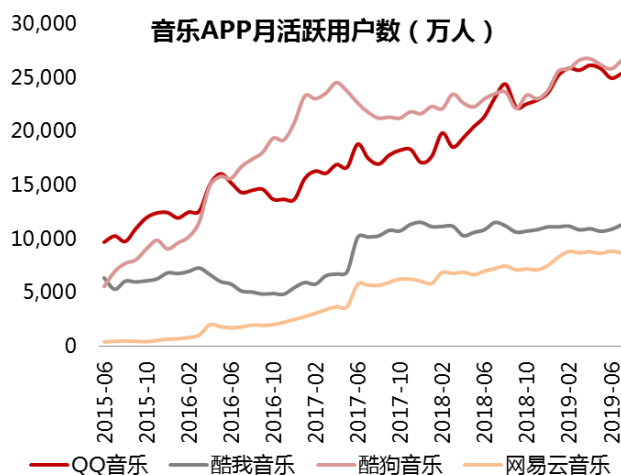
■ **阿里版图再下一城，战略布局进一步完善。**目前，阿里系跨境电商拥有最丰富的国际品牌资源，在消费升级趋势下的竞争优势进一步加强；收购带来的考拉工厂店资源、跨境保税仓等也将推动阿里全球供应链的整合优化，C2M 高性价比产品的供应也为阿里抑制拼多多的扩张提供了专效药方。同时，本次收购还伴随着阿里领投网易云音乐的 7 亿美元融资。虽然网易云音乐暂未被阿里收入麾下，但作为腾讯系音乐 APP 之外用户数最多、增势较好的音乐 APP，网易云音乐和阿里旗下虾米音乐有望实现资源共享，阿里 88VIP 的生态会员价值有望得到升华，阿里商业帝国布局进一步完善。

图表 5：考拉工厂店整合优化全球供应链



来源：考拉海购 APP 中泰证券研究所

图表 6：网易云音乐是腾讯系之外增速最快的音乐 APP



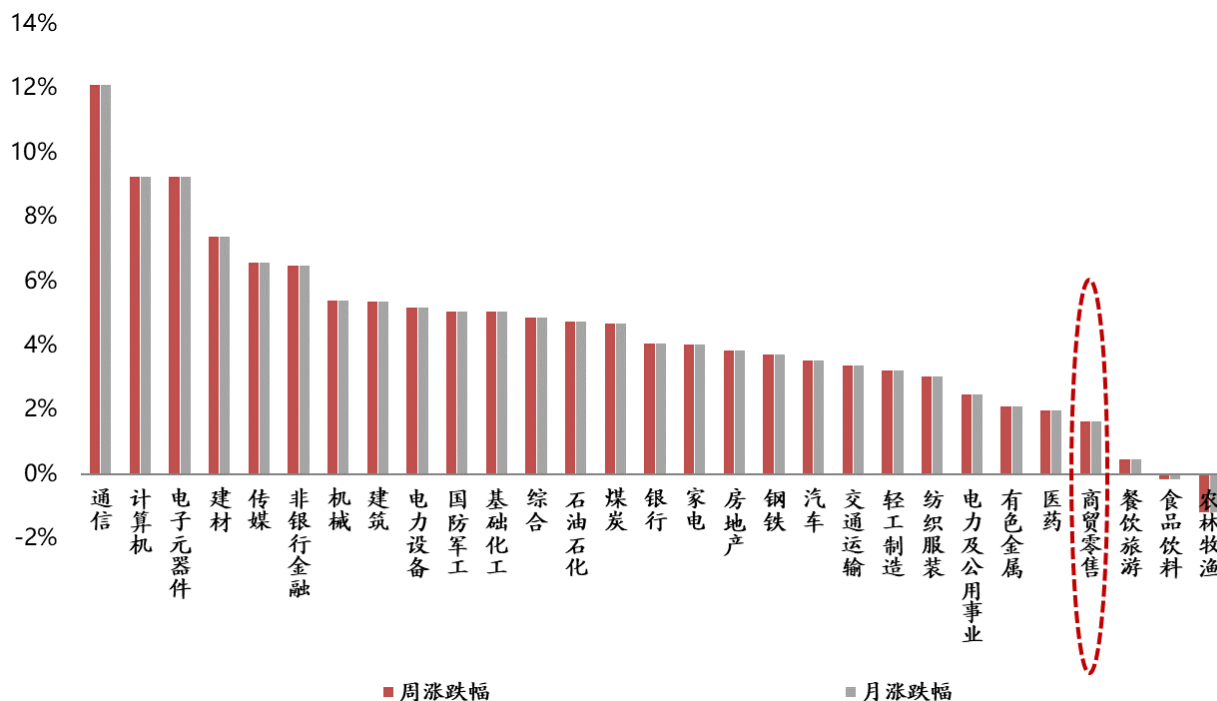
来源：Wind 中泰证券研究所

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

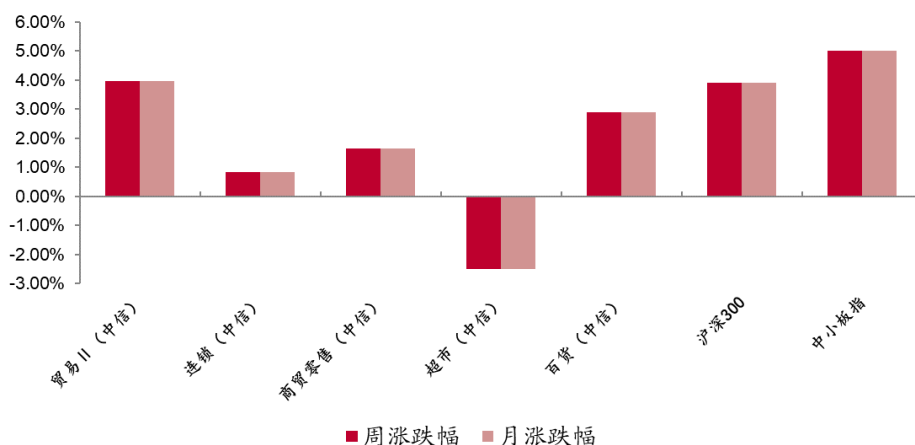
- 上周市场表现：商贸零售（中信）指数上涨 1.64%，跑输沪深 300 指数 2.26 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 11.63%，跑输沪深 300 指数 19.52 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 2.49%，连锁指数上涨 0.85%，百货指数上涨 2.89%，贸易指数上涨 3.97%。相对于本周沪深 300 涨幅 3.92%，中小板指上涨 5.01% 而言，商贸零售板块整体表现较差。

图表 7：零售行业涨跌幅情况



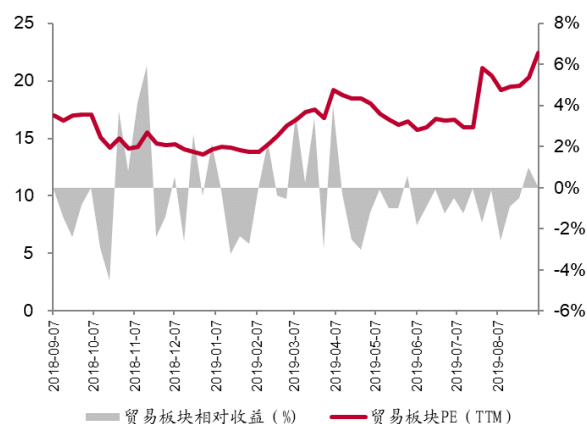
来源：WIND 中泰证券研究所

图表 8：行业各子板块涨跌幅情况表现

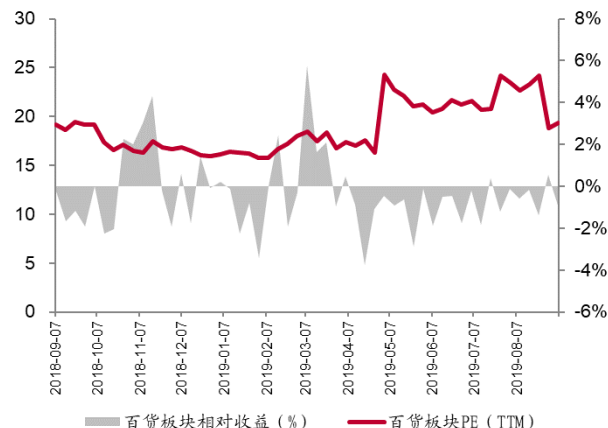


来源：WIND 中泰证券研究所

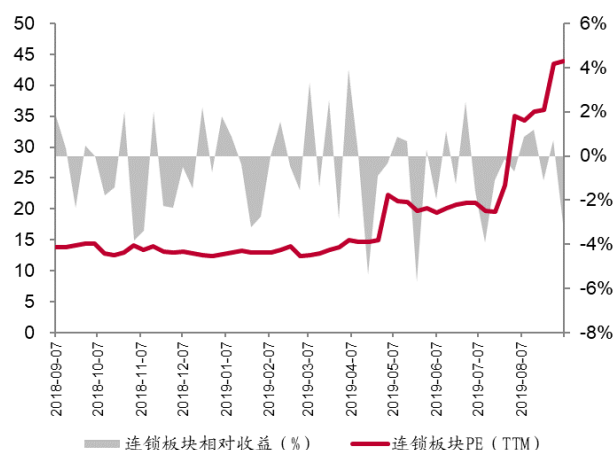
- 子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (9 月 6 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 22.4 倍、19.3 倍、43.9 倍和 44.5 倍, 较上周略有上升。

图表 9: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况


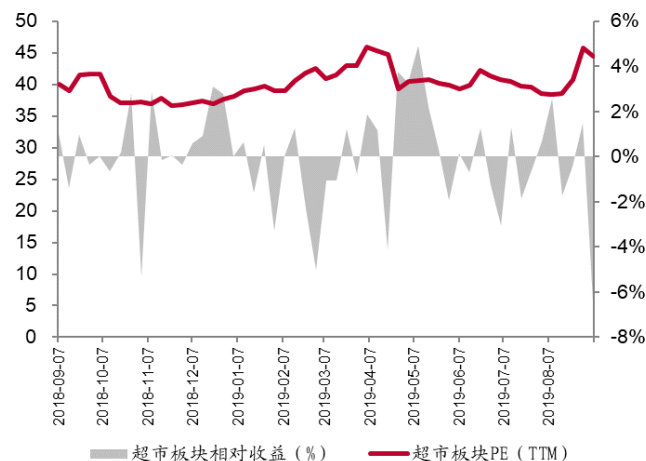
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 10: 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 11: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

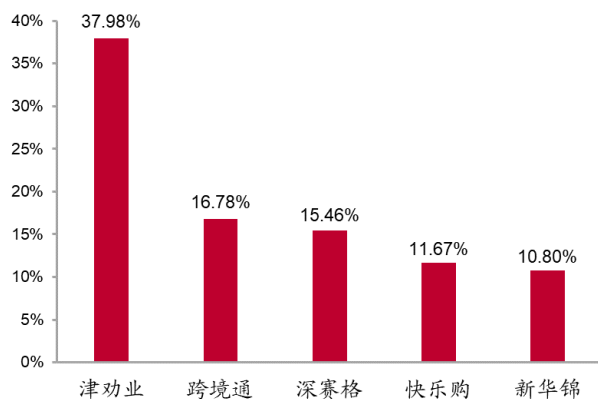
图表 12: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

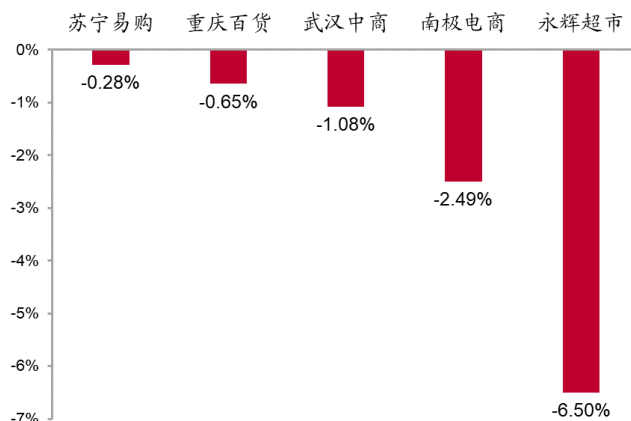
零售行业重点公司市场表现

- 商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。** 涨幅排名前五名为津劝业、跨境通、深赛格、快乐购、新华锦, 分别上涨 37.98%、16.78%、15.46%、11.67%、10.80%。本周跌幅排名前五名为苏宁易购、重庆百货、武汉中商、南极电商、永辉超市, 分别下跌 6.50%、2.49%、1.08%、0.65%、0.28%。

图表 13: 本周板块上市公司涨幅前五名表现
图表 14: 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：

- **【中通快递】关于向合格投资者公开发行公司债券获中国证券监督管理委员会核准的公告：**近日，中通快递股份有限公司（以下简称“公司”）收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）下发的《关于核准中通快递股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2019〕1527号）。根据该批复：1、公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过20亿元的公司债券；2、本次公司债券采用分期发行方式，首期发行自中国证监会核准发行之日起12个月内完成；其余各期债券发行，自中国证监会核准发行之日起24个月内完成；3、本次发行公司债券应严格按照报送中国证监会的募集说明书进行；4、该批复自核准发行之日起24个月内有效。
- **【新华都】关于控股孙公司股权转让过户完成的公告：**新华都购物广场股份有限公司（以下简称“公司”）的全资子公司泉州新华都购物广场有限公司与泉州东滨贸易有限公司（以下简称“东滨贸易”）签订了股权转让协议。截至本公告披露日，公司已收到全部股权转让款，标的公司已办理完成了上述股权转让事项的相关工商变更登记备案等手续，并取得了泉州市市场监督管理局换发的《营业执照》。股权转让事项完成后，东滨贸易持有标的公司100%的股权，公司不再持有标的公司任何股权，标的公司将不再纳入公司合并报表范围。
- **【跨境通】关于公司实际控制人部分股份质押的公告：**截止本公告日，杨建新先生共持有公司股份283,360,500股，占公司总股本的18.19%。其中处于质押状态的公司股份合计265,311,296股，占其所持有公司股份的93.63%，占公司总股本的17.03%。公司实际控制人杨建新先生及其一致行动人共持有公司股份343,056,931股，占公司总股本的22.02%。其中处于质押状态的公司股份合计324,497,824股，占其合计所持有公司股份的94.59%，占公司总股本的20.83%。
- **【越秀金控】关于控股子公司越秀租赁发行定向债务融资工具获准注册的公告：**广州越秀金融控股集团股份有限公司于2019年3月22日、2019年4月18日召开第八届董事会第二十八次会议和2018年年度股东大会审议通过了《关于控股子公司越秀租赁发行定向债务融资工具的议案》，同

意公司控股子公司广州越秀融资租赁有限公司通过中国银行间市场交易商协会申请注册发行定向债务融资工具。近日，越秀租赁收到中国银行间市场交易商协会出具的两份《接受注册通知书》，同意接受越秀租赁定向债务融资工具的注册。注册额度自《通知书》落款之日起2年内有效，在注册有效期内可分期发行定向债务融资工具。接受注册后如需备案发行的应事前先向交易商协会备案。发行完成后，应通过交易商协会认可的渠道定向披露发行结果。

- **【焦点科技】关于参股公司递交境外上市申请的提示性公告：**焦点科技股份有限公司（以下简称“公司”）于2019年9月5日收到参股公司深圳市慧业天择投资控股有限公司（以下简称“慧业天择”）的通知，慧业天择在北京时间9月4日晚通过开曼公司Huize Holding Limited（该开曼公司与慧业天择已完成VIE架构搭建）向美国证券交易委员会（SEC）公开递交境外上市申请，计划交易代码为“HUIZ”。截至本公告日，公司通过全资孙公司Crov Global Holding Limited（以下简称“Crov Global”）间接持有Huize Holding Limited 19.7%的股权。
- **【北京城乡】关于出售资产暨关联交易的公告：**北京城乡商业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“本公司”）在北京产权交易所有限公司（以下简称“北交所”）公开挂牌出售的沈阳房产项目194套拟出售给北京市郊区旅游实业开发公司（以下简称“北京郊旅”）。除本次交易外，在过去12个月内公司与北京郊旅发生的其他非日常关联交易为公司全资子公司北京国盛兴业投资有限公司实际取得北京郊旅2.1亿元委托贷款，累计不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组情况。公司未与其他关联人发生与本次交易类别相关的交易。公司第九届第九次董事会会议审议通过了本次关联交易，关联董事回避表决。根据《上海证券交易所股票上市规则》和《公司章程》等相关规定，本事项尚需提交公司股东大会审议。

图表 10: 下周公司大事提醒

| (09/08) 周日 | (09/09) 周一 | (09/10) 周二 | (09/11) 周三 | (09/12) 周四 | (09/13) 周五 | (09/14) 周六 |
|------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------|------------|
| | 华联股份(000882): 股东大会互联网投票 票起始 | 华联股份(000882): 股东大会召开 | 珠江啤酒(002461): 股东大会互联网投票 票起始 | 珠江啤酒(002461): 股东大会召开 | 华南城(1668): 股东大会召开 | |
| | 华联股份(000882): 股东大会现场会议 登记起始 | 永辉超市(601933): 股东大会现场会议登 记起始 | 家家悦(603708): 股东大会现场会议 登记起始 | 物产中大(600704): 股东大会召开 | | |
| | 友阿股份(002277): 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 | ST中天(600856): 股东大会现场会议 登记起始 | 新宝股份(002705): 股东大会现场会议 登记起始 | | |
| | 杭州解百(600814): 股东大会现场会议 登记起始 | 中兴商业(000715): 股东大会互联网投票 票起始 | 翠微股份(603123): 股东大会现场会议 登记起始 | 物产中大(600704): 股东大会互联网投票 票起始 | | |
| | 中兴商业(000715): 股东大会现场会议 登记起始 | 友阿股份(002277): 股东大会互联网投票 票起始 | 永辉超市(601933): 限售股份上市流通 | ST中天(600856): 股东大会召开 | | |
| | 珠江啤酒(002461): 股东大会现场会议 登记起始 | | 天虹股份(002419): 股东大会现场会议 登记起始 | ST中天(600856): 股东大会互联网投票 票起始 | | |
| | | | 宏图高科(600122): 股东大会现场会议 登记起始 | 翠微股份(603123): 股东大会召开 | | |
| | | | 友阿股份(002277): 股东大会召开 | 翠微股份(603123): 股东大会互联网投票 票起始 | | |
| | | | 中兴商业(000715): 股东大会召开 | | | |
| | | | 怡亚通(002183): 股东大会现场会议 登记起始 | | | |

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 | 997.11 | 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 | 881.44 | 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 | 155.45 | 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 | 240.09 | 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 | 142.24 | 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 | 97.51 | 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 23/20/17 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：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 40/30/27 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 22/19/17 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

- **【阿里 20 亿美元收购网易考拉 领投网易云音乐】**北京时间 9 月 6 日，网易与阿里巴巴共同宣布达成战略合作，阿里巴巴集团以 20 亿美元全资收购网易旗下跨境电商平台考拉。天猫国际与网易考拉合并后，阿里跨

境电商市场份额将达到 57.1%，占据市场半壁江山。同时，阿里巴巴作为领投方参与了网易云音乐此轮 7 亿美元的融资。天猫进出口事业群总经理刘鹏将兼任考拉 CEO，原考拉 CEO 张蕾将去职，考拉品牌将继续保持独立运营。（联商网）

- **【瑞幸官宣小鹿茶品牌独立运营 推合伙人模式】**9 月 3 日，瑞幸咖啡举行了一场沟通会，宣告将把瑞幸咖啡旗下“小鹿茶”打造成为独立品牌并独立运营，并官宣了品牌代言人。瑞幸方面解释，此举是为了进一步扩大市场而为。独立后，小鹿茶门店将以新式茶饮为主，门店布局更倾向三四线下沉市场，消费场景多为休闲场景。为加速小鹿茶的全国布局，瑞幸现场宣布推出新零售合伙人模式。首批小鹿茶门店将于今年 10 月中旬开业。（联商网）
- **【岁宝百货将与阿里合作推新百货项目盒马里】**9 月 3 日，岁宝百货公告披露，公司将和阿里巴巴集团盒马合作，在深圳推出新百货业务品牌“盒马里”。这将是继盒马与岁宝百货战略合作之后又一个新零售项目。该项目最快在 10 月底开业，目前还在装修阶段。而岁宝百货在 2019 年中期业绩报告中透露，这是新的零售解决方案，会对行业带来重大突破，消除传统零售业务模式的空间限制。（联商网）
- **【京东推新业态“七鲜生活”首店年内开业】**9 月 5 日，京东 7FRESH 负责人王敬表示，近期 7FRESH 将有 4 个新业态先后亮相。其中，作为京东旗下社区超市的新业态“七鲜生活”（7FRESH Life）首家店将于今年 12 月开业。7FRESH 将陆续推出超市创新业态，包括七鲜生活（针对社区居民的社区小超市业态）、七范（针对办公人口集中区域，提供便捷和高品质的一日三餐解决方案的美食零售混合业态）。从 7FRESH 的模式升级，到七鲜生活、七范等项目的推进，7FRESH 正在通过多种业态创新抢占多元化的消费场景。（联商网）
- **【大佬跨界入局 中石化易捷咖啡首店落户苏州】**9 月 3 日，中石化易捷发布全新品牌“易捷咖啡”，首店落户苏州，中国石化的加油站咖啡正式面市。易捷咖啡是加油站便利店业务“外送+到店消费”新零售模式的创新。易捷咖啡打造了三种不同定位的系列产品，即 92 号（黑白咖啡）、95 号（时尚特饮）、98 号（精品系列），与中石化加油站场景契合。中石化易捷推出独立咖啡品牌足见加油站咖啡存在可观的市场前景，同时它的进入也有望进一步改变国内咖啡市场已有格局。（联商网）
- **【盒马大店放缓脚步 mini 店快跑待解盈利难题】**9 月 3 日，盒马鲜生 CEO 侯毅在盒马 mini 沟通会上透露，盒马鲜生正在筹建 mini 店进入社区市场，并通过 mini 店下沉市场，布局一、二线城市社区及三、四、五线城市。布局面积仅为盒马 1/5 的 mini 店，似乎宣告着盒马将甩掉闭店阴影并加速布局全国。mini 店蔬菜以散菜为主，这意味着毛利要低于大店包装菜品。小店布局虽快，仍有盈利难题。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【永辉发力山东 区域总经理和开店数量曝光】**永辉布局山东市场，永辉上海区域总经理邓四平将调任山东区域总经理。根据永辉内部目标，明年 6 月前将在山东开出绿标店 22 家，永辉 mini 大约 300-500 家。而

永辉云创体系的永辉生活也计划在山东开出 100 家门店。针对永辉在山东的开店计划，不排除通过并购方式实现目标。（联商网）

- **【Costco 尝到甜头 计划明年在沪开第二家店】**近日，Costco 首席财务官理查德·加兰蒂表示，计划在 2020 年底到 2021 年初在上海开设第二家 Costco 门店，希望第二家门店能尽快开工建设。8 月 27 日，Costco 中国的首家门店开业，停车需排队三小时，结账排队两小时起步显然，周边道路交通瘫痪。显然，第一家店的火爆让 Costco 对于在中国市场的未来充满信心，自然也就加速了第二家店的建设。Costco 未来也会考虑在国内其他城市进行门店建设，但需要确保当前店面的良好运转。（联商网）
- **【前优衣库中国 COO 跳槽李宁任联席 CEO】**9 月 2 日早间，李宁发布公告，宣布董事会主席兼代理行政总裁李宁调任联席行政总裁，任命前优衣库（迅销集团）全球执行董事、优衣库中国 COO、优衣库韩国 CEO 高坂武史（日籍华人，中文名钱炜）担任联席行政总裁。这是自 2014 年底李宁回归李宁公司之后，李宁公司最高层级的管理层引进。共同出任联席 CEO，但二人有明确的分工——李宁对公司进行总体把控和战略规划，继续与管理团队一起领导公司的经营发展，负责集团人事、财务和战略；钱炜的工作重点将在集团运营方面。（联商网）

零售行业资本动态跟踪 融资动态

- **【把动物园开到商场里 Mr Zoo 小小动物元今年已完成三轮融资】**Mr Zoo 小小动物元（以下简称小小动物元）今年已完成三轮融资，种子轮、天使轮和 Pre-A 轮的领投方分别为寒武创投、戈壁创投和头头是道，其他投资方还包括险峰长青、海尔资本、锐合资本等，金额共计数千万元。三轮融资资金主要用于团队建设和标准门店的快速扩张。室内动物园最早起源于国外，近两年在国内也掀起一股热潮。截至今年全国已有 34 家门店开业，连锁品牌包括 Zoolung、超级萌物、自然之城 KAKAZOO、嗒咪动物奇幻乐园、FUTURE ZOO 未来动物城等。（联商网）
- **【同程生活完成新一轮 1 亿美元融资 发力社交电商领域】**9 月 6 日，同程生活宣布完成新一轮 1 亿美元融资，此轮融资由君联资本领投，贝塔斯曼亚洲投资基金（BAI）、亦联资本、同程资本、广发信德、真格基金、金沙江创投超额追投，同程集团创始人、董事长吴志祥个人跟投；山景资本担任独家财务顾问。同程生活于 2018 年下半年正式上线，主要服务家庭消费大场景，提供生鲜、食材等高频刚需产品，覆盖居家用品及周边服务等。创始人何鹏宇曾担任同程旅游高级副总裁，联合创始人尹祥创立上百家千鲜汇社区连锁店。（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。