

商贸零售

报告原因：定期报告

2019年11月18日

商贸零售行业月度投资策略

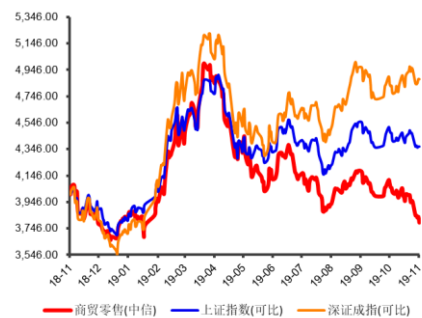
短期因素压制社零增速，关注下沉市场消费潜力

评级

看好

行业研究/定期报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

商贸零售行业 10 月投资策略：可选增速加快促进社零回暖，关注三季报业绩超预期个股

分析师&联系人：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

市场回顾

➤ 2019 年 10 月 CS 商贸零售行业下降 0.97%，与上年同期相比提振 9.14pct，跑输大盘 2.86pct。10 月份中信一级 29 个行业有近四成呈上涨状态但涨幅均为个位数，除农林牧渔涨幅超 10% 以外，市场表现较为平淡。CS 商贸零售行业 10 月市场表现强于去年同期，在中信 29 个行业排名第 18 位，处于中下游水平，较上月有所提升。10 月子板块表现均不及沪深 300，其中连锁板块涨幅居前，超市板块延续上月跌幅最深态势，但子版块整体表现均好于去年同期。10 月 CS 商贸零售估值水平整体呈现箱体震荡，下旬小幅提振后月末大幅回落，平均估值水平为 27X。上月呈现平稳上涨态势，月中持续承压回落，下旬反弹回升，至月末又回落至 21X 左右。截止 10 月 31 日，CS 零售估值水平 21.5X，为年内平均水平，月均估值水平较上月大幅回落。

行业月度数据跟踪

➤ **CPI 环比涨幅与上月相同，同比涨幅扩大。**10 月 CPI 同比上涨 3.8%，涨幅较上月扩大 0.8pct。其中食品价格上涨 15.5%，非食品价格上涨 0.9%。目前 CPI 上涨受食品 CPI 上涨影响较多，食品价格的贡献率超过 80%，而食品中猪肉对 CPI 涨幅的贡献率达到 2/3。猪肉价格高涨主要受前期非洲猪瘟疫情影响，目前政府采取多种措施保供稳价，在增加猪肉供应的同时还及时启动了社会救助和保障标准与物价上涨联动的机制，后续随着恢复生猪生产的相关政策措施逐步落实落地，生猪产能会逐步恢复，猪肉价格将会逐步企稳。结构性因素导致的食品 CPI 在近一个季度内持续走高，将对超市板块的全年业绩及同店增速带来持续的正向影响。环比来看，CPI 上涨 0.9%，涨幅较上月持平。其中食品价格上涨 3.6%，非食品价格上涨 0.2%。若扣除猪肉价格上涨因素，CPI 环比上涨约 0.1%，总体稳定。

➤ **社零增速继续放缓，网上零售增长较快。**10 月社零总额同比增长 7.2%，增速较上月回落 0.6pct，除汽车以外的消费品零售额增长 8.3%，增速较上月回落 0.7pct。10 月消费品市场增速放缓主要受到“双十一”虹吸效应等短期因素影响，若剔除此因素影响，10 月份社零总额增速与上月基本持平。从限上商品零售增速来看，满足居民基本生活类商品增速继续回落，细分品类中饮料和烟酒增速小幅增长。可选品类中的



多数品类增速均呈现不同程度的回落，细分赛道只有通讯器材类维持短期高速增长。在双十一的虹吸效应影响之下，消费升级类产品需求均有压缩，唯有通讯器材类增速短期冲高。前十个月全国网上零售额累计同比增长 16.4%，其中实物商品网上零售额累计同比增长 19.8%，占社零总额的比重为 19.5%，占比较去年同期提升 2pct。

行业动态新闻

- 7年后重返港交所 阿里巴巴正式确认香港 IPO；
- 京东第三季度净收入同比增长 28.7% 超过市场预期；
- 盒马首个购物中心“盒马里”来了 预计 11 月 30 日开业。

投资策略

- 10 月宏观经济指标多数回落，经济下行压力有所增大。在外部环境不确定性因素增强和国内结构性矛盾突出的环境下，经济运行面临风险较多，我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性，景气度较高的细分行业和低线市场的增量需求，主要关注以下几条主线：1) 当前食品类价格对 CPI 的贡献超过 80%，因供给偏紧带来的猪肉价格短期高涨导致食品 CPI 涨幅扩大，以食品为主的必选消费品价格保持稳健增长态势，将继续对超市 Q4 业绩产生正向影响：永辉超市、家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响最为明显，在可选消费增速持续回落及电商不断分流的消费环境里，行业内龙头企业积极布局下沉市场，挖掘体验式新型消费亮点、丰富实体业态提升坪效客流，当前板块估值水平较低，我们认为行业龙头具备一定估值修复的能力：天虹股份；3) 在消费升级潮流下，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度和细分领域景气度：苏宁易购、南极电商。

风险提示：宏观经济增速放缓；政策落地效果不及预期；市场竞争加剧。

目录

1. 行业市场表现回顾	5
1.1 一级行业概况	5
1.2 细分行业市场表现	5
1.3 个股表现	6
1.4 行业估值情况	6
2. 行业数据跟踪	7
2.1 居民消费价格指数（CPI）	7
2.2 社会消费品零售数据	8
2.3 全国大中型零售企业销售额数据	10
3. 行业动态新闻	10
4. 投资建议	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1：2019 年 10 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 10 月涨跌幅	6
图 3：CS 零售子版块 2018 年 10 月涨跌幅	6
表 1：2019 年 10 月个股涨跌幅情况（%）	6
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	7
图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE（TTM）	7
图 7：CPI 当月同比、环比（%）	8
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	8
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9



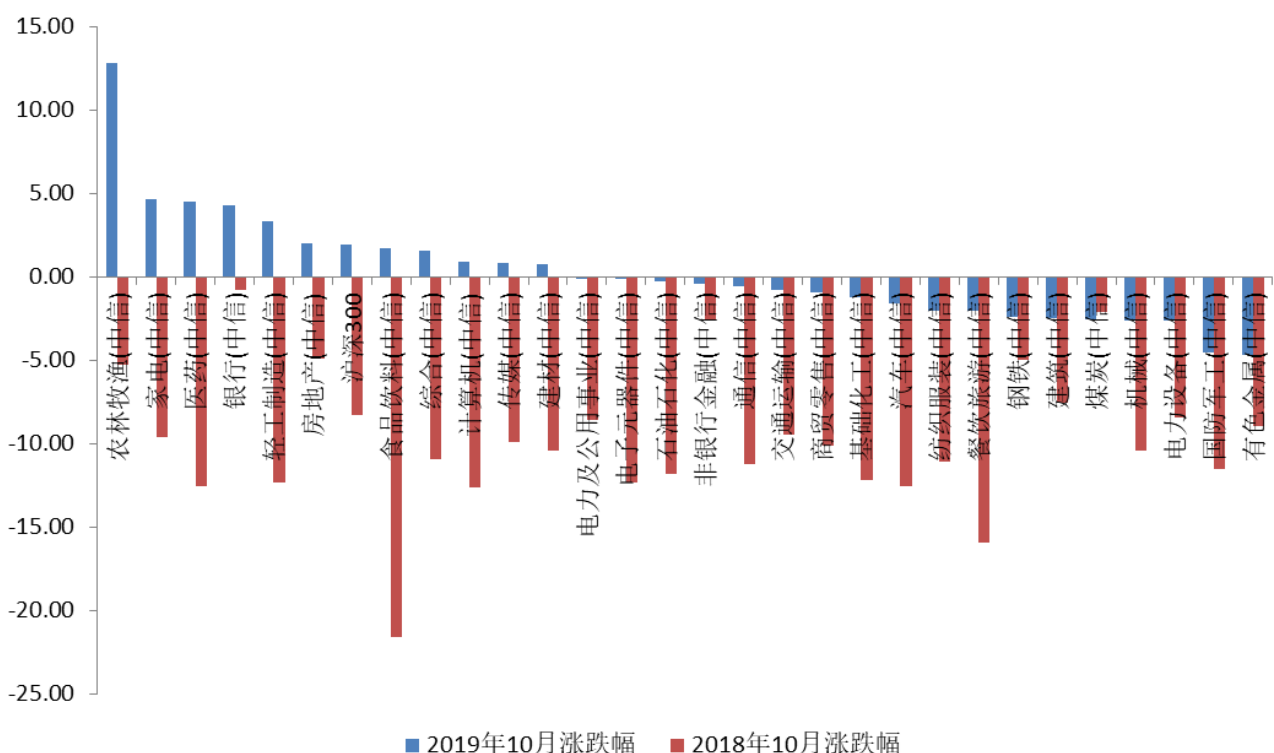
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	9
图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	9
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	10
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	10

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年10月，沪深300指数上涨1.89%，与2018年同期相比提升10.18pct，但CS商贸零售行业下降0.97%，与上年同期相比提振9.14pct，跑输大盘2.86pct。10月份中信一级29个行业有近四成呈上涨状态但涨幅均为个位数，除农林牧渔涨幅超10%以外，市场表现较为平淡。CS商贸零售行业10月市场表现强于去年同期，在中信29个行业排名第18位，处于中下游水平，较上月有所提升。

图1：2019年10月中信一级行业涨跌幅（%）



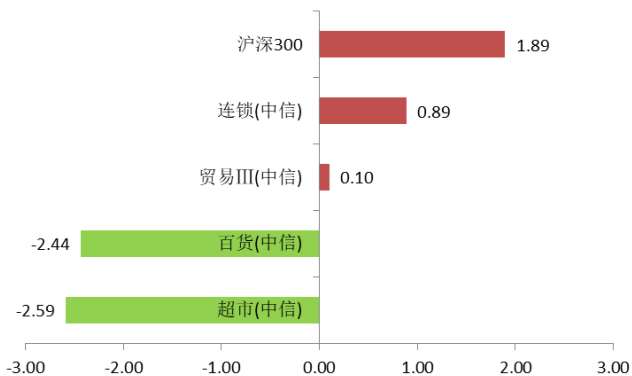
数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，在10月CS零售的三级子行业中，连锁、贸易III、百货、超市的涨跌幅分别为0.89%、0.1%、-2.44%、-2.59%。10月子板块表现均不及沪深300，子板块半涨半跌，其中连锁板块涨幅居前，超市板块延续上月跌幅最深态势，但子板块整体表现均好于去年同期。

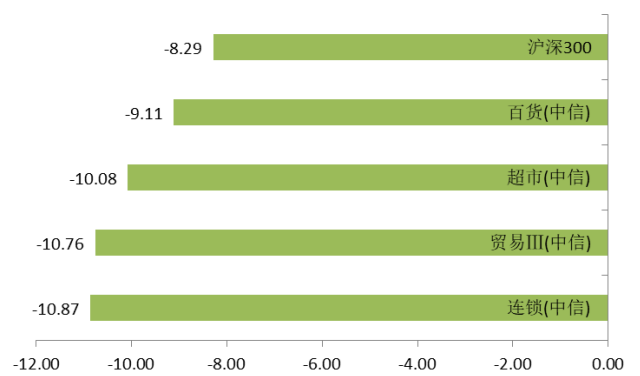
10月SW商业贸易主力净流入额为-35.29亿元，在申万28个行业中位列第8。10月SW商贸三级子行业主力资金均为流出状态，其中SW一般物业经营主力资金净流出额最少，为-5740.12万元，其次是SW超市流出3.17亿元，而SW专业连锁流出资金最多，为-11.74亿元。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 10 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 零售子版块 2018 年 10 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，10月有42家上市公司收涨，涨幅居前的有爱婴室、安德利、红旗连锁等7家，涨幅均超过10%，其中爱婴室涨幅最高，达到20.49%；共有58家上市公司收跌，跌幅较高的有*ST赫美、宏图高科、*ST秋林等9家，收跌幅度均超过-10%，其中*ST赫美收跌-23.5%跌幅最深。

表 1：2019 年 10 月个股涨跌幅情况 (%)

10月涨幅前十的个股			10月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
603214.SH	爱婴室	20.49	002356.SZ	*ST赫美	-23.50
603031.SH	安德利	15.41	600122.SH	宏图高科	-18.13
002697.SZ	红旗连锁	14.77	600891.SH	*ST秋林	-16.43
603123.SH	翠微股份	14.06	002419.SZ	天虹股份	-15.44
600278.SH	东方创业	13.36	603900.SH	莱绅通灵	-14.47
002251.SZ	步步高	12.08	600821.SH	津劝业	-12.73
002416.SZ	爱施德	10.04	000715.SZ	中兴商业	-11.52
600826.SH	兰生股份	8.68	000564.SZ	供销大集	-11.20
603101.SH	汇嘉时代	7.70	600086.SH	东方金钰	-10.24
600865.SH	百大集团	7.55	000587.SZ	金洲慈航	-9.66

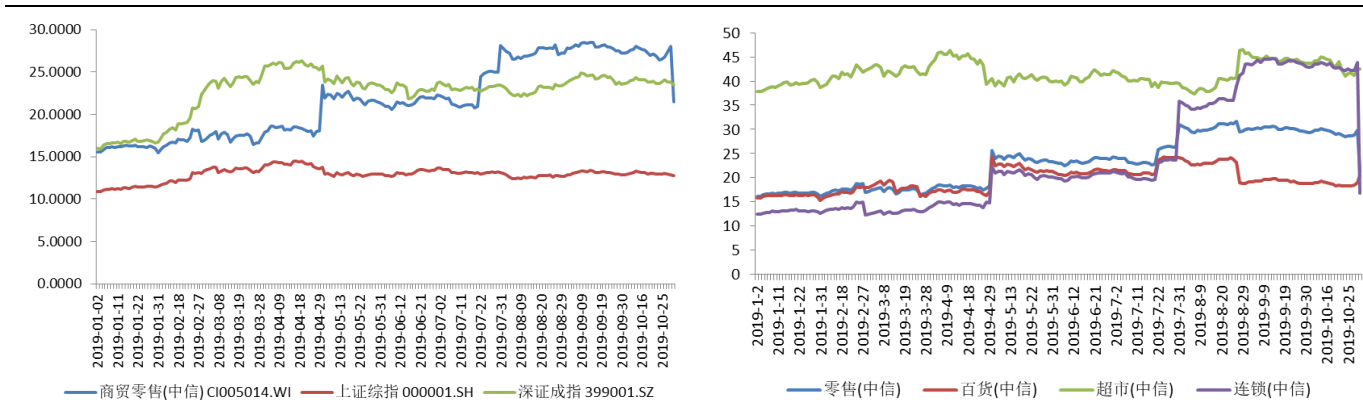
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

2019年10月CS商贸零售估值水平整体呈现箱体震荡，下旬小幅提振后月末大幅回落，平均估值水平为27X。上月呈现平稳上涨态势，月中持续承压回落，下旬反弹回升，至月末又回落至21X左右。截止10月31日，CS零售估值水平21.5X，为年内平均水平，月均估值水平较上月大幅回落。子版块方面，截止

10月31日，百货板块估值整体呈现震荡上扬，月中经历估值回调后月末逆市上扬，平均估值水平区间整体低于CS零售，月均PE在18.8X附近，平均估值水平较上月小幅回落；超市板块估值水平相对较高，月度整体呈现震荡下探格局，但月末估值水平有所回升，月均估值水平43X，较上月小幅降低；连锁板块估值水平走势与CS零售基本吻合，但与CS超市落于同一估值区间，月中回落至42X估值线附近，月末估值水平跃升至在44X后又回落至16.8X附近，月均估值水平41.5X，较上月大幅回落。

图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE (TTM) 图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数 (CPI)

2019年10月，CPI同比上涨3.8%，涨幅较上月扩大0.8pct。其中，食品价格上涨15.5%，非食品价格上涨0.9%。食品价格涨幅较上月提升4.3pct，影响CPI上涨约3.05pct。在食品中，猪肉价格上涨101.3%，涨幅较上月扩大32pct，为历史最高位置，影响CPI上涨约1.65pct；相关替代品牛羊鸡鸭肉和鸡蛋的价格涨幅在12.3%—21.4%之间，这五项合计影响CPI上涨约0.41pct；鲜菜价格下降10.8%，鲜果价格从上月上涨7.7%转为下降0.3%，这两项合计影响CPI下降约0.28pct。非食品价格涨幅较上月小幅回落0.1pct，影响CPI上涨约0.7pct。其中医疗保健、教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨2.1%、1.9%和1.2%，三项合计影响CPI上涨约0.49pct。交通和通信价格下降3.5%，影响CPI下降约0.42pct；其中，汽油和柴油价格分别下降15.4%和16.2%，两项合计影响CPI下降约0.36pct。

目前CPI上涨受食品CPI上涨影响较多，食品价格的贡献率超过80%，而食品中猪肉对CPI涨幅的贡献率达到2/3。猪肉价格高涨主要受前期非洲猪瘟疫情影响，目前政府采取多种措施保供稳价，在增加猪肉供应的同时还及时启动了社会救助和保障标准与物价上涨联动的机制，后续随着恢复生猪生产的相关政策措施逐步落实落地，生猪产能会逐步恢复，猪肉价格将会逐步企稳。结构性因素导致的食品CPI在近一个

季度内持续走高，将对超市板块的全年业绩及同店增速带来持续的正向影响。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)

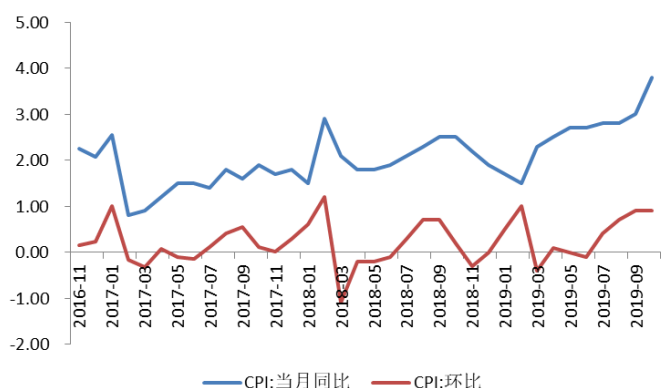
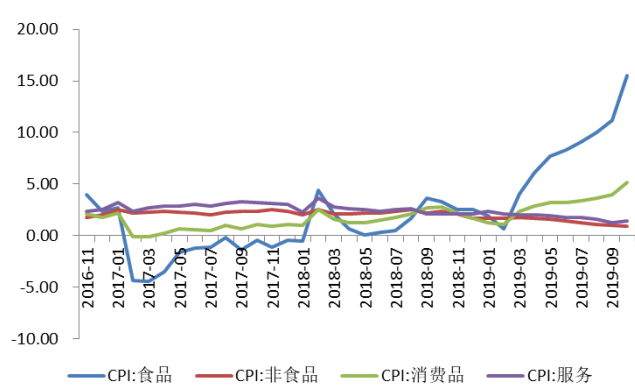


图 8：CPI 当月同比：分类别 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

环比来看，CPI 上涨 0.9%，涨幅较上月持平。其中食品价格上涨 3.6%，非食品价格上涨 0.2%。食品价格涨幅较上月提升 0.1pct，影响 CPI 上涨与 0.78pct。受非洲猪瘟疫情的持续影响，猪肉供应持续偏紧，价格继续上涨 20.1%，涨幅较上月扩大 0.4pct，影响 CPI 上涨约 0.79pct，占到 CPI 环比涨幅的近 90%；受猪肉价格上涨拉动与消费替代需求影响，牛羊鸡鸭肉价格均有所上涨，涨幅在 1.0%—3.1%之间，四项合计影响 CPI 上涨约 0.06pct；入秋之后整体气候温和，鲜果和鲜菜供应充足，价格分别下降 5.7%和 1.7%，两项合计影响 CPI 下降约 0.14pct。非食品价格涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.1pct。受换季天气转凉影响，服装价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.02pct；国庆节期间出行增加，宾馆住宿、旅行社收费和飞机票价格分别上涨 2.1%、0.7%和 0.5%，三项合计影响 CPI 上涨约 0.01pct。扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1pct；如扣除猪肉价格上涨因素，CPI 环比上涨约 0.1%，总体稳定。

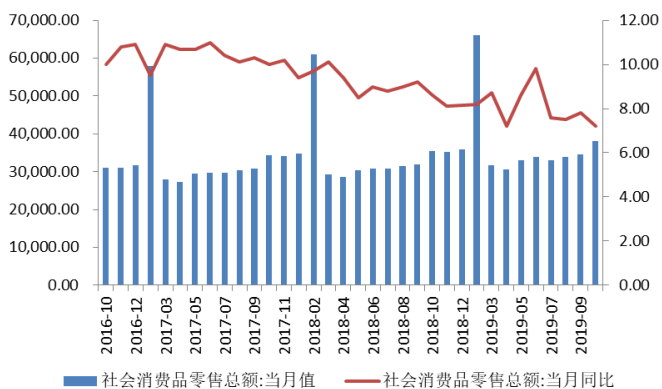
2.2 社会消费品零售数据

2019 年 10 月，社会消费品零售总额 38104 亿元，同比增长 7.2%，增速较上月回落 0.6pct，除汽车以外的消费品零售额 34876 亿元，增长 8.3%，增速较上月回落 0.7pct。10 月消费品市场增速放缓主要受到“双十一”虹吸效应等短期因素影响，若剔除此因素影响，10 月份社零总额增速与上月基本持平。当前服务消费增长不断加快，前十个月增长在 10%以上，好于实物商品零售增速。整体来看市场规模不断扩大，消费潜能持续释放，1-10 月社零总额累计同比增长 8.1%，较 1-9 月小幅回落 0.1pct，除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.0%。按经营单位所在地分，1-10 月城镇消费品零售额同比增长 7.9%，乡村消费品零售额同比增长 9.0%，乡村零售增速继续高于城镇，Q3 以来增速差距逐渐扩大。

从限上商品零售增速来看，满足居民基本生活类商品增速继续回落，细分品类中饮料和烟酒增速小幅增长。10 月粮油食品类同比增长 9.0%，增速较上月下降 1.4pct，虽然细分类别中饮料和烟酒均实现

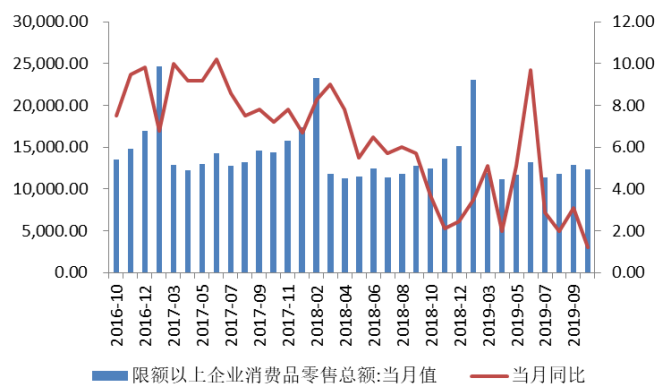
+0.6pct/+0.2pct 的增长至 9.5%/4.4%，但粮油食品饮料烟酒大类的同比增速为 8.2%，较上月回落 0.8pct；日用品类同比增长 12.0%，增速较快且继续保持两位数增长，增速与上月持平。服装鞋帽、针纺织品类同比回落 0.8%，由升转降。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



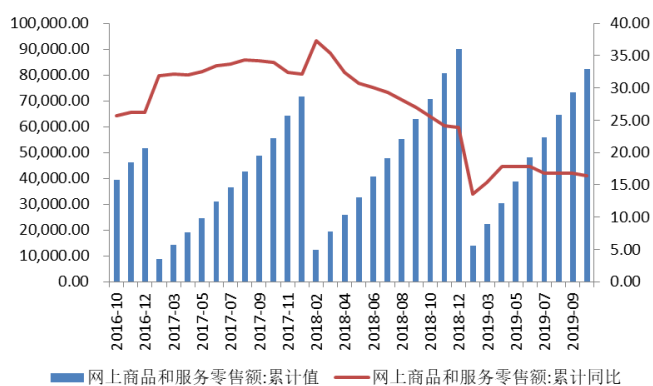
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



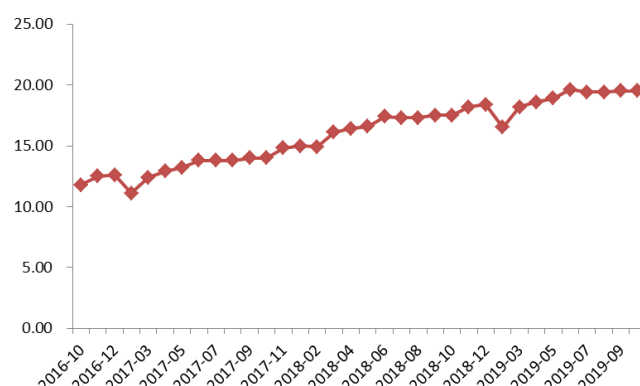
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

可选品类中的多数品类增速均呈现不同程度的回落，细分赛道只有通讯器材类维持短期高速增长。在双十一的虹吸效应影响之下，消费升级类产品需求均有压缩，唯有通讯器材类增速短期冲高，10 月同比增长 22.9%，环比提升 14.5pct。10 月国内手机市场上市新机型 49 款，同比增长 2.1%，是 15 个月以来首次同比正增长，新机型的推出和 5G 网络的民用化推进共同刺激消费者的换机需求。化妆品、家电音像、体育用品类同比分别增长 6.2%、0.7%和 11.5%，增速较上月分别回落 7.2pct、4.7pct、4.2pct。10 月化妆品类增速回落主要受到电商平台双十一预付定金制度带来的消费挤压效应影响。金银珠宝类增速仍未扭转，10 月同比-4.5%，较上月-2.1pct，同比降幅持续收窄。

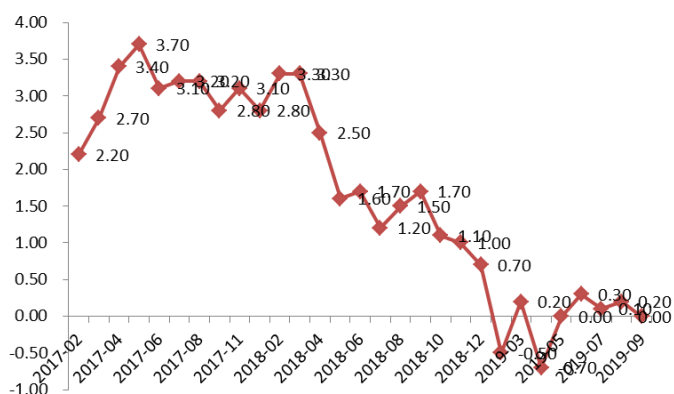
2019 年 1-10 月全国网上零售额 82307 亿元，累计同比增长 16.4%，增速较 1-9 月回落 0.4pct，网上零

售继续保持快速增长态势。1-10 月实物商品网上零售额 65172 亿元，累计同比增长 19.8%，高于同期社零增速 11.7pct，占社零总额的比重为 19.5%，占比较去年同期提升 2pct。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 34.8%、7.1%和 16.6%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

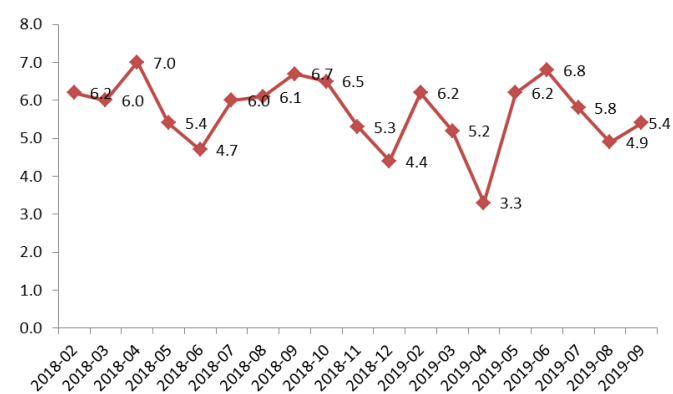
根据中华全国商业信息中心统计，1-9 月份全国百家重点大型零售企业零售额与去年同期持平，增速较 1-8 月放缓 0.2pct。其中粮油食品类、化妆品类商品零售额增长情况相对较好，分别有 2.5%和 9.8%。实体店消费继续保持平稳增长。1-9 月份实体店消费品零售额增长 5.6%，增速较 1-8 月份持平。其中，9 月同比增长 5.4%，增速较上月加快 0.5pct。1-9 月份限额以下单位和个体户商品零售额累计同比增长 10.7%，增速与 1-8 月继续持平。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额增长的贡献率为 80.9%，占商品零售总额的比重为 62.2%。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过 60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

3. 行业动态新闻

➤ 7年后重返港交所 阿里巴巴正式确认香港 IPO

11 月 13 日晚间，阿里巴巴集团（NYSE: BABA）在香港联合交易所网站提交初步招股文件（IPO），计划在香港联合交易所主板上市。阿里巴巴表示，本次 IPO 所募资金主要用于驱动用户增长及提升参与度。据披露，阿里巴巴已获准在香港发行股票，计划通过全球发售新发行 5 亿股普通股新股，以及可额外发行最多 75000000 股普通股新股的超额配股权，募资额达 150 亿美元。阿里巴巴于 11 月 13 日开始为时一周的面向全球投资者的路演，预计最早于香港时间 11 月 20 日定价，在 11 月 25 日开始交易。（联商网）

➤ 京东第三季度净收入同比增长 28.7% 超过市场预期

11月15日晚间，京东集团发布了第三季度财报。第三季度净收入达到1348亿元人民币，超过市场预期的1284亿元。净收入同比增长达到28.7%，增幅也创下近5个季度以来新高。2019年第三季度，京东集团在美国通用会计准则下（GAAP）与非美国通用会计准则下（Non-GAAP）归属于普通股股东的净利润均实现盈利，其中非美国通用会计准则下（Non-GAAP）归属于普通股股东的净利润为31亿元人民币（约4亿美元），同比增长160.6%。净利润的强劲增长，一方面来自于核心业务运营效率的大幅提升，京东零售在第三季度的经营利润率达到创纪录的3.3%；另一方面，来自于物流、广告等净服务收入也继续保持了47%的高速增长，占整体净收入的比例也进一步提升到了12%。第三季度，京东超过70%的新用户来自低线市场，成为京东加速增长的主要动力之一。（联商网）

➤ 盒马首个购物中心“盒马里”来了 预计11月30日开业

继盒马鲜生、盒马菜市、盒马mini、盒马F2、盒马小站、Pick'n go之后，盒马又打造出第七大业态——“盒马里”。盒马方面相关负责人表示，该店名称为“盒马里·岁宝”，预计11月30日正式营业。9月3日，岁宝百货（00312.HK）公告披露，公司将和阿里巴巴集团盒马合作，在深圳推出新业务品牌盒马里。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。岁宝百货曾在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。据了解，盒马首家购物中心业态盒马里门店选址深圳罗湖区莲塘街道，由原岁宝百货门店改造而来。（联商网）

4.投资建议

2019Q3，在证监会18个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为502.27亿元，较去年同期同比较少7.44%，较2019Q2环比减少17.47%；持仓占比为2.26%，位居第六。市场标准行业配置比例为2.51%，相对标准行业配置比例超额配置-0.25pct，转为低配状态。配置比例同比降低0.92pct，环比降低0.65pct；超配比例同比减少0.67pct，环比减少0.56pct。2019Q3基金重仓股主要针对CS零售中的25家上市公司布局，比19Q2新增5家，清空8家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（100）、家家悦（45）、南极电商（43）、老凤祥（30）、天虹股份（24），基金持有数变动幅度排行前五的分别是红旗连锁（+11）、老凤祥（+6）、爱婴室（+6）、鄂武商A（+4）、家家悦（+3）。

10月宏观经济指标多数回落，经济下行压力有所增大。在外部环境不确定性因素增强和国内结构性矛盾突出的环境下，经济运行面临风险较多，我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性，景气度较高的细分行业和低线市场的增量需求，主要关注以下几条主线，

1) 当前食品类价格对CPI的贡献超过80%，因供给偏紧带来的猪肉价格短期高涨导致食品CPI涨幅扩大，以食品为主的必选消费品价格保持稳健增长态势，将继续对超市Q4业绩产生正向影响，建议关注

集中聚焦超市主业放权十大战区，核心地区创新业态有所突破，各战区有均衡发展之势，并坚持以智能中台为基础打造食品供应链，要约收购中百股份，提升湖北市场份额的**永辉超市**；以及持续完善在区域密集布局、多业态互补、一体化物流、供应链建设、生鲜经营等方面的优势，在巩固成熟区域的同时加快新区拓展速度，推动业态精细分级，同店收入行业居前，持续提升供应链效率，支撑连锁业务拓展的**家家悦**；

2) 百货行业受宏观经济波动影响最为明显，在可选消费增速持续回落及电商不断分流的消费环境里，行业内龙头企业积极布局下沉市场，挖掘体验式新型消费亮点、丰富实体业态提升坪效客流，当前板块估值水平较低，我们认为行业龙头具备一定估值修复的能力，建议关注深入推进数字化、体验式、供应链三大发展战略，通过推进各业态数字化增强顾客洞察和中后台改造，公司对内夯实差异化经营特色，增厚门店服务价值，对外持续铺设门店网络扩张，推进各业态供应链整合，下沉三四线优势显著的**天虹股份**；

3) 在消费升级潮流下，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度和细分领域景气度，建议关注持续推进全场景零售发展，加快社区、农村市场布局，强化社交、社群运营，进一步提升非电器品类的专业化经营能力，加快物流基础设施建设和用户体验的提升，通过丰富商品品类、优化供应链来提升内生运作效率，推进全渠道布局尤其是对低线市场和社区市场布局的**苏宁易购**；以及以电商渠道为主，用品牌授权和产业链服务打造领先的消费品创新企业，基于品牌庞大的用户基数、极具竞争力的产品性价比、丰富的供应链，下半年 GMV 仍将保持较高速增长，拥有品牌综合服务的规模优势和移动互联网营销业务持续稳健发展的能力，叠加公司基于整条价值链的赋能服务优势的**南极电商**。

5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 促消费政策落地效果不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

