

商业贸易

生鲜电商：爆雷不断，整体稳步增长

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

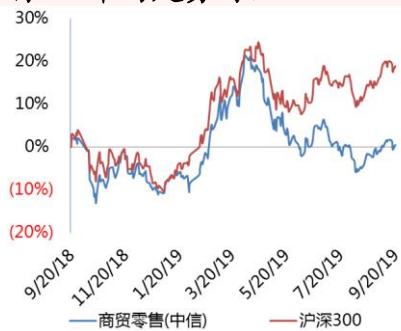
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	103
行业总市值(百万元)	781,396
行业流通市值(百万元)	321,997

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	9.85	917.04	1.43	2.09	0.41	0.61	7	5	24	16	买入
永辉超市	601933.SH	7.43	711.09	0.15	0.21	0.29	0.41	50	35	26	18	增持
家家悦	603708.SH	23.22	141.27	0.92	1.09	1.29	1.52	25	21	18	15	增持
南极电商	002127.SZ	11.09	272.25	0.36	0.48	0.64	0.85	31	23	17	13	买入
天虹股份	002419.SZ	9.70	116.43	0.75	0.69	0.78	0.90	13	14	12	11	增持
红旗连锁	002697.SZ	7.94	107.98	0.24	0.33	0.37	0.41	33	24	21	19	买入
新宝股份	002705.SZ	15.84	126.95	0.63	0.76	0.89	1.01	25	21	18	16	买入
爱婴室	603214.SH	42.00	42.86	1.18	1.44	1.74	2.06	36	29	24	20	增持

投资要点

- **上周市场表现：**商贸零售（中信）指数下跌0.33%，跑赢沪深300指数0.22个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨3.13%，跑输沪深300指数24.04个百分点。子板块方面，超市指数下跌1.06%，连锁指数下跌0.30%，百货指数下跌0.79%，贸易指数上涨0.77%。相对于本周沪深300跌幅0.55%，中小板指下跌1.28%而言，商贸零售板块整体表现较好。涨幅排名前五名为江苏国泰、苏宁百货、南极电商、藏格控股、ST成城，分别上涨10.20%、10.11%、8.51%、6.38%、4.72%。本周跌幅排名前五名为翠微股份、快乐购、中兴商业、南京新百、爱施德，分别下跌10.64%、6.33%、5.83%、5.44%、5.04%。
- **本周重点推荐公司：****苏宁易购：全场景零售布局完成，全品类运营能力加速提升，维持“买入”评级。**苏宁家电零售护城河较深，家乐福中国并表补强快消供应链优势，全品类运营能力加速提升。目前苏宁已经形成多业态全场景零售布局，零售云加盟店快速推进市场下沉，挖掘低线城市消费潜力；线上向第三方卖家导流，开放平台将保持稳健增长。金融业务出表后资本运作基本完成，公司聚焦零售主业发展，经营效率有望持续提升，2020年有望迎来扣非盈利拐点。预计2019-2021年实现营业收入2,952/3,796/4,376亿元，实现归母净利润194.42/37.81/56.50亿元。
- **南极电商：让利渠道和供应链，业绩稳健增长，市占率加速提升，给予“买入”评级。**大众消费品市场空间广阔，南极电商供给端通过让利供应商加速品类扩充，销售端完善渠道布局和流量运营，销售额保持高速增长，市占率仍有较大的提升空间。南极电商盈利稳健增长，品牌授权模式优越性逐步凸显，长期来看货币化率有望逐步回升。预计2019-2021年，南极电商授权产品GMV分别为324/480/653亿元，同比增长58%/48%/36%；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11.69/14.52/18.06亿元，同比增长31.84%/24.27%/24.32%。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。
- **新宝股份：看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。**公司是国内集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头，优质供应链价值持续释放。公司发展思路清晰，外销业务基础深厚，国内发展自有品牌，推动代工厂转型升级：1)外销以ODM为主，在出口市场占比较高，能够满足客户一站式采购需求。继续巩固提升现有西式厨房小家电优势产品，同时推出家居/个人护理新产品，有望在未来三年有效提升外销产品结构和溢价空间。2)内销业务利用自身产品技术服务平台优势，强化自有品牌运营，加深与互联网企业的合作，多渠道拉动线上销售增长，盈利能力有望稳健提升。预计2019-21年公司营业收入分别为92.98/101.70/110.34亿元，同比增长10.11%/9.37%/8.49%；实现归母净利润6.69/7.53/8.54亿元，同比增长33.02%/12.66%/13.38%。
- **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“买入”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21/18/15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30-35XPE。
- **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，同时主业重新聚焦商超：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20.40/27.93/39.48亿元，同比增长37.79%/36.91%/41.38%。摊薄每股收益0.21/0.29/0.41元。当前市值对应2019-2021年PE约为35/26/18倍。

- **红旗连锁：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。从零售主业来看，公司前几年的收购整合效果良好，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。**此外今年开始，公司的门店改造也在加速推进，商品结构的调整优化预计未来将有效提高门店的盈利能力。除了零售主业的良性增长，新网银行预计也将贡献稳健充沛的投资收益，公司整体盈利进入上升通道。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78.62/84.39/89.87亿元，同比增长8.89%/7.34%/6.50%。实现归母净利润约4.98/5.72/6.62亿元，同比增长54.23%/14.97%/15.68%。摊薄每股收益0.37/0.42/0.49元。当前市值对应2019-2021年PE约为24/21/19倍。给予2019年25XPE，维持“买入”评级。
- **爱婴室：华东区域母婴龙头，外延拓张逐步发力，有望步入加速发展区间。**我们认为：经过20余年在母婴行业的深耕，公司巩固了华东母婴龙头的地位，无论是在商品品类还是在门店布局方面的优势都逐步凸显，此外多渠道布局形成协同效应。目前线下母婴专卖行业高度分散，公司上市后加快了外延拓张的步伐，不仅巩固了在长三角经济发达地区的区域领先优势，此外也在积极进入珠三角及西南市场，有望在行业整合的进程中强化自身优势。预计2019-2021年公司实现营收约25.92/31.41/37.23亿元，同比增长21.39%/21.15%/18.55%。实现归母净利润约1.46/1.77/2.10亿元，同比增长21.93%/21.08%/18.42%。摊薄每股收益1.44/1.74/2.06元。当前市值对应2019-2021年PE约为29/24/20倍。参考母婴及其他零售行业可比公司估值，考虑到公司作为A股母婴稀缺标的，且初步具备的跨区域扩张的能力，给予公司2019年30-35倍PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **周度核心观点：本周生鲜电商动态良多：社区生鲜电商妙生活关闭所有门店，黯然退场；生鲜电商采萝卜爆出资金链断裂无法持续后正式关闭杭州中心。生鲜电商的倒下不是个例，生鲜具有高频刚需属性，可以为其他品类商品引流，但除了前期的物流、仓储成本，还存在着高损耗的特征，品控成本高，利润空间狭窄，生鲜电商生存艰难。**2019M10生鲜电商行业活跃人数达到2567.8万，环比上升2.1%，较去年同期1939.3万的活跃人数，同比增长32.4%。在10月的生鲜电商App榜单中，多点、京东到家、每日优鲜分别以1462.7万、430.9万、417.3万活跃用户规模占据榜单前三位。
- **数据更新：永辉超市门店更新，永辉超市2019Q3财报数据显示：截止2019Q3期末已开业门店1335家，其中超市大店825家，Mini店510家。家家悦门店更新，2019Q3公司净新开门店5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；截至2019Q3，家家悦门店总数763家。红旗连锁门店更新，截至2019H1，公司共有门店2958家，上半年公司新开门店168家，关闭门店27家，净开店数达到141家；我们预计截至到2019年三季度末，门店总数达到近3030家，三季度新开门店数预计超80家，展店速度明显加快。根据人口分布测算，我们预计未来公司在成都大市内还有1500家左右的开店空间，三四线城市下沉空间更大。**
- **本周投资组合：南极电商、新宝股份、苏宁易购、家家悦、永辉超市、红旗连锁、爱婴室。建议重点关注步步高、中百集团、三只松鼠、壹网壹创等；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、瑞幸咖啡、阿里巴巴、京东、拼多多、美团点评等。**
- **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 -
生鲜电商：爆雷不断，整体稳步增长.....	- 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:	- 11 -
月度配置观点以及标的公司:	- 11 -
投资组合:	- 11 -
公司及行业资讯	- 13 -
新零售动态跟踪.....	- 13 -
传统零售动态跟踪.....	- 14 -
零售行业资本动态跟踪融资动态.....	- 15 -
风险提示.....	- 16 -

图表目录

图表 1: 生鲜电商平台不断爆雷.....	- 4 -
图表 2: 生鲜电商活跃用户数.....	- 4 -
图表 3: 2019 年 10 月生鲜电商应用榜单.....	- 4 -
图表 4: 中国生鲜电商市场规模.....	- 5 -
图表 5: 中国生鲜电商行业投融资情况.....	- 5 -
图表 6: 零售行业涨跌幅情况.....	- 5 -
图表 7: 行业各子板块涨跌幅情况表现.....	- 6 -
图表 8: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况.....	- 6 -
图表 9: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况.....	- 6 -
图表 10: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况.....	- 7 -
图表 11: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况.....	- 7 -
图表 12: 本周板块上市公司涨幅前五名表现.....	- 7 -
图表 13: 本周板块上市公司跌幅前五名表现.....	- 7 -
图表 14: 下周公司大事提醒.....	- 10 -
图表 15: 本周重点推荐股票及看点.....	- 11 -

行业周观察

生鲜电商：爆雷不断，整体稳步增长

- 本周生鲜电商动态良多：社区生鲜电商妙生活关闭所有门店，黯然退场；生鲜电商呆萝卜爆出资金链断裂无法持续后正式关闭杭州中心。生鲜具有高频刚需属性，可以为其他品类商品导流，但除了前期的物流、仓储成本，还存在着高损耗的特征，品控成本高，利润空间狭窄，生鲜电商的倒下不是个例，生存艰难。

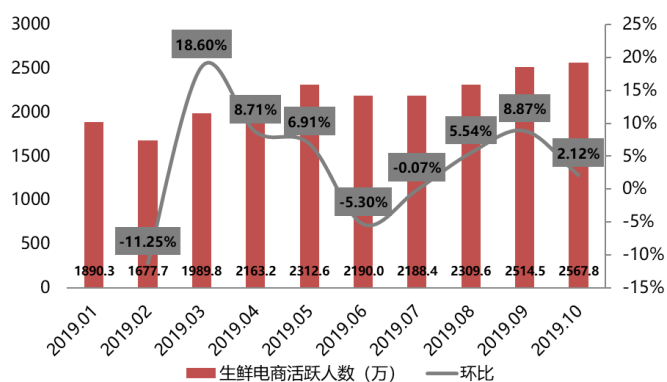
图表 1：生鲜电商平台不断爆雷

公司名	成立时间	融资次数	爆雷时间
呆萝卜	2015年10月	2	2019年11月
妙生活	2015年	2	2019年9月
鲜生友请	2017年3月	0	2019年7月
安鲜达	2015年3月	1	2019年7月
青年菜君	2014年1月	3	2017年9月
美味七七	2013年2月	2	2016年4月

来源：联商网 中泰证券研究所

- 生鲜电商积极拓展市场。2019M10 生鲜电商行业活跃人数达到 2567.8 万，环比上升 2.1%，较去年同期 1939.3 万的活跃人数，同比增长 32.4%。在 10 月的生鲜电商 App 榜单中，多点、京东到家、每日优鲜分别以 1462.7 万、430.9 万、417.3 万活跃用户规模占据榜单前三位。在用户粘性方面，京东到家以 82.5% 的次月留存率位居第一，本来生活、多点分别以 40.2% 和 30.0% 的次月留存居于第二、三位。京东到家活跃用户实现大幅增长，增速达到 9.8%，位列 10 月生鲜增幅首位，是因为其开启 1020 超市狂欢节，携手平台上 10 余万零售门店、200 多家连锁商超，同时联合伊利、玛氏、联合利华等快消品牌，开展全域联动营销。

图表 2：生鲜电商活跃用户数



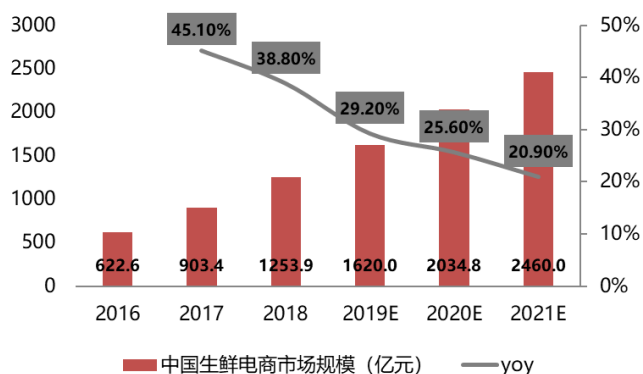
来源：易观 中泰证券研究所

图表 3：2019 年 10 月生鲜电商应用榜单

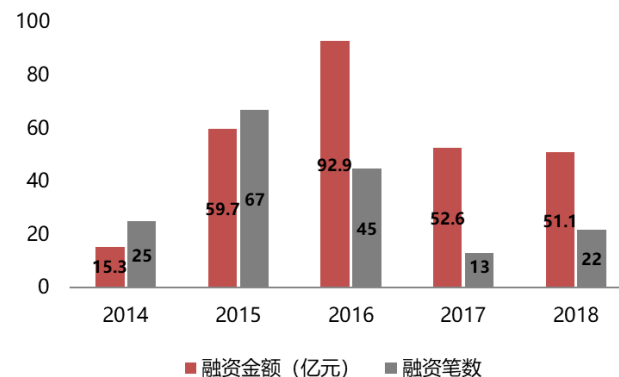
排名	APP 名称	月度活跃用户规模 (万人)	活跃用户环比增幅 (%)
1	多点	1462.7	3.6%
2	京东到家	430.9	9.8%
3	每日优鲜	417.3	-2.4%
4	盒马	232.4	-4.1%
5	永辉生活	198.6	-2.7%
6	叮咚买菜	158.8	7.7%
7	食行生鲜	89.4	-0.9%
8	中粮我买网	31.5	-6.4%
9	百果园	14.0	-7.6%
10	本来生活	10.2	-4.9%

来源：易观 中泰证券研究所

- 从融资情况来看，在已披露的融资事件中，2018年共融资22笔，融资约51.1亿人民币。与2017年相比，2018年融资笔数有所增加，融资金额相对变化不大且金额普遍较大，说明资本界仍看好生鲜电商行业，行业发展速度平稳。从2016至2018年，中国生鲜电商整体市场规模稳步增长，2018年市场规模已突破千亿，预计2019年市场规模将突破1600亿元。随着生鲜电商市场进一步发展成熟，市场竞争将进一步加剧。

图表4：中国生鲜电商市场规模


来源：艾媒咨询 中泰证券研究所

图表5：中国生鲜电商行业投融资情况


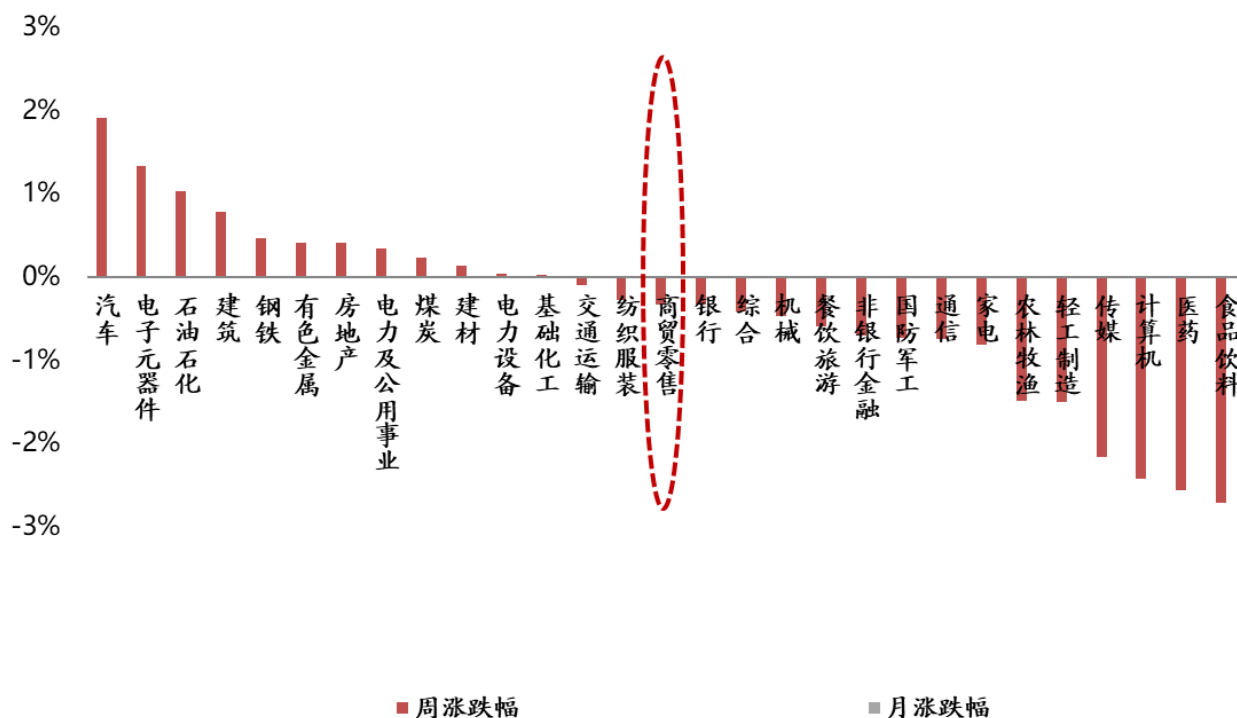
来源：艾媒咨询 中泰证券研究所

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

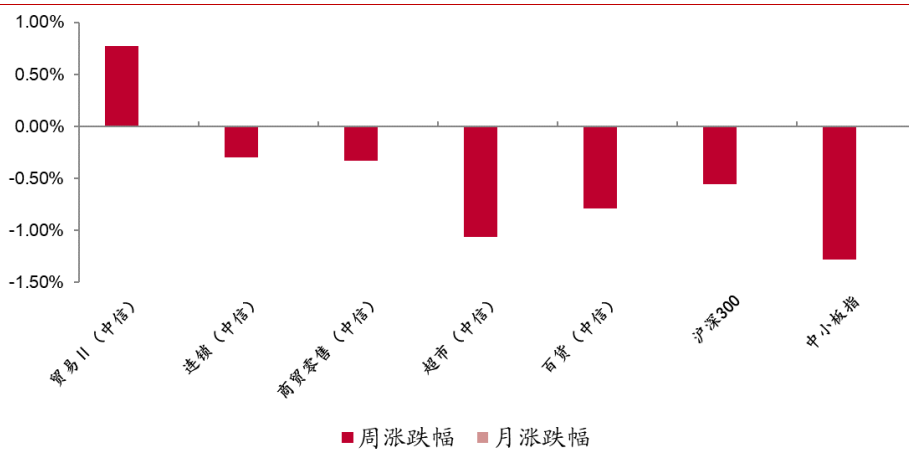
- 上周市场表现：** 商贸零售（中信）指数下跌0.33%，跑赢沪深300指数0.22个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨3.13%，跑输沪深300指数24.04个百分点。子板块方面，超市指数下跌1.06%，连锁指数下跌0.30%，百货指数下跌0.79%，贸易指数上涨0.77%。相对于本周沪深300跌幅0.55%，中小板指下跌1.28%而言，商贸零售板块整体表现较好。

图表6：零售行业涨跌幅情况



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 7: 行业各子板块涨跌幅情况表现

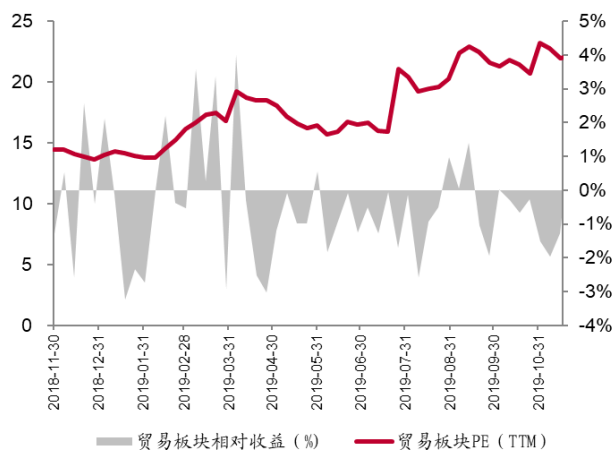


来源: WIND 中泰证券研究所

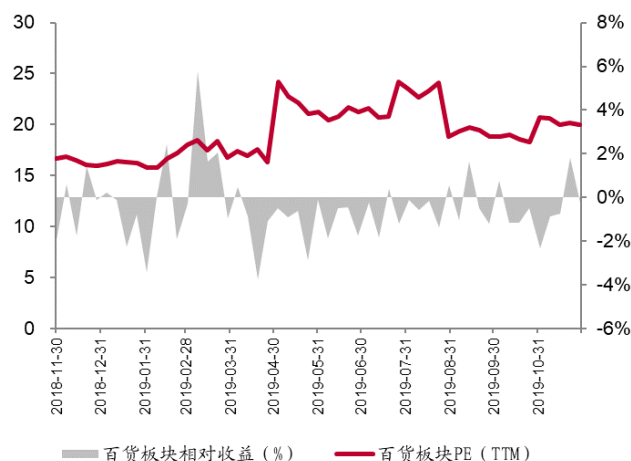
- 子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (11 月 29 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 22.3 倍、20.0 倍、16.1 倍和 39.3 倍, 较上周略有下降。

图表 8: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况

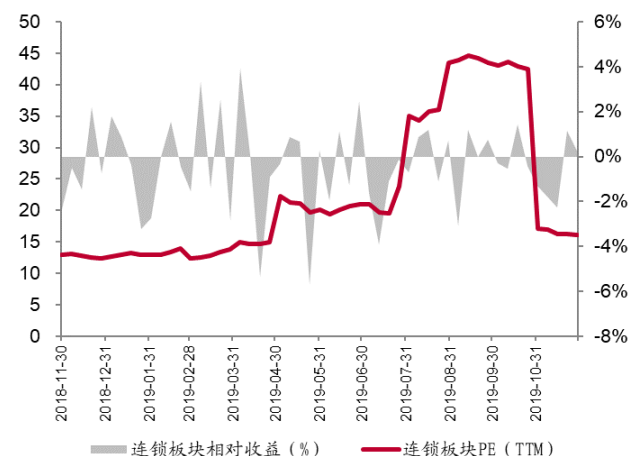
图表 9: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况



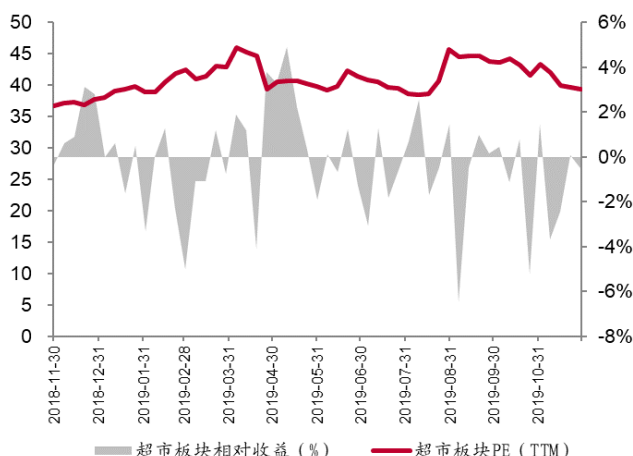
来源: WIND 中泰证券研究所



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 10: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

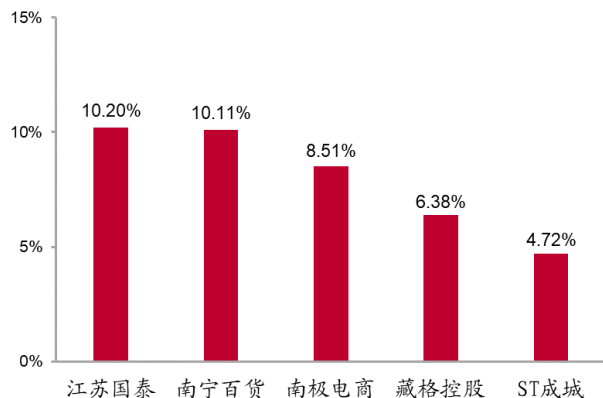
图表 11: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

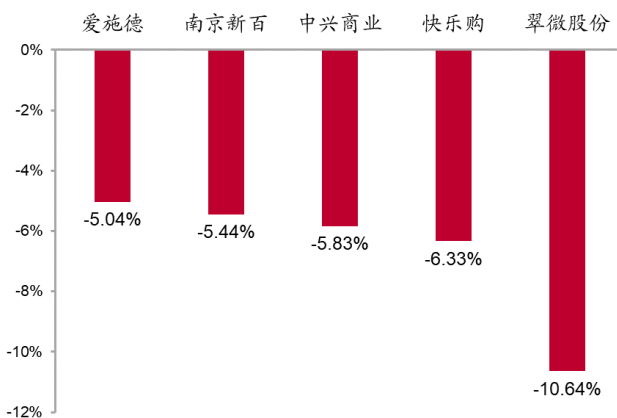
零售行业重点公司市场表现

- **商贸零售子板块公司涨跌幅前五名。**涨幅排名前五名为江苏国泰、南宁百货、南极电商、藏格控股、ST 成城，分别上涨 10.20%、10.11%、8.51%、6.38%、4.72%。本周跌幅排名前五名为翠微股份、快乐购、中兴商业、南京新百、爱施德，分别下跌 10.64%、6.33%、5.83%、5.44%、5.04%。

图表 12: 本周板块上市公司涨幅前五名表现
图表 13: 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:

- **【重庆百货】关于要约收购的进展公告:** 根据《增资协议》，本次增资完成后，重庆市国资委、物美集团指定全资子公司天津物美与步步高集团指定全资子公司步步高零售所持商社集团股权比例分别为 45%、45%和 10%，导致商社集团层面股东结构发生重大变化。为赋予投资者充分选择权，向除商社集团外的其他所有持有重庆百货无限售条件流通股的股东发出全面收购要约。
- **【重庆百货】关于监事会主席辞职的公告:** 重庆百货大楼股份有限公司监事会于 2019 年 11 月 22 日收到徐晓勇先生《辞呈》。徐晓勇先生因到龄退休，并经委派股东同意，向公司监事会提出辞去第六届监事会监事、监事会主席职务。根据《公司法》、《公司章程》等有关规定，徐晓勇先生辞职不会导致公司监事会成员低于《公司法》规定的法定最低人数，徐晓勇先生的辞职自其《辞呈》送达公司监事会时生效。
- **【越秀金控】关于重大资产出售事项的进展公告:** 中信证券股份有限公司向广州越秀金融控股集团股份有限公司及公司全资子公司广州越秀金融控股集团发行股份购买剥离广州期货股份有限公司 99.03%股份、金鹰基金管理有限公司 24.01%股份后的广州证券股份有限公司 100%股份事项，已于 2019 年 10 月 30 日获中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核通过。本次重组中剥离广州期货 99.03%股份、金鹰基金 24.01%股份涉及的广州期货股东变更、金鹰基金股东变更及公司相应股东资格审批事项亦需中国证监会审核。近日，广州期货、金鹰基金分别收到中国证监会出具的《关于核准广州期货股份有限公司变更股权的批复》（证监许可〔2019〕2292 号）及《关于核准金鹰基金管理有限公司变更股权的批复》（证监许可〔2019〕2306 号），广州期货、金鹰基金变更股权的申请均获中国证监会审核通过。
- **【中百集团】关于要约收购事项的进展公告:** 截至本公告日 2019 年 11 月 26 日，永辉超市正就外商投资安全审查事宜与国家发展和改革委员会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》。风险提示：因不能及时公告《要约收购报告书》，本次要约收购尚未生效，仍存在不确定性，公司将按照法律法

规的规定履行持续信息披露义务，敬请广大投资者关注公司后续公告。公司密切关注该事项的进展，并将根据《上市公司要约收购业务指引》规定，每30日发布一次情况公告，及时履行信息披露义务，直至公告关于本次交易的《要约收购报告书》。

- **【商业城】关于公司董事长辞职的公告：**沈阳商业城股份有限公司（以下简称“公司”）董事会收到公司董事长王奇先生的书面辞职报告。因工作调整，王奇先生向公司董事会申请辞去公司董事长和董事会战略委员会主任职务，辞职后继续担任公司董事职务。根据《公司法》、《上海证券交易所股票上市规则》及《公司章程》等的规定，王奇先生的辞职不会影响公司董事会正常运作，上述辞呈自送达公司董事会之日起生效。辞职后，王奇先生将不再担任公司董事长和董事会战略委员会主任职务，辞职后继续担任公司董事职务。截至本公告披露日，王奇先生未持有公司普通股股票。
- **【永辉超市】关于提前归还部分募集资金的公告：**2018年11月26日，永辉超市股份有限公司（下称“公司”）第三届董事会第四十六次会议审议通过了《关于闲置募集资金补充流动资金的议案》，同意将100,000万元闲置募集资金暂时用于补充公司流动资金，使用期限为董事会通过之日起不超过12个月。2019年11月25日，上述资金中80,000万元已归还至公司募集资金专户。
- **【海印股份】关于实际控制人减持计划期限届满暨未减持公司股份的公告：**截至2019年11月22日，公司实际控制人之一邵建聪先生减持计划期限届满，在减持计划期间未减持公司股份。截至本公告日，邵建聪先生持有公司无限售条件流通股股份110,000,000股，占公司总股本的比例为4.92%（由于公司公开发行可转换公司债券转股导致邵建聪先生的持股比例由原5.04%降至4.92%）。
- **【中兴商业】关于控股股东收购股权和解决潜在同业竞争措施的公告：**1. 方大集团于2019年11月22日与天津津诚国有资本投资运营有限公司签订了《产权交易合同》，收购其所持有的天津一商集团有限公司100%股权。一商集团下属部分分公司从事商业类业务，本次交易完成后，与中兴商业存在潜在同业竞争。2. 为妥善解决前述潜在同业竞争问题，方大集团承诺：（1）一商集团股权完成工商变更登记手续后，方大集团将积极督促一商集团完成相关法律主体、资产及业务的整合工作，并积极督促一商集团努力提高经营业绩，尽快使一商集团商业类资产和业务具备注入上市公司条件。（2）在一商集团商业类资产和业务按照相关法律法规之规定符合注入上市公司条件（如公司治理结构完善、资产产权清晰、盈利、符合国家产业政策的规定、生产经营依法合规等）后三年内，方大集团将其按法定程序以市场公允价格注入中兴商业。若届时未能注入，方大集团将采取法律法规允许的其他方式妥善解决潜在的同业竞争问题，最迟不超过2025年4月10日。（3）方大集团承诺在整合后的一商集团商业类资产和业务未注入中兴商业前，不会利用控股地位达成不利于中兴商业利益的交易和安排。
- **【东百集团】关于转让天津兴建供应链管理有限公司部分股权的进展公告：**福建东百集团股份有限公司同意公司间接控制的全资子公司平潭信众资产管理后将持有的天津兴建供应链管理有限公司80%股权转让给Tianjin Ninghe Holdings II Limited。本次交易股权转让款暂定为人民币

币 35,150.80 万元，交易对手方于交割日支付了 90% 的股权转让款合计 4,564.95 万美元，折合人民币 32,312.73 万元，剩余 10% 股权转让款将根据截止交割日前一工作日天津兴建的资产净值进行多退少补结算。截止交割日，天津兴建应付未付公司及合并报表范围内子公司借款余额共计人民币 30,071.23 万元。近日，公司已收到天津兴建偿还的欠款本金及利息共计人民币 30,341.53 万元，其中，欠款本金为人民币 30,071.23 万元，利息为人民币 270.30 万元。天津兴建与公司及合并报表范围内子公司之间的债权债务已全部结清。截止本公告披露日，本次交易对手方尚未支付剩余 10% 股权转让款。

- **【茂业商业】关于对外投资设立子公司的公告：**投资标的名称：茂业科技零售有限公司（暂定名，以工商行政管理机关核准的名称为准）；投资金额：人民币 1000 万元。风险提示：1、茂业商业股份有限公司（以下简称“公司”、“本公司”）本次拟投资设立全资子公司，在相关部门审批方面存在一定不确定性；2、受宏观政策调控、市场变化等方面的不确定因素影响，公司经营具有一定风险；同时公司拟投资设立的子公司尚未开展业务，对公司当年经营业绩的贡献存在不确定性；3、拟设立的全资子公司所开展的业务尚属于探索阶段，对公司主营业务的增利因素尚未显现，且存在不确定性。
- **【*ST 人乐】关于转让子公司股权暨关联交易的公告：**为盘活资产，提高资产经营效益，人人乐连锁商业集团股份有限公司之全资子公司深圳市人人乐商业有限公司拟对外转让其持有的广州市人人乐商品配销有限公司 100% 股权，受让方为西安乐丰行商业运营管理有限公司，转让价格为人民币 39,563.63 万元。本次交易受让方西安乐丰行公司由西安曲江文化产业资本运营管理有限公司、西安现代服务业发展基金合伙企业（有限合伙）、深圳市浩明投资管理有限公司发起设立。其中，西安曲江文化产业资本运营管理有限公司是公司控股股东西安曲江文化产业投资（集团）有限公司全资子公司；西安现代服务业发展基金合伙企业（有限合伙）是西安曲江文投公司参与出资的有限合伙企业；深圳市浩明投资管理有限公司是公司持股 5% 以上的大股东，根据《深圳交易所股票上市规则》的相关规定，本次交易构成了关联交易。

图表 14：下周公司大事提醒

(12/01) 周日	(12/02) 周一	(12/03) 周二	(12/04) 周三	(12/05) 周四	(12/06) 周五	(12/07) 周六
	*ST 人乐 (002336)：股东大会互联网投票起始	杭州解百 (600814)：股东大会互联网投票起始	怡亚通 (002183)：股东大会召开		物产中大 (600704)：股东大会互联网投票起始	
	南京新百 (600682)：股东大会召开	杭州解百 (600814)：股东大会召开			物产中大 (600704)：股东大会召开	
	物产中大 (600704)：股东大会现场会议登记起始	怡亚通 (002183)：股东大会互联网投票起始				
	南京新百 (600682)：股东大会互联网投票起始	*ST 人乐 (002336)：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10月份,社会消费品零售总额38104亿元,同比名义增长7.2%;2019年1至10月份,社会消费品零售总额334778亿元,同比名义增长8.1%,消费品市场总体上仍保持平稳较快增长。实物商品网上零售额65172亿元,增长19.8%,占社会消费品零售总额的比重为19.5%,比上年同期提高2.0个百分点。
- 线上红利释放接近尾声,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。
- **电商行业:**零售的本质在于流量竞争,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。从双十一销售来看,19年全网销售额达4101亿元,同比增长30.5%,双十一热度仍然较高,市场下沉和全场景销售成为本次促销节的亮点;化妆品类消费升级趋势显著,建议持续关注美妆电商代运营行业。
- **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。
- **百货行业:**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 15: 本周重点推荐股票及看点

公司名称	公司代码	市值	核心看点
苏宁易购	002024.SZ	917.04	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	711.09	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	141.27	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	272.25	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	116.43	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	107.98	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
新宝股份	002705.SZ	126.95	集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头,内销稳健拓展,优质供应链价值持续释放

来源: Wind 中泰证券研究所

- **苏宁易购: 全场景零售布局完成,全品类运营能力加速提升,维持“买入”评级。**苏宁家电零售护城河较深,家乐福中国并表补强快消供应链优势,全品类运营能力加速提升。目前苏宁已经形成多业态全场景零售布局,零售云加盟店快速推进市场下沉,挖掘低线市场消费潜力;线上向第三方卖家导流,开放平台将保持稳健增长。金融业务出表后资本运作基本完成,公司聚焦零售主业发展,经营效率有望持续提升,2020年

有望迎来扣非盈利拐点。预计 2019-2021 年实现营业收入

2,952/3,796/4,376 亿元，实现归母净利润 194.42/37.81/56.50 亿元。

- **南极电商：让利渠道和供应链，业绩稳健增长，市占率加速提升，给予“买入”评级。**大众消费品市场空间广阔，南极电商供给端通过让利供应商加速品类扩充，销售端完善渠道布局和流量运营，销售额保持高速增长，市占率仍有较大的提升空间。南极电商盈利稳健增长，品牌授权模式优越性逐步凸显，长期来看货币化率有望逐步回升。预计 2019-2021 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 324/480/653 亿元，同比增长 58%/48%/36%；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 11.69/14.52/18.06 亿元，同比增长 31.84%/24.27%/24.32%。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。
- **新宝股份：看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。**公司是国内集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头，优质供应链价值持续释放。公司发展思路清晰，外销业务基础深厚，国内发展自有品牌，推动代工厂转型升级：1) 外销以 ODM 为主，在出口市场占比较高，能够满足客户一站式采购需求。继续巩固提升现有西式厨房小家电优势产品，同时推出家居/个人护理新产品，有望在未来三年有效提升外销产品结构和溢价空间。2) 内销业务利用自身产品技术服务平台优势，强化自有品牌运营，加深与互联网企业的合作，多渠道拉动线上销售增长，盈利能力有望稳健提升。预计 2019-21 年公司营业收入分别为 92.98/101.70/110.34 亿元，同比增长 10.11%/9.37%/8.49%；实现归母净利润 6.69/7.53/8.54 亿元，同比增长 33.02%/12.66%/13.38%。
- **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“买入”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 21/18/15 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 30-35XPE。
- **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 20.40/27.93/39.48 亿元，同比增长

37.79%/36.91%/41.38%。摊薄每股收益 0.21/0.29/0.41 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 35/26/18 倍。

- **红旗连锁：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，给予 2019 年 25XPE，维持“买入”评级。**从零售主业来看，公司前几年的收购整合效果良好，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。此外今年开始，公司的门店改造也在加速推进，商品结构的调整优化预计未来将有效提高门店的盈利能力。除了零售主业的良性增长，新网银行预计也将贡献稳健充沛的投资收益，公司整体盈利进入上升通道。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 78.62/84.39/89.87 亿元，同比增长 8.89%/7.34%/6.50%。实现归母净利润约 4.98/5.72/6.62 亿元，同比增长 54.23%/14.97%/15.68%。摊薄每股收益 0.37/0.42/0.49 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 24/21/19 倍。
- **爱婴室：华东区域母婴龙头，外延拓张逐步发力，有望步入加速发展区间，参考母婴及其他零售行业可比公司估值，考虑到公司作为 A 股母婴稀缺标的，且初步具备的跨区域扩张的能力，给予公司 2019 年 30-35 倍 PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。**我们认为：经过 20 余年在母婴行业的深耕，公司巩固了华东母婴龙头的地位，无论是在商品品类还是在门店布局方面的优势都逐步凸显，此外多渠道布局形成协同效应。目前线下母婴专卖行业高度分散，公司上市后加快了外延拓张的步伐，不仅巩固了在长三角经济发达地区的区域领先优势，此外也在积极进入珠三角及西南市场，有望在行业整合的进程中强化自身优势。预计 2019-2021 年公司实现营收约 25.92/31.41/37.23 亿元，同比增长 21.39%/21.15%/18.55%。实现归母净利润约 1.46/1.77/2.10 亿元，同比增长 21.93%/21.08%/18.42%。摊薄每股收益 1.44/1.74/2.06 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 29/24/20 倍。

公司及行业资讯

新零售动态跟踪

- **【阿里香港上市：开盘大涨 6.25%，马云缺席】**11 月 26 日，阿里巴巴正式在香港联合交易所主板正式上市，股票代码为 9988.HK。阿里巴巴本次发行价为 176 港元，募资 880 亿港元，上市开盘涨 6.25%，报 187 港元，市值达 39993 亿港元。阿里巴巴此次发行 5 亿股 H 股，香港公开发售占 10%，国际发售占 90%，目前超额配股权并未获行使。每股定价 176.00 港元，每手 100 股，其中香港公开发售超购 41.44 倍，投资者参与数量近 20 万户，为 19.57 万户。全球发售净筹约 875.57 亿港元。阿里巴巴赴港 IPO 是九年来中国香港股票市场规模最大的上市交易，同时也是全球第二大跨境上市案例，多家国际知名金融机构担当承销角色，投资者参与数量近 20 万户。在上市现场，张勇、蔡崇信、武卫、董建华等阿里巴巴集团董事会成员、高管亮相，马云并未出现在现场。（联商网）

- **【社区生鲜电商妙生活关闭全部门店】**自生鲜电商呆萝卜爆出资本金断裂无法持续后，成立四年之久的社区生鲜电商妙生活也悄然关掉所有门店，黯然退场。妙生活 APP 在苹果应用商店已经无法找到，小程序停止运营，官方客服微信的朋友圈最后更新时间为 9 月 24 日。妙生活成立于 2015 年，并于 2015 年拿到钟鼎创投 A 轮 500 万美金投资，2019 年上半年低调宣布获得今日资本 B 轮 2 亿融资。此次，妙生活能够悄无声息的退场，其主要原因是结清了所有的贷款，赔付了所有员工的工资，仁至义尽而去。（联商网）
- **【拼多多秘密孵化直播业务 首个直播开启预约】**拼多多正在孵化直播业务，于 11 月 24 日前后首先内测微信小程序“好货内购”。拼多多联合创始人达达(孙沁)亲自盯项目，并负责具体的业务沟通，也是直播业务的最高负责人。此外一些招聘网站已有相关信息流出。拼多多正在招聘“网红机构运营经理”、“视频创意经理”等与直播相关的职位。第一期参与直播业务的商家目前已开始在拼多多站内展示直播预约页面。（联商网）
- **【唯品会终止品骏快递业务 由顺丰负责配送】**11 月 25 日，唯品会宣布与顺丰达成业务合作。即日起，唯品会将终止旗下自营快递品骏的快递业务，并委托顺丰提供配送服务。唯品会将与顺丰紧密合作，以确保用户订单的无缝衔接与快递服务的顺利过渡。目前，顺丰已经以唯品会 JITX 业务第三方物流供应商的角色，承接了唯品会部分物流配送和退换货快递业务，基本实现了内部库存管理系统与顺丰快递链路路径的打通。唯品会预计，全面切换社会化物流业务后，唯品会单件物流成本有望继续降低。（联商网）
- **【呆萝卜杭州中心正式关闭】**11 月 28 日，呆萝卜合伙人刘峰表示，呆萝卜杭州中心正式关闭。从爆出停运危机后，在 11 月 22 日-26 日的 5 天时间里，呆萝卜在微信公众号上每天一封声明，事态也不断发生着变化：从承认资金紧张、运营陷入困局，再到表达会坚持自救、积极筹措资金。在 11 月 25 日发布的公告中，呆萝卜表示将逐步恢复办公，为早日恢复经营做准备。并与各方供应商联合声明，将共同推动呆萝卜恢复运营。但从杭州中心关闭来看，呆萝卜想要度过危机、恢复运营并不是一件容易的事情。（联商网）
- **【紧跟拼多多之后，小红书也要开直播卖货了】**11 月 28 日，在北京举办的小红书创作者开放日中，小红书社区负责人柯南提出要在未来一年内实现“让 10 万创作者粉丝过万”和“1 万创作者月收入过万”两个目标。为此，小红书推出“创作者 123 计划”，其中包括将在明年 1 月上线的新产品“创作者中心”及近期将开启的品牌合作平台、好物推荐平台和互动直播平台。直播平台内测可谓一大亮点。过去一年，小红书社区的视频笔记尤其是记录真实生活的 Vlog 成为收获高粘性粉丝的内容形式，单月视频量笔记增长达 265%。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【盒马首个购物中心“盒马里·岁宝”开业】**11 月 30 日，盒马首个购物中心“盒马里·岁宝”（以下简称“盒马里”）正式在深圳开业。盒马里选址位于深圳罗湖区莲塘街道莲塘路 168 号，由原岁宝百货聚福店改

造而来，整体面积4万m²，是典型的社区型购物中心。目前，盒马里营业区域分为三层，涉及零售、生活服务、餐饮、亲子等四大业态，引入品牌近70个，主力店有优衣库、华为、肯德基、盒马鲜生等。盒马里在设计过程中，依然基于门店周边3公里居民进行招商规划和业态布局，以生鲜为基础服务家庭用户，并且增加了生活服务业态。作为全球首个实现“线上线下统一管理”的数字化购物中心，目前盒马里10万SKU中已有近半完成数字化，实现线上线下购买打通。按照阿里巴巴盒马事业群总裁侯毅的设想，盒马里未来一年的线上订单将达到30-50%，届时整个Mall的坪效都会发生变化。（联商网）

- **【家乐福旗舰店在苏宁易购正式上线】**11月29日，家乐福旗舰店在苏宁易购正式上线。家乐福官方旗舰店主打高端进口商品，打造精品店，为消费者提供进口食品、红酒牛奶、个人护理等服务，未来还将依托自身供应链优势为苏宁super会员以及家乐福会员提供专属优惠。在物流配送方面，通过苏宁易购进入店铺下单，消费者可以进一步享受家乐福中国与苏宁自建物流融合带来的极速配送体验，家乐福官方旗舰店届时也将通过两大物流的优势互补，由苏宁天天快递配送至消费者手中，实现江浙沪皖次日达。（联商网）
- **【良品铺子成功过会，即将登陆A股上交所】**11月28日，休闲食品品牌良品铺子首发申请获证监会通过，即将登陆上海证券交易所。公司首次公开发行的A股不超过4100.00万股，占发行后总股本的10.22%。据招股书显示，良品铺子拟募集资金77337.97万元，此次募集的资金将用于全渠道营销网络建设、食品研发中心与检测中心改造升级、仓储与物流体系建设、良品信息系统数字化升级等项目。（联商网）
- **【小米三季报营收及净利双增 手机业务承压】**11月27日，小米集团公布的2019年第三季度业绩报告显示，小米2019年第三季度总收入为537亿，同比增长5.5%；经调整后净利润为35亿元，同比增长20.3%。小米2019年前三季度净利润总计92亿元，这一数据超过了去年全年。小米主营智能手机业务在国内市场承压，导致总体营收出现下滑。受手机业务拖累，小米第三季度5.5%的营收增长，明显低于去年同期的14.8%。（联商网）
- **【苏宁菜场北京布局门店数量突破120家】**11月27日，生鲜电商“苏宁菜场”宣布在北京入驻门店已经突破120家，覆盖东城、朝阳、丰台、石景山、海淀、等14个市辖区。除了履约点位的拓展，苏宁菜场在北京市场上架的商品SKU也已达到200个。其中，时令蔬菜、新鲜水果、肉禽蛋品、海鲜水产占比分别约为40%、20%、18%和15%。苏宁小店在北京目前有近500家门店，布局在社区、商圈、学校、写字楼等场景。（联商网）

零售行业资本动态跟踪融资动态

- **【LVMH拿下Tiffany 奢侈品行业最大收购】**11月25日，全球最大奢侈品集团LVMH正式发布声明，将以每股135美元约合162亿美元现金的价格拿下美国奢侈珠宝品牌蒂芙尼Tiffany，双方已经达成了初步协议，交易最快将于明年中期完成。这将是LVMH史上最大一笔收购，远超过2017年收购Dior的70亿美元，同时也是奢侈品行业最大规模的并购。

短短 1 个月期间 LVMH 对 Tiffany 的报价一再提升,从最初的 145 亿美元涨至现在的 162 亿美元,共增加了 17 亿美元。(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。