

商贸零售

商贸零售行业月度投资策略

评级

报告原因：定期报告

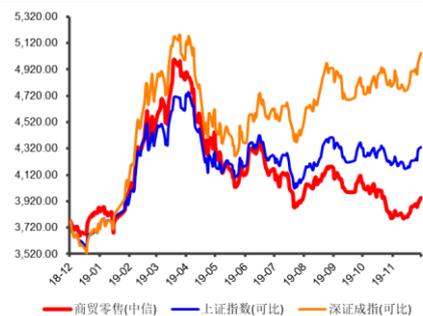
双十一促销提振社零增速，新消费模式带动增长

看好

2019年12月17日

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 11 月投资策略：短期因素压制社零增速，关注下沉市场消费潜力

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 11 月 CS 商贸零售行业下降 3.86%，与上年同期相比下调 5.58pct，跑输大盘 2.37pct。CS 商贸零售行业 11 月市场表现弱于去年同期，在中信 29 个行业排名第 25 位，处于中下游水平，较上月有所下降。11 月子板块表现均不及沪深 300 且均为下跌状态，其中百货板块跌幅较浅，超市板块仍延续前两月跌幅最深态势，除连锁外子版块整体表现均弱于去年同期。2019 年 1-11 月 CS 零售估值水平整体呈现阶梯式上扬趋势，至 9 月中旬达到年内阶段性高位，随后 10 月底回落至 20X 左右，整体看前 11 个月平均估值水平为 23X。11 月 CS 零售估值水平显著回落，截止 11 月 29 日，CS 零售估值水平回落至 20.6X，低于年内平均水平。

行业月度数据跟踪

➤ **CPI 同比涨幅扩大，环比涨幅回落。**11 月 CPI 同比上涨 4.5%，涨幅较上月扩大 0.7pct。其中食品价格上涨 19.1%，涨幅较上月提升 3.6pct，食品中的猪肉价格上涨 110.2%，涨幅较上月扩大 8.9pct，仍为历史最高位置但涨幅收窄；非食品价格涨幅较上月小幅提升 0.1pct。11 月 CPI 同比上涨较多，主要受到以食品价格上涨为主的结构性因素影响，11 月食品 CPI 上涨超过 10%，其中当月猪肉价格同比上涨 1.1 倍，不过环比涨幅已经出现回落，猪肉价格上涨对当月食品价格涨幅的影响约为 60%。环比看 CPI 上涨 0.4%，涨幅较上月回落 0.5pct。其中食品价格上涨 1.8%，非食品价格持平。结构性因素导致的食品 CPI 在近一个季度内持续走高，使得消费者对肉类价格的敏感度有所提升，同时鲜果、水产品的环比价格下降，食品价格总体将保持稳定态势。

➤ **双十一促销提振社零增速，网上零售占比提高。**11 月社零总额同比增长 8.2%，增速较上月加快 0.8pct，除汽车以外的消费品零售额同比增长 9.1%，增速较上月回升 0.8pct。11 月市场销售加快主要受到去年同期较低基数，以及双十一购物节促销活动对于线上线下整体的拉动效应，网上实物商品零售额的增长对社零增速的贡献作用较大。从限上商品零售增速来看，满足居民基本生活类的商品增速有所提升但态势平稳，主要品类多受到双十一购物节促销的影响，销售增速有所提升。限上单位 18 类商品中，有 14 类增速比上月有所回升，而可选



品类中与电商促销有关的品类增速明显加快。化妆品类、家用电器和音像类商品同比分别增长 16.8%和 9.7%，增速分别比 10 月份加快 10.6pct 和 9.0pct，通讯器材类继续保持双位数增长，而化妆品类则受到双十一购物节促销及囤货效应的影响，增速显著加快。2019 年 1-11 月全国网上零售额累计同比增长 16.6%，增速较 1-10 月提高 0.2pct，网上零售继续保持快速增长态势。实物商品网上零售额累计同比增长 19.7%，占社零总额的比重为 20.4%，较去年同期提升 2.2pct。

行业动态新闻

- 聚划算上线“百亿补贴”，与拼多多正面交锋；
- 京东新通路 2020 年加强线下布局：新增 1 万家“六统一”门店；
- 永辉超市取消部分要约收购中百集团，不谋求实控权。

投资策略

- 11 月份工业、服务业增速有所回升，市场销售增速加快，主要与网上零售增长有很大关系，11 月份网上零售增速比上月明显加快，对拉动当月社会消费品零售总额增长起到积极作用。在消费升级的态势下，新消费模式、新消费业态的发展对于消费的增长起到重要的带动作用。当前消费升级不仅提高了对传统商品的质量要求，对于旅游、健康、教育、养老等服务消费的需求也在逐步扩张。我国经济增长水平已由高增速发展换挡至高质量发展阶段，但经济中的下行压力仍存，我们建议投资思路维持防御性，重点关注具有一定抗周期性，景气度较高的细分行业和下沉市场的增量需求，主要关注以下几条主线：1) 当前食品类价格上涨超过 10%，结构性因素导致的 CPI 上涨在未来一个季度内仍将持续，但影响稳中趋缓，将继续对超市 Q4 业绩产生正向影响，但物价的上涨使得消费者对食品价格的敏感度有所提升，未来对超市板块的持续影响将逐渐回落：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，在可选消费增速逐渐放缓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，三线及以下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；电商分流、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 11 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 零售子版块 2019 年 11 月涨跌幅	6
图 3：CS 零售子版块 2018 年 11 月涨跌幅	6
表 1：2019 年 11 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



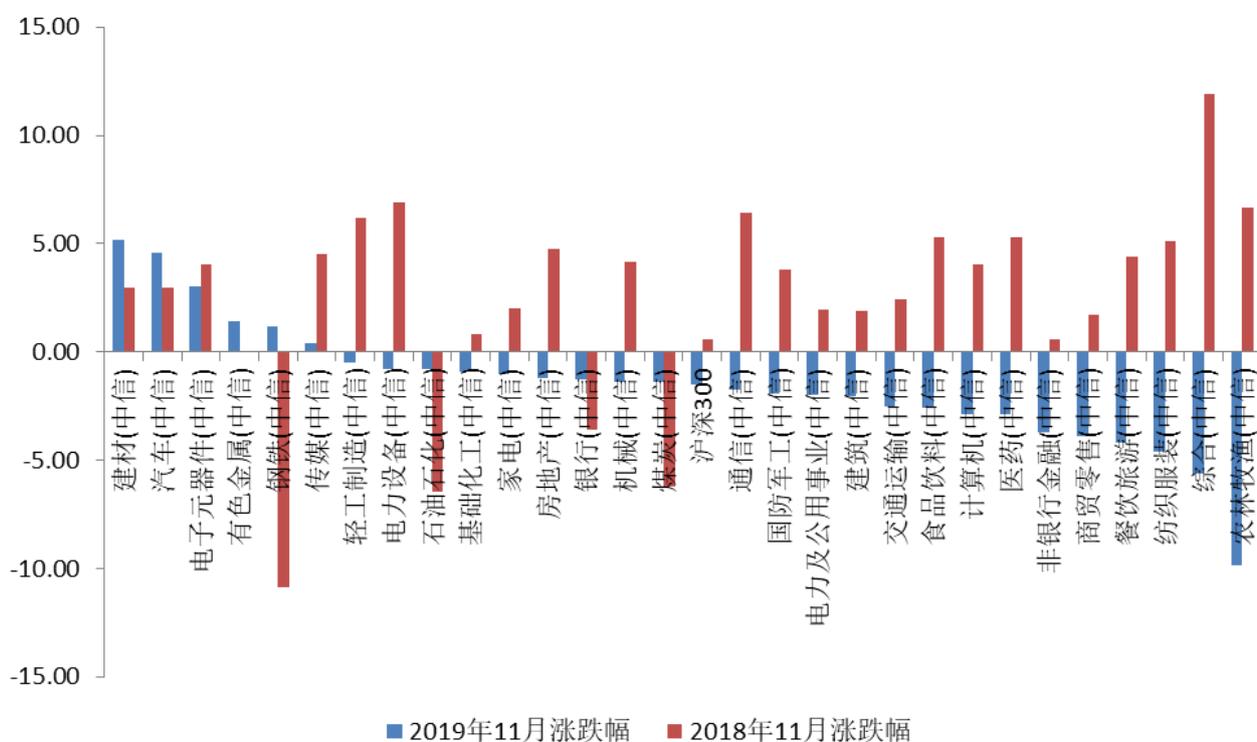
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	9
图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	9
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	10
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	10

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年11月，沪深300指数下降1.49%，与2018年同期相比回落2.09pct，其中CS商贸零售行业下降3.86%，与上年同期相比下调5.58pct，跑输大盘2.37pct。11月份中信一级29个行业仅有六个行业呈上涨状态且涨幅均为个位数，市场表现较为平淡。CS商贸零售行业11月市场表现弱于去年同期，在中信29个行业排名第25位，处于中下游水平，较上月有所下降。

图1：2019年11月中信一级行业涨跌幅（%）



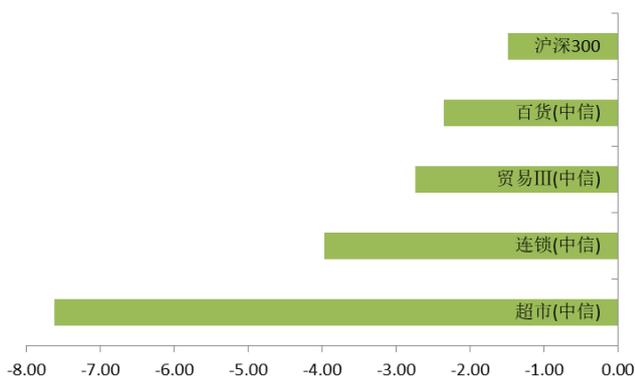
数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，在11月CS零售的三级子行业中，百货、贸易III、连锁、超市的涨跌幅分别为-2.35%、-2.74%、-3.97%、-7.62%。11月子板块表现均不及沪深300，子板块均为下跌状态，其中百货板块跌幅较浅，超市板块仍延续前两月跌幅最深态势，除连锁外子板块整体表现均弱于去年同期。

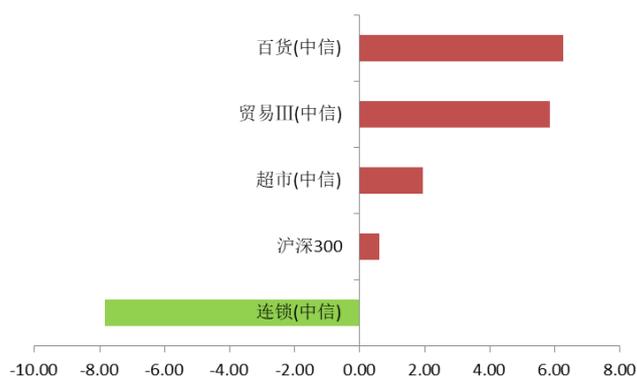
11月SW商业贸易主力净入额为-41.14亿元，在申万一级28个行业中位列第8。11月SW商贸三级子行业主力资金均为流出状态，其中SW一般物业经营主力资金净流出额最少，为-2346.74万元；SW专业连锁流出资金最多，为-15.30亿元。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 11 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 11 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，11月有24家上市公司收涨，涨幅居前的有*ST赫美、汇嘉时代、江苏国泰和*ST秋林四家，月涨幅均超过10%，其中*ST赫美涨幅最高，达到26.51%；共有76家上市公司收跌，跌幅较高的有东方创业、兰生股份、华致酒行等11家，月收跌幅度均超过-10%，其中东方创业收跌-18.82%跌幅最深。

表 1：2019 年 11 月个股涨跌幅情况 (%)

11月涨幅前十的个股			11月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
002356.SZ	*ST赫美	26.51	600278.SH	东方创业	-18.82
603101.SH	汇嘉时代	22.22	600826.SH	兰生股份	-12.91
002091.SZ	江苏国泰	13.51	300755.SZ	华致酒行	-12.53
600891.SH	*ST秋林	12.82	002640.SZ	跨境通	-11.33
600628.SH	新世界	9.66	601933.SH	永辉超市	-10.91
603031.SH	安德利	9.02	600774.SH	汉商集团	-10.74
600735.SH	新华锦	7.85	601116.SH	三江购物	-10.53
002251.SZ	步步高	7.78	603214.SH	爱婴室	-10.51
000026.SZ	飞亚达A	7.38	600682.SH	南京新百	-10.41
603123.SH	翠微股份	6.09	000715.SZ	中兴商业	-10.32

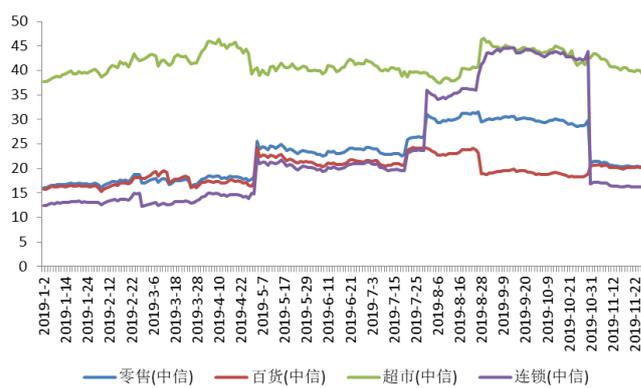
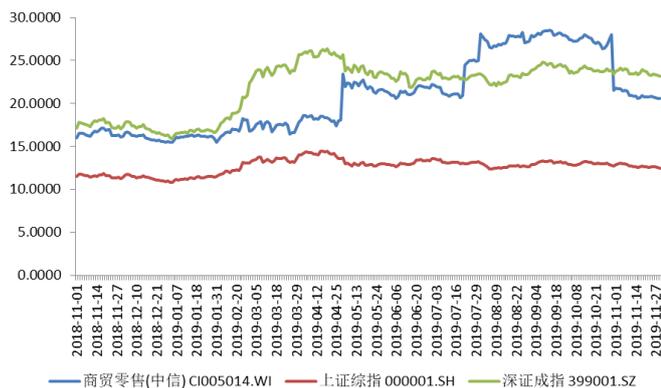
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

2019年1-11月CS零售估值水平整体呈现阶梯式上扬趋势，至9月中旬达到年内阶段性高位，随后10月底回落至20X左右，整体看前11个月平均估值水平为23X。11月CS零售估值水平显著回落，截止11月29日，CS零售估值水平回落至20.6X，低于年内平均水平。子版块方面，截止11月29日，上半年百货

板块估值水平整体与 CS 零售高度吻合，至 8 月底达到阶段性高位后显著回落，至 11 月小幅回升至平均估值区间内，年均 PE 为 19.6X，低于 CS 零售估值水平；超市板块估值水平相对较高，全年呈现微 M 型走势，整体走势围绕年均水平呈现箱体震荡，4 月中旬和 8 月底两度冲高，随后回落至均值附近，年均 PE 为 41.5X，显著高于版块整体水平；连锁板块估值水平波动较大，前十月持续保持上扬趋势，至 10 月底达到阶段性高位后急转直下回归至平均水平，年均 PE 为 16.5X，低于 CS 零售估值水平，为子版块里估值水平最低。

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 11 月，CPI 同比上涨 4.5%，涨幅较上月扩大 0.7pct。其中，食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%。食品价格涨幅较上月提升 3.6pct，影响 CPI 上涨约 3.72pct。在食品中，猪肉价格上涨 110.2%，涨幅较上月扩大 8.9pct，仍为历史最高位置但涨幅收窄，相关替代品牛羊鸡鸭肉和鸡蛋的价格涨幅在 11.8%—25.7%之间，还有水产品价格上涨了 2.4%；鲜果价格继续下降 6.8%，降幅比上月扩大 6.5pct；鲜菜价格从上月下降 10.2%转为上涨 3.9%；非食品价格涨幅较上月小幅提升 0.1pct，影响 CPI 上涨约 0.77pct。其中医疗保健、教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 2.0%、1.7%和 1.1%。交通和通信价格下降 2.8%；其中，汽油和柴油价格分别下降 10.8%和 11.3%。据测算，在 11 月份 4.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为 4.5pct。

11 月 CPI 同比上涨较多，主要受到以食品价格上涨为主的结构性因素影响，11 月食品 CPI 上涨超过 10%，其中当月猪肉价格同比上涨 1.1 倍，不过环比涨幅已经出现回落，猪肉价格上涨对当月食品价格涨幅的影响约为 60%。一方面政府层面出台一系列举措推动扩大生猪生产，另一方面相关部门也在积极增加猪肉进口，对于平抑物价起到了积极作用，猪肉价格对于 CPI 涨幅的影响也在显著回落。结构性因素导致的食品 CPI

在近一个季度内持续走高，使得消费者对肉类价格的敏感度有所提升，同时鲜果、水产品的环比价格下降，食品价格总体将保持稳定，对超市板块的持续影响将逐渐回落。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)

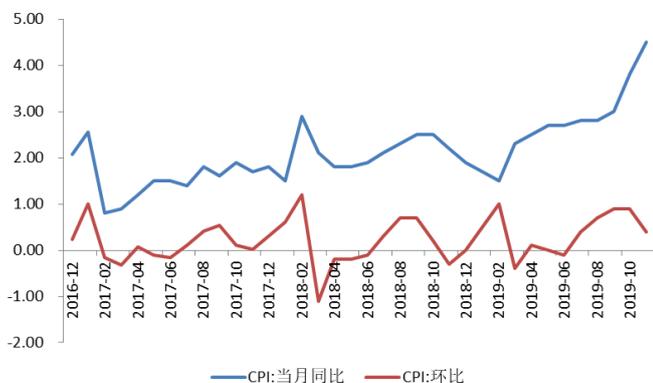
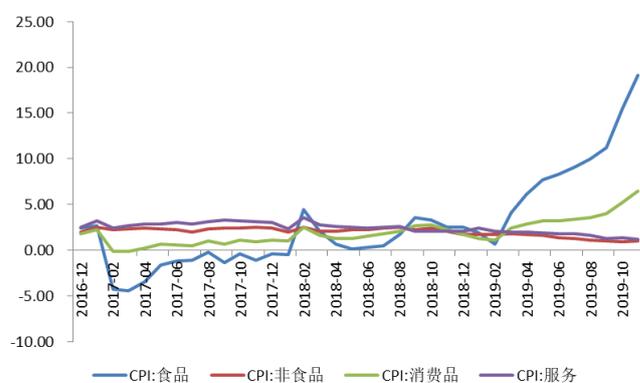


图 8：CPI 当月同比：分类别 (%)



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 0.4%，涨幅较上月回落 0.5pct。其中食品价格上涨 1.8%，非食品价格持平。食品价格涨幅较上月回落 1.8pct，影响 CPI 上涨约 0.39pct。受政府保供稳价举措的积极影响，猪肉供应偏紧状况有所缓解，价格继续上涨 3.8%，涨幅较上月显著回落 16.3pct；受消费旺季与消费替代需求影响，牛羊鸡鸭肉价格均有所上涨，涨幅在 1.3%—4.3%之间；入冬后鲜菜生产及储运成本增加，价格上涨 1.4%；苹果、柑橘和梨等水果大量上市，鲜果价格下降 3.0%；非食品价格由上月的上涨 0.2% 转为持平。受换季天气转凉的持续影响，服装价格小幅上涨 0.5%；旅游淡季出行需求减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 11.0%、4.4% 和 3.8%。

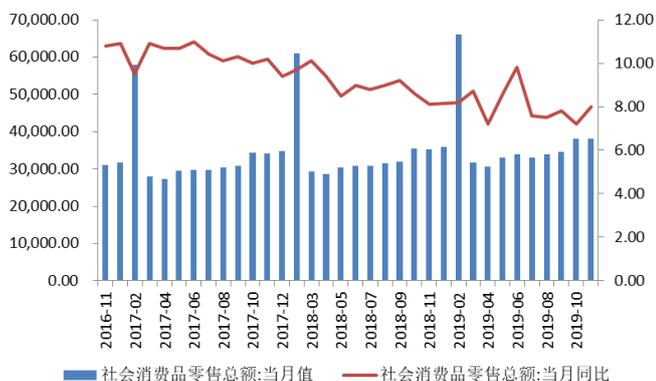
2.2 社会消费品零售数据

2019 年 11 月，社会消费品零售总额 38094 亿元，同比增长 8.2%，增速较上月加快 0.8pct，除汽车以外的消费品零售额 34629 亿元，增长 9.1%，增速较上月回升 0.8pct。11 月市场销售加快主要受到去年同期较低基数，以及双十一购物节促销活动对于线上线下整体的拉动效应，网上实物商品零售额的增长对社零增速的贡献作用较大。整体来看消费升级的态势仍在延续，消费从以实物商品为主逐步转向对服务消费的追求，据测算今年以来服务消费保持两位数增长，占居民最终消费支出约 50% 的比重。1-11 月社零总额累计同比增长 8.0%，较 1-10 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%，与上月持平。按经营单位所在地分，1-11 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%，与前十月持平，乡村零售增速继续高于城镇。

从限上商品零售增速来看，满足居民基本生活类的商品增速有所提升但态势平稳。11 月粮油食品类同比增长 8.9%，增速较上月下降 0.1pct；饮料和烟酒分别实现 13.0%、8.3% 的增长，增速较上月分别提振 3.5pct、

3.9pct。日用品类同比增长 17.5%，增速较上月加快 5.5pct，增速较快且持续保持两位数增长。服装鞋帽、针纺织品类同比增长 4.6%，由上月下降 0.8% 转为上升。主要品类多受到双十一购物节促销的影响，销售增速有所提升。

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（%）



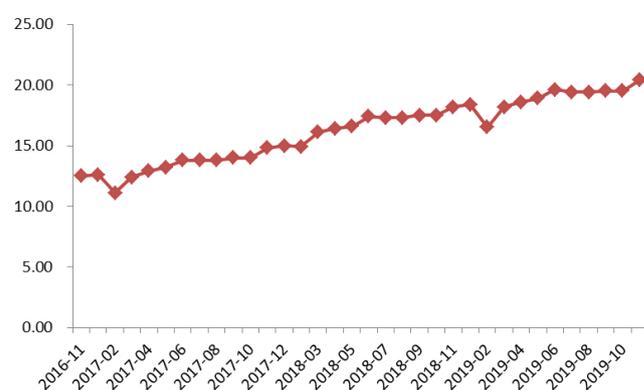
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

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

限上单位 18 类商品中，有 14 类增速比上月有所回升，而可选品类中与电商促销有关的品类增速明显加快。11 月限上单位化妆品类、家用电器和音像类商品同比分别增长 16.8% 和 9.7%，增速分别比 10 月份加快 10.6pct 和 9.0pct，通讯器材类继续保持双位数增长，而化妆品类则受到双十一购物节促销及囤货效应的影响，增速显著加快。11 月文娱类商品增速明显加快，限上单位体育娱乐用品类和书报杂志类商品同比分别增长 20.1% 和 7.4%，增速比 10 月分别加快 8.6pct 和 2.2pct；文化办公用品类商品增长 4.6%，10 月份为下降 3.4%。金银珠宝类持续负增长，11 月同比-1.1%，同比降幅收窄 3.4pct。

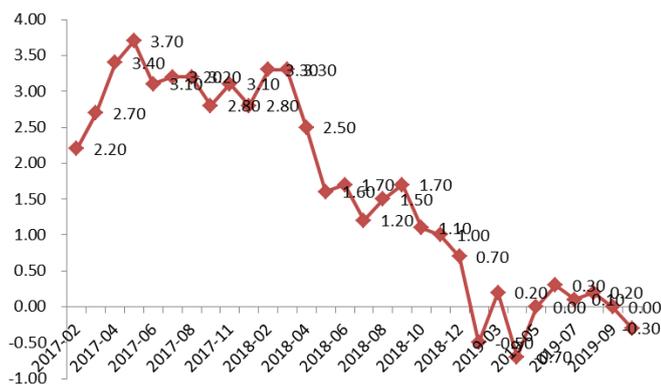
2019 年 1-11 月全国网上零售额 94958 亿元，累计同比增长 16.6%，增速较 1-10 月提高 0.2pct，网上零售继续保持快速增长态势。1-11 月实物商品网上零售额 76032 亿元，累计同比增长 19.7%，增速高于同期社

零售增速 11.7pct，占社零总额的比重为 20.4%，较去年同期提升 2.2pct。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 29.6%、16.5%和 19.8%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

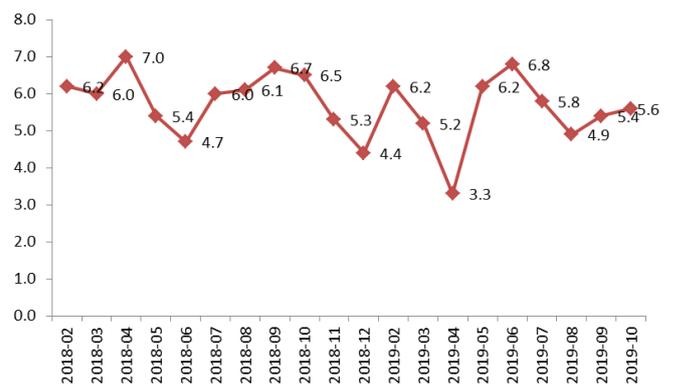
根据中华全国商业信息中心统计，1-10 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.3%，增速较 1-8 月放缓 0.3pct。其中粮油食品类商品零售额增速有所加快，日用品类增速持平，家用电器类降幅收窄。实体店消费持续稳定增长。1-10 月份实体店消费品零售额增长 5.6%，增速较 1-9 月份持平。其中，10 月同比增长 5.6%，增速较上月加快 0.2pct。1-9 月份限额以下单位和个体户商品零售额累计同比增长 10.6%，增速与 1-9 月放缓 0.1pct。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额增长的贡献率为 82.3%，占商品零售总额的比重为 62.7%。实体商业行业集中度整体较低，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

聚划算上线“百亿补贴”，与拼多多正面交锋

“百亿补贴”已经不再新鲜。12 月 11 日，聚划算宣布，“百亿补贴”正式上线。虽然赶在淘宝双 12 期间上线，但聚划算表示，后续“百亿补贴”会成为常态化活动。联想到前不久三季度财报会上黄峥透露的，拼多多的“百亿补贴”计划将在接下来几个季度延续，聚划算与拼多多竞争的火药味正越来越浓。聚划算推出“百亿补贴”，是阿里狙击下沉市场的又一重要动作。刚过去的双 11，聚划算“千万爆款团”诞生了 216 个销售破十万件的爆品，iPhone11、华为 Mate30Pro 等最热门的手机，也都有超过一半订单来自下沉市场。（36 氪）

京东新通路 2020 年加强线下布局:新增 1 万家“六统一”门店

12月16日消息，京东新通路宣布，2020年将进一步强化门店形象标识、门店管控、设施配置、服务标准、商品采购、物流配送六个方面，在便利店、母婴店、烟酒店、餐饮店、无人货架等更多领域、更多地域开拓1万家“六统一”门店，并构建对这些场景的商品与服务的供应能力。此外，为提升线下门店的线上、线下综合运营能力，新通路将以消费者需求为中心，持续锻造组货能力、仓配销能力、门店助销能力，并通过打造O2O SaaS平台，帮助门店实现对多个O2O平台的统一管理。不仅如此，新通路在下沉市场的布局也将向纵深化发展。目前，京东掌柜宝70%的用户来自3线及以下地区。（亿邦动力网）

➤ 永辉超市取消部分要约收购中百集团 不谋求实控权

12月16日晚间，永辉超市(601933)发布公告称，经公司董事会第四届十五次会议决定取消向中百集团发出的部分要约收购计划，维持29.86%的持股比例不变。公告指出，永辉超市与武汉国有资产经营有限公司因发改委的要求，进行了友好磋商，就中百控股集团股份有限公司实际控制人、公司治理、经营管理以及未来发展方向等方面达成了全方位共识，双方签订了《合作备忘录》。《合作备忘录》的主要内容包括：1) 维持中百集团现有实际控制人不变；2) 双方将共同制定合作发展计划，进一步推进中百集团经营班子市场化改革；3) 同时约定将进行股份回购与员工股权激励，战略合作、协同发展。对于业绩计划，力争在三年时间，中百集团主营业务销售净利率提高至2.5%。（联商网）

4.投资建议

随着一系列政策效应的持续释放，经济运行出现积极变化，主要经济指标好于预期，经济运行总体平稳、稳中有进的态势进一步显现，未来我国以内需为主、以消费拉动为主的经济增长模式将更加明显。11月份工业、服务业增速有所回升，市场销售增速加快，主要与网上零售增长有很大关系，11月份网上零售增速比上月明显加快，对拉动当月社会消费品零售总额增长起到积极作用。在消费升级的态势下，新消费模式、新消费业态的发展对于消费的增长起到重要的带动作用。当前消费升级不仅提高了对传统商品的质量要求，对于旅游、健康、教育、养老等服务消费的需求也在逐步扩张，消费从过去的以实物消费为主逐步转向重视精神消费方向，据核算目前服务消费占全部居民最终消费支出的比重约有50%。我国经济增长水平已由高增速发展换挡至高质量发展阶段，经济中的下行压力仍存，我们建议投资思路维持防御性，重点关注具有一定抗周期性，景气度较高的细分行业和下沉市场的增量需求，主要关注以下几条主线，

1) **当前食品类价格上涨超过10%，结构性因素导致的CPI上涨在未来一个季度内仍将持续，但影响稳中趋缓，将继续对超市Q4业绩产生正向影响，但物价的上涨使得消费者对食品价格的敏感度有所提升，未来对超市板块的持续影响将逐渐回落，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，在可选消费增速逐渐放缓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，三线及以下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

