

2018年09月25日

从供应链和物流看盒马新零售模式

看好

——商业贸易行业周报（0917-0921）

相关研究

"社零增速止跌企稳，永辉持续推进生鲜供应链建设——商业贸易行业周报（0910-0914）" 2018年9月19日
 "社零总额同比增长9.0%，必需消费韧性较强-8月社零数据点评" 2018年9月17日

证券分析师

王立平 A0230511040052
 wanglp@swsresearch.com

联系人

王昊哲
 (8621)23297818×7480
 wanghz@swsresearch.com

本期投资提示：

- 阿里巴巴2018投资者大会上，盒马CEO侯毅表示，截至2018年7月31日，盒马1.5年以上门店单店日均销售额超过80万元，坪效超过5万元，其中线上销售占比超过60%。作为一个仅诞生3年的品牌，盒马取得的成绩远超传统超市。本文从供应链角度入手，探究盒马的新零售供应和物流模式。
- 盒马力推买手制，改变传统供应模式。（1）传统供应模式以供应商为主导。供应商处在中介位置，掌握更多的话语权，商品供应以供应商利益为导向；（2）买手模式多以消费者需求为主导。买手与零售门店的目的往往是高度统一的，即以销售为导向，最大程度满足消费者需求；（3）买手供应模式伴随盒马而生。盒马已建立全球买手团队，团队平均年龄约35岁，大部分买手拥有7-10年采购工作经验。
- 盒马以买手制为抓手重塑商品供应体系。（1）与供应商重塑“零供”关系。盒马负责渠道建设、商品销售、用户体验。供应商专注商品生产研发，提供最具性价比的商品，不再缴纳任何渠道费用；（2）坚持产地直采，构建生鲜溯源体系。直采减少了中间环节，降低损耗和成本，保障商品鲜度。同时食品安全追溯体系，确保生鲜产品质量和安全。截止2018年8月，消费者可通过APP扫码查看盒马1700个生鲜商品生产流通全链路；（3）提高自有商品占比。盒马将建立以厂家直供为核心的供应模式，开发盒马定制商品，三年内自有商品的销售额将达到50%；（4）建立零供信息一体化系统。目前盒马正在开发专属供应链系统，实现盒马与供应商之间数据共享、信息互通。
- 半小时即时配送是盒马的标识性符号。（1）物流扩展了门店功能，提升流量入口。盒马门店加载前置仓储和物流功能，成为可以最快时间触及消费者的终端，大大提升消费者购物体验；（2）物流效率与门店运行效率紧密联系。盒马创造性将门店的销售和仓储属性相结合，借助阿里强大的技术体系和管理能力，既保障了门店效率的提升，又提高了物流配送效率；（3）物流实力直接关系线上业务的强弱，影响门店坪效。强大的物流实力和强劲的线上业务是盒马坪效高于传统超市门店的根本原因。
- 盒马物流效率的提升主要体现在盒马门店效率和配送效率两个方面。（1）从门店效率角度看，盒马拥有先进的管理系统和自动化设备。盒马的智能仓店系统可以根据线上线下订单的状况智能安排店员的工作内容，订单库存分配系统根据大数据预判消费者的线上购买趋势，盒马门店的自动化设备充分利用了门店空间，提高人效和坪效；（2）从配送效率角度看，盒马拥有先进的算法和调度系统。盒马的智能履约集单系统可以将大量的线上订单统一集合，合理安排配送路径和时间，根据订单、批次和包裹大小合理调度配送员和配送次数，降低订单综合成本最低，实现配送效率的最大化。
- 投资建议：中秋错位因素预计影响行业9月同店回暖显著，看好1）零售业态更迭背景下具备优质供应链以及核心竞争力的公司，推荐永辉超市、苏宁易购、家家悦。2）黄金珠宝销售回暖，叠加避险情绪升温，建议关注老凤祥、周大生。3）百货由于前期市场对消费担忧下跌较多，目前整体估值处于历史低位，具有较强安全边际，建议关注天虹股份、王府井。



申万宏源研究微信服务号

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 周专题：从供应链和物流看盒马新零售模式..... | 3 |
| 2. 商业贸易行业最新观点 | 9 |
| 3. 上周零售行业行情回顾 | 11 |
| 3.1 一周市场行情 | 11 |
| 3.2 个股涨跌幅一览 | 12 |
| 4. 一周行业新闻回顾 | 13 |
| 5. 行业上市公司公告 | 14 |
| 6. 行业重点公司估值 | 15 |

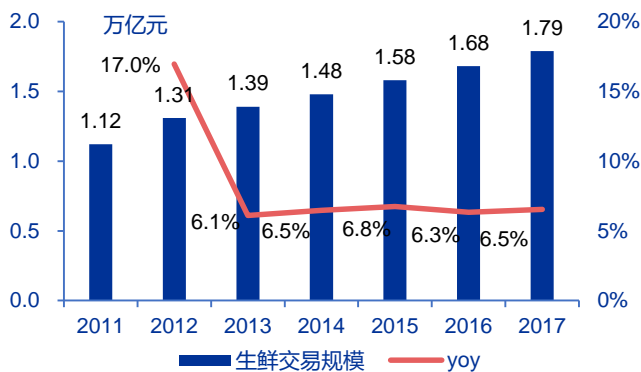
图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1：商贸零售行业上周市场表现排名第 6 | 11 |
| 图 2：2016 年初以来，商业贸易板块涨跌幅 | 11 |
| 图 3：2016 年初以来，一般零售板块涨跌幅 | 11 |
| 图 4：2016 年初以来，专业零售板块涨跌幅 | 12 |
| 图 5：2016 年初以来，商业物业经营板块涨跌幅 | 12 |
| 表 1：18H1 超市板块利润增幅前五 | 9 |
| 表 2：18H1 百货板块利润增速前五 | 9 |
| 表 3：18H1 专业连锁板块利润增速前五 | 9 |
| 表 4：一周市场涨幅前五的个股情况..... | 12 |
| 表 5：一周市场跌幅前五的个股情况..... | 12 |
| 表 6：商业贸易行业重点公司估值表..... | 15 |

1. 周专题：从供应链和物流看盒马新零售模式

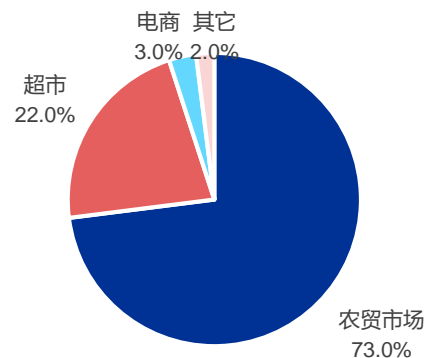
生鲜市场潜力巨大，超市渠道尚有较大发展空间。随着经济的发展和生鲜冷链物流的逐渐完善，人们购买生鲜的频率也越来越高，2017 由于生鲜拥有必需、高频、引流能力强等商业特性，近几年来，无论是阿里、京东、美团、每日优鲜等电商企业还是永辉超市、家家悦传统的零售企业都在加载或加重生鲜业务的发展。2017 年我国生鲜市场交易规模达 1.79 万亿，同比增速为 6.55%，自 2012 年来始终保持 6%-7% 的发展增速。但是从渠道端看，73% 的消费者通过农贸市场购买生鲜产品，超市和电商渠道仅占 22%、3%。而在欧美国家，超市渠道占比可达 70-80%。

图 1：2017 年生鲜交易规模增速保持 6.55% 左右



资料来源：中国产业信息，申万宏源研究

图 2：消费者购买生鲜的渠道中超市仅占 22%



资料来源：中国产业信息，申万宏源研究

运营三年，盒马业绩远超传统超市。9 月 17 日，在阿里巴巴 2018 投资者大会上，阿里巴巴集团副总裁、盒马 CEO 侯毅盒马在会上表示，截至 2018 年 7 月 31 日，盒马已在全国拥有 64 家门店，分布在全国 14 个城市，服务超过 1000 万消费者，1.5 年以上门店单店日均销售额超过 80 万元，坪效超过 5 万元，其中线上销售占比超过 60%。

作为一个仅诞生 3 年的品牌，盒马到底是凭借什么获得远超前于传统超市的业绩，未来盒马的发展趋势如何。我们将推出一系列盒马的专题研究，从不同角度探究盒马的取得佳绩的原因。本文从供应链角度入手，解读盒马的新零售供应和物流模式。

1.1 去中心化新零售供应链模式

盒马的供应链模式可以划分为四个部分，即供应端、DC、门店和物流：

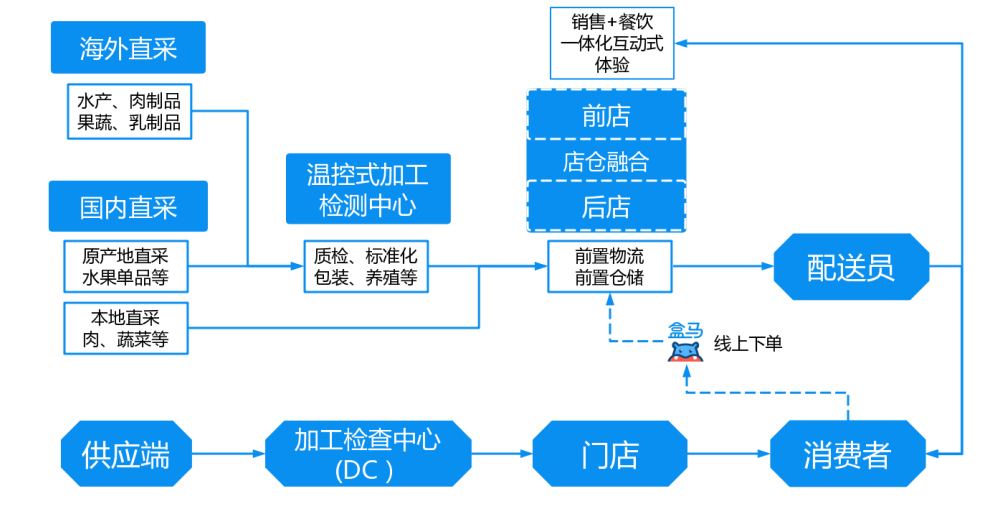
供应端：坚持直采模式。海外方面，盒马主要采购全球优质水产、肉制品、果蔬、乳制品等商品。国内直采分为原产地直采和本地直采：如赣南橙、阿克苏苹果等国内有成熟基地商品，盒马会直接到基地做品控、采购，整批加工检查中心。如蔬菜、肉类等商品基于与本地企业合作，早上采摘下午送到门店售卖。

DC（加工检查中心）：商品的加工或储存。除常温、低温仓库外，盒马的 DC 具备商品质量检验、包装、标准化功能。此外，从国外购置的海鲜活物也会在 DC 中转或暂养；

门店：店仓一体化，兼具销售和仓储功能。盒马的门店又被称为店仓，其即是销售加餐饮的一体化互动式体验门店，同时也是线上销售的仓储和物流中心，人员和场地都可以重复使用，是盒马高坪效的秘诀之一。

物流：30分钟近场景极速送达。盒马承诺门店3公里范围内30分钟送货到家。

图 3：盒马的新零售供应链体系



资料来源：亿欧网，汉森商学院 陈鹤天，申万宏源研究

1.2 实行买手制构建自有品牌体系

1.2.1 盒马力推买手制，改变传统供应模式

传统供应模式以供应商为主导。供应商处在中介位置，掌握更多的话语权，商品供应以供应商利益为导向，供应商给什么，零售门店就卖什么。消费者需求在整个供应环节中重要性程度较低。**买手模式多以消费者需求为主导。**买手制模式下，买手团队往往会负责商场从生产到出售的全部过程，买手往往还需要承担商品滞销的风险。在这种模式下，买手与零售门店的目的往往是高度统一的，即以销售为导向，最大程度满足消费者需求。

图 4：传统供应模式下供应商主导零售门店商品结构



资料来源：申万宏源研究

图 5：买手制模式下消费者主导零售门店商品结构



资料来源：申万宏源研究

买手供应模式伴随盒马而生。盒马诞生之日起，买手制度就被采用，并被认为是新零售关系的探路先锋。目前盒马已经建立了一支强大的全球买手团队，拥有国际、国内买手各几十名，团队平均年龄约 35 岁，大部分买手拥有 7-10 年采购工作经验。

1.2.2 买手制是对整个供应体系的彻底颠覆

买手制的核心思路是“买进来，卖出去”。买手模式下，零售商不再是坐在办公室等供应商上门，而是主动走出去，了解消费者，了解市场，选购畅销且有足够获利空间的商品。买手模式下，信息流从终端方向反向传导到供应端，供应端再根据信息将商品流通到终端，将消费者需求放在了最重要的位置。

买手制将生产到销售整个零售环节串联在一起。传统模式下，商品的生产、经销、销售往往由生产者、经销商、零售商各自负责。买手模式下，买手不仅仅是买入、卖出商品，还要在深入了解终端消费需求的基础上，整合研发、生产、仓储、运输、营销、销售、服务等各供应链条，保障商品在流通过程中获得最大的利润，最大程度避免经营风险。

图 6：买手制将生产到销售整个零售环节串联在一起。



资料来源：百度文库《2017 年买手行业分析报告》，申万宏源研究

1.2.3 盒马以买手制为抓手重塑商品供应体系

与供应商重塑“零供”关系。“新零售”关系就是让盒马、供应商各司其职：盒马负责渠道建设、商品销售、用户体验，如果有商品滞销，盒马自行负责，供应商不再承担责任。供应商专注商品生产研发，提供最具性价比的商品，不再缴纳任何进场费、促销费、新品费等渠道费用，也不需要管理陈列或派驻商品促销员。

坚持产地直采，构建生鲜溯源体系。盒马与天猫超市、喵鲜生、易果生鲜等阿里平台实现联合采购与供应链协同，坚持源头直采，减少了中间环节，降低损耗和成本，保障商品鲜度。同时，在原产地体系的基础上建立食品安全追溯体系，确保生鲜产品质量和安全。截止2018年8月，消费者可通过APP扫码查看盒马1700个生鲜商品生产流通全链路。

提高自有商品占比，三年内占比达一半。盒马将逐步完成全国乃至全球范围内的农产品基地建设，建立以厂家直供为核心的供应模式，开发盒马定牌定制商品，三年内自有商品的销售额将达到50%。

建立零供信息一体化系统。目前盒马正在开发专属供应链系统，实现盒马与供应商之间数据共享、信息互通。让供应商了解消费者偏好和商品的销售信息，以消费者需求引导供应商的生产决策。同时，盒马也实时了解供应商生产信息，有利于调整门店的库存结构和商品结构。

图 7：盒马与众多品牌供应商重塑零供关系



资料来源：百家号公众号，申万宏源研究

图 8：盒马对供应商及新零售关系的四点期望



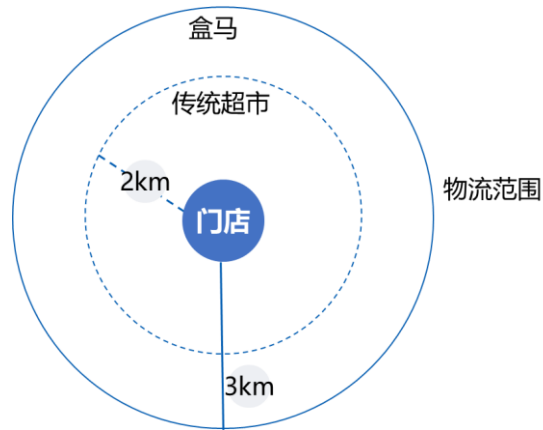
资料来源：联商网，2018年盒马新零售关系大会，申万宏源研究

1.3 物流是盒马新零售线上业务基石

1.3.1 半小时即时物流是盒马的标识性符号

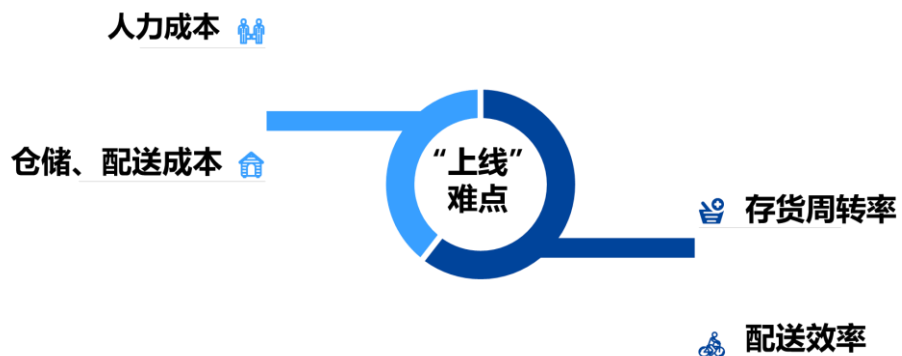
2017年4月，曾有记者询问侯毅：“如果将盒马已有的所有资产和优势全部去掉，只允许保留一项，盒马也还是盒马，你会选择保留哪个？”侯毅的回复是：30分钟即时配送。我们认为，盒马对传统零售的颠覆，很大程度上是对物流效率的颠覆。

物流扩展了门店功能，提升流量入口。对于传统商超企业而言，固定的物理位置和有限的门店面积决定了门店存在最远消费者触及点和最大客流量。物流的拓展将门店的劣势变成优势，门店销售商品的同时加载了前置仓储和物流的功能，成为可以最快时间触及消费者的终端，使即时配送成为可能，大大提升消费者购物体验。

图 9：盒马通过物流功能扩展门店半径


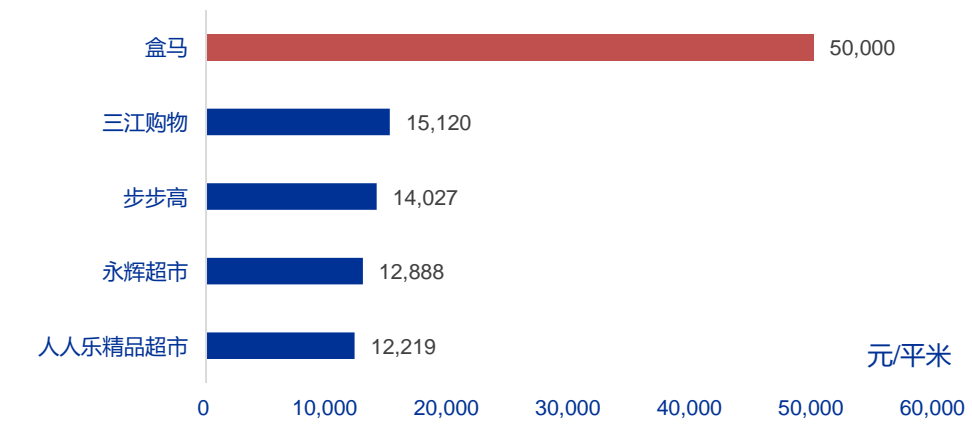
资料来源：申万宏源研究

物流效率与门店运行效率紧密联系。零售门店做物流有四个难点：人力成本的增加、仓储空间的增加、库存周转效率降低以及配送的效率低。任何一项成本的增加或效率的降低都有可能让传统的零售企业亏损。盒马创造性将门店的销售和仓储属性相结合，凭借阿里强大的技术体系和管理能力，既保障了门店效率的提升，又提高了物流配送效率。

图 10：盒马解决了传统零售企业加载线上业务的四个难点


资料来源：申万宏源研究

物流实力直接关系线上业务的强弱，影响门店坪效。线下业务的增长空间受限于门店面积，而线上业务的增长受限于门店周边 3 公里范围内消费者的消费需求。物流实力越强，线上业务收入越多，坪效当然就越高。阿里巴巴 2018 投资者大会上侯毅表示，盒马坪效超过 5 万元/平米。根据上市公司年报，2017 年全国超市龙头永辉超市的坪效仅 1.29 万元/平米，坪效较高的三江购物仅 1.51 万元/平米，不及盒马坪效的三分之一。**我们认为，强大的物流实力和强劲的线上业务是盒马坪效高于传统超市门店的根本原因。**

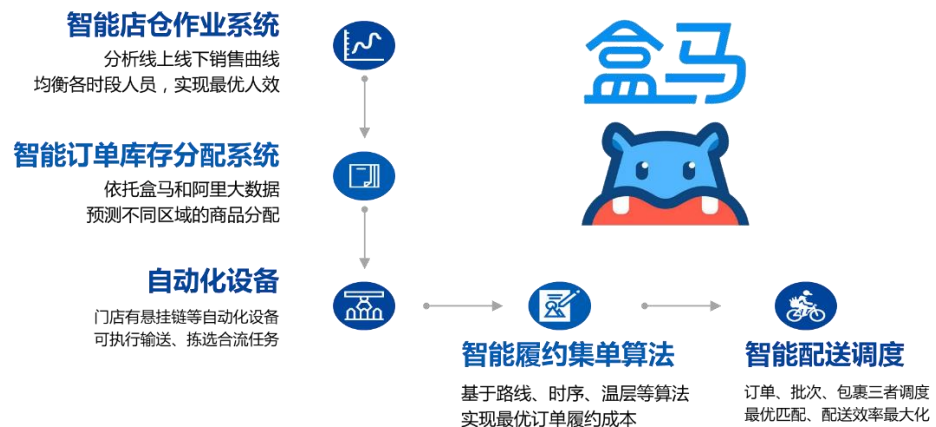
图 11：盒马坪效远高于传统超市企业


资料来源：阿里巴巴 2018 投资者大会，公司公告，申万宏源研究

1.3.2 物流效率取决于自动化水平和管理系统

从门店效率角度看，盒马拥有先进的管理系统和自动化设备。首先，盒马的智能仓店系统可以根据门店的销售情况均衡店员数量，可以根据线上线下订单的状况智能安排店员的工作内容。其次，盒马的订单库存分配系统根据盒马和阿里系零售终端的数据预测门店的商品品类，预判消费者线上购买的趋势。最后，盒马在门店内拥有悬挂链、传送带等自动化运送、分挑设备，不仅大大节约人力成本，还充分利用了门店空间，提高人效和坪效。

从配送效率角度看，盒马拥有先进的算法和调度系统。一方面，盒马的智能履约集单系统可以将大量的线上订单统一集合，根据商品的生鲜程度、冷热情况和订单的远近合理安排配送路径和时间，实现订单综合成本最低。另一方面，盒马将根据订单、批次和包裹大小合理调度配送员和配送次数，实现配送效率的最大化。

图 12：盒马物流效率的提升得力于自动化设备和智能化系统


资料来源：亿欧网，汉森商学院 陈鹤天，申万宏源研究

2. 商业贸易行业最新观点

18年中报业绩全部出炉，数据充分验证行业龙头的马太效应。上半年零售行业业绩已全面出炉，零售行业公司业绩表现持续分化，行业中逆周期展店、同店增速持续提升的龙头收入及利润增速均位列各版块前五（剔除转型企业）。超市板块中，家家悦及永辉超市利润增速分别位列第三和第五；百货板块，王府井和天虹股份利润增速达30%以上，分别位列第二和第五；专业连锁板块，苏宁易购净利润增速位居第一，剔除出售阿里股份的损益，利润增速依旧位列前三。以上统计验证了我们此前的绩优龙头推荐逻辑。从社零数据看，居民消费增速处于稳步放缓的态势，可选消费增速已不如可必选消费增速。目前超市板块龙头还处在布局渠道深度的阶段，成长性尚未释放完毕，专业连锁板块的苏宁易购也开始积极布局线上及乡镇消费市场，进一步巩固自身渠道实力。面临消费增速下行预期，看好必选消费板块表现持续高增。

表 1：18H1 超市板块利润增幅前五

| 证券代码 | 证券简称 | 营业总收入 2017H1 | 营业总收入 2018H1 | 增速 | 归母净利润 2017H1 | 归母净利润 2018H1 | 增速 |
|-----------|------|-----------------|-----------------|-----|-----------------|-----------------|------|
| 000759.SZ | 中百集团 | 77.02 | 78.25 | 2% | 1.36 | 4.59 | 237% |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 34.33 | 36.16 | 5% | 0.99 | 1.55 | 57% |
| 603708.SH | 家家悦 | 55.68 | 62.27 | 12% | 1.43 | 1.94 | 36% |
| 002251.SZ | 步步高 | 87.17 | 95.95 | 10% | 2.08 | 2.15 | 4% |
| 601933.SH | 永辉超市 | 283.17 | 343.97 | 21% | 10.55 | 9.33 | -12% |
| 行业加总 | | 702.09 | 775.66 | 10% | 16.83 | 20.87 | 24% |

资料来源：wind，申万宏源研究

表 2：18H1 百货板块利润增速前五

| 证券代码 | 证券简称 | 营业总收入 2017H1 | 营业总收入 2018H1 | 增速 | 归母净利润 2017H1 | 归母净利润 2018H1 | 增速 |
|-----------|------|-----------------|-----------------|------|-----------------|-----------------|------|
| 600865.SH | 百大集团 | 4.93 | 3.85 | -22% | 0.35 | 0.87 | 147% |
| 600859.SH | 王府井 | 128.06 | 131.99 | 3% | 5.09 | 7.56 | 49% |
| 600828.SH | 茂业商业 | 57.45 | 60.66 | 6% | 3.80 | 5.38 | 42% |
| 600814.SH | 杭州解百 | 27.49 | 29.37 | 7% | 0.88 | 1.13 | 30% |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 89.83 | 95.23 | 6% | 3.75 | 4.85 | 30% |
| 行业加总 | | 921.39 | 925.20 | 0% | 43.45 | 26.78 | -38% |

资料来源：wind，申万宏源研究

表 3：18H1 专业连锁板块利润增速前五

| 证券代码 | 证券简称 | 营业总收入 2017H1 | 营业总收入 2018H1 | 增速 | 归母净利润 2017H1 | 归母净利润 2018H1 | 增速 |
|-----------|------|-----------------|-----------------|------|-----------------|-----------------|-------|
| 002024.SZ | 苏宁易购 | 837.46 | 1,106.78 | 32% | 2.92 | 60.03 | 1959% |
| 002127.SZ | 南极电商 | 2.52 | 12.34 | 390% | 1.40 | 2.92 | 109% |
| 603214.SH | 爱婴室 | 8.81 | 10.17 | 16% | 0.34 | 0.49 | 46% |
| 000829.SZ | 天音控股 | 177.32 | 199.06 | 12% | 0.06 | 0.07 | 25% |
| 300622.SZ | 博士眼镜 | 2.27 | 2.64 | 16% | 0.21 | 0.26 | 21% |

| 证券代码 | 证券简称 | 营业总收入 | 营业总收入 | 增速 | 归母净利润 | 归母净利润 | 增速 |
|------|------|----------|----------|-----|--------|--------|------|
| | | 2017H1 | 2018H1 | | 2017H1 | 2018H1 | |
| 行业加总 | | 1,471.05 | 1,827.09 | 24% | 13.72 | 71.99 | 425% |

资料来源: wind, 申万宏源研究

行业分化期优选个股, 零售行业各子版块优质龙头受益马太效应。2018年1-7月社零增速较去年放缓, 全面进入个位数增长时代, 反映到零售行业就是行业公司业绩的显著分化, 过去两年持续进行经营效率提升改造、供应链管理精细化、逆势展店的公司已经构筑足够稳固的竞争优势和壁垒; 而行业内部分公司则完全跟随消费的景气度波动, 在经济增速下行的阶段内在缺陷逐渐放大, 导致更难取得增长。行业进入分化期, 马太效应显现, 强者恒强, 继续看好行业内基本面扎实, 经营管理能力强, 过去几年持续进行业态调整、供应链管理改善及门店开设的优质龙头标的, 行业将保持强者恒强的格局。

投资建议:

百货板块, 推荐估值便宜、逆周期展店、经营管理改善的个股, 首推天虹股份、王府井。天虹股份自去年四季度起, 通过轻资产模式拓展新店+快速调改老店, 营收取得显著提升, 大量新增的体验性业态, 重新吸引客流回归。目前储备项目充足, 未来3年展店有望加速, 此外公司设立市场化股票增持计划充分调动管理层和员工的积极性, 同时彰显公司对未来发展的信心, 公司2017和2018H1同店增长明显改善, 业绩增长不断超预期, Q2净利润同比增长145.42%; 此外, 与腾讯在数字化及智慧化零售的合作也有望进一步提升公司的经营效率。王府井当前PB 1.6倍, 18年PE 11倍, 估值便宜。公司过去几年积极展店, 新店占比达到30%, 新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主, 老店向购物中心或城市奥莱方向调改, 2016Q4开始进入业绩拐点, 经营呈逐季向好态势, 2017和2018H1增长持续超预期。公司近期同南京新百的合作有望完善公司的区域布局, 提升王府井品牌在华东区域的认知度。

超市板块, 长期看好高确定性龙头, 全国型龙头推荐永辉超市, 区域型龙头建议关注家家悦。永辉超市短期受激励费用及云创业务亏损拖累, 但核心主业长期成长确定性高。成长空间方面, 永辉以生鲜为特色和经营优势的模式不仅能够成功实现跨区域扩张, 而且还能够有效对抗线上冲击, 成为国内唯一实现全国化布局的超市, 已经成功进入全国21个省市。经营业绩方面, 永辉从2016年开始加速展店带动收入增速不断提高, 2017年营收增长19%, 2018年H1营收增长21%, 二季度增长20%, 随着2018年公司展店加速, 公司的营收将持续提升。家家悦供应链优势突出, 向胶东区外扩张带来确定性增长, 二季度收入利润均录得两位数增速。

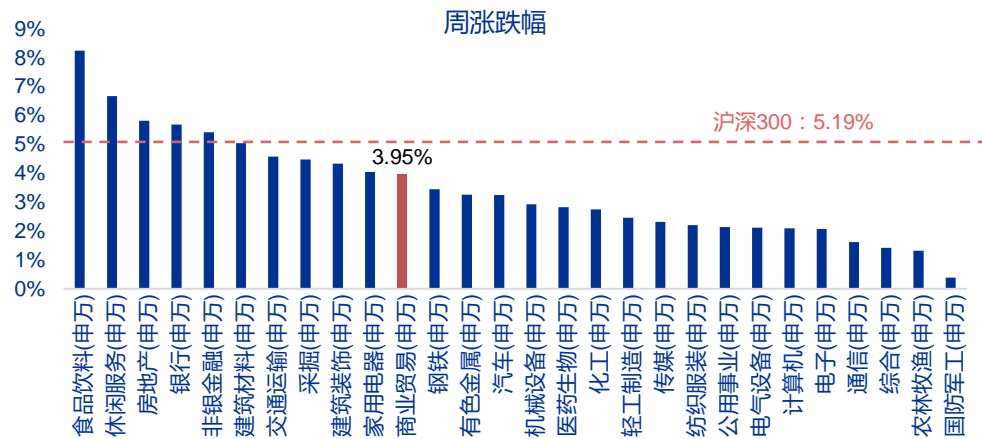
专业连锁板块, 苏宁易购业绩拐点已现, 营收利润改善趋势明显。线上线下全渠道发力, 18H1全渠道GMV增速44.55%, 线上GMV同比增长76.51%, 其中自营商品同比增长53.40%、占比71.84%。业绩端, 18H1营收增速32.16%, 归母净利润增速1959.41%, 剔除出售阿里巴巴股份影响后归母净利润增速37.95%。

3. 上周零售行业行情回顾

3.1 一周市场行情

上周市场整体回暖，重要指数均实现一定程度上涨，其中上证综指周涨幅 4.32%，收于 2797.48 点。截至周五(9 月 21 日)收盘，沪深 300 指数收于 3410.49 点，周涨幅 5.19%；创业板收于 1411.12 点，周涨幅 3.26%；中小板收于 5749.20 点，周涨幅 3.90%。行业板块方面，商业贸易上周市场表现比大盘稍逊一筹，但在 28 个申万一级子行业中排名第 11，仍处于中上游水平。申万商业贸易行业整体周涨幅为 3.95%，跑输沪深 300 指数 1.24pct。一般零售子板块周涨幅 4.75%，跑输沪深 300 指数 0.45pct；专业零售子板块周涨幅为 3.51%，跑输沪深 300 指数 1.68pct。

图 13：商贸零售行业上周市场表现排名第 11



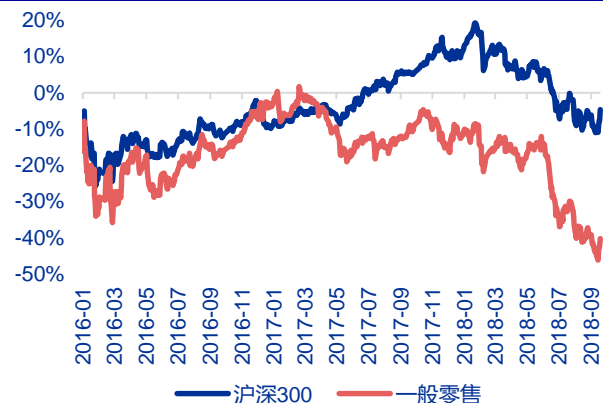
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：2016 年初以来，商业贸易板块涨跌幅

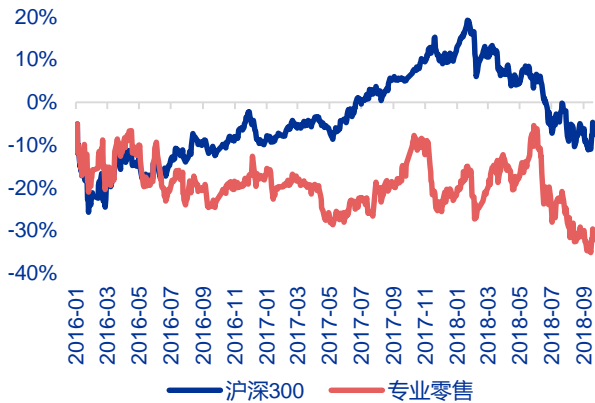


资料来源：Wind，申万宏源研究

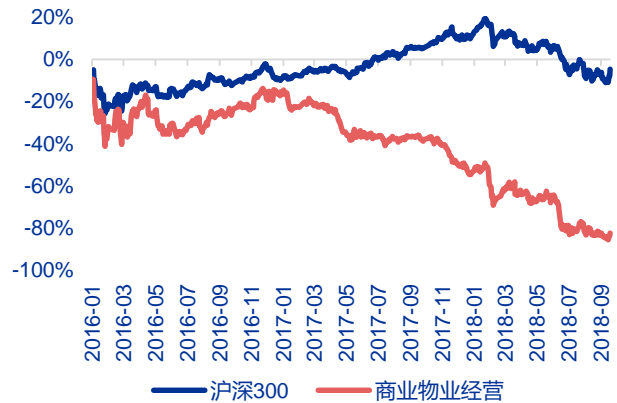
图 15：2016 年初以来，一般零售板块涨跌幅



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16: 2016 年初以来, 专业零售板块涨跌幅


资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 2016 年初以来, 商业物业经营板块涨跌幅


资料来源: Wind, 申万宏源研究

3.2 个股涨跌幅一览

上周行业内市场涨幅前五的个股分别为: 东方创业 (18.16%)、人人乐 (13.84%)、南京新百 (13.16%)、天虹股份 (11.37%)、吉峰科技 (9.80%)。市场跌幅前五的个股分别为 ST 沪科 (-2.10%)、天音控股 (-1.27%)、*ST 成城 (-1.08%)、海印股份 (-0.38%)、百联 B 股 (0.09%)。

表 4: 一周市场涨幅前五的个股情况

| 股票代码 | 股票简称 | 周涨跌幅 | 周成交量: 万手 | 周收盘价: 元 |
|-----------|------|--------|----------|---------|
| 600278.SH | 东方创业 | 18.16% | 100.03 | 12.17 |
| 002336.SZ | 人人乐 | 13.84% | 23.95 | 9.05 |
| 600682.SH | 南京新百 | 13.16% | 83.93 | 11.52 |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 11.37% | 32.04 | 11.07 |
| 300022.SZ | 吉峰科技 | 9.80% | 36.90 | 4.37 |

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 5: 一周市场跌幅前五的个股情况

| 股票代码 | 股票简称 | 周涨跌幅 | 周成交量: 万手 | 周收盘价: 元 |
|-----------|--------|--------|----------|---------|
| 600608.SH | ST 沪科 | -2.10% | 1.50 | 5.12 |
| 000829.SZ | 天音控股 | -1.27% | 27.20 | 6.99 |
| 600247.SH | *ST 成城 | -1.08% | 4.45 | 4.57 |
| 000861.SZ | 海印股份 | -0.38% | 9.25 | 2.60 |
| 900923.SH | 百联 B 股 | 0.09% | 0.88 | 1.07 |

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4. 一周行业新闻回顾

1、 饿了么 CEO 王磊：阿里生态因饿了么加入而全面受益（联商网）

在过去的半年时间里，因为蜂鸟的努力，饿了么平台上接入的阿里新零售商业体，连续两个季度增长接近或者超过 50%。以商超为例，蜂鸟正在为包括银泰、盒马、大润发在内的全国近千家商超进行配送，也即将开始为星巴克等全球知名品牌进行定制运输——上述数字和范围正在急剧增长和扩大——这无疑极大的扩展了这些商超的营业半径，也增强了他们获得新客和重复购买的能力。

2、 盒马首次公布经营数据：单店日销超 80 万，线上占比超 60%（联商网）

9 月 17 日，在阿里巴巴 2018 投资者大会上，已经运营三年的盒马首次披露运营数据。目前盒马开店 1.5 年以上的门店单店坪效超过 5 万元，单店日均销售额超过 80 万元，线上销售占比超过 60%，均远超传统超市。侯毅表示，未来盒马会在继续高速开店的同时，赋能其他商超。数据和技术是驱动零售变革的发动机。在模式获得验证后，盒马一方面将继续密集开店扩大规模并保持优质用户体验，今年 9 月底还将在 12 个城市开出 18 家门店，年内门店数量突破 100 家。另一方面，盒马会基于零售科技，为零售业的数字化升级提供基础设施和能力。

3、 京东金融更名“京东数科” 将转变为一家数字科技公司（联商网）

9 月 17 日晚间，京东金融官方微博、头条、抖音账号由原“京东金融”更名为“京东数科”。京东金融官方表示金融仍是很重要的板块，但数字科技更能体现公司的定位，所以在新媒体端，公司尝试用“京东数科”这个名字跟行业 and 用户进行交流。

“京东数科”已经确定为公司未来的正式名称，目前仍在进行工商流程。京东金融实际上已经完成了架构调整，在保留金融业务的基础上，公司将定位于数字科技，向数据服务、金融云、智慧城市等领域转型。

4、 张勇：天猫是阿里新零售旗舰 天猫用户将成为饿了么用户（联商网）

阿里巴巴集团 CEO 张勇在阿里巴巴 2018 全球投资者大会上表示，在阿里巴巴的战略布局中，天猫是新零售的旗舰。天猫早已不仅仅是一个服务于品牌商和消费者的线上交易市场，更是全球品牌和零售商在数字化过程中致胜的驱动力量。天猫的能力既包括帮助商家建设线上的数字化阵地，也为线下门店的数字化创造价值。天猫的作用绝不是单纯的卖货渠道，更深入影响整个产品的生命周期，最典型的作用就是赋能品牌新品创新。

5、 美团点评正式上市 开盘价 72.9 港元 市值 510 亿美元（联商网）

9 月 20 日，美团点评正式在港交所挂牌上市，股票名称为“美团点评-W”，股票代码为 03690.HK，IPO 定价 69 港元/股。美团也成为继小米之后，又一家采取“同股不同权”方式上市的公司。

6、 生鲜传奇今日再迎 2 家新店开业，门店总数已达 96 家（联商网）

9月21日，生鲜传奇又迎来2家新店开业，至此生鲜传奇门店总数已达到96家，距离百店目标仅一步之遥。

5. 行业上市公司公告

1、苏宁易购：当年累计新增借款的公告

公司上年末净资产金额836.28亿元，上年末借款余额152.52亿元，累计新增借款金额188.26亿元，累计新增借款金额占净资产比例22.51%。

2、家家悦：第二届董事会第十九次会议决议公告

公司董事会会议同意：1) 对公司全资子公司济南十八家家悦超市有限公司增资1.45亿元；2) 以1元受让山西美特好连锁超市股份有限公司持有的青岛美特好100%股权，并以自有资金向青岛美特好增资1.06亿元；3) 对2018年半年度报告中“主要控股参股公司分析”及“现金流量表补充资料”个别内容进行更正。

3、周大生：关于受让天津风创新能股权投资基金合伙企业（有限合伙）基金份额的公告

公司及其全资子公司宝通天下近日与风创新能的有限合伙人天津红杉及普通合伙人杨涛签订份额转让协议，标的企业对价总金额为人民币40358万元。公司及宝通天下通过此次交易将持有风创新能100%财产份额和所有权益，并间接持有恒信玺利16.6%的股份。

4、周大生：关于公司8月份新增自营门店情况简报

公司在2018年8月新增5个自营门店，分别位于北京、吉林、杭州、上海和青岛，其中2个专卖店和3个联营店，计划总投资金额1546万元。

5、莱绅通灵：关于持股5%以上股东股份质押的公告

公司持股5%以上的股东欧陆之星将其持有的公司300万股有限售条件流通股（占公司总股本的0.88%）质押给江苏银行上海徐汇支行，质押日起至2018年9月19日至2018年10月26日结束。

6、潮宏基：关于股东股份被质押的公告

公司股东东冠集团于2018年9月20日质押350万股，占其所持股份比例的2.85%。

7、欧亚集团：关于2016年度第一期中期票据2018年付息的公告

公司对2016年度第一期中期票据2018年付息公告。债券简称：16欧亚MTN001；发行总额：6亿元；本计息期债券利率：6%；付息日：2018年9月26日。

8、江苏国泰：关于使用自有资金购买保本型银行理财产品的进展公告

公司近日向中国银行股份有限公司张家港分行购买了 10,000 万元中国银行股份有限公司单位结构性存款；向中信银行张家港支行购买了 5,000 万元共赢利率结构 21870 期人民币结构性存款产品。

6. 行业重点公司估值

表 6：商业贸易行业重点公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 投资评级 | 2018-9-21 | | PB | 申万预测 EPS | | | | | PE | | |
|-----------|-------|------|------------|-------------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | | 2017A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 买入 | 11.07 | 132.87 | 2.11 | 0.90 | 0.76 | 0.92 | 1.12 | 15 | 12 | 10 | |
| 002024.SZ | 苏宁易购 | 增持 | 13.10 | 1219.62 | 1.43 | 0.45 | 0.69 | 0.13 | 0.21 | 19 | 101 | 62 | |
| 601933.SH | 永辉超市 | 增持 | 8.09 | 774.25 | 4.97 | 0.19 | 0.18 | 0.23 | 0.29 | 45 | 35 | 28 | |
| 600859.SH | 王府井 | 买入 | 15.76 | 122.34 | 1.59 | 1.17 | 1.46 | 1.79 | 2.19 | 11 | 9 | 7 | |
| 600729.SH | 重庆百货 | 增持 | 26.54 | 107.89 | 2.07 | 1.49 | 1.93 | 2.55 | 2.89 | 14 | 10 | 9 | |
| 002044.SZ | 美年健康 | 增持 | 16.86 | 526.30 | 9.07 | 0.24 | 0.30 | 0.50 | 0.73 | 56 | 34 | 23 | |
| 300662.SZ | 科锐国际 | 增持 | 21.91 | 39.44 | 7.34 | 0.41 | 0.51 | 0.60 | 0.70 | 43 | 37 | 31 | |
| 600655.SH | 豫园股份 | 增持 | 7.45 | 288.80 | 1.40 | 0.49 | 0.86 | 0.95 | 0.99 | 9 | 8 | 8 | |
| 601828.SH | 美凯龙 | 增持 | 13.32 | 383.10 | 0.00 | 1.13 | 1.14 | 1.19 | 1.28 | 12 | 11 | 10 | |
| 603708.SH | 家家悦 | 买入 | 21.58 | 100.99 | 3.92 | 0.66 | 0.81 | 0.98 | 1.18 | 26 | 22 | 18 | |
| 000759.SZ | 中百集团 | 增持 | 6.39 | 43.52 | 2.15 | 0.10 | 0.53 | 0.21 | 0.26 | 12 | 30 | 25 | |
| 002251.SZ | 步步高 | 增持 | 8.93 | 77.15 | 2.49 | 0.17 | 0.24 | 0.30 | 0.37 | 38 | 30 | 24 | |
| 002264.SZ | 新华都 | 中性 | 7.46 | 51.63 | 3.92 | -0.08 | 0.06 | 0.08 | 0.09 | 123 | 93 | 83 | |
| 600361.SH | 华联综超 | 中性 | 3.86 | 25.70 | 1.35 | 0.12 | 0.11 | 0.11 | | 37 | 37 | | |
| 601116.SH | 三江购物 | 增持 | 14.18 | 77.66 | 5.29 | 0.26 | 0.21 | 0.23 | 0.26 | 67 | 61 | 55 | |
| 000715.SZ | 中兴商业 | 增持 | 6.39 | 17.83 | 2.14 | 0.30 | 0.33 | 0.35 | 0.37 | 19 | 18 | 17 | |
| 002277.SZ | 友阿股份 | 增持 | 4.35 | 61.62 | 1.61 | 0.22 | 0.21 | 0.24 | 0.26 | 21 | 18 | 16 | |
| 600628.SH | 新世界 | 中性 | 6.90 | 44.63 | 1.52 | 0.69 | 0.41 | 0.43 | 0.44 | 17 | 16 | 16 | |
| 600723.SH | 首商股份 | 买入 | 6.74 | 44.38 | 1.49 | 0.54 | 0.60 | 0.65 | 0.70 | 11 | 10 | 10 | |
| 603123.SH | 翠微股份 | 增持 | 6.09 | 31.92 | 1.35 | 0.28 | 0.33 | 0.36 | 0.39 | 19 | 17 | 16 | |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 增持 | 10.48 | 80.59 | 1.81 | 1.61 | 1.56 | 1.61 | 1.71 | 7 | 7 | 6 | |
| 000785.SZ | 武汉中商 | 中性 | 7.56 | 18.99 | 3.07 | 1.42 | 0.36 | 0.20 | 0.21 | 21 | 38 | 37 | |
| 600327.SH | 大东方 | 增持 | 4.60 | 33.92 | 1.46 | 0.46 | 0.41 | 0.46 | 0.50 | 11 | 10 | 9 | |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 增持 | 20.80 | 33.09 | 1.43 | 1.92 | 1.94 | 2.04 | 2.11 | 11 | 10 | 10 | |
| 600785.SH | 新华百货 | 增持 | 18.51 | 41.76 | 2.37 | 0.47 | 0.59 | 0.69 | 0.77 | 32 | 27 | 24 | |
| 600827.SH | 百联股份 | 增持 | 9.00 | 157.50 | 1.43 | 0.47 | 0.47 | 0.50 | 0.54 | 19 | 18 | 17 | |
| 600858.SH | 银座股份 | 中性 | 5.25 | 27.30 | 1.27 | 0.09 | 0.14 | 0.14 | 0.14 | 37 | 36 | 36 | |
| 600280.SH | 中央商场 | | 4.43 | 50.87 | 4.59 | 0.21 | | | | | | | |
| 002336.SZ | 人人乐 | | 9.05 | 36.20 | 2.16 | -1.35 | | | | | | | |

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海 陈陶 021-23297221 18930809221 chentao1@swsresearch.com
北京 李丹 010-66500610 18930809610 lidan4@swsresearch.com
深圳 谢文霓 021-23297211 18930809211 xiewenni@swsresearch.com
综合 朱芳 021-23297233 18930809233 zhufang2@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。