

商业贸易行业

电商中概股 3Q14 综述：品类渗透加速，移动端策马奔腾，行业探花之争花落谁家？

核心观点：

- 需求环比改善，复苏仍待时日

2014 年 10 月广发零售指数 (GFRI) 同比增长 11%，增速同比下滑 2.62pp，环比上升 0.23pp；10 月全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 2.5%，增速环比提升 2.8pp，恢复增长。无论是广发零售指数还是百家重点零售，同比增速持续下滑反映经济低迷、消费疲软态势仍在延续，而受供给过剩、电商冲击的实体渠道表现更是差强人意。

- 3Q2014 电商中概综述：移动端策马奔腾，行业探花之争花落谁家？

3Q14 国内网购继续高增长，单季度市场规模增长 49.8% 至 6914.1 亿元，其中 B2C 占比达到 44.2%。市场格局方面，天猫和京东的体量遥遥领先，行业老三之争日益激烈：1) 苏宁和国美依托线下门店布局，主打渠道融合 O2O 模式，市场份额上升 1.9/1.1pp 至 4.0%/2.5%；2) 唯品会成功吸引年轻女性为主的网购主力群体，并逐步向化妆品、母婴等周边品类拓展，抢得 3% 市场份额；3) 当当、1 号店、亚马逊中国则分别凭借在图书和商超品类上的深耕，聚集忠实用户，依然有望在行业老三之争中勉力一战。

- 投资建议：改制转型两大主线，关注低估值与实际价值背离

我们认为 2015 年的宏观经济将逐步复苏，处于经济传导末端的零售消费基本面将随之复苏，但新兴业态分流仍然给传统零售企业形成巨大压力，传统零售企业的改制和转型仍然是最大的两条主线，并有望加速推进，在改制和转型中如何将资产变现为现金和利润是能否超越性发展的关键。在诸多市场主题背后，零售公司的根本投资逻辑仍然是其低估值与实际价值之间的不匹配。沿着这条主线我们建议配置估值低、资产价值高的龙头企业。12 月重点推荐上海家化、大商股份、华联股份、广百股份和海印股份。

- 风险提示：消费持续放缓；传统零售商转型和国企改革力度不达预期。

重点公司盈利预测：

公司简称	评级	股价	EPS			PE			PB
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	
上海家化	买入	36.17	1.19	1.43	1.87	30.4	25.3	19.3	6.5
华联股份	买入	3.85	0.03	0.03	0.24	128.3	128.3	16.0	1.5
海印股份	买入	8.46	0.34	0.34	0.48	24.9	24.9	17.6	3.6
大商股份	谨慎增持	33.15	4.01	4.36	4.76	8.3	7.6	7.0	1.6
广百股份	谨慎增持	13.73	0.65	0.72	0.78	21.1	19.1	17.6	2.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心
识别风险，发现价值

行业评级

前次评级 买入
报告日期 2014-12-02

相对市场表现



分析师： 欧亚菲 S0260511020002

020-87555888-8641

oyf@gf.com.cn

分析师： 洪涛 S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

相关研究：

- 商业贸易行业:业绩符合预期, 2014-11-26
坚定转型综合时尚电商
- 商业贸易行业:阵痛过后有望 2014-11-21
重回复苏通道, 看好聚美品牌
和渠道价值
- 商业贸易行业:“双十一”购物 2014-11-13
盛宴的亮点与思考

目录索引

一、需求环比改善，复苏仍待时日	4
二、电商中概股 3Q14 业绩综述：品类渗透加速，移动端策马奔腾，行业探花之争花落谁家？	6
（一）网购市场趋势：移动化渗透超预期，老三之争日益激烈	6
（二）网购品类格局：垂直龙头加速平台化拓展，细分品类仍有机会	8
（三）电商中概股 3Q14 经营业绩分析	11
（四）电商中概股业绩分述	13
三、近期行业及公司资讯	18
四、重点公司跟踪分析	20
（一）海印股份：转让北海高岭，凸显集团转型决心	20
（二）天虹商场：费用刚性增长抑制业绩，关注商品经营转型进展	21
（三）永辉超市：投资收益拉升净利，关注生鲜超市、牛奶国际协同效应	21
（四）上海家化：基本面底部确认，期待全渠道变革	22
（五）友好集团：地产增速放缓，新店亏损拖累整体业绩	23
五、投资建议	23
（一）行情回顾与公司估值	23
（二）投资组合建议：改制&转型两条主线，关注低估值与实际价值背离	25
风险提示	26

图表索引

图 1: 广发零售行业指数增速下滑	4
图 2: 百家重点零售企业销售额同比	4
图 3: 限额以上分品类销售	5
图 4: 网购市场规模保持高增长	6
图 5: 3Q14 网购 B2C 占比 44.2%	6
图 6: 网购 B2C 保持 80% 同比增速	7
图 7: 1Q14-3Q14 网购 B2C 市场份额变化	7
图 8: 移动购物保持 200% 以上同比增速	7
图 9: 3Q14 移动购物占比达到 33.4%	7
图 10: 3Q14 网购整体市场份额	8
图 11: 3Q14 移动购物市场份额	8
图 12: 3C 网购 B2C 市场规模及增速	9
图 13: 3C 网购 B2C 市场份额	9
图 14: 服装 B2C 网购市场规模及增速	9
图 15: 服装 B2C 网购市场份额	9
图 16: 母婴 B2C 网购市场规模及增速	10
图 17: 母婴 B2C 网购市场份额	10
图 18: 出版物 B2C 网购市场规模及增速	10
图 19: 出版物 B2C 网购市场份额	10
图 20: 季度 GMV 同比增速	12
图 21: 季度活跃用户同比增速	12
图 22: 5 家电商客单价 (元)	12
图 23: 5 家电商季度用户人均消费 (元)	12
图 24: 季度真实毛利率对比 (毛利率-市场推广费用率)	12
图 25: 季度净利率对比	12
图 26: 2014 年 11 月各行业涨跌幅横向比较 (%)	24
图 27: 2014 年 11 月各行业估值横向比较	24
图 28: 零售板块估值 (TTM) 历史走势图	25
表 1: 限额以上批零分品类单月销售同比增速: 2014 年 10 月	5
表 2: 六家电商 3Q14 核心经营数据对比	13
表 3: 典型订单对比	13

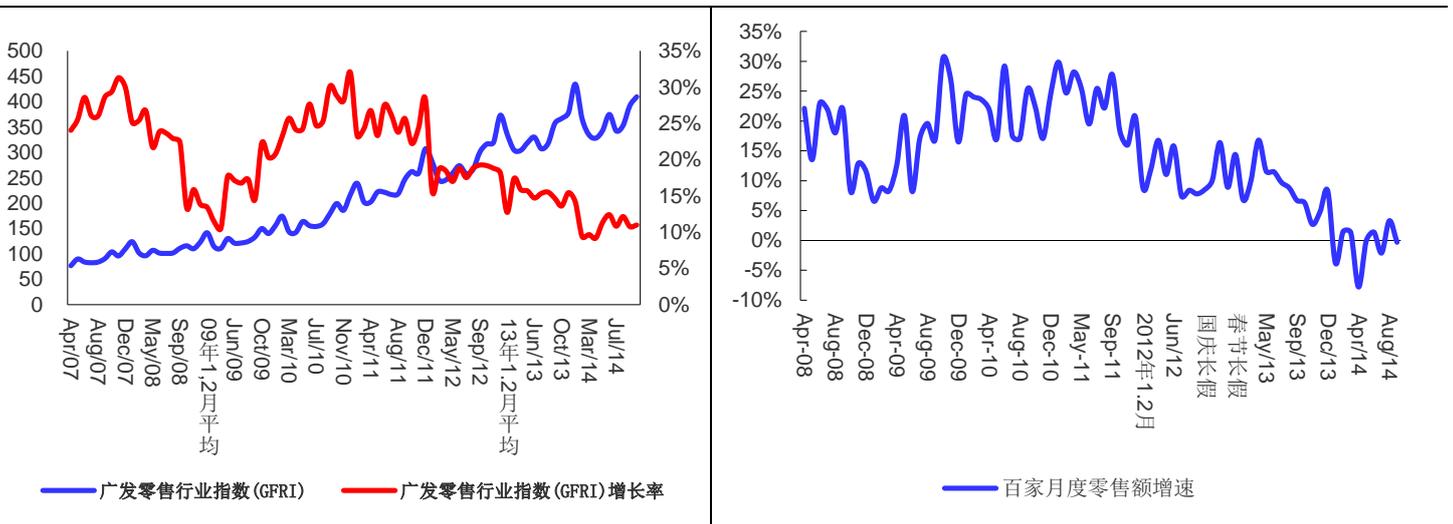
一、需求环比改善，复苏仍待时日

2014年10月广发零售指数（GFRI）同比增长11%，增速同比下滑2.62pp，环比上升0.23pp。由于GFRI包含电商和新业态渠道，增长数据明显好于全国百家重点零售企业。10月全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.5%，增速环比提升2.8pp，恢复增长。无论是广发零售指数还是百家重点零售，同比增速持续下滑反映经济低迷、消费疲软态势仍在延续，而受供给过剩、电商冲击的实体渠道表现更是差强人意。除金银珠宝出现持续改善迹象、粮油食品恢复同比增长外，其他品类表现均差强人意，其中服装类商品零售额同比增速创今年新低；家用电器类商品零售额同比连续四个月负增长。总体而言，零售行业需求依然低迷，实体渠道消费复苏尚需时日。

- 粮油食品类商品零售额同比增长7.8%，增速较上年同期加快1.7个百分点。除粮食类和滋补食品类商品外，其他商品零售额均实现同比正增长。其中干鲜果类和冷冻食品类商品零售额同比增速达到两位数。
- 服装类商品零售额同比下降2.5%，创今年新低，降幅较上年同期扩大2.2pp。服装零售量同比下降0.4%。
- 金银珠宝类商品零售额同比增长6.4%，增速同比上升2.8pp，创今年新高，基本走出去年抢金潮高基数影响。
- 家用电器类商品零售额同比下降7.4%，连续四个月出现负增长，增速同比大幅下滑16.8pp。除食品加工机外，其他主要家电品类商品零售额均为同比负增长。
- 化妆品类商品零售额同比下降1.9%，增速较上年同期低8.3个百分点。日用品类商品零售额同比增长7.5%，增速较上年同期提高5.4个百分点。

图 1：广发零售行业指数增速下滑

图 2：百家重点零售企业销售额同比



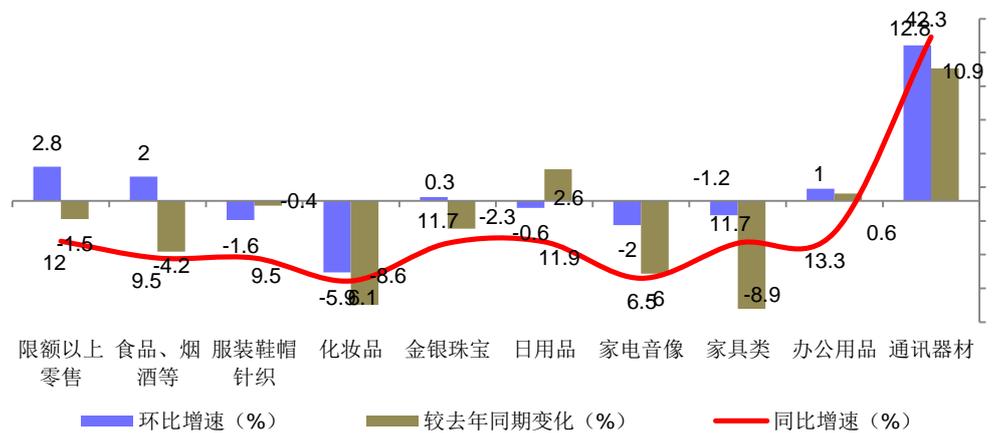
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2014年10月限额以上企业销售额同比增长12.0%，增速同比下滑1.5pp，但环比上升2.8pp，增速基本与百家/50家同步放缓。在零售行业统计口径下分品类观察，通讯器材受益新品逐步入市，销售持续大热；家电音像、家具、化妆品销售增速同比大幅下滑；金银珠宝高基数效应逐渐褪去，销售企稳；办公用品、日用品销售增速同比小幅上升，服装、食品烟酒销售增速同比小幅下滑。

- 通讯器材销售同比增长42.3%，增速同比上升10.9pp，环比亦上升12.8pp，依然是增速最快的品类。
- 家电音像、家具、化妆品增速同比大幅下滑。其中，家电音像销售同比增长6.5%，增速同比下降6.0pp，环比下降2.0pp，主要受电商分流及空调进入淡季影响；家具销售同比增长11.7%，增速同比下降8.9pp，环比下降1.2pp；化妆品销售同比增长6.1%，增速同比下降8.6pp，环比下降5.9pp，主要受电商分流和海外代购影响。
- 金银珠宝销售同比增长11.7%，增速同比下滑2.3pp，但环比上升0.3pp，逐步走出去年抢金潮影响后增长平稳。
- 办公用品销售同比增长13.3%，增速同比上升0.6pp，环比上升1.0pp；日用品销售同比增长11.9%，增速同比上升2.6pp，环比下降0.6pp。

服装鞋帽类销售同比增长9.5%，增速同比下降0.4pp、环比下降1.6pp，需求端依然疲软；食品、烟酒等销售同比增长9.5%，增速同比下降4.2pp，环比上升2.0pp。

图3：限额以上分品类销售



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 1：限额以上批零分品类单月销售同比增速：2014 年 10 月

项目 (%)	13M10	13M11	13M12	14M1/2	14M3	14M4	14M5	14M6	14M7	14M8	14M9	14M10
限额以上零售	13.5	14.3	14.3	10.2	10.6	9.6	10.1	10.7	10.3	9.8	9.2	12.0
食品、烟酒等	13.7	14.1	14.8	10.1	9.9	11.9	13.7	12.4	10.2	12.1	7.5	9.5
服装鞋帽针织	9.9	9.4	11.1	8.7	8.6	11.2	11.7	11.7	12.0	11.7	11.1	9.5
化妆品	14.7	12.1	14.1	9.4	9.2	6.6	12.9	12.9	12.9	12.6	12.0	6.1
金银珠宝	14.0	14.8	16.6	9.3	-6.1	-30.0	-12.1	-0.2	-11.7	7.3	11.4	11.7
日用品	9.3	15.5	14.0	8.7	8.5	10.7	12.3	12.5	12.2	12.0	12.5	11.9
家电音像	12.5	19.6	10.9	7.3	13.0	2.9	6.6	10.7	12.6	9.7	8.5	6.5
家具类	20.6	24.8	20.1	11.8	18.1	15.5	15.1	15.6	16.0	13.0	12.9	11.7
办公用品	12.7	17.3	13.2	11.4	6.0	18.0	13.8	11.8	10.0	6.8	12.3	13.3
通讯器材	31.4	39.8	21.8	12.9	18.4	28.8	25.3	33.9	24.2	31.8	29.5	42.3

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、电商中概股 3Q14 业绩综述：品类渗透加速，移动端策马奔腾，行业探花之争花落谁家？

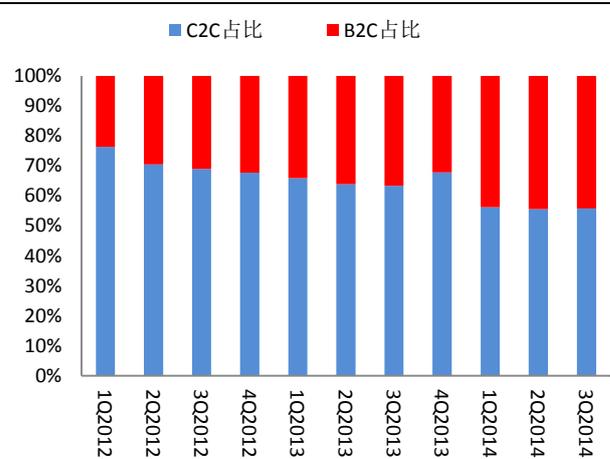
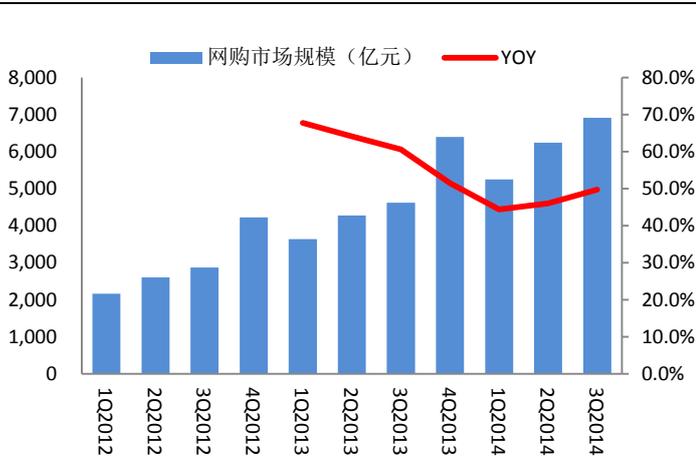
（一）网购市场趋势：移动化渗透超预期，老三之争日益激烈

2014年第三季度，国内网购市场持续高增长。据艾瑞咨询数据，3Q14单季度网购市场规模同比增长49.8%至6914.1亿元，其中B2C网购同比增长80.7%至3053.8亿元，在网购市场中占比达到44.2%。年内聚美、京东、阿里相继上市，引领各家电商加大促销力度，网购整体规模同比增速逐季回升，未来伴随三四线和农村市场打开和网购品类进一步拓展，依旧有望保持高速增长。

市场格局方面，天猫和京东的体量遥遥领先，用户规模和商品丰富度远胜其他电商，稳居B2C市场第一集团。相比之下，第二集团的老三之争日益激烈：1) 苏宁和国美依托线下门店布局，主打渠道融合的O2O模式，市场份额迅速提升，从1Q14到3Q14，苏宁/国美市场份额分别上升1.9/1.1pp至4.0%/2.5%；2) 以服装尾货特卖起家的唯品会，凭借闪购模式成功吸引年轻女性为主的网购主力群体，并逐步向化妆品、母婴等周边品类拓展，抢得3%的市场份额；3) 当当、1号店、亚马逊中国则分别凭借在图书和商超品类上的深耕，聚集了大批忠实用户，未来若品类拓展成功，依然有望在行业老三之争中勉力一战。

网购市场规模保持高增长

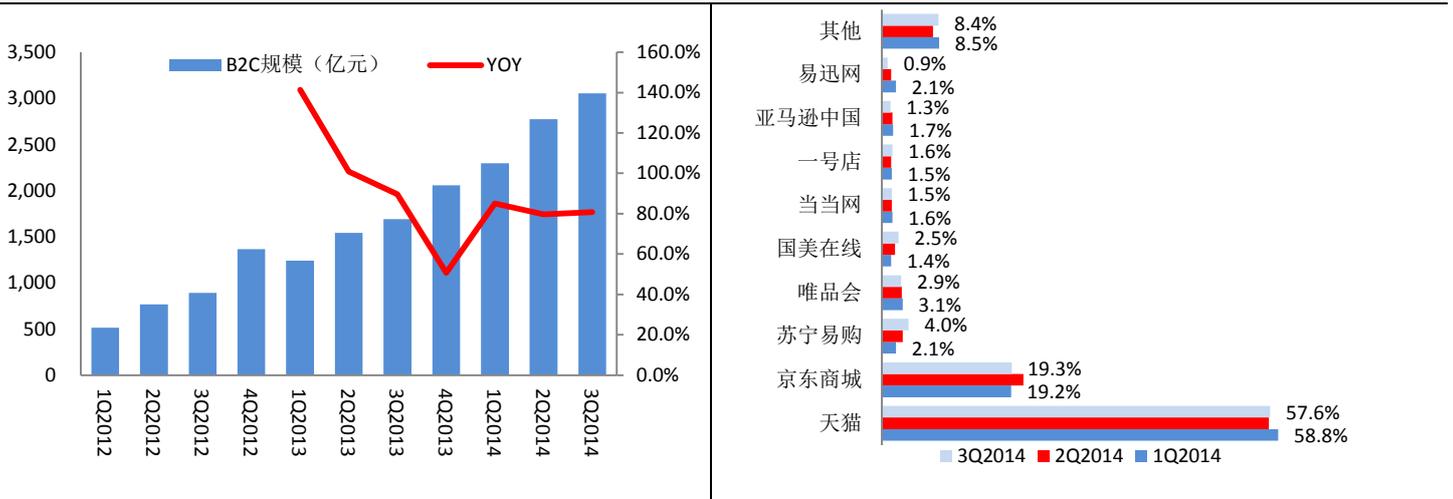
3Q14 网购 B2C 占比 44.2%



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

网购 B2C 保持 80% 同比增速

1Q14-3Q14 网购 B2C 市场份额变化



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

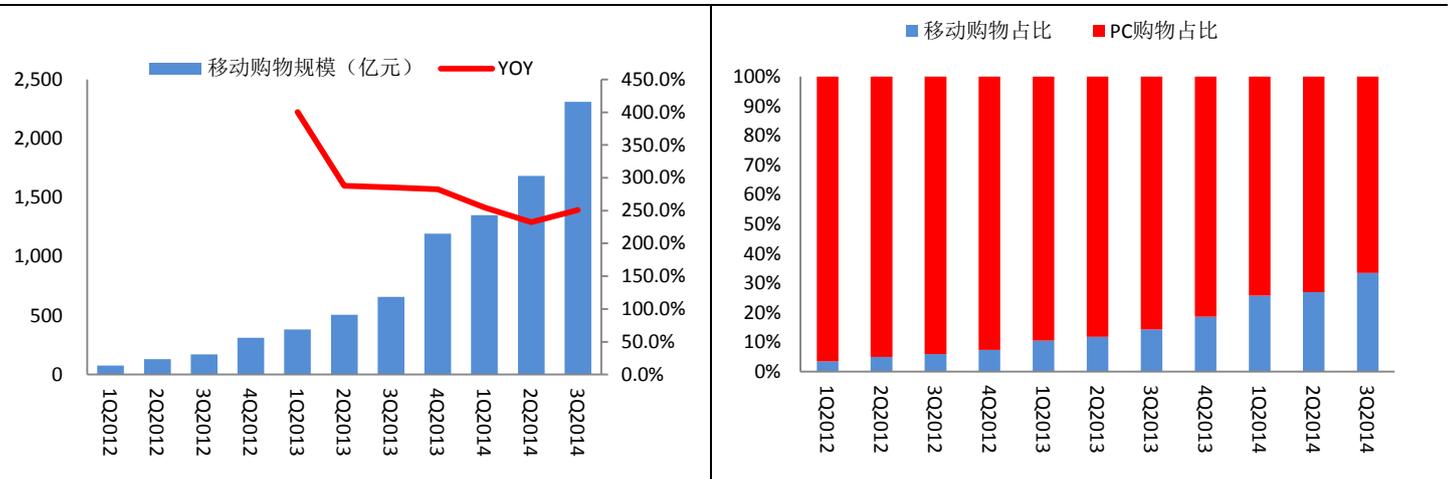
渠道方面，智能手机的普及、移动支付技术的成熟、各大电商大力推进带来移动购物持续超高速增长，实现规模大跃进：3Q14移动购物规模同比增长250.8%至2309.6亿元，在中国网购市场中占比达到33.4%，同比大幅上升19.1pp。

我们认为移动端的购物习惯、商品偏好与PC端有很大差别，受制于屏幕小、搜索弱化、时间碎片化等特点，移动端购物对于大数据技术支持下的精准推送有着更强的需求，而率先发力、并在PC端积累的商品和用户消费数据的阿里在移动购物浪潮中无疑更具优势。另一方面，唯品会、聚美优品等以限时特卖模式切入服装、化妆品等冲动消费类目的垂直电商，移动端表现同样抢眼。

3Q14各大电商在移动端的表现印证了我们的观点：1) 阿里系（淘宝+天猫）移动购物市场份额高达86.2%，强势地位更甚PC端；2) 唯品会、聚美优品移动端市场份额分别为2.1%和0.6%，远超二者在整体网购中1.3%和0.4%的市场份额；3) 尽管有腾讯微信+手Q两大入口相助，但两大平台用户社交向购物转化的习惯仍待培养，同时品类特点（高价值3C电器为主）、用户构成（男性为主）使得京东在移动端远不如PC端强势，移动端5.4%的市场份额和整体网购9.7%的份额相去甚远。如果说PC端各家只能为老三而战，移动端则有望成为各家挑战京东的平台。

移动购物保持 200% 以上同比增速

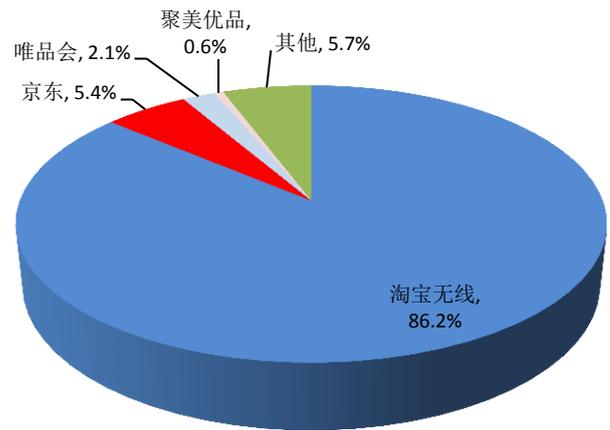
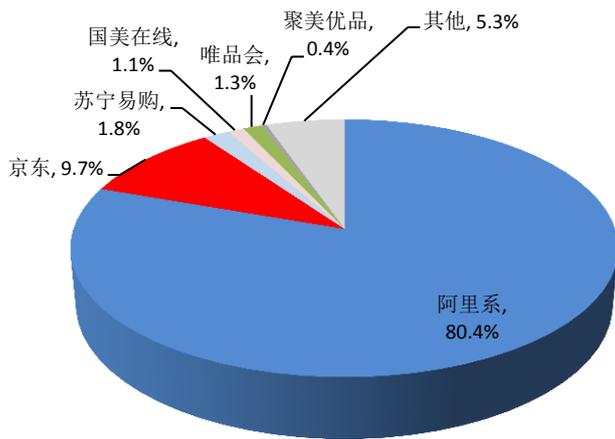
3Q14 移动购物占比达到 33.4%



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

3Q14 网购整体市场份额

3Q14 移动购物市场份额



数据来源：艾瑞咨询、公司年报、广发证券发展研究中心（淘宝无线含淘宝、天猫移动端销售）

（二）网购物品类格局：垂直龙头加速平台化拓展，细分品类仍有机会

网购市场多年的高速增长初步完成了对用户的习惯教育，用户路径依赖的持续提升，使得各大电商都培养出粘性较强的核心客户。但网购用户流量红利逐步褪去意味着市场进入存量争夺时代，除了在各自核心品类持续深耕之外，品类拓展、交叉销售以扩大对单个用户的开发成为各家共同选择。天猫发力3C家电、京东&聚美&当当涉足服装、唯品会切入母婴等，垂直走向平台成为存量用户争夺时代主旋律。

与先发优势明显、拥有淘宝导流的天猫和借助资本力量打造最强物流体验的京东相比，垂直电商深耕细分品类、打造黏性用户群，仍然具备很大的突围成功率。依靠线下供应链优势，国美、苏宁在3C家电品类有望冲击京东在线上的垄断地位；依靠限时特卖和买手团队，积累大量黏性女性用户的唯品会和聚美优品在服装和化妆品市场成绩斐然；依托广泛的出版社资源和用户基础，当当在经历了疯狂价格战后在图书市场龙头地位日趋巩固；而在母婴市场，低网购渗透率叠加二胎政策放开催生行业需求爆发，也将会有这一领域中的领先者脱颖而出。

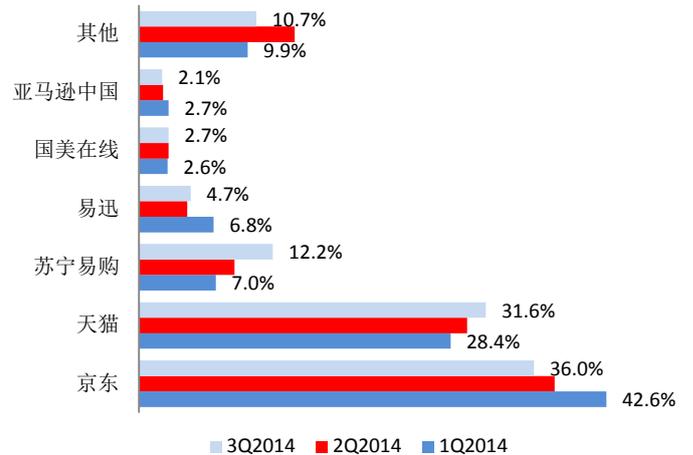
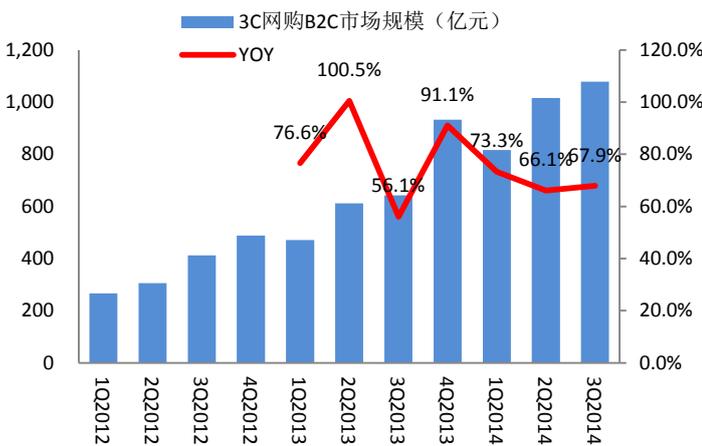
我们以3C、服装、母婴和出版物四个主要网购大品类为代表，来分析各品类发展趋势和竞争格局。

1.3C电器：京东依然领先，天猫苏宁国美加速追赶

高单价、高标准化的3C电器依然是中国网购市场第一大品类，根据易观国际数据，3Q14单季3C电器网购B2C市场规模同比增长57.9%至1078.8亿元。市场份额方面，京东36%的市场份额依然领先，但来自天猫和苏宁的挑战使其优势地位大幅缩小：1) 天猫凭借流量优势，依靠与苹果、小米、魅族等国内外品牌商的直接合作，取得31.6%（VS1Q14约28.4%）市场份额，直逼京东；2) 依托线下门店优势，转型全渠道运营的苏宁和国美份额亦大幅提升，其中苏宁市场份额更是环比一季度大幅上升5.2pp至12.2%，全渠道战略效果初步显现。

3C 网购 B2C 市场规模及增速

3C 网购 B2C 市场份额



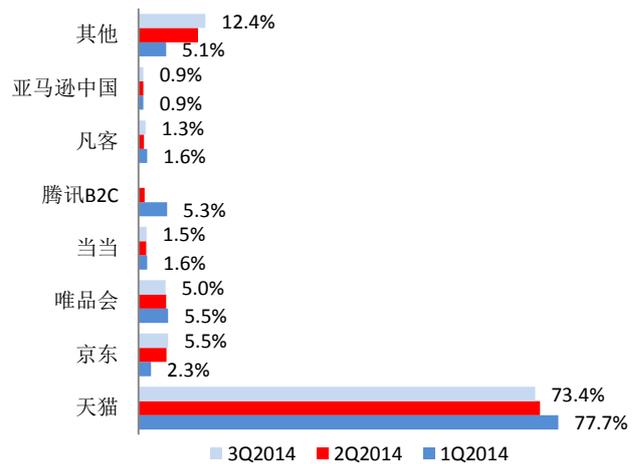
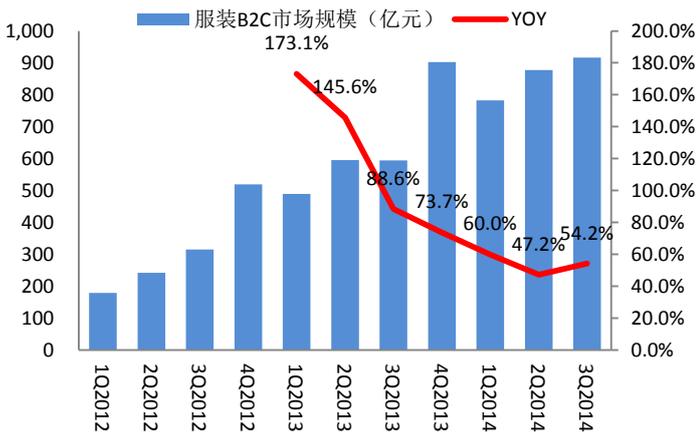
数据来源：易观国际、广发证券发展研究中心

2. 服装：天猫强势地位无以撼动，特卖模式成效显著

服装是3C之外第二大网购品类，3Q14单季市场规模同比上升54.2%至916.2亿元，逼近千亿大关。作为天猫的传统优势品类，庞大的用户和流量基础使其依然是品牌商最为重视的渠道，高达73.4%的市场份额亦宣示着天猫在服装品类上的绝对霸主地位。天猫之外，接管了腾讯B2C业务的京东快速切入服装市场，市场份额环比一季度上升3.2pp至5.5%，位居第二；以唯品会为代表的特卖模式也是行业不容忽视的重要力量：其中，唯品会以5%市场份额位居第三，当当（上线“尾品汇”特卖频道）、聚美优品、蘑菇街、美丽说等也大力拓展时尚品类，在千亿线上B2C服装市场中分得一杯羹。

服装 B2C 网购市场规模及增速

服装 B2C 网购市场份额



数据来源：易观国际、广发证券发展研究中心

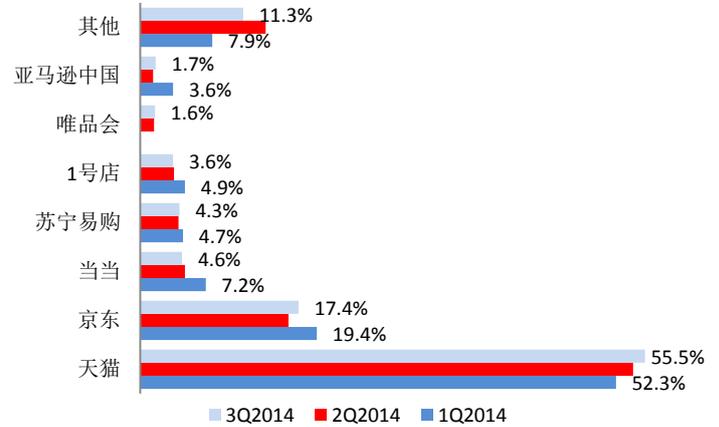
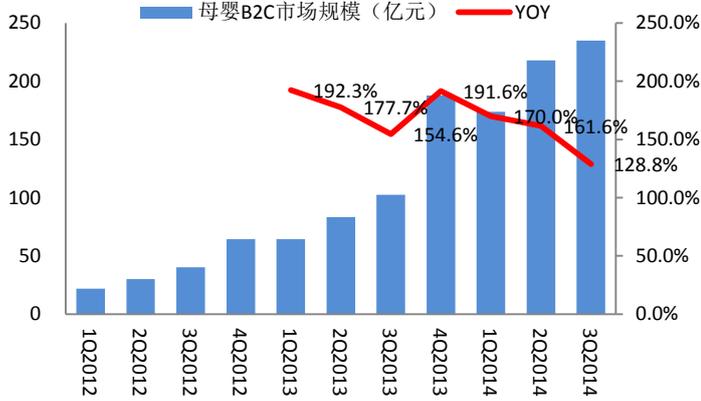
3. 母婴：高速成长期，期待新人脱颖而出

母婴市场是目前四个品类中最具成长性的品类，3Q14母婴B2C市场规模同比增长1128.8%至234.8亿元，低渗透率叠加二胎政策放开催生行业需求爆发，我们判断母婴B2C市场规模有望继续保持高速增长。从竞争格局来看，拥有流量优势的天猫和京东领先优势突出，3Q14天猫、京东市场份额分别为55.5%和17.4%。母婴品类

行业高速成长期为新入局者提供良好的突围机会，拥有大量女性用户的1号店和当当、收购红孩儿母婴并开设线下体验店的苏宁，以及经营女性用户需求的唯品会、聚美等，未来均有望在母婴市场脱颖而出。其中，二季度杀入母婴市场的唯品会，3Q14成功抢下1.6%市场份额，成长速度惊人。

母婴 B2C 网购市场规模及增速

母婴 B2C 网购市场份额



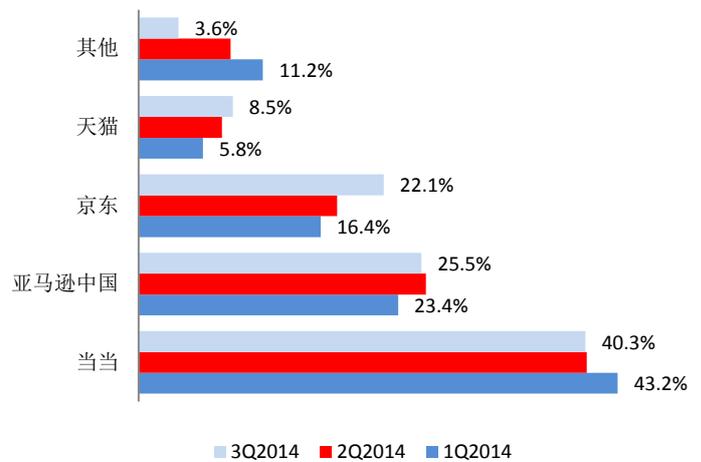
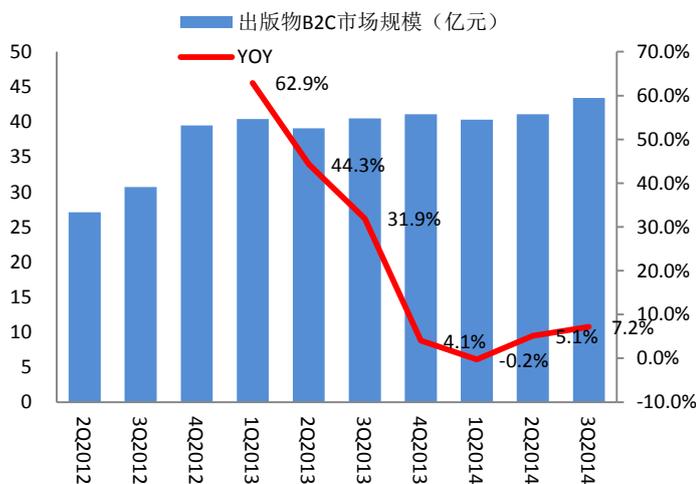
数据来源：易观国际、广发证券发展研究中心

4. 出版物：竞争趋于缓和，市场格局稳定

图书出版物由于其标准化程度高、客单价低、供应链难度小等特点，在B2C各品类中拥有最高的渗透率水平（目前大众图书的网购渗透率约50%）。3Q14国内图书网购市场规模同比增长7.2%至43.4亿元。在经历了过去两年的激烈价格战之后，当当、亚马逊中国、京东、天猫四家市场份额高达96.4%，市场集中度日益提高。我们判断在其他电商纷纷弱化或淡出图书市场后（1号店、苏宁退出，京东逐步将图书业务过度为平台业务），出版社资源丰富并率先发力电子书的当当、亚马逊中国市场份额有望进一步提升。

出版物 B2C 网购市场规模及增速

出版物 B2C 网购市场份额



数据来源：易观国际、广发证券发展研究中心

（三）电商中概股 3Q14 经营业绩分析

随着阿里、京东、聚美优品和途牛的陆续挂牌，加上之前的麦考林、当当网、唯品会、兰亭集势等，目前在美国上市的中国电商公司已经有8家，另外美团网、大众点评等多家电商公司未来也有望海外上市。由于国内新股发行制度和监管机制的束缚，引领新时代商业革命的优秀电商公司几乎都选择了海外上市。我们以阿里、京东商城、唯品会、聚美优品、当当网和途牛这6家已经上市的典型电商公司为代表，来分析其3Q14的经营情况。

总体来看，上述6家电商中概股3Q14的GMV平均同比增速为73.6%，活跃用户增速为67.4%，收入增速为64.9%，远高于社零增速，体现了新兴商业模式对传统模式的冲击分流。我们整理比较这6家电商的3Q14各个维度的经营指标以及典型订单的数据（详见下表）。除了阿里之外，5家电商的共同点在于都有自己的核心品类，依托在核心品类上的极致客户体验聚集黏性用户，并向其他品类拓展，如唯品的服装、聚美的美妆、京东的3C电器、当当的图书以及途牛的休闲跟团游。而不同核心品类的选择，决定了市场规模、用户基数、毛利空间、供应链难度以及盈利能力等各个维度指标的不同表现。

1) 品类行业规模、网购成熟度差异决定GMV增速差异。以全品类经营的阿里作为参照，主打大品类的京东、唯品会和新兴品类的途牛，GMV增速明显快于主打成熟品类的当当和小品类的聚美优品（聚美部分原因在于3Q14加大力度打假，并大幅将平台化妆品转型自营以提高品质）。如果细看当当和聚美内部GMV构成，服装增速同样远高于图书和化妆品，如当当以服装为主的三方平台业务3Q14同比增长79.9%，远高于图书26.2%增速。

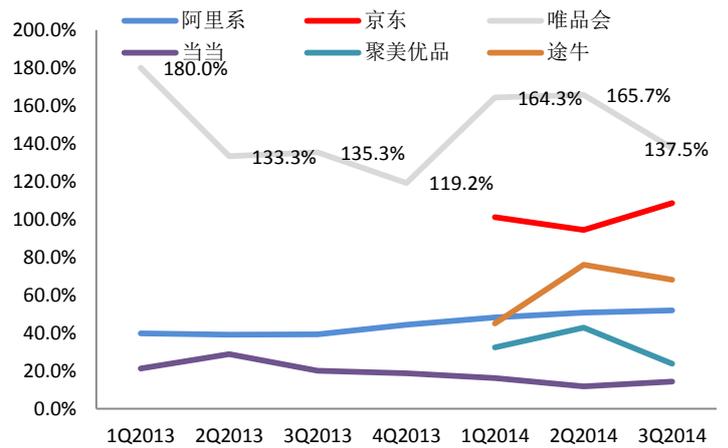
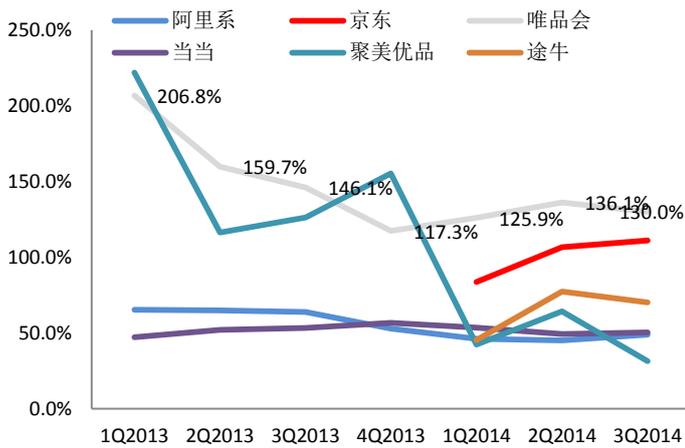
2) 品类增规模增长潜力差异决定了经营战略差异，高增长平台关注用户规模，增速放缓平台则更加注重对用户深度的挖掘。同样以阿里系作为参照，唯品会、京东、途牛用户增长更快，而当当、聚美则在客单价和每客消费提升上成效更加显著。

3) 服装、化妆品等高品牌附加值的品类，具有更高的真实毛利率（毛利率扣除市场推广费用率），唯品会和聚美3Q14的真实毛利率分别为19.5%和16.1%，远远高于其他电商，这也是二者能迅速实现盈利的基础；

4) 化妆品、3C数码、图书等品类或标准化程度高、或SKU数少、或存货跌价风险小，其供应链难度相对较低，而服装除了不满足上述三条特点外，还有极高的退货率，因此我们看到唯品会的每一单订单履行费用高达20元，相比之下其余电商均在9-12元之间。毛利率和费用率之间的差异，最终决定不同品类电商的盈利能力差别。

季度 GMV 同比增速

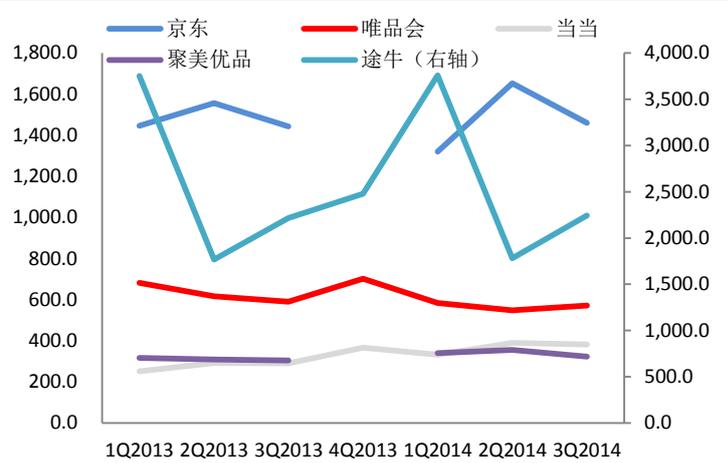
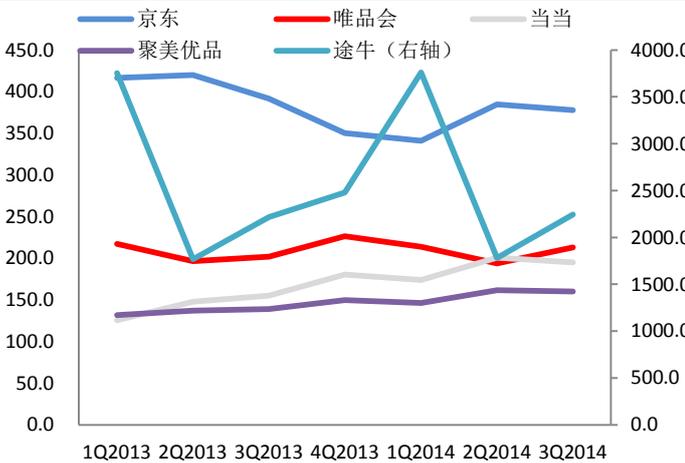
季度活跃用户同比增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（阿里为截至期末12个月活跃用户增速）

5 家电商客单价 (元)

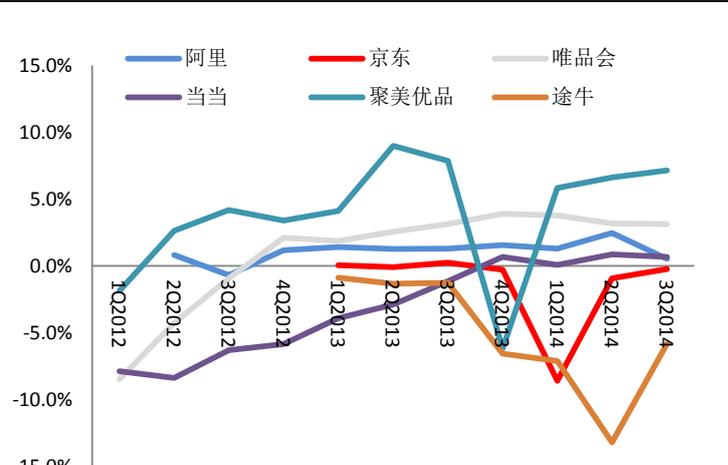
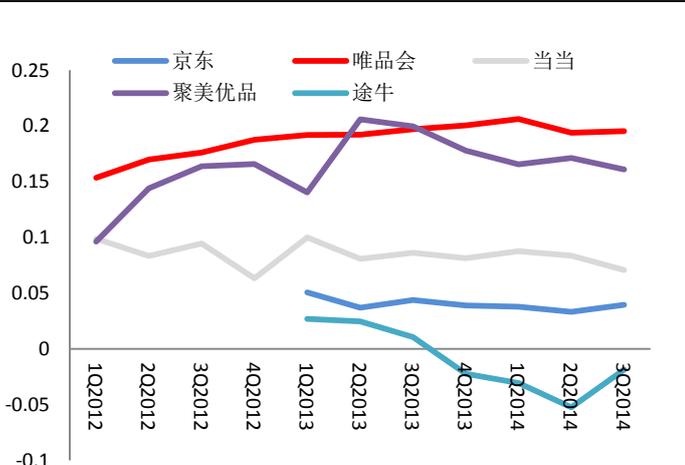
5 家电商季度用户人均消费 (元)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

季度真实毛利率对比 (毛利率-市场推广费用率)

季度净利率对比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

六家电商 3Q14 核心经营数据对比

项目	阿里	京东	唯品会	当当	聚美优品	途牛
商业模式	经营购物用户流量, 获取平台服务和淘宝系内搜索竞价收入	B2C 自营价差+第三方平台服务收入, 未来还将为线下合作伙伴提供商品采购服务	服装尾货限时特卖平台服务收入	B2C 自营价差+第三方平台服务收入	B2C 自营自有美妆品牌价差+服装限时特卖平台服务收入	B2C 自营价差
GMV (百万元)	556,000	67,300	5,428	3,663	1,679	1,778
GMV 同比增速	48.8%	111.0%	130.0%	50.3%	31.5%	70.1%
核心品类	服装、3C 家电等	3C 家电, 56%	服装, 61%	图书, 42%	化妆品, 70%-76%	跟团游, 72%
平台 GMV 占比		39.8%	10%-13%	47.6%	49.2%	
移动端 GMV 占比	35.8%	30%	57%	24%	57%	35%
活跃用户 (百万)	307.0	46.1	9.5	9.6	5.2	
活跃用户同比增长	52.0%	108.6%	137.5%	14.3%	23.8%	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (阿里为截至期末12个月活跃用户数据)

典型订单对比

公司	3Q2013					3Q2014				
	聚美优品	唯品会	当当	京东	途牛	聚美优品	唯品会	当当	京东	途牛
客单价	137.1	196.4	147.9	420.1	2216.5	377.7	212.9	194.8	159.9	2242.7
每单毛利	35.2	46.2	17.0	21.4	107.3	19.9	52.9	19.5	35.1	110.1
每单费用	20.0	43.2	22.5	24.6	139.5	22.2	49.6	21.0	25.0	245.3
每单订单履行费	9.8	23.9	11.9	13.5		11.9	20.4	10.4	9.7	
每单市场推广费	6.9	8.4	5.1	5.9	19.7	4.9	11.4	5.7	9.4	34.9
每单信息技术费	1.7	4.8	3.1	3.0	83.6	2.9	7.5	2.9	3.5	152.2
每单行政管理费	1.5	6.0	2.3	2.2	36.1	2.5	10.3	2.1	2.4	58.2
每单盈利/亏损	15.2	3.0	(5.4)	(3.2)	(32.2)	(2.3)	3.4	(1.6)	10.1	(135.3)

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (唯品会、聚美优品根据相关公告数据按 1 美元=6.14 人民币即时汇率换算)

(四) 电商中概股业绩分述

以下是我们对各家电商中概股3Q14经营业绩的分述, 详情请参考我们此前关于各家电商的季报点评。

1. 阿里巴巴: 首份季报超预期, 移动端+国际化大举进攻

3Q14强劲表现巩固阿里霸主地位

阿里巴巴上市后的首份财报可谓表现强劲, 无论在用户数、销售额, 还是在移动化率、货币化率等方面都超市场预期。FY2015第二季度财报显示, 截至3Q14季末12个月活跃用户数首次迈过3亿大关, 达到3.07亿 (VS去年同期2.02亿、2Q14季末2.55亿); 季度GMV达到5560亿元, 同比增长48.8% (2Q14增速45.2%), 其中天猫同比增长77.8%至1760亿元, 淘宝同比增长38.2%至3800亿元; 整体货币化率

2.3%（去年同期2.31%、2Q14为2.52%），其中PC端货币化率2.5%，同比环比亦有下降，我们判断可能由于服装等高毛利率品类占比下降有关。3Q14产品开发+市场营销费用投入加大，两项费用率合计提升9个百分点至25.7%，导致Non-GAAP净利润68.1亿元，同比增长15.5%。伴随着众多新业务新领域的拓展，我们判断未来仍然会有持续的投入加大。

移动流量变现能力大增，全球双十一吹响国际化扩张号角声

阿里首份季报的一大亮点在于移动端迁徙成效显著。截至3Q14季末移动端活跃用户2.17亿(2Q14季末1.88亿)，GMV同比增长263%至1990亿元(行业增速239%)，占GMV比例达到35.8%（去年同期14.7%，2Q14为32.8%）；随着移动端流量的快速提升，货币化率（营收/GMV）达到1.87%，同比/环比大幅上升1.26pp/0.38pp，移动渠道的广告价值已经开始逐渐体现。我们认为阿里巴巴在PC实物领域的广告+佣金盈利模式已经在移动端成功复制，未来随着移动端流量的持续提升，货币化率有望与PC端趋同。单季佣金扣点增速快于广告收入，我们更倾向于认为是阿里从PC端向移动端转移过程中的必然结果。另一大亮点在于国际业务的大举扩张，3Q14速卖通收入4.2亿，按照5%的佣金率推测速卖通GMV约85亿元，同比翻倍。在即将到来的双十一中，天猫国际、淘宝海外、速卖通等业务模块将首次参与，全球化的双十一盛宴将吹响阿里巴巴国际化扩张的号角声。我们预计在俄罗斯、巴西等新兴市场有望率先看到阿里在线广告交易平台盈利模式的成功复制。

移动化+国际化+供应链扩张战略清晰，关注阿里巴巴产业链投资机会

我们在9月2日发布的阿里巴巴深度报告《浪潮之巅的互联网巨头——从盈利本质看阿里昨天、今天和明天》中清晰指出，阿里巴巴的本质是一家以电商服务聚集流量，并通过广告营销实现流量变现的互联网公司，从维护、加强和拓展其核心盈利模式的角度来看，阿里巴巴未来最为重要的三大战略方向分别是供应链、国际化和移动端，前者重防御，而后两者重进攻，也是阿里未来增长空间所在。未来阿里所要打造的将是一个基于全渠道、全品类、全球用户和品牌的国际在线广告交易平台。建议持续关注阿里巴巴，以及阿里产业链的相关投资标的！

2. 京东：规模增长是王道，成本控制是核心，在正确的道路上奔跑

渠道下沉+移动端带来用户增量，非电品类销售快速增长

京东商城发布3Q14财报，尽管是行业淡季，但仍然取得超预期的业绩表现。单季度营业收入同比增长60.8%至290.1亿元，GMV同比增长111%至673亿元，渠道下沉、移动端、品类扩张等关键方向上都取得突破，体现了微信及手Q的引流成效。1) 用户数大增：3Q14活跃用户同比增长108.6%至4610万，总订单量同比上升109%至4610万；2) 移动端贡献加大：单季度移动端订单占比达29.6%（双十一期间超过40%），较2Q14的24%进一步提升；3) 非电品类带动开放平台增长：非电商品销售增长177%至310亿元，占比提升至46.1%（预计明年有望反超电子产品），而POP平台销售额占比也因此提升至39.8%，有助于改善整体毛利结构。

效率提升成本下降，毛利率同步下降抢占市场份额，尽显京东核心竞争力

以沃尔玛为典范的零售企业，其核心竞争力并非利润率的持续提升，而是如何维持稳定利润率水平，通过供应链效率的提升降低运营成本，进而降低销售价格以

抢占市场份额。我们认为现阶段的京东具有较强的零售属性，而其维持盈亏平衡点上下的战略正是其核心竞争力的最好体现。3Q14综合毛利率同比下降0.3pp至5.3%（其中自营下降0.2pp，平台下降1.4pp），而剔除股权激励和收购易迅拍拍的摊销影响，期间费用率（费用/GMV）同比下降0.5pp至5.1%（各项费用率均有下降），这其中既有市场竞争加剧因素，更多的则是京东效率提升成本下降的主动选择。由于非电类商品的快速扩展，3Q14存货周转天数上升1.5天至38.7天，应付账款周转天数上升1.4天至47.9天，经营性现金流仍然保持良性。随着上海“亚洲一号”启用，公司将加大加快优势物流的辐射范围，加速向低级城市渗透，预计4Q14将在部分发达省份的镇渗透，明年或以加盟方式向村渗透。最终3Q14单季净亏损收窄至1.6亿元，Non-GAAP口径实现净利润3.7亿元，净利率约0.5%（按GMV算），维持在盈亏平衡点附近。

收入持续超越行业增长支撑估值，金融线等新业务快速增长提供盈利

我们判断京东将会成为重塑中国商业链条，提升行业整体运行效率的“中国版亚马逊”：与亚马逊不同的地方在于京东将专注重塑中国的物流、供应链金融和本地生活平台体系，与亚马逊相同的地方在于预计京东将主动控制自身盈利水平，持续在供应链、信息系统、本地生活入口和客户服务上大规模投入，持续完善长期产品、价格和服务上的超一流体验壁垒。京东未来的模式将更逼近亚马逊，并有机会重塑中国商业供应链和线上零售+本地生活平台商业模式，我们给予京东一年内合理市值目标450亿美元，对应15年PS约1.6X，建议投资者关注。

3.聚美优品：阵痛过后有望重回复苏通道，看好聚美品牌和渠道价值

美妆品类完成向自营转型，阵痛过后重回复苏通道

聚美优品发布3Q14财报，单季度总净交易额（net GMV）为2.73亿美元，同比增长31.4%，移动端占比达到57%；活跃用户520万（其中新用户240万），订单总量1050万，分别同比增长23.8%/14.1%。按照服装25%占比测算，美妆net GMV约2亿美元（唯品会+乐蜂披露GMV为1.91亿美元），考虑net GMV与GMV之间税收、退货等差异，我们认为聚美在美妆垂直电商中仍然保持领先优势。单季度营收同比增长28%至1.58亿美元，综合毛利率（毛利/GMV口径）同比下降4pp至21.9%，主要由于第三方大部分美妆品类转为自营导致（既有增值税征收影响，更多是因为9月大促帮助第三方卖家清库存），此外也受到了平台奢侈品经销商售假曝光的影响。目前美妆品类几乎全部转移至自营，且未来随着自有+独家品牌占比提升，海淘规模放量，我们认为公司整体毛利率将呈现回升趋势；期间费用率同比下降0.4pp至15.7%，其中营销推广费率同比略下滑，体现了奢侈品售假对公司营销节奏的干扰；最终实现Non-GAAP净利润2100万美元，同比增长87%，全年盈利增速指引仍然维持在40-50%。

要规模，更要有质规模，努力提升美妆电商的服务标准和诚信体系

抛开财务数据，我们看到的是聚美极力推进美妆电商的服务标准和真品防伪体系，并不惜承受阵痛促成绝大多数美妆品类从平台到自营的转型。1) 9月公司启动美妆品类的自营化，3Q14平台GMV占比环比下降8.1pp至49.2%，目前已基本完成迁徙，未来开放平台美妆将重构为品牌旗舰店、专柜购买和聚美海外购三大块；2) 截至9月底真品联盟合作品牌达到102个，包括伊丽莎白雅顿、Whoo、欧珀莱、自

然堂等，贡献美妆GMV的60%左右，且自有色谱检测室于10月起运营，11月检测SKU数达300个；3）研发投入加大，3Q14信息技术费率同比提升0.8pp至2.2%，，首个自建物流中心天津仓有望于明年年内投入使用，届时将进一步提升整体供应链效率。我们认为聚美正处于从“规模”转向“有质规模”，对品质管控力度的加强、打造真品联盟在短期看可能限制了公司规模快速增长，但中长期来看将提高美妆电商行业的竞争壁垒，提升公司品牌形象和用户粘性。

从销售商品到品牌推广，看互联网渠道的价值挖掘

互联网发展到今天，已经不仅仅是单纯的商品销售渠道，而更多赋予了营销广告价值。依托千万级别的用户基数，聚美将充分发挥互联网渠道传播范围广、信息搜集快、试错成本低的特点，成为美妆新品牌孵化或品牌推广新品的最佳平台。考虑到转型阵痛，我们下调公司14-16年GMV复合增速预测至47%，Non-GAAP净利润预测至0.82亿、1.29亿和2.17亿美元，总市值合理估值45亿美金，对应15年动态35XPE，建议投资者持续关注。

4. 当当：业绩符合预期，坚定转型综合时尚电商

营收平稳增长，持续盈利符合预期

当当网发布3Q14财报，单季度实现营业收入20亿元，同比增长31.3%。第三方平台GMV同比增长79.9%至17.4亿元，带动整体GMV同比增长50.3%至36.6亿元；综合毛利率（GMV口径，下同）同比下滑1pp至10%，主要由于低扣点战略支持第三方平台快速发展所致（3Q14平台GMV占比同比上升7.8pp至47.6%，扣点率同比下滑1.2pp至4.8%）；期间费用率同比下降2.2pp至10.8%，其中自营百货转向第三方平台使得仓储物流费用率同比下降2.1pp至5.3%；六月推出“新品闪购”，加大营销投入，整体市场推广费率同比上升0.5pp至2.9%。Non-GAAP净利润2666万元（受益图书增值税返还等），连续四个季度实现盈利，整体业绩符合预期。

坚定转型综合时尚电商，成效仍需观察验证

公司于13年5月上线“尾品汇”、今年6月推出“新品闪购”、11月正式更新公司形象（“当当网”更名为“当当”，“网上购物享当当”的口号改为“敢做敢当当”，推出吉祥物当当猴）、投资1亿元推出自营羊绒品牌，一系列变化显示了当当从单一图书电商向综合时尚电商转型的决心和投入力度，而年轻孕妈为主的客户群和高用户粘性则是当当转型的基础。3Q14移动端订单占比大幅提升至24%（VS去年同期10%）、第三方平台近80%的增速体现了转型的初见成效，但另一方面单季度14.3%的活跃用户同比增速、19.7%的订单同比增速表明当当转型之路仍然面临很大的挑战，成效仍待观察验证。

公司展望与投资建议：图书音像、服装平台带动公司收入快速增长，规模效应助推利润持续释放

经历图书音像品类高潮和低潮洗礼、多品类平台的长期探索后，公司自2013下半年开始已经走上通过图书音像壁垒和创新，同时以服装为核心的第三方平台双增长引擎，毛利率也将在电子书占比提升和平台收入占比增长下进入长期提升通道。另一方面，随着公司物流规划进一步完善（上半年当当网10万平天津配送中心“银河一号”一期正式投入使用，预计一期每年图书吞吐量将达百亿，将带动当日日均订

单处理能力增长10倍)、第三方平台带来收入快速增长,物流、信息、管理费用率都在规模效应下有进一步下降空间,助推公司利润持续释放。经历4个季度验证,当当网已经进入在图书音像和服装品台驱动下规模效应持续释放的健康发展期,预计14-16年公司收入CAGR为26%,在毛利率提升、费用率下降的基础上公司将在14年完成盈利反转,15、16年净利润增长超50%。我们看好当当未来在主打年轻、高收入女性为主的开放平台上利润释放潜力以及电子书的发展空间,给予14年0.7XPS,目标市值17亿美元,建议投资者长期关注!

5.途牛:营收规模持续超预期,供应链+用户体验突围行业混战

营收超预期,亏损收窄,规模效应凸显

途牛发布3Q14业绩,单季度实现净收入13.1亿元,同比增长85.6%,再次超越市场75%的平均预期;整体GMV达17.8亿元,同比增长70.1%,远超行业23.5%的增速(艾瑞咨询),出游人次同比增长68.2%至79.3万,进一步拉开与竞争对手差距。具体来看:1)跟团游GMV同比增长86.3%至12.9亿,出游人次同比增长65.8%至66.2万,客单价提升12.4%;自助游人次增长81.1%,GMV同比仅增长38.7%(增速环比下降20pp),主要由于客单价下降23.4%所致;2)二季度以来高营销投入成效显著,3Q14流量同比增长超150%,其中移动端流量增长超200%,占比达50%,订单占比达35%;3)3Q14毛利率为6.1%,同比下降0.4pp,但环比上升0.3pp(Q3旺季带动毛利率回升);4)营销投入持续加大,市场费用1.2亿(2Q14为1亿元),市场费用率9.2%(同比上升3.6pp,环比下降4.3pp);5)总体来看,3Q14单季亏损1.03亿元,Non-GAAP亏损9420万(环比基本持平),净亏损率收窄至7.8%,好于预期,规模效应凸显。我们认为现阶段快速提升规模及市场份额仍是公司最为重要的任务,有利于中长期竞争门槛的建立。

服务体验为本,二三线城市开拓有方

作为休闲旅游细分品类的绝对龙头,途牛一直致力于提高服务品质、提升客户体验,打造行业标杆。1)把握移动入口,3Q14移动端流量占比超过50%(2Q14为35%),订单占比超过35%(2Q14为30%);2)SKU数达到45万(2Q14为32万),其中跟团游25万、自助游20万;供应商数量超过5000家(2Q14约4000家);3)二三线城市拓展速度加快,累计拥有线下区域服务中心50家(其中3Q14新增10家、10月以来新增20家),加强本地服务的同时,也更利于本地旅游产品的采购和营销;4)出发地新增12个至95个,且目的地覆盖也更为丰富。服务标准的提升、网点布局的完善在带来更好客户体验的同时,也促使业务规模快速增长,迅速打开二三线市场。

树立行业标准,面对BAT仍具突围实力

随着百度投资去哪儿、腾讯入股同程、阿里发布“去啊”品牌,BAT三巨头均涉足在线旅游市场。我们认为,互联网对传统线下经济的改造正从实物电商向旅游、本地生活等服务领域快速渗透,而移动互联网的兴起正在加速这一过程。相比自营模式,平台尽管大而全,但对于产品供应链的管控和服务体验仍不足,因此更适合客单价相对较低、标准化程度高的机票、酒店及短途旅游等(我们预计BAT将在机票酒店领域掀起新一轮价格战)。而途牛作为在线旅游品类的垂直龙头,致力于加强供应链管控和服务体验,建立并提升行业标准(成立金融事业部,发布“牛业贷”,为中小企业提供高达50亿元的资金支持,成为业内首推旅游供应链金融服务的公司),仍

然具备突围的实力。

受益行业需求爆发流量红利，市值合理估值17 亿美金，建议继续关注

我们认为途牛将持续受益于在线休闲旅游行业的快速增长，凭借高标准的服务体验和供应链管理水平和，有望获得远超行业的发展速度。预计公司未来三年GMV复合增速超过64%（14年GMV预计增长68%），到16 年在线旅游市场份额将上升至18%。目前公司市值对应2014 年GMV仅1.0XPS，我们认为公司一年内市值合理估值为17 亿美金，对应2014 年GMV 为2.0XPS，建议投资者继续关注！

三、近期行业及公司资讯

11月11日，天猫“双十一”购物狂欢节销售额最终达到571.12亿元，同比2013年的350亿元增长85%；无线端成交额达243亿元，占比达42.6%。京东订单量超过1400万单，增长106%，移动端占比超40%；苏宁易购销售额增长487%，移动端占比达38.9%；国美在线销售额增长580%，移动端占比43%；美丽说超5.7亿元，移动端占比80%；蘑菇街3.4亿元，移动端占比超75%。

“双十一”促销中，共举“中国购物节”旗帜的136家零售商实现销售额25.79亿元，平均增幅为157.79%。其中，43.1%的企业实现销售额翻倍增长，27.2%的企业销售同比增长两倍及以上。

11月14日，国家统计局公布的数据显示，2014年10月城镇消费品零售额20754亿元，同比增长11.4%；乡村消费品零售额3214亿元，增长12.4%。1-10月，城镇消费品零售额183886亿元，同比增长11.8%；乡村消费品零售额29232亿元，增长13.0%。在社会消费品零售总额增长的背后，城镇化发展和消费者信心提升无疑是重要推动力。

近日，尼尔森公司发布2014年第三季度中国消费者信心指数调查数据，在调研覆盖的全国超过2000个城镇中，中部、西部和北部地区近两年零售额增长迅猛，这些地区的消费者信心指数也显著增长。不同地区城镇化的发展将促进城市群以及中心城市的协同效应，从而逐步改变中国零售市场的格局。此外，尼尔森发布的最新《购物者趋势报告》显示，在全国范围内，三线城市成为现代零售渠道快速扩张的重点，大卖场、超市和便利店的数量都在过去一年增长了13%，快于一、二线城市11%的增幅；比起其他的零售渠道，便利店的年度门店数量增长高达17%，这个比例在三线城市(21%)和四线城市(26%)更高。

11月25日，亚马逊中国宣布“双十一”试运行的“亚马逊海外购”商店将于11月28日正式上线。而首届“黑色星期五”亚马逊海外购物节将同时举行。

今年美国黑色星期五促销提前，零售商提早在网络社交平台、实体店登出各类诱人的折扣商品。美国四大百货店（梅西百货、Bloomingdale's Neiman Marcus, Saks Fifth Avenue）黑色星期五促销的触手已经延伸至天猫，天猫全球购专门为该促销开设了专题，页面中呈现的所有特价商品链接都是直接跳转至这四家百货店的美国官方网站，中国的消费者可以享受和老美一样的折扣，并用支付宝支付，采购的商品则由美国经国际快运入关国内。

11 月份行业及公司资讯

行业事件	资料来源	内容摘要
淘宝不断开拓新市场：汽车 O2O 战略及“农村淘宝”	亿邦动力网	11 月 3 日，淘宝宣布汽车 O2O 战略，联手 200 余城市线下超过 3 万汽修服务网点进入汽车后服务市场，有望将汽车养护成本降低 30% 以上。针对农村市场推出了二级页面“农村淘宝” (cun.taobao.com)，目前只在 PC 端上线，未来将在无线端布局，且开始尝试通过 O2O 的方式下沉到农村市场。
美国小绿人快递公司和无国界电子商务公司建立支付宝与美国零售商的合作	亿邦动力网	美国高端百货通过中间商（小绿人快递公司和无国界电子商务公司等）与支付宝开展合作，服务中国消费者，有助于打开中国市场。11 月 20 日，支付宝公司宣布携手美国四大百货公司等，隆重推出“海外直购”服务。
阿里公布“双 12”具体玩法	亿邦动力网	“双十二”较“双十一”营销力度增大，淘宝增加会场数量，从外部、内部和无线三方面预备巨额流量。PC 端共设 153 个会场，对比双 11 会场增加 58 个；无线端共设 10 个行业分会场。
腾讯、大众点评向商用 Wifi 运营商迈外迪融资数亿	亿邦动力网	腾讯、大众点评向商用 Wifi 运营商迈外迪融资数亿。同时，微信公众平台也于 11 月 20 日新增“微信连接 Wifi”功能，使用户可在线下通过 Wifi 与商家建立联系，正式打通线上与线下的 O2O 闭环。
永辉超市引入全程自助购物系统	联商网	通过购物终端简单操作，边逛边下单，经由自助付款机快速支付，享受一站式便捷购物。据国外经验，设备引入中长期可使客单价提升 13%，顾客流失率下降 6% 至 23%，同时增强会员忠诚度。作为亚洲首家引进该设备的中国超市，永辉超市正在通过设施自动化、便利化吸引和留住顾客。
苏宁开通美国直邮	亿邦动力网	苏宁美国海外旗舰店所售产品均从美国供应商处直接采购，运营模式类似香港旗舰店。物流配送通过顺丰从美国直邮至中国，运送周期在 7 至 10 天左右。
公司名称	资料来源	内容摘要
阿里巴巴	联商网	阿里巴巴上市后首份财报：移动端收入大涨 10 倍，原因为移动端用户数的增长拉动移动端 GMV 的增加、移动端货币化比率的提升。
中远集团	亿邦动力网	中远集团联合阿里打造跨境电商物流，为天猫国际在广州口岸入境的所有货物提供全程物流服务，双方将共同打造全球跨境电商物流服务平台。

重庆百货	联商网	重庆百货 11 月 27 日公告, 公司拟按评估值即约 2918 万元现金收购大股东重庆商社集团持有的两家全资子公司——重庆商社信息科技有限公司及重庆商社电子销售有限公司各 100% 股权, 目的是为做大数码市场份额。
步步高	联商网	11 月 24 日, 步步高发布公告称, 步步高并购广西南城百货获中国证监会核准。南城百货为广西地区龙头企业, 现拥有门店 38 家, 总经营面积超过 45 万平方米。2013 年, 公司实现营业收入 30.91 亿元, 净利润 1.05 亿元。完成对南城百货的收购, 正好为公司云猴战略的实施落地打好了前站。
王府井	联商网	11 月 20 日, 株洲王府井百货有限责任公司 100% 股权以 1030.11 万元挂牌出售, 这意味着王府井继今年 7 月份宣布王府井湛江店停业后, 有可能再失一家分店。

数据来源: 互联网、广发证券发展研究中心

四、重点公司跟踪分析

(一) 海印股份: 转让北海高岭, 凸显集团转型决心

出售北海高岭, 进一步明晰商业主业, 为转型提供资金支持

公司 2014 年 11 月 24 日与控股股东海印集团签署了《北海高岭科技有限公司股权转让及债权转让协议》, 拟将公司持有的北海高岭 100% 股权及债权转让给海印集团, 其中股权转让价格为 4.19 亿, 债权转让价格为 6.02 亿, 合计转让价格为 10.21 亿。北海高岭转让作价明显高于市场价值, 转让给集团体现了控股股东对公司发展的大力支持, 有利于公司提高资产质量, 改善财务状况并增强持续盈利能力; 其次转让标的主营业务主要是高岭土及相关材料的生产销售, 与上市公司突出商业主业的战略不匹配, 剥离之后有利于上市公司进一步整合优势资源支持公司向“家庭生活休闲娱乐中心运营商”转型。

此次转让将增厚 2014 年净利润 1.21 亿元

公司 2014 年前三季度由于商业地产结算进度缘故, 导致业绩同比出现一定程度下滑, 此次高岭土业务剥离预计将减少应收账款 6 亿元, 产生 2014 年归属上市公司净利润约 1.21 亿元, 增厚公司业绩 EPS 约 0.102 元。

盈利预测与投资建议

海印股份是广州竞争力强、同时积极向外扩张、向新一代全渠道业态转型的商业物业运营龙头。预计公司在 2014 年全方位转型后进入拐点期, 15、16 年在商业物业持续投放、地产结算稳健增长推动下高速增长, 同时公司在全渠道和新一代业态转型的持续深入将有利于估值中枢的提升, 最后公司有望在接近供需平衡、专业零售市场亟需升级改造的大背景下加速整合, 为中期发展提供持续增量。我们看好公司成为中国领先的商业物业运营商的潜力, 调增 2014 年 EPS 至 0.43 元, 维持 15-16 年 EPS 0.49、0.61 元, 维持买入评级, 合理价值 10 元, 对应 15 年 20XPE。

(二) 天虹商场：费用刚性增长抑制业绩，关注商品经营转型进展 销售增长疲软、费用刚性上涨抑制业绩

天虹商场 14Q1-3 实现收入 120.33 亿，同比增长 6.42%，Q3 同比增长 8.63%，较 Q1、Q2 环比恢复明显；Q1-3 实现归属母公司净利 3.55 亿，同比下降 11.60%、扣非净利同比下降 14.64%，Q3 同比下降 27.27%，降幅明显。1) Q3 毛利率同比提升 0.71pp 至 26.44%，拉升 Q1-3 毛利率同比提升 0.86pp 至 24.99%，体现了公司在品类管理优化上的成效；2) Q3 销售管理费用率同比提升 1.61pp 至 22.75%，拉升 Q1-3 整体销售管理费用率提升 1.61pp 至 22.75%，体现了公司经营面积快速增长(10%)但单店销售增速放缓的大背景；3) Q3 净利率下降 0.96pp 至 1.94%，拉低 Q1-3 累计净利率 0.60pp 至 2.94%；4) 分地区看，华南、华中成熟门店 Q1-3 分别同比增长 0.70%、2.50%，环比改善；华中、华东成熟门店利润环比改善；整体可比店 Q1-3 收入增长 1.30%，环比下滑 0.14pp，利润同比增长 3.70%，环比增长 0.50pp。

经营展望：关注商品经营、全渠道、便利店推进进度

天虹商场自 13 年首先公告实现 O2O 转型以来，公司在商品经营、全渠道、便利店转型上全线铺开，公司社区百货、超市、购物中心、电器等综合业态也增强了自身对顾客的粘性。商品经营正在从单品管理、品牌代理两条路径突破；全渠道上已实现 B2C 新平台一期、超过 14 家微店、首家云店上线；便利店里已实现 4 家门店开业，尝试在社区生活服务上进行突破。重点留意公司转型推进深度以及整体融合能力。

盈利预测及投资评级

公司实现全国门店布局，在行业低潮期保持快速扩张将为盈利带来较大压力。面对移动互联大潮，公司在商品经营、全渠道、便利店转型上全面铺开，建议重点关注公司在不同业态上的推进深度以及整体融合能力。调整公司 14-16 年 EPS 预测至 0.66、0.69、0.73 元，合理价值 13.8 元，对应转型全面铺开 15 年 20XPE，给予“谨慎增持”评级。

(三) 永辉超市：投资收益拉升净利，关注生鲜超市、牛奶国际协同效应

投资收益拉升是净利，期待Q4基数反转

永辉超市 14Q1-3 实现收入 269.45 亿，同比增长 22.40%，Q3 同比增长 21.59%；Q1-3 归属母公司净利 6.49 亿，同比增长 18.00%，扣除持仓中百集团贡献 1.90 亿公允价值变动损益后，主营净利同比增长 10.06%，去年高基数和费用刚性上涨压低净利增速。1) Q3 毛利率微降 0.15pp 至 18.99%，Q1-3 毛利率与同期持平至 19.28%，反映了竞争加剧、品类管控/直采提升进度慢于预期；2) Q3 销售管理费用率同比微升 0.02pp 至 16.18%，拉升 Q1-3 销售管理费用率同比提升 0.33pp 至 16.09%；3) 政府补助同比下降 0.7 亿、关店费用提升 0.3 亿让考虑公允价值变动损益后 Q1-3 净利率仍下降 0.09pp 至 2.41%。

关注上蔬永辉、绿标店推进进度、牛奶国际供应链协同、全渠道转型

1) 公司Q3开店11家, Q1-3开店22家, 预计Q4仍集中开店, 完成50家以上展店目标。2) 公司Q3首次开出两家3000平左右的上蔬永辉超市, 反响热烈, 生鲜/整体毛利率、平效高于公司整体水平, 盈利能力较强, 但预计由于所有权问题展店将较为缓慢; 公司亦在14H1第一次明确加速绿标BRAVO展店。朝阳业态上蔬永辉、绿标BRAVO展店速度将决定公司估值切换拐点。3) 牛奶国际在中国有成熟的便利店、餐饮、美妆业态, 预计将在供应链、鲜食熟食、自有品牌与公司产生较强协同效应, 有利于毛利率长期提升。4) 下半年APP和门店提货将在北京推广, 之后能否顺利向全国铺开是增加客户粘性的关键举措。

盈利预测与投资建议

公司以生鲜为特色, 在激烈市场竞争中充分体现出自身的竞争定位和差异化, 生鲜聚客效应也将成为抵御新兴渠道的重要壁垒, 有望成为未来中国超市业态龙头之一, 牛奶国际入股有望加速公司竞争力提升步伐。但公司主打的大卖场业态聚客能力与转租能力处于下行通道, 公司在一、二线城市向标准超市、中高端生鲜超市等朝阳业态转型进度仍有待确认。假设定增将于14年底完成, 调整14-16年EPS预测至0.27、0.28、0.36元, 剔除牛奶国际定增14-16净利CAGR 21%, 8.02元收盘价对应14-16年30X、29X、23XPE, 给予“谨慎增持”评级。

(四) 上海家化：基本面底部确认，期待全渠道变革

1-9月收入增长16.5%，净利增长16.9%，经营稳健

上海家化发布2014年三季报, 考虑公司调整与生产基地间委托加工产品结算等会计处理方式, 调整后1-9月实现收入41.7亿元, 同比增长16.5%; 归属母公司净利润7.29亿元或EPS=1.08元, 同比增长16.9%; 扣非净利润同比增长16.1%, 收入和利润增速较中报略有提升, 基本符合预期。

各个品牌份额持续提升，基本面底部确认

分季度来看, 3Q14单季收入增长16.85%, 毛利率下降1.28pp至58.53%, 净利润增长16.25%, 尽管收入、利润增速较二季度环比下降1个百分点左右, 但根据尼尔森数据各品牌份额均有提升, 如1-9月六神花露水在成人花露水中份额为73.4%, 沐浴露在清爽类份额为22%, 均稳居业内领先; 3Q14高夫复苏明显, 7-8月份出货量同比增长50%, 在男士面霜品类的金额份额同比增长38.9%; 9月份启初已占得上海婴幼儿面霜品类8.7%的市场份额。整体来看公司经营企稳, 印证我们中报对于公司基本面底部确认的判断。

持续推进全渠道战略，期待变革效果

随着佰草集旗下新晋品牌“一花一木”于三季度陆续在北上广等核心城市的屈臣氏渠道推出, 以及电商新团队带领下的全渠道变革(如新恒美逆时精华系列在聚美优品渠道首发、双十一天猫旗舰店的全力投入等), 预计会为佰草集带来新的增长动力。我们认为在国产化妆品牌崛起的大趋势下, 家化通过继续全面提高研发、营销、管理方式, 不断利用自身平台经营好品牌和渠道, 仍然有巨大的发展空间。考虑到今年在渠道上的投入加大, 下调14-16年EPS至1.43、1.87和2.35元的盈利预测, 考虑平台型公司给予适当估值溢价, 维持45元目标价, 给予买入评级。

（五）友好集团：地产增速放缓，新店亏损拖累整体业绩

地产结算进入尾期，新增门店致商业部分亏损公司

2014年1月-9月营业收入56.20亿元，同比减少19.41%，归属上市公司净利润8032.34万元，同比减少75.46%，扣非后净利润未6274.88万元，同比减少80.50%，基本每股收益0.258元，同比减少75.45%。其中地产贡献净利润7984.46万元或EPS=0.256元，商业部分净利润47.88万元或EPS=0.002元。公司三季度单季度收入17.15亿元，同比减少10.28%，地产收入3.40亿元，贡献净利润2752.19万元或EPS=0.088元，商业部分收入13.75亿元，净利润-1049.82万元或EPS=-0.034元。地产收入增速放缓加上商业部分新物业运营初期资本支出较大是2014年全年收入和利润放缓的主要原因。公司上半年新开博乐友好时尚购物中心，预计年底前长春路友好时尚购物中心店、阿克苏库车县店、昊元上品综合商业中心、佳雨i城项目将陆续开业。

公司未来经营展望

截止2014年9月30日地产项目结算完成81.59%，预计到2014年年底，地产项目结算完成85%，2014年全年地产贡献EPS=0.345元，商业贡献EPS=-0.02元。2015年公司地产项目预计全部结算完毕，同时公司将新开喀什店（7.05万平）、五家渠店（4.22万平）、昌吉市和谐广场项目（6.63万平），新开门店培育期的亏损使得公司未来两年继续承压。

14-16年业绩分别为0.325元/股、0.584元/股、0.115元/股

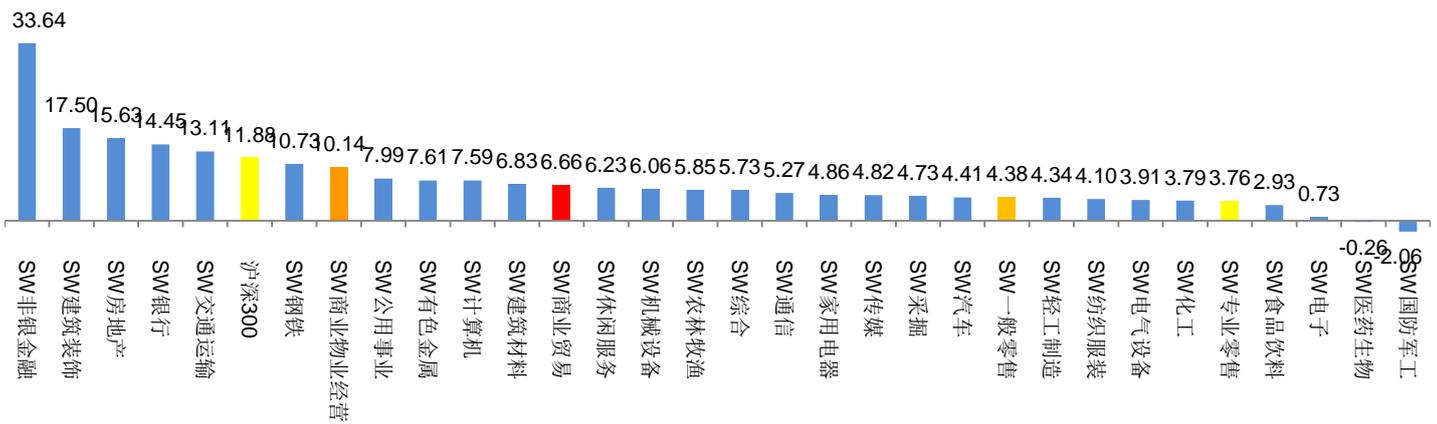
持续开拓新店加上地产销售放缓致使收入、利润负增长。商业部分在2014年基本维持盈亏平衡，2016年将会呈现好转趋势。预计公司14-16年EPS分别为0.325元、0.584元、0.115元，维持“谨慎增持”评级。

五、投资建议

（一）行情回顾与公司估值

从申万一级行业指数来看，受益于大盘整体行情，11月商业贸易板块有所好转，整体上升6.66%，但仍跑输沪深300指数5.22pp。从申万二级行业指数观察，商业物业经营板块仅上升10.14%，高于商业贸易板块整体涨幅；一般零售和专业零售板块分别上升4.38%和3.76%，走势较弱。

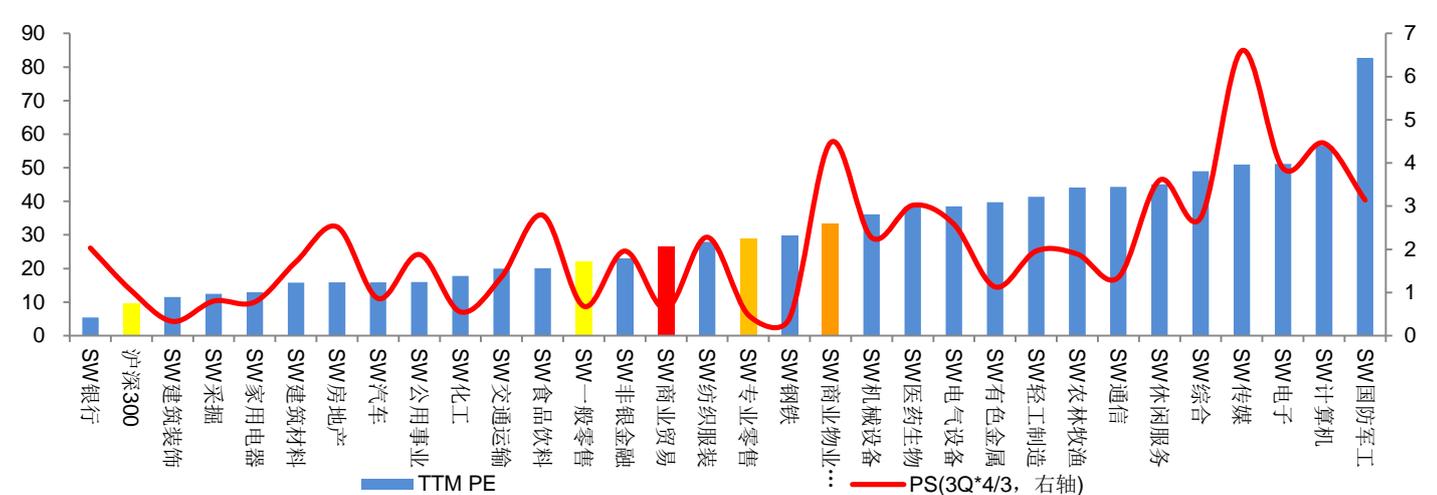
图 4：2014 年 11 月各行业涨跌幅横向比较 (%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

横向比较看，截至11月28日申万商业贸易板块PE (TTM) 为26.75，申万一般零售、商业物业经营和专业零售子板块PE (TTM) 分别为22.14、33.32和28.86，各板块在消费品中处于下游水平，仅稍高于汽车 (15.92)，大幅低于电子 (51.14)、农林牧渔 (44.15)；与较纺织服装 (27.94)、食品饮料 (20.10) 较为接近。商业贸易PS仅为0.62，其中一般零售、专业零售、商业物业经营为0.68、0.48、4.47。除了商业物业经营较高外，专业零售和一般零售都处于消费品的低位 (农林牧渔1.89、纺织服装2.28、轻工制造1.96、食品饮料2.79、医药生物3.02)。

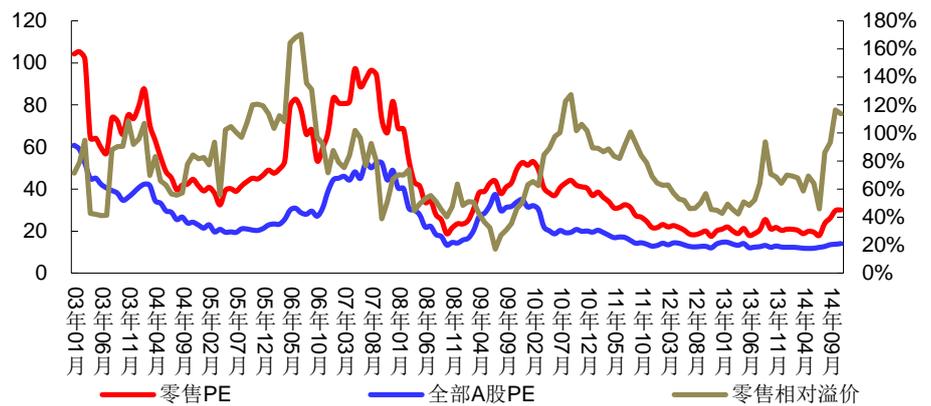
图 5：2014 年 11 月各行业估值横向比较



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

零售板块估值本月回升，仍处于2013年高位后的调整阶段：月末零售TTM PE 30.06x，高于上月同期水平；板块溢价率水平增至113.65%，高于上月同期水平；PB 2.56x，与上月同期水平持平；PS 0.83x，高于上月同期水平。

图 6：零售板块估值（TTM）历史走势图



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）投资组合建议：改制&转型两条主线，关注低估值与实际价值背离

我们认为2015年的宏观经济将逐步复苏，处于经济传导末端的零售消费基本面将随之复苏，但新兴业态分流仍然给传统零售企业形成巨大压力，传统零售企业的改制和转型仍然是最大的两条主线，并有望加速推进，在改制和转型中如何将资产变现为现金和利润是能否超越性发展的关键。海印股份、华联股份、苏宁云商等公司以租金证券化、售后反租等方式变现物业价值，意味着长期以来市场觊觎的自有物业价值重估有了清晰且可实现的路径。一方面传统零售自身可以通过“资产利润化”盘活物业、改善报表、谋求新业态转型；另一方面其市值和价值之间的巨大缺口，也比较容易促发产业/金融资本的举牌，而后通过“资产利润化”快速实现投资回报。

在诸多市场主题背后，零售公司的根本投资逻辑仍然是其低估值与实际价值之间的不匹配。在价值体现背后能把握新一代消费者的特征，积极转型的企业将具有双重价值。沿着这条主线我们建议配置估值低、资产价值高的龙头企业，如大商股份、鄂武商、欧亚集团、银座股份、合肥百货、广百股份、北京城乡等。同时关注不同业态的转型龙头，如王府井（百货）、红旗连锁（便利店）和海印股份（购物中心）。如果说电商的发展对于传统渠道来说是分流，那么对品牌而言则是提供了更为广泛的用户接触途径。如何利用新渠道进行品牌推广和用户情感维系，将成为品牌快速成长的关键。沿着这一思路，我们建议关注行业空间大、品牌影响力强、发展战略清晰的优质消费品公司，如上海家化、老凤祥和百润股份。

12月份组合重点推荐上海家化、大商股份、华联股份、广百股份和海印股份。

推荐逻辑：

- **上海家化：**化妆品行业在中国仍有较大的市场空间，在国产化妆品牌日益得到国内消费者偏好之机，相信家化通过继续全面提高研发、营销、管理方式，不断利用自身平台经营好品牌和渠道，仍然有巨大的发展空间。从海外品牌发展来看，阶段性的加大对品牌投入将有利于企业长期保持较快发展。我们维持2014-2016年EPS 1.50、2.00和2.54元的盈利预测，预计未来三年净利润复合增长率30%左右，考虑平台型公司给予适当估值溢价，合理价值为45元，对应2014年30倍PE，维持“买入”评级。

- **广百股份**：公司是广东省内零售龙头，近年来面对日益严峻的竞争环境，公司积极调整开店战略，重新聚焦广东省内优势市场，同时积极拓展小额贷款并向移动互联转型，13年盈利能力有所提升。作为广东国企改革商贸零售排头兵，广百股份大股东广百集团在商业、会展和物流方面有超过100亿物业资源以及对应优势运营团队。从广东省以国资证券化、资产重组、做大做强地方国有企业思路判断，广百集团旗下非上市公司优质资产很可能持续注入广百股份，以丰富广百股份主业，优化资源配置，将大幅提升广百股份的竞争力和盈利能力。国企改革将成为未来一段时间内助推广百股份发展的额外动力，我们维持推荐评级，上调目标价至16元。
- **大商股份**：从2012年净利率的突飞猛进，到2013年以来的相对稳定表现，我们认为公司经营业绩已正常化，也越来越成为能反映行业经营状况的标杆企业。目前市值91亿，对应14年PE约7.1X，PS约0.25X，坐拥约120万平自有物业，价值底线凸显。随着海印股份、华联股份、苏宁云商等公司存量物业资产盘活的创新之举频频涌现，我们认为大商股份市值和资产价值之间的巨大差距以及相对分散的股权结构，或促发产业资本/金融资本举牌，并通过“资产利润化”实现投资回报。同时我们也建议投资者关注大商系资产重组方案的进一步推进及后续资本运作动向。维持14-16年EPS预测为4.36、4.76和5.15元，目标价35元，维持“谨慎增持”评级。
- **华联股份**：公司作为广东省内零售龙头，近年来面对日益严峻的竞争环境，公司积极调整开店战略，重新聚焦广东省内优势市场，同时积极拓展小额贷款并向移动互联转型，13年盈利能力有所提升。但由于未来两年公司以门店内部挖潜为主，公司收入、净利增长预计平稳。公司是我们广东国企改革首推标的，乘广东国企改革之风，公司有望获母公司优质资产注入，竞争力与盈利能力将得到提升。给予公司14-16年EPS 0.70、0.76、0.82元，维持“谨慎增持”评级。
- **海印股份**：海印股份是广州竞争力强、同时积极向外扩张、向新一代全渠道业态转型的商业物业运营龙头。预计公司在2014年全方位转型后进入拐点期，15、16年在商业物业持续投放、地产结算稳健增长推动下高速增长，同时公司在全渠道和新一代业态转型的持续深入将有利于估值中枢的提升，最后公司有望在接近供需弱平衡、专业零售市场亟需升级改造的大背景下加速整合，为中期发展提供持续增量。我们看好公司成为中国领先的商业物业运营商的潜力，调增2014年EPS至0.43元，维持15-16年EPS 0.49、0.61元，维持买入评级，合理价值10元，对应15年20XPE。

风险提示

- 1、消费持续放缓；
- 2、传统零售商转型和国企改革力度不达预期。

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年度新财富批零行业第三名，2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心。2014年度新财富批零行业第三名，2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。