商业贸易

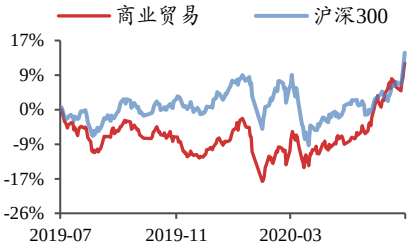
2020 年 07 月 04 日

若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块将再添新军

——商贸零售行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-资本加码社区团购，阿里菜鸟入局影响行业格局》-2020.6.27

《商贸零售行业 2020 年中期投资策略-私域零售轻风起，消费复苏正当时》-2020.6.23

《商贸零售行业周报-疫情后首个 618 战况出炉，各电商平台销售火爆》-2020.6.20

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

● **本周核心观点：若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块将再添新军**

7 月 2 日电商代运营公司若羽臣首发上会通过，A 股电商代运营板块继壹网壹创（已上市）、丽人丽妆（已过会）后有望再添新军。近年来，电商代运营行业保持高景气，2019 年行业交易规模已突破万亿，近五年行业复合增速达 38.4%。从行业产业链来看，电商代运营服务商起到了连接上游品牌方和下游平台方的桥梁作用，可以为品牌方提供从开店前准备到产品售后管理的一站式服务，并提供仓储物流、IT 服务等中后台技术支持。目前行业内头部代运营服务商包括宝尊电商、丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣等。龙头企业经验丰富、经营业绩持续保持高增长，未来，依托长期积累形成的营销能力、数据分析能力和仓储物流服务能力构筑竞争壁垒，行业有望强者恒强。对于品牌方而言，电商代运营企业持续为国内外品牌赋能，国际品牌（根据欧瑞咨询，代运营服务需求占比 80%-90%）可以借助电商代运营公司快速打开国内市场，实现更高效运营；中小品牌也可以依托于电商代运营公司的完善供应链建设，降低运营成本。对于电商行业而言，代运营公司已构成电商生态系统的重要组成部分，未来有望在电商平台运转效率提升等方面起到关键作用。天猫在 2019 年生态服务商大会上明确提出标杆计划、孵新计划、提能计划等三大计划助力代运营服务商成长，体现出平台方对于代运营服务商发展的重视。

● **行业关键词：购物中心、会员制电商、电商代运营、社区生鲜、完美日记等**

【购物中心】2020 中国购物中心租金趋势报告发布。

【会员制电商】京东旗下电商购物平台“1 号店”探索会员制电商。

【电商代运营】若羽臣首发上会通过，有望成为中小板电商代运营第一股。

【社区生鲜】大润发超市正在试水 mini 店小润发 RT-mini，将落地南通。

【完美日记】完美日记母公司拟为 IPO 募资 4-5 亿美元，最早年底挂牌上市。

● **板块行情回顾**

本周零售板块（商业贸易指数）报收 3903.73 点，上涨 5.56%，跑输上证综指（本周上涨 5.82%）0.26 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 8 位。各细分板块中，多业态零售、百货和珠宝首饰本周表现靠前，年初至今百货板块表现最好。个股方面，本周跨境通（+51.1%）、王府井（+50.8%）、百联股份（+34.1%）等涨幅靠前。

● **投资建议：“消费复苏”主线关注化妆品板块**

消费复苏主线关注受益疫情缓和、客流量回升和电商购物节的行业板块，包括：1）化妆品板块：在低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动下，行业仍将保持高景气，国货美妆品牌凭差异化策略立足，以“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等；2）黄金珠宝板块：重点推荐老凤祥，受益标的周大生；3）母婴零售板块：重点推荐爱婴室。

● **风险提示：**宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

目 录

1、 零售板块行情回顾 3
2、 零售观点：若羽臣首发过会，电商代运营板块再添新军 5
2.1、 行业观点：若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块再添新军 5
2.2、 投资建议：“消费复苏”主线关注化妆品板块 7
2.2.1、 永辉超市：生鲜供应链优势显著，疫情期间到家业务价值重估 8
2.2.2、 家家悦：省内外加速整合扩张，前期并购标的多维赋能、快速扭亏 9
2.2.3、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，线下消费复苏将驱动经营回暖 9
2.2.4、 红旗连锁：扩品类+展门店，川蜀便利店龙头加速起航 10
2.2.5、 步步高：西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航 10
2.2.6、 老凤祥：黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展 11
3、 零售行业动态追踪 11
3.1、 行业关键词：购物中心、会员制电商、电商代运营、完美日记等 11
3.2、 公司公告：步步高退出重庆市场、家家悦在淮北建设综合物流园等 13
4、 风险提示 16

图表目录

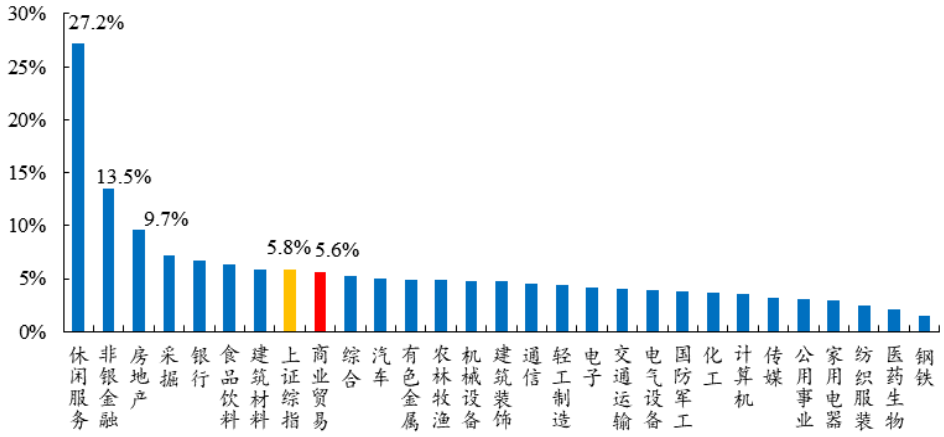
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 8 位 3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数上涨 5.56% 3
图 3： 年初至今零售（商业贸易）指数上涨 20.45% 3
图 4： 本周多业态零售板块上涨 13.84% 4
图 5： 年初至今涨幅百货板块首次超越超市板块 4
图 6： 若羽臣将成为电商代运营板块新军 5
图 7： 电商代运营行业景气度高 5
图 8： 电商代运营服务商起到连接上游品牌方和下游平台方的桥梁作用 5
图 9： 天猫服务商为品牌方提供从品牌定位咨询到仓储物流管理等全程式服务 6
图 10： 天猫将 TP 转型升级为 TEP 7
图 11： 中国电商代运营服务商第一梯队 GMV 占比提升 7

表 1： 本周零售板块跨境通、王府井和百联股份等涨幅居前 4
表 2： 本周零售板块安德利、ST 厦华和汇嘉时代等跌幅居前 4
表 3： 龙头代运营公司在行业内持续深耕 6
表 4： 重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高、爱婴室和老凤祥 8
表 5： 本周重点推荐个股步步高涨幅靠前 11
表 6： 零售公司大事提醒：关注吉宏股份、珀莱雅等公司股东大会等 15
表 7： 零售行业大事提醒：关注 2020 中国母婴数字创新国际峰会等 15

1、 零售板块行情回顾

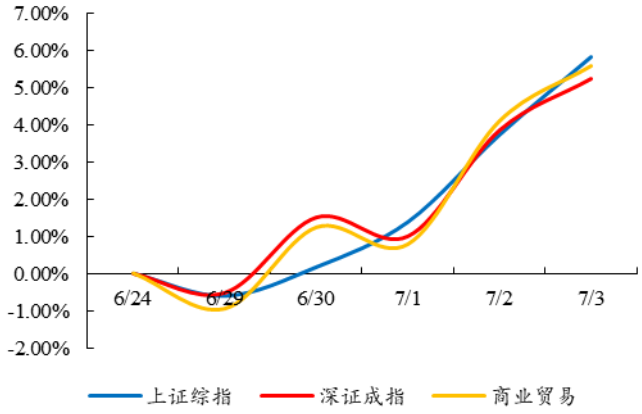
本周（6 月 29 日-7 月 3 日）A 股小幅上涨，零售板块上涨 5.6%。上证综指报收 3152.81 点，全周累计上涨 5.82%；深证成指报收 12433.26 点，上涨 5.25%；本周全部 28 个一级行业均上涨，涨幅表现排名前三位的分别为休闲服务、非银金融和房地产。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3903.73 点，周涨幅 5.56%，在所有一级行业中位列第 8 位。2020 年年初至今，零售行业累计上涨 20.45%，表现明显强于大盘（年初至今上证综指累计上涨 3.37%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 8 位



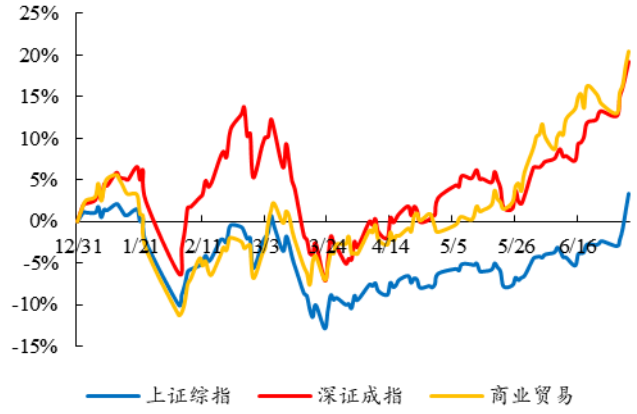
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数上涨 5.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

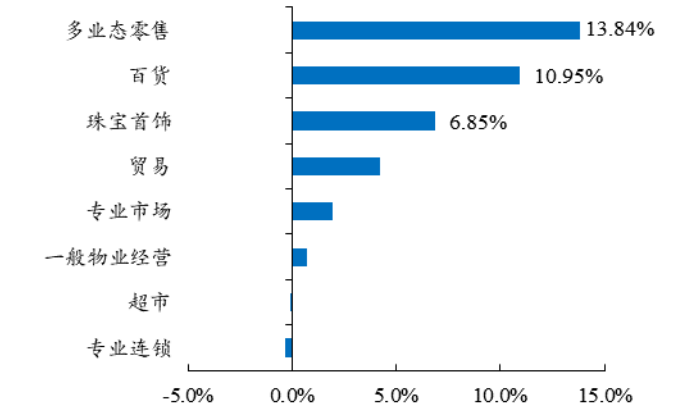
图3：年初至今零售（商业贸易）指数上涨 20.45%



数据来源：Wind、开源证券研究所

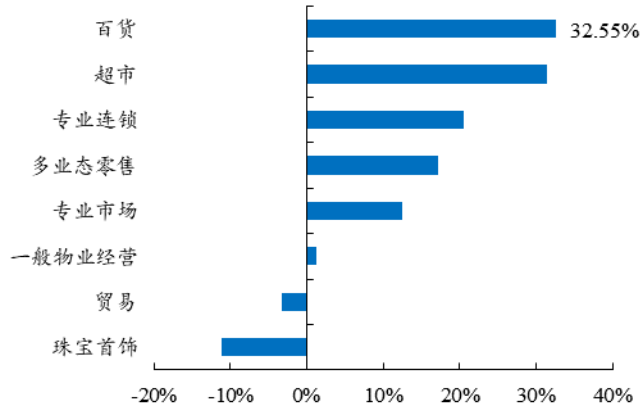
各细分板块中，多业态零售本周涨幅最大，百货板块年涨幅首次超越超市板块。在零售板块各主要子行业（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个子行业）中，本周涨幅靠前的子行业为多业态零售、百货和珠宝首饰，涨幅分别为 13.84%、10.95%和 6.85%。2020 年全年来看，百货板块凭借近几周连续上涨，年初至今累计涨幅已达到 32.55%，首次超越超市，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周多业态零售板块上涨 13.84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：年初至今涨幅百货板块首次超越超市板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周跨境通、王府井和百联股份涨幅靠前。本周零售板块主要 85 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司和 B 股公司）中，合计有 71 家公司上涨、13 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是跨境通、王府井和百联股份，涨幅分别为 51.1%、50.8%和 34.1%。本周跌幅靠前公司为安德利、ST 厦华和汇嘉时代等。

表1：本周零售板块跨境通、王府井和百联股份等涨幅居前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	002640.SZ	跨境通	8.10	51.1%	63.9%	4.9%	多业态零售
2	600859.SH	王府井	60.13	50.8%	28.4%	333.4%	百货
3	600827.SH	百联股份	18.01	34.1%	24.7%	100.6%	多业态零售
4	000715.SZ	中兴商业	6.98	31.7%	15.2%	16.2%	百货
5	300755.SZ	华致酒行	33.71	19.2%	43.6%	48.8%	专业连锁
6	603123.SH	翠微股份	8.76	19.0%	10.6%	28.3%	百货
7	002187.SZ	广百股份	12.75	15.0%	32.7%	51.2%	百货
8	000501.SZ	鄂武商 A	16.73	12.6%	25.3%	28.0%	百货
9	600838.SH	上海九百	8.18	12.5%	37.8%	28.2%	多业态零售
10	600723.SH	首商股份	8.66	12.2%	15.0%	41.5%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/03）

表2：本周零售板块安德利、ST 厦华和汇嘉时代等跌幅居前

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	603031.SH	安德利	33.47	-10.5%	7.1%	38.9%	超市
2	600870.SH	ST 厦华	2.94	-10.4%	5.6%	-1.3%	贸易Ⅲ
3	603101.SH	汇嘉时代	6.22	-5.6%	21.6%	-2.6%	百货
4	002127.SZ	南极电商	21.86	-3.3%	5.9%	101.7%	专业连锁
5	000829.SZ	天音控股	6.36	-3.2%	21.7%	1.9%	专业连锁

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/03）

2、 零售观点：若羽臣首发过会，电商代运营板块再添新军

2.1、 行业观点：若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块再添新军

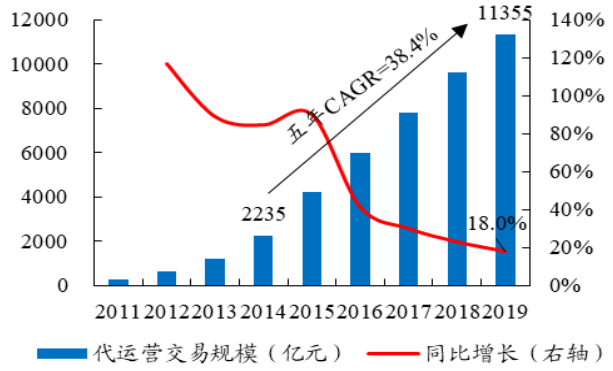
若羽臣过会，有望成为中小板代运营第一股。电商代运营公司若羽臣 7 月 2 日首发上会获通过，A 股电商代运营板块继壹网壹创（已上市）、丽人丽妆（已过会）后有望再添新军。若羽臣成立于 2011 年，经历了近 10 年发展，目前已形成 5 大行业、80 余品牌布局，主营品类涵盖母婴、美妆、食品等，合作品牌包括强生、李施德林等。根据商务部数据，2019 年电商代运营行业交易规模已破万亿，过去五年行业复合增速达到 38%，持续保持高景气。

图6：若羽臣将成为电商代运营板块新军



资料来源：公司官网

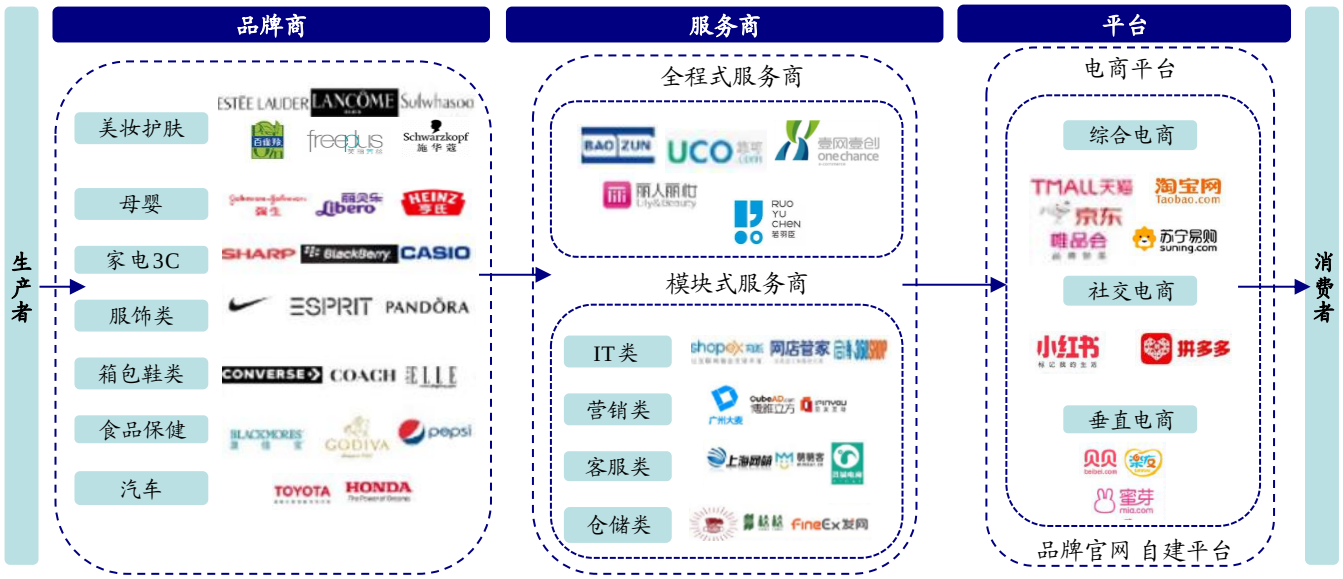
图7：电商代运营行业景气度高



数据来源：商务部、开源证券研究所

电商代运营产业链：代运营服务商起到连接上游品牌方和下游平台方的桥梁作用。品类需求方面，根据艾瑞咨询数据，美妆、服饰、3C 家电等品类的品牌代运营服务需求位居前三，代运营品牌数分别占到总数的 20.9%、18.9%、17.2%，除此之外，食品、家居、母婴等品类代运营服务也存在较大需求。而在产业链下游，平台方也已从传统天猫、京东等综合性电商向社交电商、垂直电商等新兴平台扩展。

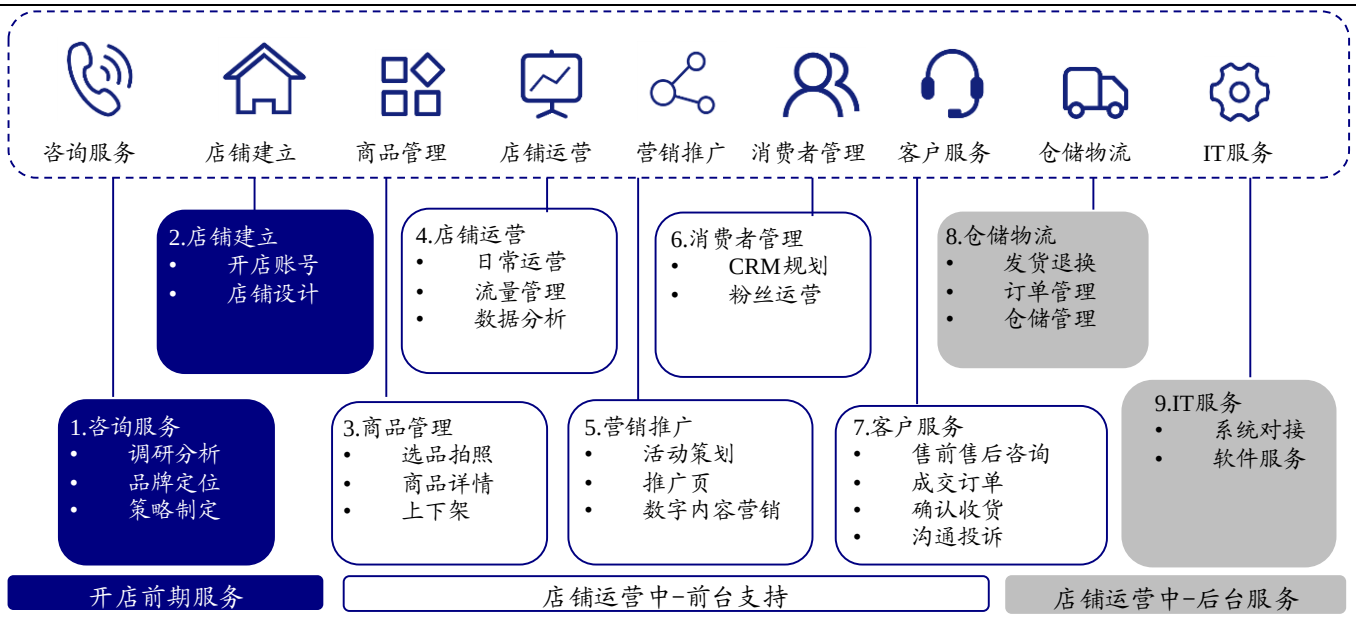
图8：电商代运营服务商起到连接上游品牌方和下游平台方的桥梁作用



资料来源：艾瑞咨询《中国品牌电商服务行业研究报告》、开源证券研究所

对品牌方而言，代运营商可以提供从品牌定位咨询到仓储物流管理的全程式服务。代运营商可以提供的服务包括开店前的咨询服务、店铺设计，运营过程中的营销推广、商品管理、店铺运营等，以及仓储物流、IT 服务等中后台技术层面支持。合作模式方面，可分为代运营商为品牌代销的代运营模式和购买品牌方产品的经销模式；收费模式则包括基础服务费和销售提成模式。

图9：天猫服务商为品牌方提供从品牌定位咨询到仓储物流管理等全程式服务



资料来源：天猫服务商官网、开源证券研究所

龙头代运营公司在行业内持续深耕。目前市场上代运营龙头公司包括宝尊电商、丽人丽妆（已过会）、壹网壹创、若羽臣（已过会）等，对比四家龙头公司：从规模上看，宝尊电商规模最大；从经营品类角度讲，宝尊电商代运营品类包括服饰、3C 家电、美妆等全品类，而丽人丽妆和壹网壹创则主营美妆领域，若羽臣主营母婴食品品类；从盈利能力角度看，壹网壹创盈利能力突出，净利率行业领先；从成长能力看，四家公司均处于高增长状态，其中若羽臣近三年净利润复合增速超过 100%。

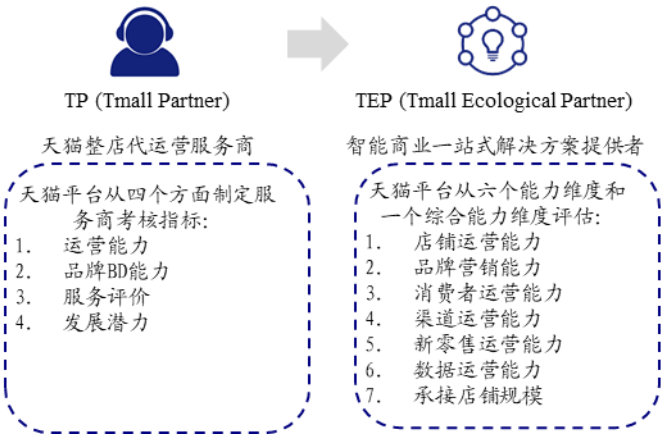
表3：龙头代运营公司在行业内持续深耕

代运营企业	主营品类	服务品牌个数	代表服务品牌	仓储	营收（亿元）	归母净利润（亿元）	归母净利润三年 CAGR	毛利率	净利率
宝尊电商	全品类	231	NIKE Microsoft ZARA	自营	72.8	2.81	48%	62%	4%
丽人丽妆	美妆	82	freeplus Avène Schwarzkopf	外包	36.2	2.52	98%	37%	7%
壹网壹创	美妆	40+	MARUBI 丸美 POP MART	部分自营	14.5	2.19	67%	43%	15%
若羽臣	母婴食品	80+	Pampers	部分自营	9.3	0.77	151%	33%	8%

数据来源：宝尊电商、丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣等公司公告、公司官网、开源证券研究所（其中宝尊电商为 2019 财年数据，壹网壹创为 2019 年数据，丽人丽妆、若羽臣为 2018 年数据）

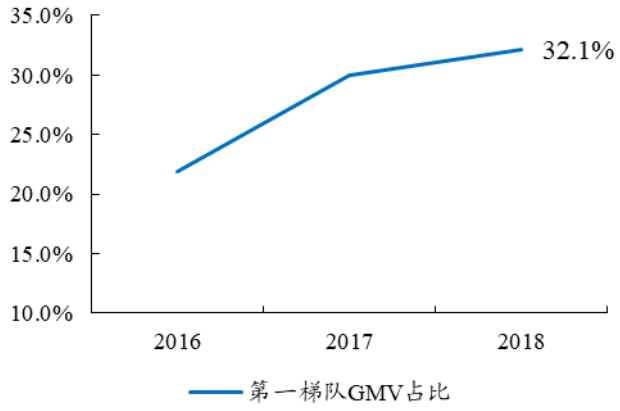
营销、数据服务和仓储物流能力等构筑行业核心竞争壁垒，代运营服务商强者恒强。天猫已经将代运营商从传统的 TP（Tmall Partner）模式转换成 TEP（Tmall Ecological Partner）模式，考察维度也从原来的 4 个维度变成了 6 个维度和 1 个综合能力，对代运营商的渠道、数据等运营能力提出了要求。我们认为，在 TEP 模式下，营销能力、数据服务能力、仓储物流能力等都将成为代运营商的竞争壁垒。从结果上看，头部电商品牌服务商的成交占比在逐年提升，2018 年第一梯队 GMV 占比达 32.1%，较 2016 年的不足 25%提升明显。我们认为，未来头部代运营服务商有望凭借竞争壁垒不断提升市占率，实现强者恒强。

图10：天猫将 TP 转型升级为 TEP



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图11：中国电商代运营服务商第一梯队 GMV 占比提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

电商代运营服务商持续为品牌赋能，有望在未来电商生态系统中扮演更重要角色。1）对于品牌方而言，未来电商代运营企业有望持续为国内外品牌赋能，国际品牌（根据欧瑞咨询，代运营服务需求占比 80%-90%）可以借助电商代运营公司快速打开国内市场，实现更高效运营；中小品牌也可以依托于电商代运营公司的完善供应链建设，降低运营成本。2）对于电商行业而言，代运营是电商生态系统的重要组成部分。以天猫为例，根据 2019 年天猫生态服务商大会数据，2018 年天猫服务商 GMV 同比增速较大盘高出 20%，体现了代运营商经营过程中对店铺的提效赋能；与此同时，大会上还提出天猫服务商三年交易规模翻两倍（达到 5000 亿）的目标，将以标杆计划、孵新计划、提能计划等三大计划助力代运营服务商成长，体现出天猫平台对于代运营服务商发展的重视。

2.2、 投资建议：“消费复苏”主线关注化妆品板块

投资主线 1：继续推荐供应链优势突出的生鲜超市龙头永辉超市、家家悦，川蜀便利店龙头红旗连锁，以及回归超市主业、门店扩张提速的西南零售龙头步步高。我们以重点关注的 8 家超市企业永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高等作为研究样本，2020Q1 超市板块营收同比+19%、扣非归母净利润+11%，成为疫情中少数的受益板块。我们认为，主营必选消费品类的超市业态短期经营业绩具备较强确定性；长期内，行业内食品质量、卫生标准的提高将推动超市对农贸市场替代的确定性进一步强化；其中，拥有强势生鲜供应链的龙头超市在商品供应上更有保障，疫情中社会价值及投资价值凸显，重点推荐生鲜超市龙头永辉超市、家家悦，以及战略重心回归超市主业、供应链变革与数字化赋能驱动经营效率提升的西南零售龙头步步高；此外，关注消费升级与社会人口结构变迁推动的便利店行业成长机会，看好兼具区域规模与品牌优势的便利店龙头，重点推荐红旗连锁。

投资主线 2：疫情缓和、复工复产叠加消费券、电商购物节等刺激，消费复苏主线建议关注化妆品板块。随着疫情缓和，商场恢复开店、客流量逐步反弹，叠加针对性消费券等政策刺激，线下消费稳步复苏，有望带来相关板块公司经营业绩回暖。此外，近期 618 等电商购物节热度高涨，各大平台销售额纷纷打破记录，直播电商等新模式也做出较大贡献，共同推动消费复苏。线下消费复苏主线建议关注：1）化妆品板块：在低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动下，行业仍将保持高景气，国货美妆品牌凭差异化策略立足，以“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等；2）黄金珠宝板块：重点推荐老凤祥，受益标的周大生；3）母婴零售板块：重点推荐爱婴室。

表4：重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高、爱婴室和老凤祥

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
601933.SH	永辉超市	超市	生鲜等必选消费需求韧性叠加 CPI 因素推动公司一季度同店销售高增长；未来，门店扩张与经营提效并举、叠加到家业务布局，公司核心竞争力有望持续增强。
603708.SH	家家悦	超市	疫情期间公司经营业绩实现高增长；未来，在强势供应链赋能下，公司加速省内外门店扩张和并购标的高效整合，有望进一步打开成长空间。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	公司专业连锁店模式对母婴消费上下游具备独特渠道价值，疫情造成短期业绩波动无碍长期核心竞争力；疫情过后，随着门店恢复开业、客流量回升，线下消费复苏有望推动公司经营业绩快速回暖。
002251.SZ	步步高	超市	目前，公司战略重心回归超市板块、加速省内外开店，通过供应链变革与数字化建设持续提升经营效率，盈利能力有望迎来显著回升。
002697.SZ	红旗连锁	超市	消费升级与社会人口结构变迁驱动小业态超市（便利店）进入快速发展期。公司在川内品牌和规模优势显著，通过经营品类结构优化带动毛利率持续提升，随着前期并购整合基本完成，重启加速扩店后有望进一步打开成长空间。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	黄金珠宝市场持续增长，龙头企业凭借品牌和渠道优势，市占率有望继续提升。公司在品牌底蕴、工艺设计和产品品质方面优势明显，近年来通过品类结构优化、门店加速扩张及管理活力释放，有望进一步打开成长空间。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、 永辉超市：生鲜供应链优势显著，疫情期间到家业务价值重估

以生鲜为特色的全国超市龙头，受疫情催化业绩估值有望迎来双击。公司深耕生鲜运营近 20 年，凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化，在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。近年来，公司依托生鲜差异化优势持续推进门店扩张、完成全国布局，规模优势也开始显现。而在传统卖场主业之外，面对社区生鲜等新兴业态竞争挑战，公司以永辉 mini 业态下沉社区并承载到家业务开展，精准卡位社区零售赛道，将有力防御竞争业态对卖场主业的冲击分流。

到家业务占比持续提升，全年计划新开店 130 家。公司持续推进全渠道运营平台建设，2019 全年/2020Q1 线上到家业务实现销售额 35 亿元/21 亿元，占比 4.4%(+2pct)/7.3%；2020 年一季度，公司承接云创线上业务，打通云创与云超系统，公司“到家”业务有望实现整体提速，截至 2020 年 3 月份永辉生活 APP 占到家业务比重已提升至 57%。2020 年，公司计划实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户，竞争力有望进一步增强。根据公司官网（截至 2020 年 6 月 30 日），2020 年上半年公司新开门店 31 家，计划全年新开大卖场店 130 家；上半年受疫情影响展店有所放缓，下半年开店有望提速。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告**《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头稳步扩张，“到店到家”巩固主业护城河》**和 2020 年 4 月 29 日信息更新报告**《永辉超市（601933.SH）：一季度高增长，门店全国扩张与到家业务布局加速》**

2.2.2、 家家悦：省内外加速整合扩张，前期并购标的多维赋能、快速扭亏

胶东地区生鲜超市龙头，省内外加速整合扩张。公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例（超过 80%）、完善的物流仓储基地布局和中央厨房等规模化生产中心运作，在供应链等生鲜经营全方面建立了牢固竞争壁垒。公司深耕胶东市场，近年来依托区域内完善布局的仓储物流中心开始在山东省内其他地区加速展店，通过门店合伙人机制也保障了新店的高效运营。此外，公司通过并购方式加速省外扩张，已陆续进入河北、安徽市场，开启全国化布局。我们看到青岛维客等公司前期并购标的在整合后业绩已有明显改善（2019 年净利润 0.17 亿元，2018 年仅有 0.02 亿元）。未来，在公司强势供应链赋能及经营管理提效帮助下，河北家家悦（2019 年亏损 0.3 亿元）、山东华润万家等均有望复制青岛维客经验，为公司带来业绩弹性。

同店保持快速增长，前期并购标的有望逐渐实现扭亏。疫情在局部地区反复，同时叠加公司完成信息系统切换等因素，预计二季度公司同店收入有望继续保持稳定增长。前期收购标的淮北乐新商贸、河北家家悦等年内老店有望实现扭亏，同时加大新店扩张，有望进一步打开成长空间。公司 7 月 3 日公告，计划总投资 10 亿元在淮北市投资建设综合物流园、农产品加工等项目，为后续门店拓展提供物流等方面保障。

详见开源零售 2020 年 1 月 19 日首次覆盖报告**《家家悦（603708.SH）：胶东生鲜超市龙头，内生外延扩张推进全国化布局》和** 2020 年 4 月 21 日信息更新报告**《家家悦（603708.SH）：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张》等**。

2.2.3、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，线下消费复苏将驱动经营回暖

深耕线下零售的母婴消费专家，内外兼修稳步成长。公司深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和用户服务体验方面已树立品牌和口碑：行业洞察和专业买手保障产品品质，品牌商资源支持+直采模式构筑价格优势，门店暖心服务增强消费者粘性。上市以来，公司一方面内练经营提效，通过供应链和商品结构优化（自有品牌发展），毛利率已持续提升至 31.2%；另一方面也外展门店宏图，2019 年全年新开店 73 家、年末门店总数达到 297 家，并在华东大本营之外首次扩军西南重庆与华南深圳市场，全国性布局跃然纸上。在巩固线下零售优势基础上，公司重点发展电商渠道、建设自有品牌，优化会员营销（至年末会员数达到 385 万人，活跃会员销售占比达 87%）打造母婴生态圈。在母婴消费品牌化升级大潮下，公司有望持续受益。

母婴消费需求韧性较强，静待疫情消退客流回归。前期“新冠病毒肺炎”疫情对公司经营客观上带来了关店等影响，但核心母婴快消类产品（奶粉、纸尿裤等）作为消费者刚需存在较强韧性，会通过街边门店、线上 APP、“到家”配送等渠道满足。面对疫情公司积极应对，近两年大力推进的线上业务布局发挥重要作用：“企业微信”、门店配送“到家业务”和爱婴室 APP 订单接收转化共同带动公司在奶粉等核心品类保持销售增长。近期，随着疫情趋向缓和，公司前期关闭门店已基本全部恢复开店，随着客流量逐步回升，有望带来门店销售和经营业绩回暖。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告**《爱婴室（603214.SH）：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图》**和 2020 年 4 月 22 日信息更新报告**《爱婴室（603214.SH）：一季度业绩受疫情影响下滑，静待线下消费复苏》**等。

2.2.4、 红旗连锁：扩品类+展门店，川蜀便利店龙头加速起航

川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间。公司深耕便利店业务近二十年，依托网点密集布局形成的规模优势、高效供应链配送体系以及成熟门店运营管理能力，在经营上筑就了深厚壁垒。近年来，公司并通过收购 9010、入股吉百兴引入高毛利率的堂食、快餐业务，同时大力发展进口商品业务，推动品类结构不断优化；另一方面，公司通过优化完善红旗云大数据平台，提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本。2019 年，公司毛利率已稳健提升至 30.9%（同比+1.50pct），降本增效成绩显著。此外公司通过自建+并购快速扩张，2019 年公司累计新开/净开店 309/253 家、年末门店总数达到 3070 家，2015 年至今先后完成红艳超市、互惠超市和 9010 等收购整合，区域龙头地位稳固。随着公司前期并购整合基本完成，重启加速扩店后，有望进一步打开成长空间。

公司门店重启加速扩张，品类优化、供应链建设多措并举，竞争力继续增强。近年来，公司通过自建+并购方式快速扩张，随着前期并购整合完成，2019 年起（净开 253 家）门店拓展速度明显提高。2020 年上半年公司新开门店约 130 家，疫情背景下仍实现快速展店。同时，疫情中部分中小可选消费业态经营承压，也为公司在并购整合与选址优化方面提供更多运作空间。此外，公司在门店中持续引入高毛利熟食、快餐、进口食品等品类，经营品类结构持续优化；通过红旗云大数据平台提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本，未来毛利率有望进一步提升。

详见开源零售 2020 年 2 月 28 日首次覆盖报告**《红旗连锁（002697.SZ）：川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间》**和 2020 年 4 月 27 日信息更新报告**《红旗连锁（002697.SZ）：一季报业绩实现高增长，展店速度继续提升》**等。

2.2.5、 步步高：西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航

步步高为西南地区双业态零售龙头。公司 1995 年成立于湖南湘潭，2005 年开始加速拓展省外业务，2008 年 6 月登陆深交所，目前已发展成为一家深耕湖南，以超市和百货为主体，大卖场、家电专业店、城市生活广场等多业态齐头并进的综合性零售渠道商。截至 2019 年底，公司已涉足湖南、广西、江西、川渝地区，共经营百货门店 54 家、超市门店 348 家（含家电门店）。在经营模式上，超市业务以自营为主、百货业务以联营为主。公司自成立以来，已逐步形成了立足中小城市发展、密集式开店网络布局、多业态组合等经营优势，同时不断推进数字化转型、加速线上线下融合，打造核心竞争力。

战略回归超市主业、聚焦优势区域，供应链变革与数字化赋能驱动经营效率提升。公司战略重心回归超市板块，2019 年超市门店净增 58 家（2017/2018 年分别为 45、23 家），展店明显提速。公司立足湖南，近年来加速向周边省域渗透，目前江西、广西等区域零售竞争环境仍相对宽松，存在较大扩张发展机会。随着公司省外门店逐渐成熟，门店整体坪效及盈利能力也有望显著提升。百货方面，公司放缓扩张速度、增大餐饮文娱业态，并通过兴建大型地标性购物中心提升品牌影响力，实现存量提升，受益于疫情缓和、客流恢复和湖南省消费券刺激，二季度公司百货业务经营有望显著回暖。2020 年 6 月 29 日，公司宣布退出重庆市场，聚焦优势区域的同时也有望实现大幅减亏。此外公司也通过多种措施提升经营效率：一方面积极推进生鲜供应链变革，加大生鲜直采比例，完善物流配送也降低损耗；另一方面，公司通过线上会员运营与到家业务的较早布局持续加强数字化建设，有望长期提升精准营销与品类优化能力，进一步打开盈利成长空间。

详见开源零售 2020 年 5 月 23 日首次覆盖报告**《步步高（002251.SZ）：西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航》**。

2.2.6、 老凤祥：黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展

老凤祥为黄金珠宝行业龙头之一，以百年品牌著称，现已构筑全品类矩阵和完整产业链。公司下设“老凤祥”珠宝首饰、“工美”工艺美术、“中华”笔类文教用品三大业务板块。截至 2020 年 3 月 31 日，公司共拥有营销网点 3891 家（含海外银楼 19 家）。公司具有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力。公司始终坚持自主创新和研发，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地把控上游生产源头；产品上构建珠宝首饰全品类矩阵并向服饰类饰品、旅游纪念品、工艺品、钟表、珐琅和眼镜等产业跨界延伸；下游渠道方面则以加盟经销为主，结合自营银楼建设，轻资产运营灵活扩张的同时严控品牌管理。

老凤祥背靠品牌工艺外延门类，借助加盟经销模式稳步扩张。公司品牌成立 170 余年，在品牌底蕴、工艺设计和产品品质方面积淀深厚，未来发展也具备较多看点。产品方面，公司不断加大对高毛利率精品黄金以及镶嵌类等非黄金产品布局，品类结构持续优化。渠道方面，公司通过轻资产加盟模式快速扩张，2019 年净增门店 372 家（2017/2018 年分别新增 186/347 家），门店扩张明显提速。此外，公司通过推进股权改革及引入职业经理人等制度释放经营活力，目前公司资产周转率显著优于同行，ROE 也处于行业较高水平，显示出较高的经营管理效率。未来，品类优化、门店扩张、经营提效有望共同带动公司进一步打开成长空间。

详见开源零售 2020 年 6 月 14 日首次覆盖报告**《老凤祥（600612.SH）：黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展》**。

表5：本周重点推荐个股步步高涨幅靠前

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	周涨幅（%）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	9.41	-0.11%	0.27	0.34	0.43	36	27	22
603708.SH	家家悦	买入	44.29	0.43%	0.91	1.07	1.25	49	41	36
603214.SH	爱婴室	买入	31.14	-2.35%	1.25	1.57	1.96	25	20	16
002697.SZ	红旗连锁	买入	10.57	-2.67%	0.48	0.56	0.64	22	19	16
002251.SZ	步步高	买入	13.65	6.81%	0.26	0.33	0.45	54	41	30
600612.SH	老凤祥	买入	48.15	-0.12%	2.83	3.30	3.79	17	15	13

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/03）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：购物中心、会员制电商、电商代运营、完美日记等

【购物中心】2020 中国购物中心租金趋势报告发布

6 月 28 日，联商网零售研究中心发布《2020 中国购物中心租金趋势报告》。报告从 2019 年社零消费、商业地产行业整体发展情况及购物中心市场供应、租金规模、空置率以及近三年主要商业地产企业租金收入对比及未来趋势等系列角度切入，着重分析大陆和港资两大商业地产开发阵营的购物中心租金收入局面、商业开发特点。（来源：联商网）

【生鲜电商】生鲜食材采购电商平台“莲菜网”完成 1.55 亿元 B+轮融资

6 月 28 日，生鲜食材采购电商平台“莲菜网”宣布完成 1.55 亿元 B+轮融资，由美菜领投、河南省内一家国有性质基金公司跟投。融资完成后，莲菜网将继续保持品牌独立运营，通过与美菜网的强强联合，借助美菜供应链、大数据和资金渠道等优势做好企业信息化建设、区域深耕和渠道下沉。（来源：新浪科技）

【便利店】广东天福便利连锁进军江西

6 月 29 日，广东天福便利连锁进军江西，首店在赣州市开业。未来 1 年，天福便利店要实现赣州全市覆盖，并在未来 3 年要在江西市场发展 300-500 家门店，拓展便利店综合服务功能，打造适合江西市场“小而全、小而美”便利的社区生活服务中心。（来源：潇湘晨报）

【跨境电商】Lazada 南宁跨境创新服务中心启用

6 月 29 日，Lazada 首个跨境电商创新服务中心在南宁正式启用，为西南一带的中小商家提供一站式的小语种直播服务，尤其是面向泰国、马来西亚、印尼、越南等东南亚小语种国家市场，由当地专业的服务团队，指导商家使用直播工具，并匹配专业主播资源以及进行小语种直播专业培训等，加速中小商家货通东南亚。（来源：亿邦动力网）

【连锁超市】中国超市百强榜发布：华润万家居首

6 月 30 日，中国连锁经营协会发布 2019 年中国超市百强榜单，华润万家以 951 亿元销售额排首位，而盒马鲜生年销售额增长最快，同比增长 185.7%。榜单前十的百强企业销售额达 5809 亿元,占百强总销售的 59.3%,具有较明显的行业集中度。(来源：新京报)

【消费券】规模 100 亿的全国版消费券正式开始发放。

6 月 30 日，规模 100 亿的全国版消费券正式开始发放，这是全国 200 多座城市发放地方版消费券后，全国范围首次发放跨城通用消费券。每天早上 8 点、12 点，用户上支付宝搜“717”就可以领取，每次可一键领取 3 张，分别为 10-2、30-5，60-10，可以连续领 17 天，当天领券，当天使用。（来源：联商网）

【会员制电商】京东旗下电商购物平台“1 号店”探索会员制电商

7 月 1 日,京东旗下电商购物平台 1 号店启动全新版本灰度测试,新版本中“1 号店”名称变更为“1 号会员店”。此前，京东零售集团 CEO 徐雷曾在 2020 年第一季度财报电话会议上透露，京东计划在二季度末、三季度初将“1 号店”转型为“1 号会员店”,针对高线市场的中高端人群推出精选商品的付费会员服务。(来源:新浪财经)

【社区生鲜】国美再推新超市品牌，首家美+生鲜生活超市落地北京

7 月 1 日，国美首家社区生鲜超市“美+生鲜”生活超市在北京通州正式亮相。该店面积在 500-800 平米左右，是一家社区超市门店，采用线上线下一体化经营，围绕社群打造到家、到店线下场景。从经营商品品类上看，该店主要以生鲜经营为主，配以一部分快消。店内水果区面积相对较大，并设有主食柜台。生鲜多为散售形态，预包

装商品并不多，商品价格走平价路线。（来源：联商网）

【电商代运营】若羽臣首发上会通过，有望成为中小板电商代运营第一股

7 月 2 日，此前被暂缓表决的广州若羽臣科技股份有限公司首发上会获通过。这意味着，若羽臣有望成为中小板电商代运营第一股。若羽臣此次计划募集资金 7.17 亿元。其中，2.7 亿元用于新品牌孵化培训平台建设项目，2.4 亿元用于代理品牌营销服务一体化建设项目。（来源：网易）

【电子商务】商务部电子商务司发布了《中国电子商务报告 2019》

7 月 2 日，商务部电子商务司发布了《中国电子商务报告 2019》，对 2019 年中国电子商务发展情况、发展特点以及未来发展趋势进行了总结盘点。全国电子商务交易额达 34.81 万亿元，其中网上零售额 10.63 万亿元，同比增长 16.5%，实物商品网上零售额 8.52 万亿元，占社会消费品零售总额的比重上升到 20.7%；电子商务从业人员达 5125.65 万人。（来源：新浪科技）

【完美日记】完美日记母公司拟为 IPO 募资 4-5 亿美元，最早在年底挂牌上市

7 月 2 日，完美日记母公司广州逸仙电子商务拟为首次公开募股筹集 4-5 亿美元，可能最早在今年年底进行。广州逸仙电子商务已经选择高盛和摩根士丹利，筹备潜在的首次公开募股交易。该公司一直考虑香港等潜在的上市地，但尚未作出最终决定。（来源：36 氪）

【社区生鲜】大润发超市正在试水 mini 店小润发 RT-mini ，将落地南通

7 月 3 日，大润发超市正在试水 mini 店，取名小润发 RT-mini，这也是大润发在与盒马联合推出“盒小马”之后，再次进行业态迭代，这是一家新零售社区生鲜超市。从本次的选址来看，终边覆盖了多个人群密集的小区，是真正意义上的社区生鲜超市选址打法。（来源：赢商网）

【酒水零售】腾讯布局酒水零售赛道，投资酒类同城配送平台酒小二

7 月 3 日，腾讯近日完成了对酒类同城配送平台酒小二的投资；这也是继重注酒水 B2B 电商平台易久批后，腾讯在酒水零售赛道的再一次布局。据官方介绍，酒小二与中粮、MHD、百威英博、人头马、广西中烟等知名品牌均已达成战略合作，而部分葡萄酒、进口酒则选择海外直采。（来源：联商网）

3.2、 公司公告：步步高退出重庆市场、家家悦在淮北建设综合物流园等

重庆百货：收购股权的关联交易公告

根据公司 6 月 29 日公告，重庆百货大楼股份有限公司以现金方式向步步高集团收购重庆市合川区步步高宝川置业有限责任公司和重庆步步高中煌商业管理有限公司各 100%股权。交易价格为宝川置业和步步高中煌的净资产评估值，分别为 6.43 亿元和 0.13 亿元，合计 6.56 亿元。

步步高：关于退出重庆市场的公告

根据公司 6 月 29 日公告，因步步高商业连锁股份有限公司控股股东步步高投资集团股份有限公司参与了重庆百货大楼股份有限公司控股股东重庆商社有限公司的混合所有制改革。为解决公司与重庆百货的同业竞争问题，公司决定退出重庆市场。

美凯龙：2019 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 29 日公告，本次利润分配及转增股本以方案实施前的公司总股本 35.5 亿股为基数，每股派发现金红利 0.253 元（含税），以资本公积金向全体股东每股转增 0.01 股，共计派发现金红利 8.98 亿元（含税），转增 3.5 亿股。本次分配后总股本为 39.05 亿股，其中 A 股股本为 31.64 亿股。

老凤祥：关于同意下属公司签订《征收及协议置换补偿框架协议书》的公告

根据公司 6 月 29 日公告，老凤祥股份有限公司董事会和监事会同意下属公司“三星文教”与“浦东第四房屋征收公司”签订《征收及协议置换补偿框架协议书》，协商约定，“东高路 398 号土地及厂房”征收及协议置换补偿总费用初步预算为 4.19 亿元。此外，“三星文教”将从上述征收及协议置换补偿总费用中支付给承租人 0.88 亿元。

青松股份：关于收购控股子公司 10%股份暨关联交易的进展公告

根据公司 6 月 29 日公告，福建青松股份有限公司全资子公司广东领博科技投资有限公司以现金方式收购诺斯贝尔化妆品股份有限公司 10%股份（交易对价为人民币 4.3 亿元）的交易已完成。本次交易完成后，公司及全资子公司广东领博将合计持有诺斯贝尔 100%股份。

豫园股份：关于要约收购上海策源置业顾问股份有限公司过户完成的公告

根据公司 6 月 30 日公告，上海豫园旅游商城股份有限公司本次要约收购的清算过户手续已经办理完毕，公司持有策源股份 90.09%的股份，成为策源股份第一大股东。

值得买：2020 年度非公开发行股票募集说明书(申报稿)

根据公司 6 月 30 日公告，北京值得买科技股份有限公司本次发行拟募集资金总额不超过 10 亿元，募集资金将用于内容平台升级项目、多元化消费类 MCN 项目、消费互联网研究院项目以及补充流动资金项目。

吉宏股份：关于回购公司股份的进展公告

根据公司 7 月 1 日公告，截至 2020 年 6 月 30 日，厦门吉宏科技股份有限公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 111.12 万股，占公司总股本的 0.29%，购买的最高价为 34.58 元/股，最低价为 23.05 元/股，成交均价为 29.06 元/股，支付的总金额为 0.19 亿元。

步步高：关于回购公司股份的进展公告

根据公司 7 月 1 日公告，截至 2020 年 6 月 30 日，步步高商业连锁股份有限公司通过回购专用证券账户，以集中竞价方式实施回购公司股份 497.9 万股，占公司总股本

的比例为 0.58%，购买的最高价为 13.55 元/股、最低价为 9.94 元/股，已支付的总金额为 0.61 亿元。

中百集团：关于获得政府补助的公告

根据公司 7 月 2 日公告，中百控股集团股份有限公司及下属子公司 2020 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，累计收到政府各类补助资金共计 0.92 亿元。

家家悦：关于在淮北市投资建设综合物流园等项目的公告

根据公司 7 月 3 日公告，家家悦集团股份有限公司与安徽淮北凤凰山经济开发区管理委员会签订协议，家家悦集团计划总投资 10 亿元在淮北市投资建设综合物流园、农产品加工等项目，包括仓储设施、冷链物流、农产品加工附属设施及相关延伸产业、未来门店连锁网络建设等。

表6：零售公司大事提醒：关注吉宏股份、珀莱雅等公司股东大会等

日期	公司名称	重大事项
7 月 6 日	吉宏股份	股东大会召开
7 月 6 日	苏宁易购	分红除权、分红派息
7 月 6 日	珀莱雅	股东大会召开
7 月 6 日	美凯龙	分红除权、分红派息
7 月 7 日	美凯龙	红股上市
7 月 9 日	中百集团	分红除权、分红派息
7 月 10 日	高鑫零售	分红派息
7 月 15 日	值得买	限售股份上市流通
7 月 16 日	友阿股份	股东大会召开
7 月 16 日	美凯龙	股东大会召开

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：关注 2020 中国母婴数字创新国际峰会等

日期	主题	重大事项
7 月 13 日	母婴	2020 中国母婴数字创新国际峰会
7 月 17 日	直播	商业直播经济大会 2020（上海）
7 月 18 日	直播电商	2020 国内直播电商与短视频大会
7 月 23 日	消费品	CPG 2020 第四节中国消费品 CIO 峰会（华南专场）
7 月 28 日	食品饮料	FBIF 食品饮料创新论坛：科技·颠覆
7 月 30 日	新零售	2020 第五届中国新零售与数字化创新峰会（上海）
7 月 31 日	跨境电商	2020CCEE（深圳）雨果网跨境电商选品大会暨采购节
7 月 31 日	快消品	2020（第六届）中国快消品+互联网大会（成都）
8 月 13 日	直播营销	2020 品牌智能营销论坛(AiBMF)
8 月 19 日	自有品牌	2020 中国零售业自有品牌年会

资料来源：亿邦动力网、活动家、开源证券研究所

4、 风险提示

社零消费与宏观经济密切相关，若经济增速持续放缓，零售板块整体也将承压；

部分中小企业现金流压力较大，带来经营风险；

受疫情影响，行业中部分公司门店扩张节奏放缓风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835