商业贸易

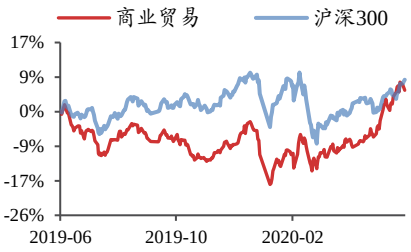
2020 年 06 月 27 日

资本加码社区团购，阿里菜鸟入局影响行业格局

——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 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

《行业点评报告-5 月社零同比下降 2.8%，可选消费复苏进行时》-2020.6.15

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

● **本周核心观点：资本加码社区团购，阿里菜鸟入局或将改变行业格局**

近期，多家社区团购平台纷纷获得新一轮融资：兴盛优选即将完成新一轮 3 亿美元融资，同程生活获 2 亿美元 C 轮融资，十荟团完成 C1 轮融资。在 6 月 23 日举行的 2020 全球智慧物流峰会上，阿里菜鸟总裁万霖宣布菜鸟驿站将打造数字社区生活中心，推出团购、洗衣、回收等一站式服务。与各种电商模式重点追求速度不同，社区团购通过“高质+低价”模式，深受 2-4 线中青年女性群体欢迎。根据我们测算，社区团购市场规模已达千亿级别。社区团购的产业链通常包括供应商、平台、团长和消费者四个环节。由于主要依托社区住户，社区团购的获客成本较一般电商要低，低进入门槛下，团长群体流动性大和供应链链条较长，是制约社区团购企业发展的瓶颈。本次阿里菜鸟依托终端物流优势加码入局社区团购，存在几方面竞争优势：1）菜鸟驿站通常依托社区建立网点，用户与社区团购消费群体重叠，借此入局能大幅降低获客成本；2）菜鸟社区团购全部货品来自大润发，借助大润发线下网点和供应链体系，能够提供标准化的团购商品；3）菜鸟社区团购全程由站长提供服务，有效解决团长的流动性问题，菜鸟对于站长系统的管理和培训，能够提供专业的服务水平。从长远角度来看，菜鸟驿站定位是下一代城市社区基础设施，未来给驿站加入更多功能，深度绑定社区群体，提供一站式服务。随着菜鸟驿站业务进一步扩张，或将改变社区团购行业格局。

● **行业关键词：餐饮连锁、淘宝直播、微信小商店、辛选珠宝节、社区生鲜等**

【餐饮连锁】快餐品牌乡村基获红杉中国数十亿元投资。

【淘宝直播】淘宝发布《天猫 618 淘宝直播创新报告》。

【微信小商店】微信内测“微信小商店”功能。

【辛选珠宝节】周大生联手快手“辛选珠宝节”专场直播 GMV 达 4.1 亿元。

【社区生鲜】京东社区生鲜又添新业态“京选好果”。

● **板块行情回顾**

本周零售板块（商业贸易指数）报收 3698.04 点，下跌 1.87%，跑输上证综指（本周上涨 0.40%）2.27 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 25 位。各细分板块中，专业连锁、超市等板块本周表现靠前，年初至今仍属超市板块表现最好。个股方面，本周南极电商（+6.9%）、家家悦（+6.6%）、王府井（+6.0%）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：资本青睐社区团购，阿里菜鸟加码布局 5
2.1、 行业观点：资本青睐社区团购，阿里菜鸟加码布局 5
2.2、 投资建议：“消费复苏”主线关注化妆品板块 8
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：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张 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 10
2.2.4、 红旗连锁：一季报业绩高增长，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 11
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 12
3、 零售行业动态追踪 12
3.1、 行业关键词：餐饮连锁、淘宝直播、微信小商店、辛选珠宝节、社区生鲜等 12
3.2、 公司公告：多家公司年度权益分派公告等 14
4、 风险提示 16

图表目录

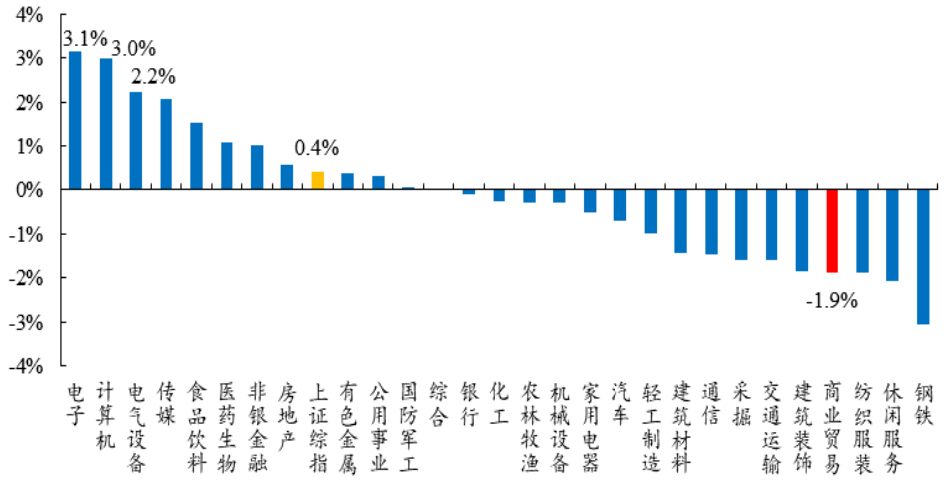
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 25 位 3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数下跌 1.87% 3
图 3： 年初至今零售（商业贸易）指数上涨 14.10% 3
图 4： 本周专业连锁板块上涨 1.63% 4
图 5： 年初至今超市板块涨幅表现最好 4
图 6： 社区团购平台兴盛优选即将完成新一轮融资 5
图 7： 阿里菜鸟驿站全新升级，入局团购市场 5
图 8： 社区团购市场玩家丰富 5
图 9： 社区团购市场具有较强的区域性 5
图 10： 社区团购产业链包括供应商、平台、团长和消费者四个环节 6
图 11： 兴盛优选商业模式经过四次迭代 7
图 12： 兴盛优选最终确立“预售+自提”模式 7

表 1： 本周零售板块南极电商、家家悦和王府井等涨幅居前 4
表 2： 本周零售板块广百股份、百联股份和供销大集等跌幅居前 4
表 3： 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 4： 本周重点推荐个股家家悦涨幅靠前 12
表 5： 零售公司大事提醒：关注步步高、重庆百货股东大会等 15
表 6： 零售行业大事提醒：关注 NCB 新消费商业创新峰会暨零售科技创新展等 15

1、 零售板块行情回顾

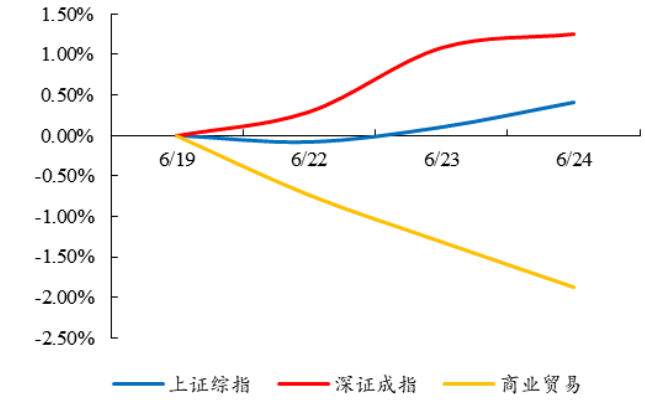
本周（6 月 22 日-6 月 24 日）A 股小幅上涨，零售板块下跌 1.87%。上证综指报收 2979.55 点，全周累计上涨 0.40%；深证成指报收 11813.53 点，上涨 1.25%；在全部 28 个一级行业中，有 12 个行业上涨，涨幅表现排名前三位的分别为电子、计算机和电气设备。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3698.04 点，周跌幅 1.87%，在所有一级行业中位列第 25 位。2020 年年初至今，零售行业累计上涨 14.10%，表现明显强于大盘（年初至今上证综指累计下跌 2.31%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 25 位



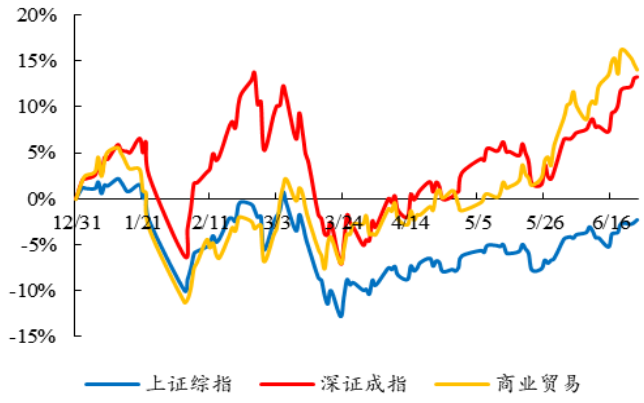
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数下跌 1.87%



数据来源：Wind、开源证券研究所

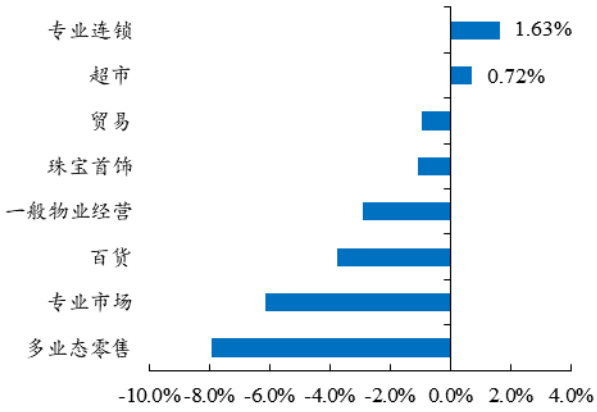
图3：年初至今零售（商业贸易）指数上涨 14.10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

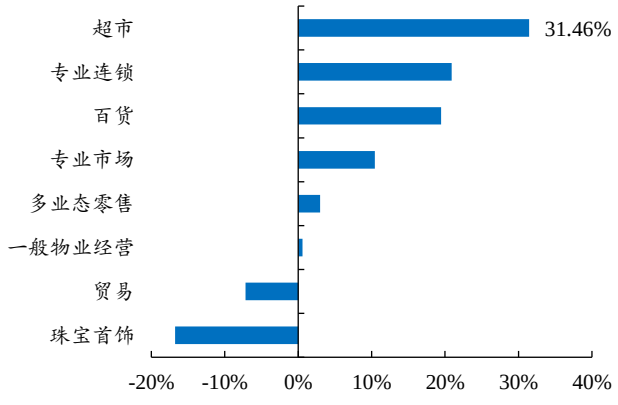
零售各细分板块中，专业连锁板块本周涨幅最大为 1.63%，年初至今超市板块表现最好。在零售板块各主要子行业（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个子行业）中，本周涨幅靠前的子行业为专业连锁和超市，涨幅分别为 1.63%和 0.72%。2020 年全年来看，超市板块年初至今涨幅最高，累计涨幅为 31.46%。

图4：本周专业连锁板块上涨 1.63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：年初至今超市板块涨幅表现最好



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周南极电商、家家悦和王府井涨幅靠前。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 15 家公司上涨、70 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是南极电商、家家悦和王府井，涨幅分别为 6.9%、6.6%和 6.0%。本周跌幅靠前公司为广百股份、百联股份和供销大集等。

表1：本周零售板块南极电商、家家悦和王府井等涨幅居前

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	002127.SZ	南极电商	22.60	6.9%	3.8%	108.5%	专业连锁
2	603708.SH	家家悦	44.10	6.6%	1.1%	83.6%	超市
3	600859.SH	王府井	40.20	6.0%	35.2%	187.3%	百货
4	603101.SH	汇嘉时代	6.59	5.1%	20.1%	3.2%	百货
5	603031.SH	安德利	37.40	3.3%	7.5%	55.2%	超市
6	000906.SZ	浙商中拓	5.70	2.3%	4.1%	-3.2%	贸易Ⅲ
7	600723.SH	首商股份	7.72	1.8%	8.7%	26.1%	百货
8	600826.SH	兰生股份	10.31	1.6%	0.8%	-8.3%	贸易Ⅲ
9	002251.SZ	步步高	12.78	1.4%	3.1%	41.7%	超市
10	002091.SZ	江苏国泰	6.27	0.8%	3.2%	-8.7%	贸易Ⅲ

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/24）

表2：本周零售板块广百股份、百联股份和供销大集等跌幅居前

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	002187.SZ	广百股份	11.09	-17.5%	22.2%	31.5%	百货
2	600827.SH	百联股份	13.43	-17.1%	17.4%	49.6%	多业态零售
3	000564.SZ	供销大集	4.11	-14.9%	31.1%	72.0%	百货
4	600865.SH	百大集团	6.54	-10.3%	16.8%	3.8%	百货
5	600738.SH	兰州民百	5.42	-10.0%	5.8%	9.7%	专业市场

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/24）

2、 零售观点：资本青睐社区团购，阿里菜鸟加码布局

2.1、 行业观点：资本青睐社区团购，阿里菜鸟加码布局

社区团购头部企业相继获得新一轮融资，阿里菜鸟加码布局。近期，多家社区团购平台纷纷获得融资：兴盛优选即将完成新一轮 3 亿美元融资，同程生活获 2 亿美元 C 轮融资，十荟团完成 C1 轮融资。此外在 6 月 23 日举行的 2020 全球智慧物流峰会上，阿里菜鸟总裁万霖宣布菜鸟驿站将打造数字社区生活中心，推出团购、洗衣、回收等一站式服务。资本加码有望推动社区团购行业进一步发展。

图6：社区团购平台兴盛优选即将完成新一轮融资



资料来源：兴盛优选 APP

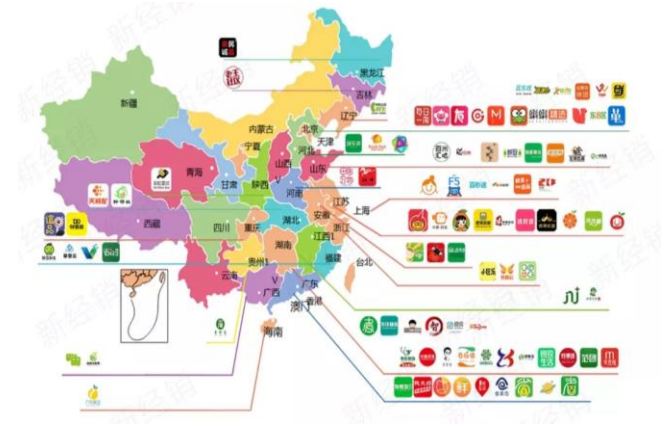
图7：阿里菜鸟驿站全新升级，入局团购市场



资料来源：菜鸟驿站

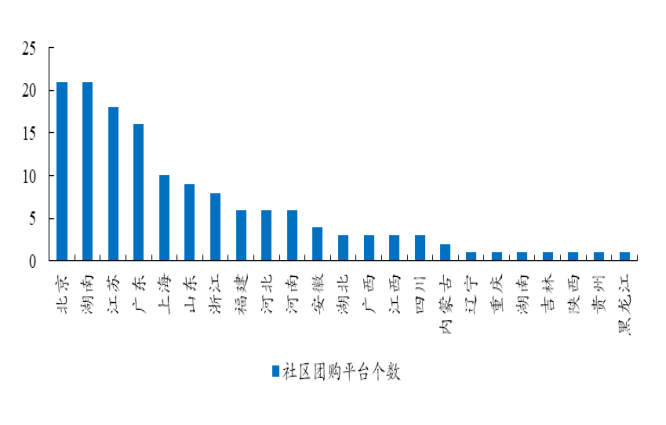
社区团购行业市场规模达千亿级。社区团购是将社区宝妈、便利店店长、快递站长等发展成团长，连接小区居民并通过微信群、小程序下单的团购模式。2017 年，第一家社区团购“你我您”出现；2018 年，社区团购市场“百团大战”；2019 年，在资本驱动下社区团购市场开始集中；2020 年，疫情催化下社区团购模式逐渐受到消费者和资本认可。目前行业头部平台包括兴盛优选、同程生活和十荟团等，除发源地湖南外，多数企业分布于江苏、广东和北上等经济发达地区。我们对行业规模进行简单测算，全国范围适合社区团购小区约有 40 万个，成熟社区 GMV 约为 6-8 万元/月，以 30%社区渗透率估算，我国社区团购市场规模接近 1000 亿元。

图8：社区团购市场玩家丰富



资料来源：新经销

图9：社区团购市场具有较强的区域性

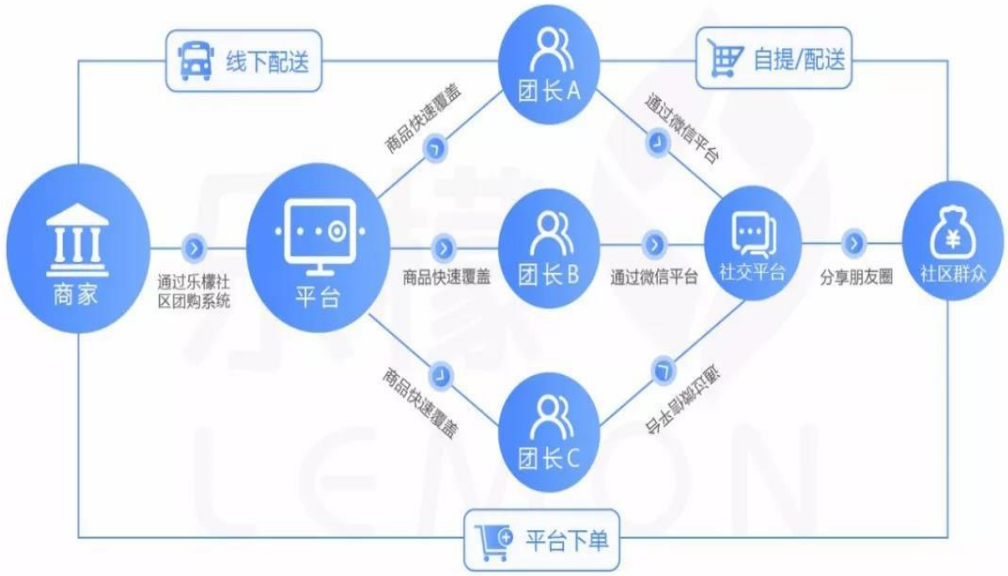


数据来源：新经销、开源证券研究所

社区团购产业链包括供应商、平台、团长和消费者四个环节。上游货源包括各品牌分销商、自有品牌和产地直采，以产地直采为主。平台通过“高频 SKU+大单品”策略带动用户形成购买需求，生鲜是主要切入品类。团长是连接平台和消费者的中间环节，通常由宝妈、商店店长或快递站长担任。宝妈空闲时间长，在建立信任和推货方面具有优势，单团销售额较高；店长及站长时间有限，但在服务能力和储货方面具有优势，可以稳定经营。消费者更看重团长的选货能力和服务水平，因此表现为“认团长、不认平台”。社区团购的销售模式主要为“预售+自提”，供应链条为供应商自配到仓、平台分拣并由第三方配送、团长分货后由消费者自提。对行业来说，以销定采的方式能有效降低生鲜类产品的损耗。

社区团购主要面向 2-4 线中青年女性群体，主打“好”和“省”。社区团购消费群体主要为 25-40 岁已婚女性，主要位于 2-4 线城市。区别于其他电商模式追求速度，社区团购主打“好”和“省”，解决了消费者需求升级而社区周边商业效率低下的痛点。平台牺牲 SKU 丰富度和配送速度，提供高质、低价的商品。社区团购以微信群作为纽带，一个团长覆盖 450-500 人，群内用户通常为同一小区住户。因此，相比其他电商模式，社区团购的获客成本和履约费用明显更低。

图10：社区团购产业链包括供应商、平台、团长和消费者四个环节



资料来源：乐檬官网

兴盛优选是社区团购赛道龙头。兴盛优选于 2014 年在湖南发起，孵化自社区连锁超市芙蓉兴盛，今日资本、腾讯、美国 KKR 和钟鼎资本等十余家机构参与投资。兴盛优选商业模式经过四次迭代，最终确立了“预售+自提”的社区电商模式：具体为供应商将商品配送到共享仓，兴盛优选从共享仓配送到服务站，再由服务站将订购的商品配送到社区门店，居民直接到门店提货。兴盛优选每天精选单品，通过“爆款+低价”吸引用户。目前，兴盛优选已辐射 13 个省、直辖市以及 5500 多个地级城市和乡镇。平台活跃用户达数千万，日均订单超过 700 万单，2019 年年度 GMV 达 100 亿元。2020 年 6 月，根据《联商网》报道，兴盛优选即将完成新一轮 3 亿美元融资，而在此轮融资前公司估值已达到 10 亿美元。公司本轮融资将主要用于建设物流产业园、将中心仓与物流产业合并，以提升整体物流效率。

图11：兴盛优选商业模式经过四次迭代



资料来源：兴盛优选官网

图12：兴盛优选最终确立“预售+自提”模式



资料来源：《商业评论》

团长和供应链管理是社区团购行业竞争重点，阿里菜鸟入局或将改变竞争格局。社区团购市场进入门槛低，团长群体流动性大和供应链链条较长，是制约发展的瓶颈。头部社区团购公司获得新一轮融资后并没有通过“价格战”争夺市场份额，而是选择升级供应链以拓宽护城河。阿里菜鸟依托终端物流平台，推出包括团购在内的数字社区一站式服务，长期看或将改变社区团购市场竞争格局。具体来看，1）菜鸟驿站通常依托社区建立网点，用户与社区团购消费群体重叠，借此入局能大幅降低获客成本；2）菜鸟社区团购全部货品来自大润发，借助大润发线下网点和供应链体系，能够提供标准化的团购商品；3）菜鸟社区团购全程由站长提供服务，有效解决团长的流动性问题，菜鸟对于站长系统的管理和培训，能够提供专业的服务水平。从长远角度来看，菜鸟驿站定位是下一代城市社区基础设施，未来给驿站加入更多功能，深度绑定社区群体，提供一站式服务。随着菜鸟驿站业务进一步扩张，或将改变社区团购行业格局。

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，近期各大电商平台 618 购物节活动如火如荼展开，各大平台方与品牌方均高度重视，推出各类优惠活动并与直播电商等新模式灵活结合，有望引领下半年整体消费复苏。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3：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	居民收入水平提升、年轻消费群体拓展将共同驱动黄金珠宝市场持续增长，而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。

一季度高增长，门店全国扩张与到家业务布局加速。公司 2019 年实现营收 848.8 亿元(+20.36%)，归母净利润 15.6 亿元(+5.63%)，扣非净利润 10.6 亿元（+18.34%）；2020Q1 实现营收 292.6 亿元(+31.57%)，归母净利润 15.7 亿元(+39.47%)，疫情背景下实现高增长。2019 年公司核心主业增长稳健：两年期可比店销售同比增长 2.8%，卖场业务经营利润同比增长近 20%。2020 年一季度，疫情期间公司生鲜经营优势凸显，叠加 CPI 维持高位因素，驱动公司 Q1 同店销售实现双位数增长。盈利能力方面，Q1 公司综合毛利率为 22.84%（+0.13pct），在疫情期间低毛利生鲜销售占比提升情况下仍实现小幅提升，体现出优秀成本控制能力。费用方面，公司 Q1 销售/管理/财务费用率分别 14.4%/2.0%/0.3%，同比分别+0.2/-0.2/0pct，整体保持稳定。

展店加速进一步完善全国化布局，到家业务占比持续提升。2019 年公司新增大卖场/mini 店 205 家/529 家，2020Q1 新开大卖场/mini 店 16 家/7 家，计划全年新开大卖场店 130 家；省区拓展方面，湖北签约 11 家、云南签约 8 家，并新增甘肃、山东、青海、内蒙古 4 个省，全国化布局进一步完善。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%；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，竞争力进一步增强。

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：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张

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。

一季度大卖场/超市业态收入增速亮眼，疫情之下公司竞争力凸显。公司 2020 年一季度实现营收 52.87 亿元(+38.96%)，归母净利润 1.76 亿元(+24.86%)，扣非净利润 1.73 亿元（+30.97%）；经营性现金流净额 7.38 亿元（+81.82%），整体业绩表现略超预期。分区域看，一季度公司在山东省内/省外收入增速分别+33.74%/+402.83%（受部分省外并购标的并表影响），毛利率分别为 19.69%（+1.71pct）/16.07%（+1.56pct），经营效率明显提升。分业态来看，一季度大卖场/超市/百货/其他业态收入增速分别为+52.49%/+39.13%/-39.95%/+43.25%，除百货受客流下滑影响较大外，卖场、超市等业态均实现较高增长，主要原因在于，疫情期间生鲜等必选消费需求具有韧性，公司强大供应链能力有效保障了商品供应，叠加 CPI 维持相对高位，共同推动卖场、超

市同店销售高增长。费用方面，一季度公司销售/管理/财务费用率分别为 14.6%/2.3%/-0.1%，同比分别-0.39pct/+0.38pct/-0.18pct，整体稳定。

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。

一季度疫情影响门店来客数，刚性费用支出拖累业绩下滑。公司 2020 年一季度实现营收 5.19 亿元(-4.81%)，归母净利润 883 万元(-50.29%)。具体分渠道来看，一季度门店销售实现收入 4.52 亿元（-9.2%），明显下滑；电商收入 0.29 亿元（+113.5%），前期 APP、到家等线上布局收到成效。分产品来看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类（纸尿裤为代表）分别实现营收 2.71/0.39/1.22 亿元，同比+3.5%/-1.7%/-12.9%，表现相对稳健；但偏可选消费属性的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构优化和品牌渠道力增强，几大核心商品毛利率均保持上升，带动公司整体毛利率继续提升至 27.6%（+1.2pct）。但费用方面由于店租人工等费用相对刚性，造成公司销售费用率（23.7%，+3.8pct）、管理费用率（3.3%，+0.9pct）明显上升，拖累了净利率。

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。随着疫情趋向缓和，公司部分前期关闭门店已基本全部恢复开店，随着客流量逐步回升，有望带来销售回暖。

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：一季报业绩高增长，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。本次疫情对行业内部分中小企业带来财务和经营压力，客观上也将带来新的并购整合机会，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。

公司一季报超预期，业绩延续高增长。公司 2020Q1 实现营收 23.45 亿元(+23.96%)，归母净利润 1.43 亿元(+80.70%)；扣除新网银行投资收益后主业利润 0.99 亿元(+89%)，业绩高增长。公司在疫情期间坚持所有门店不关门、不断货、不涨价，充分保障民生商品供应，社会价值凸显同时，口碑及品牌认知度进一步提升，Q1 营收高增长背后预计同店实现高增长。Q1 公司综合毛利率为 29.67%（同比-0.21pct），预计主要为疫情期间低毛利生鲜品类销售占比提升所致。费用方面，一季度公司销售/管理/财务费用率分别为 23.0%/1.4%/0.2%，同比分别-1.4pct/-0.2pct/0pct，费用控制有所改善。

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。根据公司官网，目前（截至 4 月 26 日）公司共有 3122 家门店，年初至今净增门店 52 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，也将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。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。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，2019 年门店生鲜产品渗透率达 40%，完善物流配送也降低了损耗；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4：本周重点推荐个股家家悦涨幅靠前

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	9.42	0.75%	0.27	0.34	0.43	36	27	22
603708.SH	家家悦	买入	44.10	6.60%	0.91	1.07	1.25	49	41	35
603214.SH	爱婴室	买入	31.89	-1.70%	1.25	1.57	1.96	26	20	16
002697.SZ	红旗连锁	买入	10.86	-2.25%	0.48	0.56	0.64	23	19	17
002251.SZ	步步高	买入	12.78	1.43%	0.26	0.33	0.45	50	38	28
600612.SH	老凤祥	买入	48.21	-0.50%	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 2020/06/24）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：餐饮连锁、淘宝直播、微信小商店、辛选珠宝节、社区生鲜等

【酒类流通】茅台新签约 22 家渠道商直销卖酒

6 月 21 日，茅台新签约 22 家渠道商直销卖酒，包括 16 家区域 KA 卖场，4 家酒类

垂直电商和 2 家烟草零售连锁商。这也是酒类垂直电商和烟草零售连锁首次成为贵州茅台酒直销渠道。此次签约后，贵州茅台签约区域性 KA 卖场服务商增加到 35 家，茅台营销体系进一步拓展，推进营销渠道扁平化改革。（来源：新浪财经）

【餐饮连锁】快餐品牌乡村基获红杉中国数十亿元投资

6 月 21 日，快餐连锁品牌乡村基获红杉中国数十亿元投资，将持续扩大门店规模，并在上游供应链及信息化建设方面加大投入力度。此次融资将有效推进乡村基与红杉生态形成更紧密的战略协同效应，进一步通过科技赋能支持乡村基引领中式快餐的数字化转型。（来源：亿欧网）

【直播带货】董明珠 618 直播带货销售总额 102.7 亿元

6 月 21 日，格力 618 战报出炉，董明珠直播带货销售 102.7 亿元创新高。2020 年，董明珠 5 场直播累计销售额已超过 178 亿元，此前 4 次直播销售额分别为 23 万元、3.1 亿元、7.03 亿元、65.4 亿元。至此，董明珠 5 场直播累计销售总额已超过 178 亿元。（来源：新浪科技）

【小程序直播】2020 年购物中心和百货行业小程序 GMV 累计同比增长 670%

6 月 21 日消息，2020 年 2 月小程序直播启动公测以来，多家购物中心和百货第一时间开启直播带货模式，带动线上交易整体增长。2020 年至今，购物中心、百货行业小程序 GMV 累计同比增长 670%。（来源：亿邦动力网）

【淘宝直播】淘宝发布《天猫 618 淘宝直播创新报告》

6 月 21 日，《天猫 618 淘宝直播创新报告》发布，商家直播增长 160%。618 期间，直播商家数量同比增长 260%，开播场次同比增长 123%。618 期间明星参与直播的直播间，观看平均增长了 343%，粉丝平均增长了 670%。（来源：新浪科技）

【微信小商店】微信内测“微信小商店”功能

6 月 22 日，微信内测“微信小商店”功能。小商店为商家提供商品信息发布、商品交易、小程序直播等功能，全方位支持商家自主开店经营。开通小商店后，用户可以直接在这个小程序里进行直播和卖货。（来源：腾讯新闻）

【免息券】三大政策行联合网商银行再发贷款“免息券”，全国 100 城小店可领取

6 月 22 日，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策行联合网商银行，再次发放贷款“免息券”。此次规模有所扩大，是向全国 100 城的小店主们发放。小店主们可直接上支付宝搜索“免息券”领取，每人可领取一张，每张代表 1 万元 1 个月免息。（来源：大河报社）

【拼多多】南昌市政府与拼多多签订战略框架协议

6 月 23 日，南昌市人民政府与新电商平台拼多多签订战略框架协议，共同启动“南昌优品”电商直播消费节、“南昌优品馆”线上大型展销专场等系列活动。本次电商直播消费节将持续半个月。（来源：36 氪）

【苏宁易购】苏宁易购宣布 J-10%省钱计划继续

6 月 23 日，苏宁易购宣布，J-10%省钱计划将持续延续，并表示在家电、手机、电脑、超市等品类将直接与京东“茬价”，承诺对百亿补贴的商品到手价格至少要比京东低

10%。（来源：新浪科技）

【辛选珠宝节】周大生联手快手“辛选珠宝节”专场直播 GMV 达 4.1 亿元

6 月 23 日，知名珠宝品牌周大生与快手顶级主播辛巴辛有志强强联合：辛巴空降周大生总部，手握周大生上市小金锤与周大生珠宝董事长周宗文先生，知名影视明星佟大为携手“带货”，全场 GMV 高达 4.1 亿元。（来源：环球网）

【社交电商】京喜厂直优品计划升级，加码 20 亿资源为外贸企业注入新动能

6 月 23 日，京东旗下社交电商平台京喜积极响应号召，开启“京喜产业带厂直优品计划-内销行动”，投入价值 20 亿资源，帮助外贸企业搭建转内销通道，精准对接国内消费需求，到年底开放 10 万家外贸企业优惠入驻窗口。（来源：新浪科技）

【社区生鲜】京东社区生鲜又添新业态“京选好果”

6 月 23 日，首家京东社区水果加盟店“京选好果”正式开业。这是京东推出的一项针对社区“夫妻店”的改造升级计划，京东方面将提供采购、配送等一系列业务支持。此外，京东生鲜还将逐步培养店主成为社区团购“团长”，提升居民下单、货物配送提取效率。（来源：36 氪）

3.2、 公司公告：多家公司年度权益分派公告等

九美股份：2019 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 22 日公告，广东九美生物技术股份有限公司发布 2019 年年度权益分派方案：本次利润分配以方案实施前的公司总股本 4.01 亿股为基数，每股派发现金红利 0.39 元（含税），共计派发现金红利 1.56 亿元。

王府井：2019 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 22 日公告，王府井集团股份有限公司发布 2019 年年度权益分派方案：本次利润以方案实施前的公司总股本 7.76 亿股为基数，每股派发现金红利 0.38 亿元（含税），共计派发现金红利 2.94 亿元。

豫园股份：关于要约收购上海策源置业顾问股份有限公司的结果公告

根据公司 6 月 22 日公告，上海豫园旅游商城股份有限公司本次接受公司要约的股东户数为 38 户，预受要约的股份数量合计为 0.81 亿股，预受要约的申报数量超过 0.67 亿股，本次要约收购已生效。

美凯龙：关于面向专业投资者公开发行公司债券预案公告

根据公司 6 月 23 日公告，红星美凯龙家居集团股份有限公司拟面向专业投资者公开发行债券，总额不超过人民币 60 亿元。本次债券面值人民币 100 元，按面值平价发行，期限不超过 10 年。

美凯龙：关于公司发行境内债务融资工具一般性授权的公告

根据公司 6 月 23 日公告，红星美凯龙家居集团股份有限公司授权董事会及董事会授

权人士进行决策融资，发行主体可以为公司及公司合并报表范围内的下属子公司,本次债务融资工具的发行规模为合计不超过人民币 40 亿元,发行方式为一次或分期发行。

爱婴室：监事及前任高级管理人员集中竞价减持股份计划公告

根据公司 6 月 23 日公告，上海爱婴室商务服务股份有限公司的监管孙琳芸女士自公告发布之日起十五个交易日后的 6 个月内，拟减持其持有的公司股票最高不超过 3.1 万股，占公司总股 0.022%；前任高级管理人员乐人军先生自公告发布之日起十五个交易日后的 6 个月内，拟减持其持有的公司股票最高不超过 4.13 万股，占公司总股本的 0.029%。

家家悦：关于控股股东减持公司可转债的提示性公告

根据公司 6 月 23 日公告，家家悦集团股份有限公司于 2020 年 6 月 24 日接到控股股东通知,其通过上海证券交易所交易系统减持家悦转债 64.5 万张,占发行总量的 10%。

表5：零售公司大事提醒：关注步步高、重庆百货股东大会等

日期	公司名称	重大事项
6 月 29 日	步步高	股东大会召开
6 月 30 日	江苏国泰	分红除权、分红派息
6 月 30 日	重庆百货	股东大会召开
6 月 30 日	*ST 成城	年报预计披露
7 月 1 日	王府井	分红除权、分红派息
7 月 1 日	中兴商业	分红除权、分红派息
7 月 1 日	九美股份	分红除权、分红派息
7 月 1 日	博士眼镜	限售股份上市流通
7 月 1 日	国芳集团	分红除权、分红派息
7 月 3 日	厦门国贸	分红除权、分红派息

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注 NCB 新消费商业创新峰会暨零售科技创新展等

日期	主题	重大事项
6 月 30 日	零售创新	NCB 新消费商业创新峰会暨零售科技创新展
7 月 1 日	供应链	2020 第四届全球零售+消费品供应链中国年会
7 月 2 日	网红	2020 第二届国际网红品牌博览会
7 月 2 日	新零售	2020 第四届中国新零售 CXO 峰会（北京）
7 月 2 日	消费品	2020 第四届中国消费品 CIO 峰会（广州）
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 23 日	消费品	CPG2020 第四节中国消费品 CIO 峰会（华南专场）
7 月 28 日	食品饮料	FBIC 全球食品饮料创新大会
7 月 30 日	消费品	CPG 2020 第四节中国消费品 CIO 峰会（华东专场）

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