商业贸易

2020 年 06 月 13 日

头部玩家加码同城零售，打造“一小时生活圈”

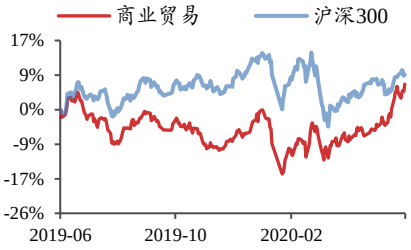
——商贸零售行业周报

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

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

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-“地摊经济”火爆，关注消费复苏》-2020.6.7

《行业深度报告-化妆品专题：社媒营销创造新的成长空间，国产品牌依托“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起》-2020.6.3

《商贸零售行业周报-618 预售情况火爆，电商购物节有望带动消费复苏》-2020.5.30

● **本周核心观点：头部玩家纷纷加码同城零售，“一小时生活圈”成战略高点**

淘宝官网 6 月 4 日宣布在全国 16 城率先上线“小时达”服务，即时零售平台达达集团也于 6 月 5 日在美国纳斯达克挂牌上市，头部玩家正纷纷加码同城零售。同城零售市场空间广阔：根据美团配送数据，非餐饮外卖类商品即时配送订单量在 2019 年已占据总即时配送订单量的 30%（2018 年占比为 19%），在疫情催化下同城零售消费需求有望被进一步激发。目前，同城零售平台型参与方主要包括阿里、京东到家、美团、苏宁等，不同玩家在业务布局上各具特点。阿里通过小时达服务，将原来分散的饿了么、猫超、淘鲜达打通，物流体系依托于集团内蜂鸟和丹鸟，致力于将淘宝打造成综合性平台，提升用户消费体验。京东在同城零售领域入局较早，京东到家相较京东自营而言属于轻资产运营模式，产品端接入沃尔玛、华润万家、钱大妈、百果园等，覆盖近 10 万门店，物流背靠达达快送。苏宁在同城零售的布局主要体现在苏宁小店和家乐福，通过“苏宁秒达”提供社区化即时“到家”服务，围绕苏宁小店提供 3 公里范围 30 分钟、1 小时达的鲜食、百货等社区急速配送服务。美团作为龙头玩家，在外卖平台模式基础上发展小象生鲜、美团买菜等自营模式，也在不断突破新的边界。我们认为，头部玩家具有产品（自营+引入优质商超）、物流（集团体系物流）、平台（高流量）等方面显著优势，容易形成强用户黏性。

● **行业关键词：CPI、苏宁小店、社区生鲜、零售数据、跨境电商等**

【CPI】国家统计局：5 月份 CPI 同比上涨 2.7%环比持平。

【苏宁小店】苏宁小店正式对外宣布全面开放门店加盟。

【社区生鲜】社区生鲜电商同程生活完成 2 亿美元 C 轮融资。

【零售数据】全国 50 家重点零售企业 5 月零售额同比下降 10.5%。

【跨境电商】Payoneer 派安盈：一季度中国跨境电商收入同比增长 25%。

● **板块行情回顾**

本周零售板块（商业贸易指数）报收 3569.88 点，上涨 1.99%，跑赢上证综指（本周下跌 0.38%）2.37 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 4 位。各细分板块中，百货、多业态零售和专业连锁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，本周王府井（+47.9%）、*ST 商城（+27.8%）、百联股份（+20.6%）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：受益标的老凤祥、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：头部玩家加码同城零售 5
2.1、 行业观点：淘宝上线“小时达”、达达集团上市，巨头加码同城零售 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：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 9
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
3、 零售行业动态追踪 11
3.1、 行业关键词：CPI、苏宁小店、社区生鲜、零售数据、跨境电商等 11
3.2、 公司公告：王府井获得免税品经营资质等 13
4、 风险提示 16

图表目录

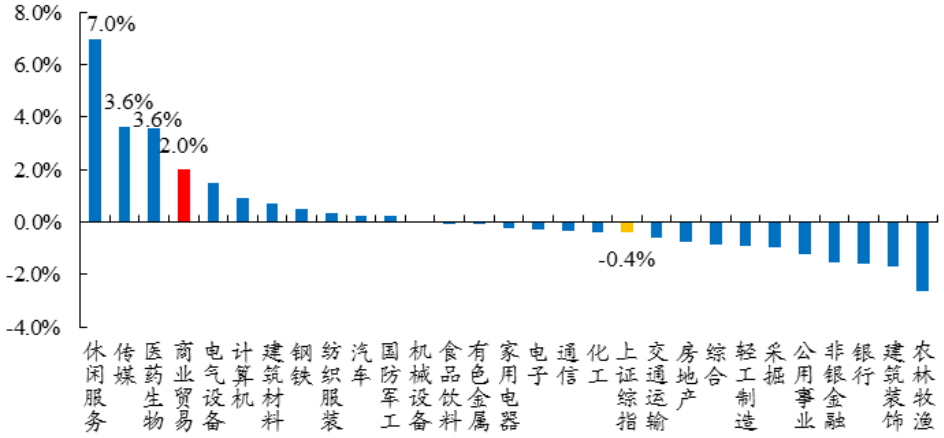
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 4 位 3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数上涨 1.99% 3
图 3： 年初至今零售（商业贸易）指数上涨 12.34% 3
图 4： 本周百货板块上涨 6.74% 4
图 5： 年初至今超市板块涨幅表现最好 4
图 6： 淘宝在 16 城上线“小时达”服务 5
图 7： 即时零售第一股达达集团于纳斯达克上市 5
图 8： 超市到家小程序日均活跃用户规模在疫情后增加 5
图 9： 商超百货、生鲜、送药上门需求疫情后增长强劲 5
图 10： 各大头部平台纷纷打造一小时生活圈 6
图 11： 产品、物流、平台构筑竞争优势 7
图 12： 质量、配送、价格是生鲜选购时优先考虑因素 7

表 1： 本周零售板块王府井、*ST 商城和百联股份等涨幅居前 4
表 2： 本周零售板块百大集团、浙江东日、汇嘉时代等跌幅居前 4
表 3： 重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高和爱婴室 8
表 4： 本周重点推荐个股步步高表现较好 11
表 5： 零售公司大事提醒：关注上海家化、老凤祥等公司股东大会召开 15
表 6： 零售行业大事提醒：关注 616 微盟零售购物节等 16

1、 零售板块行情回顾

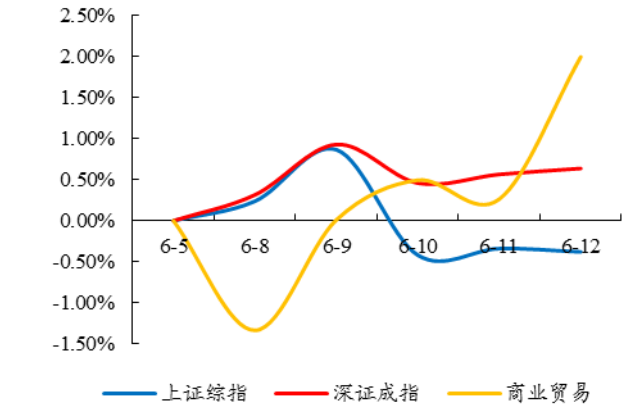
本周（6 月 8 日-6 月 12 日）A 股小幅下跌，零售板块上涨 1.99%。上证综指报收 2919.74 点，全周累计下跌 0.38%；深证成指报收 11251.71 点，上涨 0.64%；在全部 28 个一级行业中，有 12 个行业上涨，涨幅表现排名前三位的分别为休闲服务、传媒和医药生物。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3569.88 点，周涨幅为 1.99%，在所有一级行业中位列第 4 位。2020 年年初至今，零售行业累计上涨 12.34%，表现明显强于大盘（年初至今上证综指累计下跌 4.27%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 4 位



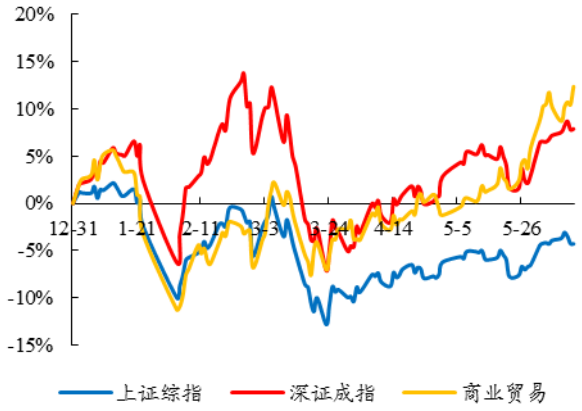
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数上涨 1.99%



数据来源：Wind、开源证券研究所

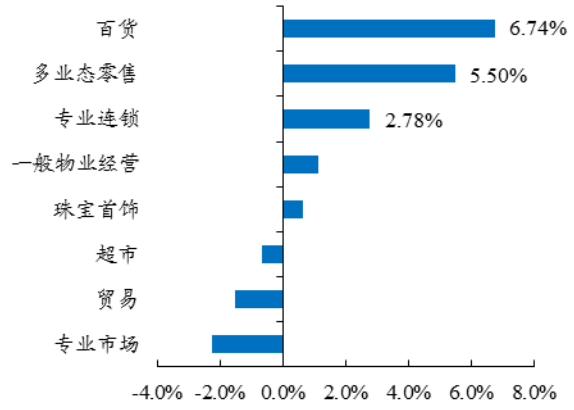
图3：年初至今零售（商业贸易）指数上涨 12.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

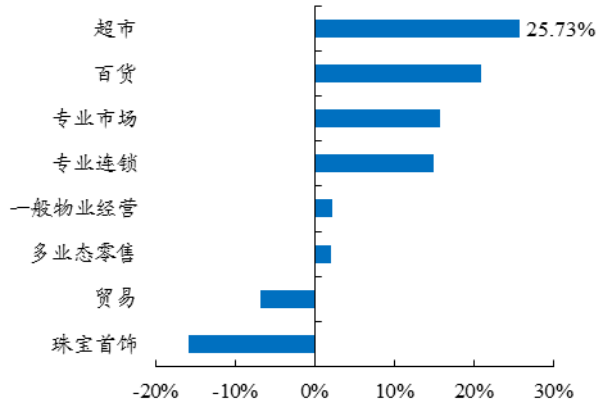
零售各细分板块中，百货板块本周涨幅最大达到 6.74%，年初至今超市板块表现最好。在零售板块各主要子行业（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个子行业）中，本周涨幅排名前三的子行业分别为百货、多业态零售和专业连锁，涨幅分别为 6.74%、5.50%和 2.78%。2020 年全年来看，超市板块年初至今涨幅最高，累计涨幅为 25.73%。

图4：本周百货板块上涨 6.74%



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，本周王府井、*ST 商城和百联股份涨幅靠前。本周零售板块主要 86 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 35 家公司上涨、49 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是王府井、*ST 商城和百联股份，涨幅分别为 47.9%、27.8%和 20.6%。本周跌幅靠前公司为百大集团、浙江东日、汇嘉时代等。

表1：本周零售板块王府井、*ST 商城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	600859.SH	王府井	36.44	47.9%	25.2%	160.5%	百货
2	600306.SH	*ST 商城	5.06	27.8%	0.5%	-11.1%	百货
3	600827.SH	百联股份	11.31	20.6%	16.8%	25.9%	多业态零售
4	600723.SH	首商股份	7.60	17.3%	11.7%	24.2%	百货
5	600814.SH	杭州解百	5.74	11.2%	16.9%	12.8%	百货
6	600858.SH	银座股份	5.36	10.1%	9.3%	3.7%	多业态零售
7	000501.SZ	鄂武商 A	13.95	9.6%	21.3%	6.7%	百货
8	600738.SH	兰州民百	6.09	8.8%	15.7%	23.3%	专业市场
9	000417.SZ	合肥百货	5.50	8.7%	9.0%	11.6%	百货
10	002127.SZ	南极电商	20.15	8.4%	6.3%	85.9%	专业连锁

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/12）

表2：本周零售板块百大集团、浙江东日、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	600865.SH	百大集团	6.80	-15.9%	35.5%	7.9%	百货
2	600113.SH	浙江东日	6.70	-12.3%	27.5%	-6.6%	专业市场
3	603101.SH	汇嘉时代	5.38	-11.8%	16.7%	-15.8%	百货
4	002344.SZ	海宁皮城	4.37	-11.1%	23.2%	0.7%	专业市场
5	000759.SZ	中百集团	6.60	-9.0%	5.2%	-11.4%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/12）

2、 零售观点：头部玩家加码同城零售

2.1、 行业观点：淘宝上线“小时达”、达达集团上市，巨头加码同城零售

头部玩家纷纷加码同城零售，“一小时生活圈”成为下一个战略高地。淘宝官网 6 月 4 日宣布在全国 16 城率先上线“小时达”服务，在消费者搜索商品时触发，频道内商品主要来自天猫超市、淘鲜达上的商超和饿了么上的超市、便利店等；从覆盖城市上看，率先上线的 16 城为北京、上海、广州、成都、杭州、沈阳、南京、郑州、合肥、无锡、武汉、苏州、重庆、厦门、深圳、天津，其中北上广蓉杭沈六地已实现主城区全覆盖，预计年底覆盖全国。此外，6 月 5 日晚，即时零售第一股达达集团于纳斯达克挂牌上市，市值达 35 亿美元。互联网巨头们正纷纷加速布局同城零售市场。

图6：淘宝在 16 城上线“小时达”服务



资料来源：淘宝 APP

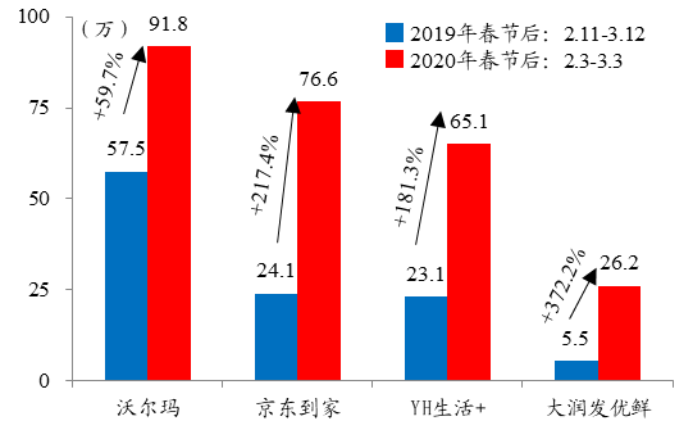
图7：即时零售第一股达达集团于纳斯达克上市



资料来源：京东官网

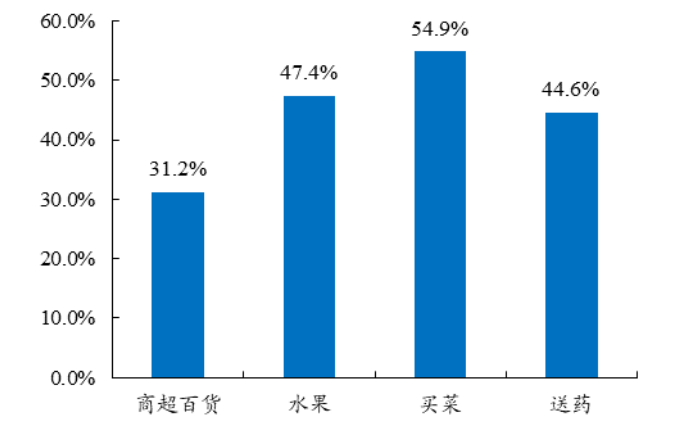
疫情催化同城零售消费需求迅猛增长。同城零售主要商品包括商超百货、水果生鲜、药物等，根据美团配送数据，这类非餐饮外卖类商品即时配送订单量在 2019 年已经占据总订单量的 30%（2018 年占比为 19%）。在疫情催化下，同城零售消费需求被进一步激发：以京东到家小程序为例，2020 年春节后日均活跃用户规模同比增速达到 217.4%，其中商超百货、水果、买菜、送药即时配送增长强劲。

图8：超市到家小程序日均活跃用户规模在疫情后增加



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图9：商超百货、生鲜、送药上门需求疫情后增长强劲



数据来源：Fastdata、开源证券研究所

头部玩家纷纷入局同城零售，打造一小时生活圈。平台型代表公司包括阿里、京东到家、苏宁、美团等，各大平台纷纷打造自己的同城零售体系，并在体系内高效运营。

阿里：通过小时达服务，将原来分散的饿了么、猫超、淘鲜达打通，致力于将淘宝打造成综合性平台，提升用户消费体验。消费体验方面，在“小时达”频道下，消费者无需登陆不同 APP 搜索门店并比价，周边商品一站式浮现，可以实现即搜、即买、即得；物流方面，蜂鸟和丹鸟（菜鸟联合多家落地配公司推出的提供区域性、本地化配送服务品牌）为阿里提供运力，物流体系完善。

京东：在同城零售领域入局较早，京东到家相较于京东自营而言属于轻资产运营模式，物流依托于达达快送。从产品类目上看，目前京东到家业务主要涵盖超市便利、生鲜果蔬、医药健康、鲜花蛋糕等六大品类；从合作品牌来看，京东到家合作品牌包括沃尔玛、华润万家、钱大妈、百果园等，覆盖门店合计近 10 万家，其中京东到家与沃尔玛深度合作，针对生鲜食品合作开发了专门末端冷链费送管理方案，沃尔玛在 2018/2019/2020Q1 分别为达达集团贡献了 4.6%/13.0% /14.9%的收入。

苏宁：在同城零售的布局主要体现在苏宁小店和家乐福。苏宁 2019 年双十一嘉年华发布会上揭晓了苏宁十年全场景布局，并启动了“1 小时场景生活圈”。苏宁小店方面，“苏宁秒达”提供社区化即时“到家”服务，围绕苏宁小店提供 3 公里范围 30 分钟、1 小时达的鲜食、百货等社区急速配送服务；家乐福方面，家乐福接入苏宁易购和苏宁小店 APP，门店三公里范围内实现一小时送到家。

美团：美团外卖平台模式+小象生鲜自营模式，有望不断突破新的边界。美团外卖是同城零售龙头，美团在美团外卖平台模式的基础上，积极探索如小象生鲜、美团买菜等自营模式，未来有望不断突破边界。

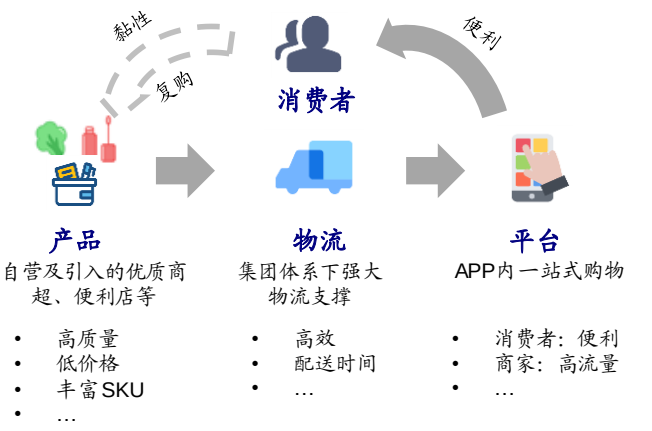
图10：各大头部平台纷纷打造一小时生活圈



资料来源：阿里巴巴、京东到家官网、苏宁官网、美团官网、开源证券研究所（注：京东到家分类下包括部分合作品牌）

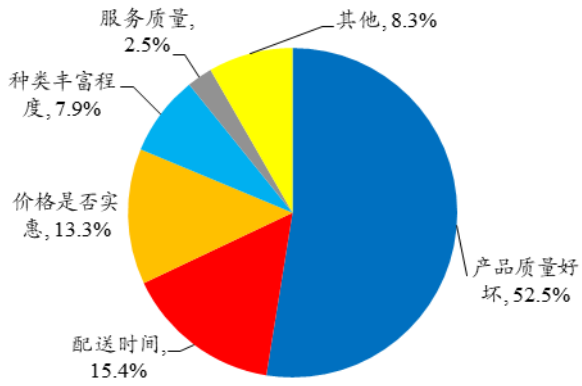
头部平台依托于优质产品、完善物流体系和高流量入口具有明显竞争优势，易形成强用户黏性。对于头部平台而言：在产品端，头部平台具有自营和引入的优质商超，如阿里集团下的盒马以及引入的高鑫零售旗下的大润发和欧尚商超，可以在产品端提供高质量、低价格和丰富 SKU 的产品。如以生鲜为例，分别有 53%/13%的消费者将产品质量、价格作为生鲜选购时优先考虑因素；在物流端，头部平台背靠集团体系下强大的物流支撑，如阿里集团下的蜂鸟和丹鸟、达达集团下的达达快送、美团配送体系以及苏宁秒达，在高效运转的同时保证了商品配送时间；在平台端，从商家角度讲，头部平台属于高流量入口，商家愿意接入平台以获得流量，从消费者角度讲，平台可以整合各类产品，实现 APP 内的一站式购物，消费者无需下载或打开其它 APP 就可以选购各类商品，具有高便利性，因此也容易形成用户黏性。

图11：产品、物流、平台构筑竞争优势



资料来源：开源证券研究所

图12：质量、配送、价格是生鲜选购时优先考虑因素



数据来源：易观、开源证券研究所

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：受益标的老凤祥、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、步步高和爱婴室

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。

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》**。

表4：本周重点推荐个股步步高表现较好

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	9.11	0.11%	0.27	0.34	0.43	34	26	21
603708.SH	家家悦	买入	39.71	-3.05%	0.91	1.07	1.25	44	37	32
603214.SH	爱婴室	买入	31.84	-2.12%	1.25	1.57	1.96	25	20	16
002697.SZ	红旗连锁	买入	10.32	-2.73%	0.48	0.56	0.64	21	19	16
002251.SZ	步步高	买入	11.81	7.13%	0.26	0.33	0.45	46	35	26

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/12）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：CPI、苏宁小店、社区生鲜、零售数据、跨境电商等

【微信支付数据】微信支付发布最新小店经济复苏大数据

6 月 8 日，微信支付发布最新小店经济复苏大数据。数据显示，全国小商家数 5 月环比 1-2 月增长 2.36 倍，交易总笔数 5 月环比 1-2 月增长 5.1 倍，交易金额增长近 2 倍。广州、重庆、深圳位列全国小商户复苏活跃城市前三位，成都、东莞、北京、佛山、郑州、上海、西安均入围小复苏活跃城市 Top10。（来源：亿邦动力网）

【苏宁小店】苏宁小店正式对外宣布全面开放门店加盟

6 月 8 日，响应商务部对小店经济的提倡和支持，苏宁小店在 618 节点正式对外宣布全面开放门店加盟，并设立了 3 年内加盟 10000 家的门店目标。5 月初，苏宁小店在南京开出第一家加盟店，该门店通过商品的丰富度提升和社区场景价格的匹配，实现了首月近 3 万元的盈利。（来源：联商网）

【生鲜电商】叮咚买菜发布“夜经济”报告：夜间消费占全天消费比例超 35%

6 月 8 日，叮咚买菜近日发布《叮咚买菜“夜经济”报告》，报告显示，进入 6 月以来，叮咚买菜夜间消费占全天消费比例已超 35%。从夜间消费用户的年龄分布来看，20-29 年龄段和 30-39 年龄段的用户是夜间消费的主力军，而在夜间下单的消费者中，女性占比超 65%。（来源：36 氪）

【快手 616】快手 616 迎来寺库奢侈品专场，5 个多小时直播成交额 1.05 亿

6 月 9 日，快手 616 品质购物节迎来寺库奢侈品专场，这是快手电商首次尝试做大规模奢侈带货，爱马仕、LV、阿玛尼、Gucci 等数十个奢侈品品牌及上百款大牌商品出现了快手直播间，经过 5 个多小时的直播，最终成交 1.05 亿。（来源：亿邦动力网）

【CPI】国家统计局：5 月份 CPI 同比上涨 2.7%环比持平

2019 年 5 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 2.7%，环比与上月持平。1-5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.2%。按分类同比情况来看，其中，城市上涨 2.7%，农村上涨 2.8%；食品价格上涨 7.7%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 3.2%，服务价格上涨 1.9%。按分类环比情况来看，其中，城市持平，农村上涨 0.1%；食品价格上涨 0.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.1%，服务价格下降 0.1%。（来源：人民网）

【万达电商】万达退出电商业务，成立 5 年的飞凡宣告注销

6 月 10 日消息，万达旗下电商平台上海新飞凡电子商务有限公司计划注销，正在做最后的债务清算。行内人士认为，实体零售企业自建电商平台往往会遇到人才缺乏、物流配送、投入产出不成比率、资本不看好等问题。（来源：网易）

【拼多多 618】拼多多 618 补贴不设上限

6 月 10 日，拼多多宣布，即日起至 6 月 20 日，平台将针对 618 年中大促加大补贴力度，部分产品的补贴力度将从销售价格的 10%-20%提升至 50%-60%。 拼多多联合创始人达达表示，拼多多的补贴不设上限。“所售商品均为同品全网最低价，并且都是现货销售，没有定金和预售，产品所见即可购，下单就发货，不需要为了凑单满减而做数学题。”（来源：亿邦动力网）

【腾讯电商】腾讯再度进军电商，开启内测 QQ 惠购

6 月 10 日，QQ 拉开了再度进军电商的新序幕，开启内测一个分享型社交电商小程序：QQ 惠购。QQ 惠购货物均来源于第三方电商平台。其中以拼多多的商品为主，辅以京东、唯品会和麦宝等渠道的商品，商品的种类较全。“QQ 惠购”中分类的商品主要以年轻人的物品为主，比如衣服物品基本都是年轻人喜爱的风格。在价格方面，因为考虑到面向用户是年轻人，所以主要以低价商品为主。（来源：亿邦动力网）

【社区生鲜】社区生鲜电商同程生活完成 2 亿美元 C 轮融资

6 月 11 日，社区生鲜电商同程生活完成 2 亿美元 C 轮融资，由 JOYY 欢聚集团领投，亦联资本、君联资本、贝塔斯曼亚洲投资基金(BAI)同程资本、微光创投、金沙江创投、元禾控股等机构追加跟投。本轮融资将会继续在供应链上加大投入（来源：东方财富网）

【零售数据】全国 50 家重点零售企业 5 月零售额同比下降 10.5%

6 月 11 日，据中华全国商业信息中心的监测数据，2020 年 5 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比降低 10.5%，降幅相比上月收窄了 13.4 个百分点，回暖势头明显。分品类来看，化妆品类市场表现最好，率先实现同比正增长，零售额增速为 3.6%，较上月提升了 9.4 个百分点；粮油食品类零售额同比下降 7.1%，增速低于上月水平。（来源：联商网）

【森活之家】森马旗下的森活之家生鲜店首店将于 7 月在温州水心汇昌开业

6 月 11 日，森马旗下的森活之家首店将于 7 月在温州水心汇昌开业。根据森马的规划，森活之家将以森马集团为品牌基石，打造成连锁标准化的品牌，最终实现品牌规模效应，品牌实行商户加盟制度。森活之家预计一年内将在温州至少开出 10 家，已与美团快驴、美菜以及多处农产品生产基地达成了战略合作协议。（来源：联商网）

【跨境电商】Payoneer 派安盈：一季度中国跨境电商收入同比增长 25%

6 月 11 日，Payoneer 派安盈发布 2020 年第一季度全球跨境电商指数报告。中国、英美、法国、越南、韩国、印度 2020 年第一季度的跨境电商销售额与去年同期相比均呈现逆势增长。其中，中国跨境电商收入同比增长 25%，稳居全球跨境电商市场榜首。（来源：亿邦动力网）

【电商直播】丁磊在网易严选 App 和快手直播带货

6 月 12 日，丁磊在快手和网易严选 App 双平台直播，累计 GMV 超 7200 万元，累计观看人数超过 1600 万，最高同时在线 100 万人，成交订单超过 20 万个。（来源：联商网）

3.2、 公司公告：王府井获得免税品经营资质等

吉宏股份：关于使用部分暂时闲置募集资金补充流动资金的公告

根据公司 6 月 8 日公告，公司决定以最新的一年以内（含一年）贷款基准利率 4.35%计算，使用部分闲置募集资金不超过 1 亿元暂时补充流动资金，期限不超过 12 个月。

重庆百货：重庆百货第六届九十七次董事会会议决议公告

根据公司 6 月 8 日公告，重庆百货大楼股份有限公司决定购买重庆溯富商业管理有限公司 100%股权。购买价格为：截止重庆溯富商业管理有限公司 100%股权变更登记至公司之日，若重庆溯富商业管理有限公司净资产大于 8392.75 万元，则公司向贝迪实业补足该差额；若小于 8392.75 万元，则公司从股权转让价格中扣除该差额。

步步高：关于与江苏五星电器有限公司签订《家电零售业务合作合同》的公告

根据公司 6 月 9 日公告，步步高商业连锁股份有限公司与江苏五星电器有限公司签订了《家电零售业务合作合同》，双方拟在家电零售领域展开合作经营，五星电器入驻步步高在湖南、广西等地的门店中的家电零售门店/销售区块，使用步步高的相关场地和经营设施，依托步步高的区域领先地位和京东&五星电器的供应商资源和行业领先的管理体系，发展京东&五星电器家电零售业务，实现双方合作共赢。本次签订的《合作合同》构成关联交易。

王府井：王府井关于公司获得免税品经营资质的公告

根据公司 6 月 9 日公告，王府井集团股份有限公司于 2020 年 6 月 9 日收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许经营免税品零售业务。

华熙生物：华熙生物收购东营佛思特生物工程有限公司 100%股权的公告

根据公司 6 月 9 日公告，华熙生物科技股份有限公司与东营佛思特生物工程有限公司管理人及东辰控股集团有限公司于 2020 年 6 月 5 日签署了《东辰集团生物医药板块重整投资协议》，约定以人民币 2.9 亿元收购佛思特公司 100%的股权。本次交易未构成重大资产重组，亦未构成关联交易。

周大生：关于董事、高级管理人员股份减持计划的预披露公告

根据公司 6 月 9 日公告，周大生珠宝股份有限公司董事管佩伟及夏洪川，高级管理人员许金卓因自身资金需求计划在本减持计划公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内减持第一期限制性股票股权激励计划所获授的公司股份，通过集中竞价方式合计减持公司股份不超过 24 万股，占截至目前公司总股本的 0.03%。

家家悦：家家悦公开发行可转换公司债券发行结果公告

根据公司 6 月 10 日公告，家家悦集团股份有限公司公开发行可转换公司债券，本次发行的可转债规模为 6.45 亿元。本次可转债原股东优先配售 5.44 亿元，可转债网上认购 0.99 亿元，东兴证券股份有限公司作为保荐机构（主承销商）包销金额为 142.5 万元，包销比例为 0.22%。

值得买：关于 2020 年限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告

根据公司 6 月 10 日公告，北京值得买科技股份有限公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股，激励计划首次授予情况：首次授予登记数量为 58.43 万股，首次授予人数为 89 人，首次授予价格为 72.79 元/股。

居然之家：2019 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 10 日公告，1.发布权益分派实施公告，以公司现有总股本 60.20 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.78 元人民币现金（含税），共计派发现金股利人民币 4.7 亿元（含税），占 2019 年合并报表归属于母公司股东净利润的 15.02%。

红旗连锁：关于对外投资设立全资子公司的公告

根据公司 6 月 11 日公告，成都红旗连锁股份有限公司因业务发展需要，拟使用自有资金人民币 2000 万元，投资设立海南省海口市红旗连锁进出口贸易公司，占 100%股权。

红旗连锁：关于对外投资公告

根据公司 6 月 11 日公告，公司与兰州国资利民签署《战略合作协议》，共同成立甘肃省红旗利民连锁有限公司，注册资本拟定为人民币 1.5 亿元，公司以信息管理系统使用权、管理团队和模式、供应链平台输出作价出资人民币 3，000 万元，占注册资本的 20%。

永辉超市：永辉超市 2019 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 11 日公告，公司 2019 年度权益分派现金红利 0.13 元/股，股权登记日 6 月 17 日，除权日 6 月 18 日。

天虹股份：关于申报城市更新项目的进展公告

根据公司 6 月 12 日公告，公司 6 月 12 日与信义集团签订了《合作更新协议的补充协议》，原协议约定信义集团应于 2023 年 12 月 31 日前完成公司回迁物业的交付工作，并于 2024 年 12 月 31 日前取得公司物业不动产证。补充协议约定上述时限统一延期 130 个自然日。

海印股份：关于股东减持公司股份比例超过 1%的公告

根据公司 6 月 12 日公告，广东海印集团股份有限公司收到持股 5%以上股东茂名环星新材料股份有限公司及其一致行动人邵建聪先生出具的《关于减持公司股份的告知函》，自 2020 年 5 月 28 日起至 2020 年 6 月 12 日期间，茂名环星和邵建聪先生通过大宗交易的方式累计减持公司股份 3085 万股，占公司总股本的 1.38%。

表5：零售公司大事提醒：关注上海家化、老凤祥等公司股东大会召开

日期	公司名称	重大事项
6 月 16 日	华熙生物	股东大会召开
6 月 16 日	上海家化	股东大会召开
6 月 16 日	跨境通	股东大会召开
6 月 16 日	合肥百货	分红除权、分红派息
6 月 16 日	老凤祥	股东大会召开
6 月 17 日	天虹股份	股东大会召开
6 月 17 日	豫园股份	分红除权、分红派息
6 月 18 日	永辉超市	分红除权、分红派息
6 月 18 日	美凯龙	股东大会召开
6 月 18 日	豫园股份	股东大会召开

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注616微盟零售购物节等

日期	主题	重大事项
6月16日	电商	616微盟零售购物节
6月16日	新零售	2020亚洲美业社交新零售大会
6月19日	跨境电商	2020CCEE（深圳）雨果网跨境电商选品大会暨采购节
6月27日	直播短视频	2020国内直播电商与短视频大会
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	网红品牌	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）

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