

门店升级调整与数字化建设并行，关注规模化龙头公司的业绩盈利改善

永辉超市(601933.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

● 事件

2022年公司实现营业收入900.91亿元，同比下降1.07%；实现归属母公司净利润-27.63亿元，同比上升29.94%；实现归属母公司扣非净利润-25.65亿元，同比上升33.08%。经营现金流量净额为58.64亿元，较上年同期上升0.64%。

2023年一季度公司实现营业收入238.02亿元，同比下降12.63%；实现归属母公司净利润7.04亿元，同比上升40.24%；实现归属母公司扣非净利润6.18亿元，同比下降1.58%。经营现金流量净额为10.96亿元，较上年同期下降57.66%。

● 持续提升中长期供应链能力，华北地区营收增长表现优异

从行业角度来看，零售业2022年营业收入为841.28亿元，仍为公司主要营收来源，营收占比高达93.38%，营收较去年同期下降0.98%，考虑受2022年国内外社会经济环境的变化，零售竞争环境仍较为严峻，居民消费习惯变化以及消费能力受限的影响。对应2022年零售业营收收入同比上年同期减少8.30亿元，系公司规模下滑主要原因；服务业2022年该业务营业收入也出现了一定幅度的下滑，同比上年同期减少1.41亿元。

从产品角度来看，生鲜及加工和食品用品(含服装)为公司营收主要来源，营收占比超九成。其中生鲜及加工板块营收同比下降9.25亿元，对规模产生拖累；食品用品板块实现了营业收入的正向增长，同比上年同期增加了0.96亿元。报告期内，公司在食品用品方面，与供应商加强研发，推出馋大狮小青柠、馋大狮芝士蛋糕、馋大狮酸奶山楂丁、优颂抑菌除螨香氛洗衣凝珠、空气炸锅等深受大众喜爱的品类，此外，公司积极履行企业主体责任，落实食品安全“四个最严”的要求，通过自建数字化“食安云网”系统不断迭代全链路食品安全品控管理体系能力，为用户提供安全、健康、高性价比的食品。

从地区角度来看，华东地区贡献了193.70亿元的营业收入，在七地区中排首位。华东、西南和华北地区营业收入同比上升，其中华北地区营业收入增长表现最优，在2022年贡献了2.22亿元的营业收入，在永辉超市2022年营业收入前十名门店中，华北地区(北京)占了五席。华西、东南、华中和华南地区的营业收入同比下滑，其中东南地区营收下滑幅度较大，营业收入同比减少6.09亿元。

从季度角度来看，2022年一二季度全国居民消费价格中食品部分累计同比下降0.4%，其中，分季度来看，一季度的单月同比增速均为负值，二季度内转正并逐月提升。一季度食品CPI下降主要是猪肉价格下降带动，在二季度猪肉产能供给充足，价格回升，再加之物流逐步畅通，宏观来看CPI在二季度降幅收窄，超市板块受益。公司主营业务为食品及生鲜产品，受到宏观因素影响，二季度营业收入涨幅

分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 80927651

分析师登记编码: S0130520050002

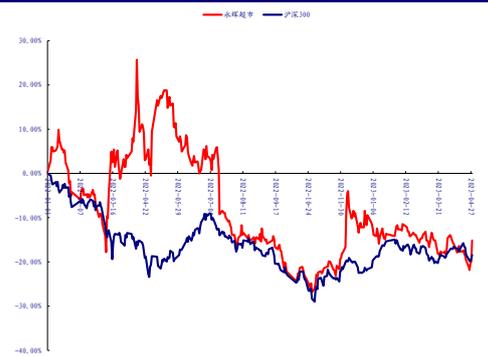
市场数据

时间 2023.04.28

A股收盘价(元)	3.42
A股一年内最高价(元)	4.99
A股一年内最低价(元)	2.85
沪深300	4029.09
市盈率	-11.70
总股本(万股)	907503.70
实际流通A股(万股)	907503.70
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	310.37

行业数据

时间 2023.04.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售】永辉超市22年半年报点评-H1公司实现扣非净利扭亏为盈，线上业务与线下门店拓展稳步推进

【银河消费品零售】永辉超市21年报点评-业绩改善表现超预期，疫情之下民生保供龙头企业优势显现-20220501

略优于一季度。公司一二季度营业收入同比上期上升，三四季度营业收入同比上期下降。一季度内春节、元旦期间食品服装销售额大幅上升，是传统的超市行业旺季，公司不断完善供应链，在一季度实现营业收入同比上涨 9.09 亿元；虽然二季度为超市行业传统淡季，但是公司把握疫情反复的契机，发展线上业务，搭建自身中台，实现了二季度营业收入同比上涨 9.96 亿元；三四季度的营收同比下滑系 2022 年总营业收入同比下滑的主要原因，三四季度营业收入分别同比下滑 8.33 亿元和 20.43 亿元，下滑幅度大于一二季度营收增长。

从利润端的角度来看，2022 年公司实现归属母公司净利润-27.63 亿元，同比减亏 29.94%，报告期净利润亏损的主要原因系：（1）收入下滑，毛利率偏低使得整体经营尚处于亏损中；（2）公司报告期末持有的金融资产价值较年初下跌 5.09 亿元，报告期内处置金融资产产生的投资损失 1.15 亿元；（3）长期股权投资计提减值损失 1.97 亿元；（4）对集团长期亏损及准备闭店门店的相关资产提取减值 4.37 亿元。

表 1：2022 年营业收入情况

	营业收入 (亿元)	增量 (亿元)	同比增减	营收占比	增量占比
总营业收入	900.91	-9.71	-1.07%	100.00%	100.00%
分行业					
零售业	841.28	-8.30	-0.98%	93.38%	85.44%
服务业	59.63	-1.41	-2.32%	6.62%	14.56%
分产品					
生鲜及加工	399.00	-9.25	-2.27%	44.29%	95.28%
食品用品 (含服装)	442.28	0.96	0.22%	49.09%	-9.84%
分地区					
华东	193.70	1.10	0.57%	21.50%	-11.29%
华西	176.07	-1.37	-0.77%	19.54%	14.10%
东南	140.49	-6.09	-4.16%	15.59%	62.76%
西南	130.88	1.25	0.97%	14.53%	-12.92%
华北	92.23	2.22	2.46%	10.24%	-22.83%
华中	68.22	-2.59	-3.66%	7.57%	26.69%
华南	39.69	-2.81	-6.61%	4.41%	28.93%
分销售模式					
零售	841.28	-8.33	-0.98%	93.38%	85.74%
其他	59.63	-1.42	-2.32%	6.62%	14.58%
按季度划分					
第一季度	272.43	9.09	3.45%	30.24%	-93.59%
第二季度	214.88	9.96	4.86%	23.85%	-102.54%
第三季度	221.75	-8.33	-3.62%	24.61%	85.77%
第四季度	191.84	-20.43	-9.62%	21.29%	210.36%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 2：2023Q1 主营业务收入分地区情况

	营业收入 (亿元)	增量 (亿元)	同比增减	营收占比	增量占比
总营业收入	238.02	-34.41	-12.63%	100.00%	100.00%
分地区					
东南	37.05	-4.06	-9.88%	15.57%	11.81%
华北	22.63	-4.67	-17.10%	9.51%	13.57%
华东	51.47	-4.86	-8.62%	21.62%	14.11%

华西	44.09	-9.33	-17.46%	18.52%	27.11%
西南	36.62	-3.77	-9.34%	15.39%	10.97%
华南	9.68	-1.87	-16.16%	4.07%	5.42%
华中	19.33	-2.62	-11.95%	8.12%	7.63%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：各期公司新开门店数量情况

报告期	期初门店数量	新开门店数量	闭店数量	净增加量	期末门店数量
2019 年全年	708	205	2	203	911
2020 年全年	911	114	8	106	1017
2021 年全年	1017	75	35	40	1057
2022 年全年	1057	36	60	-24	1033
2023 年第一季度	1033	2	0	2	1035

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2022 年公司利润情况

利润情况	现值（万元）	增量（万元）	增速
归母净利润	-276316.61	118070.58	29.94%
扣非归母净利润	-256514.67	126802.48	33.08%
非经常性损益	-19801.94	-8731.90	
非流动资产处置损益	17900.60	21855.48	
政府补贴	21194.73	2848.96	
投资收益	62164.65	86775.40	
其他营业外收支	1411.42	306.40	
所得税影响	2126.49	-4524.21	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：2023Q1 公司利润情况

利润情况	现值（万元）	增量（万元）	增速
归母净利润	70422.57	20205.26	40.24%
扣非归母净利润	61786.25	-992.03	-1.58%
非经常性损益	8636.32	21197.29	
非流动资产处置损益	8865.23	6109.39	
政府补贴	4448.97	5075.89	
投资收益	-4442.02	-25449.25	
其他营业外收支	322.93	2047.26	
所得税影响	-225.27	-1370.42	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

● **2022 年综合毛利率上升 0.97pct，期间费用率下降 0.69pct；2023Q1 综合毛利率上升 1.60pct，期间费用率提升 1.29pct**

从毛利率角度看，2022 年公司综合毛利率相对稳定为 19.68%，较上年同期上升 0.97 个百分点。**分行业来看**，核心业务零售业和服务业毛利率均有所提升，虽然 2022 年，零售竞争环境仍较为严峻，但是永辉超市作为连锁龙头企业，主动谋求数字化转型，自主研发了 YHDOS 系统，不断提升组织效率和商品力助力毛利率实现正向增长；**分产品来看**，生鲜及加工板块和食品用品（含服装）板块毛利率也都出现了增长，主要原因系公司坚持打造以生鲜为基础的全链路商品体系，以 YHDOS 智慧中台打造食品供应链平台，加强长半径商品的属地化运作，以提高源头直采渗透率，缩短生鲜和食品交易路径，将供应链效率优势转化为毛利优势，此外，相对高毛利的食品用品销

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

售额占比提升，也为公司整体的毛利率带来结构性优化；**分地区来看**，华北地区和华东地区毛利率上涨幅度较大，分别上涨了 2.11 和 1.60 个百分点，仅有华西地区毛利率出现了小幅度下降。2023Q1，综合毛利率和净利率都有所提升。分地区来看，除华南地区外，其余六地区毛利率同比上年都有所提升，其中华北地区表现优异，毛利率较上年同期上涨 3.47 个百分点。

期间费用方面，2022 年公司的期间费用为 199.16 亿元，较上年同期减少 8.49 亿元，主要原因系公司降本控费措施切实有效。其中销售费用主要受到：①职工薪酬同比减少 1.52 亿元；②折旧及摊销同比减少 2.00 亿元；③运费及仓储服务费同比减少 1.11 亿元的影响；④低值易耗品同比减少 1.06 亿元；⑤房租及物业管理费同比减少 1.05 亿元。管理费用的主要变动在于其他项目同比减少 8306 万元以及汽车、差旅、通讯等办公费用同比减少 4759 万元，此外房租及物业管理费和咨询、审计、律师等中介费用等也都同比下降，致使虽然职工薪酬同比增长 10899 万元，但是管理费用整体同比下滑。2023Q1 公司销售费用、财务费用和科研费用都有所减少，只有管理费用同比增加了 1.08 亿元。

表 6：2022 公司毛利率情况

毛利率情况	现值 (%)	增量 (bps)
销售毛利率	19.68	0.97
分行业		
零售业	14.34	0.96
服务业	95.05	2.22
分产品		
生鲜及加工	12.45	1.09
食品用品 (含服装)	16.04	0.79
分地区		
东南地区	11.78	1.20
华北地区	15.84	2.11
华东地区	15.68	1.60
华西地区	13.61	-0.05
西南地区	15.15	0.12
华南地区	15.71	1.19
华中地区	13.28	0.84
分销售模式		
零售	14.34	0.96
其他	95.05	2.22
净利率	-3.33	1.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 7：2023Q1 公司毛利率情况

毛利率情况	现值 (%)	较上年同期增量 (bps)
销售毛利率	22.88	1.6
销售净利率	2.85	1.06
分地区		
东南地区	16.49	1.64
华北地区	18.12	3.47
华东地区	16.83	1.31
华西地区	18.19	3.07
西南地区	17.55	1.63

华南地区	17.05	-1.34
华中地区	15.59	1.39

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 8：2022 公司费用情况

费用率	现期值 (亿元)	增量 (亿元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	199.16	-8.49	22.11%	-0.69
销售费用	158.50	-7.80	17.59%	-0.67
管理费用	20.46	-1.09	2.81%	-0.03
财务费用	15.38	-0.13	1.71%	0.01
研发费用	4.82	0.54	0.53%	0.06

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 9：2023Q1 公司费用情况

费用率	现期值 (亿元)	增量 (亿元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	46.68	-3.23	19.61%	1.29
销售费用	36.42	-3.68	15.30%	0.58
管理费用	5.59	1.08	2.84%	0.69
财务费用	3.51	-0.49	1.47%	0.01
研发费用	1.16	-0.13	0.49%	0.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

● 融合全渠道业务系统，实现线上线下全渠道数字化运营

公司秉承“科技紧贴业务，关注价值产出”的原则，以用户为中心完善和提升 APP 体验，融合全渠道业务系统，全力支持门店数字化转型和仓储业态“三仓合一”的快速试验，推动从采到销的全链路数字化，建设科技永辉中台系统基本成型。强化数据算法能力，赋能业务系统智能化建设。全力支持公司经营数字化转型，将科技融入各业务环节，为实现从采到销全链路管理数字化的战略目标迈出坚实的一步。永辉超市搭建 YHDOS 系统，全面实现业务上线化、在线化，22 年 12 月 31 日前已完成所有门店切换，形成全面在线化业务治理数字治理。2023 年 3 月 31 号前，要实现所有门店的后场卖场到家仓、商品库存、货架堆头、采购订单、员工任务，以及组织绩效，都纳入 YHDOS 的数字化管理。永辉通过数字化运营，提升用户、客户体验，提高用户满意度，实现收入增加，通过数据技术投入，创新出新的数字化业务“永辉生活到家”业务，实现线上线下全渠道数字化运营，让用户更满意、创业更容易、本地生活更美好。永辉超市以用户需求为出发，结合行业标杆竞对和市场趋势，主动发现问题、寻找差距，锻炼线上运营能力，从营销驱动的业务增长逐渐向“强商品”和“强服务体验”方向发展。

● 深化供应链源头建设，加强食品产品研发

公司主要以线上+线下模式面对大众消费的 toC 端，经营生鲜产品及食品用品，以“高性价比”得到广大消费者的认可。公司借助全渠道数字化中台实现了 20 多年来积累的大量农产品的产地信息数据库、经营数据库等信息数据拉通，并通过以往数据进行分析，获取全年农产品的分布数据、行情数据、品质数据、上下市时间数据，从而为生鲜经营提供强有力的数据支撑，进一步将供应链的数据优势、资源优势转化为商品力优势、经营优势。报告期内，自有品牌销售额达 32.7 亿元，同比增长 23.40%。公司深化供应链源头建设，生鲜继续巩固“田趣大米”、“永辉农场板栗南瓜”等商品的订单种植，同时加速预制菜趋势、丹东草莓地标差异化品质商品的开发；食品用品与供应商加强研发，推出馋大狮小青柠、馋大狮芝士蛋糕、馋大狮酸奶山楂丁、优颂抑菌除螨香氛洗衣凝珠、空气炸锅等深受大众喜爱的品类。2022 年，零售环境更为艰难的一年，公司为国内少数仍保持开店势头的零售企业，通过精选+优选优质门店物业、淘汰关闭部分尾部

门店，开启门店迭代时代。报告期内，通过智能订货、智能排班等工具的推广应用及 YHDOS 系统全面上线，着力提升坪效、人效、品效，商品保持较高的上新和汰换速度，部分标杆门店人效提升 30%-50%。

● **投资建议**

永辉超市是中国企业 500 强之一，是国家级“流通”及“农业产业化”双龙头企业，是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范，通过农超对接，以生鲜特色经营及物美价廉的商品受到百姓认可，被誉为“民生超市、百姓永辉”。自创办以来，公司持续高质量发展，通过精选+优选优质门店物业、淘汰关闭部分尾部门店，开启门店迭代时代，超市业务已经进入全国 29 个省市，终端门店逾千家。公司主动实行数字化战略转型，坚持打造中分类治理驱动的数字供应链，服务以生鲜为基础的全链路商品体系。公司通过智能订货、智能排班等工具的推广应用及 YHDOS 系统全面上线，着力提升坪效、人效、品效，商品保持较高的上新和汰换速度，门店运营效率逐步提升。结合公司近期的表现，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 965.14/1022.60/1069.53 亿元，实现归母公司净利润 6.72/10.90/15.40 亿元，对应 PS0.32/0.30/0.29 倍，对应 EPS0.07/0.12/0.17 元/股，对应 PE46/28/20 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示**

CPI 表现不及预期的风险；新开门店不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 10: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	91,061.89	90,090.82	96,514.40	102,260.11	106,952.51
增长率	-2.29%	-1.07%	7.13%	5.95%	4.59%
归属母公司股东净利润 (百万元)	-3943.87	-2763.17	672.06	1090.07	1540.01
增长率	-319.78%	29.94%	124.32%	62.20%	41.28%
EPS (元/股)	-0.43	-0.30	0.07	0.12	0.17
销售毛利率	18.71%	19.68%	20.39%	21.11%	21.91%
净资产收益率(ROE)	-37.00%	-37.01%	8.26%	11.81%	14.30%
市盈率(P/E)	-15	-12	46	28	20
市净率(P/B)	2.96	3.47	3.81	3.36	2.88
市销率(P/S)	0.41	0.36	0.32	0.30	0.29

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价)

表 11: 可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	家家悦	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团		
PE	-27	-1258	-12	17	-36	-15	-12
PB	3.62	1.29	0.63	2.07	1.40	1.93	1.40
PS	0.45	0.65	0.39	0.84	0.34	0.51	0.39
	境外可比公司				均值	中位数	
	沃尔玛	开市客	高鑫零售	克罗格			
PE	43	38	-18	14	19	26	
PB	5.37	10.33	0.54	3.24	4.87	4.31	
PS	0.65	0.96	0.15	0.22	0.50	0.44	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注: 表 13 中, 境内可比公司均值计算不包括百联股份 (异常值)

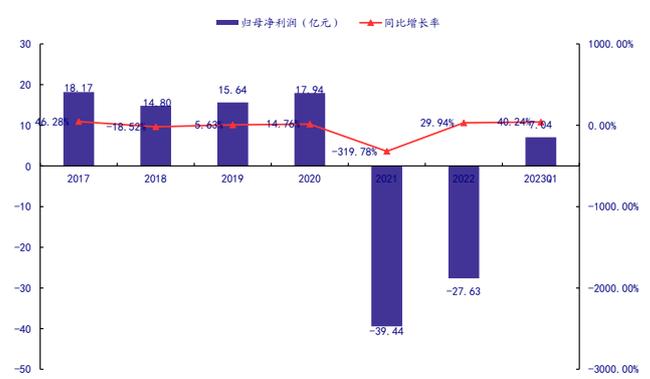
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2023Q1 年营业收入 (亿元) 及同比增长率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2023Q1 年归母净利润 (亿元) 及同比增长率



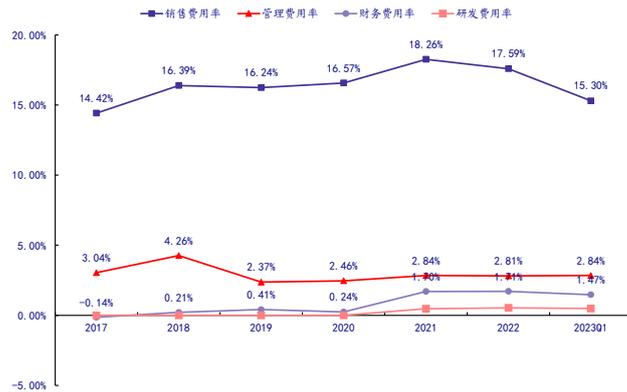
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2023Q1 销售毛利率和销售净利率变动情况



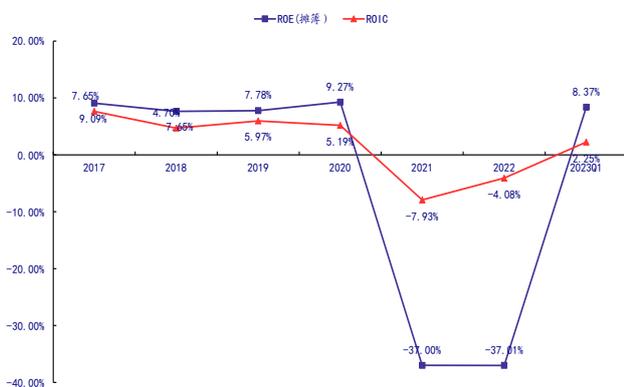
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2023Q1 期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2017-2023Q1 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 12: 永辉超市 2022Q3 季报至今重大事项进展

事件类型	内容
关联交易	公司于 2022 年 10 月 27 日召开第五届董事会第五次会议, 审议通过了《关于公司补充 2022 年关联交易计划的议案》, 公司根据日常生产经营需要, 拟增加与一二三三及下属公司采购商品关联交易金额 6.00 亿元人民币, 增加与北京京东及下属公司采购商品类别关联交易金额 1.00 亿元人民币。出席会议的非关联董事一致同意本议案。本议案尚需提交股东大会审议, 关联股东将在股东大会上对相关议案回避表决。一二三三、北京京东作为大型供应链集团, 公司与其控制的企业按照市场公允价值进行关联交易, 因此对本公司的独立性没有影响。公司将持续开展与上述公司之间公平、互惠的合作。
股份减持	永辉超市股份有限公司持股 5% 以上股东、董事长张轩松先生及其一致行动人合计持有 14.11 亿股无限售流通股公司股份, 占公司总股本 15.56%。张轩松先生计划通过集中竞价交易或大宗交易方式减持其所持公司股份不超过 9075 万股 (含), 不超过公司总股本的 1%。 2023 年 2 月 14 日, 公司披露了《永辉超市股份有限公司股东减持股份计划的预披露公告》(公告编号: 临 2023-04), 张轩松先生自本减持计划披露之日起 15 个交易日后, 即 2023 年 3 月 7 日开始实施减持, 减持期间不超过 6 个月。张轩松先生计划通过集中竞价交易或大宗交易方式减持其所持公司股份不超过 9075 万股 (含), 不超过公司总股本的 1%。截至 2023 年 3 月 22 日, 张轩松先生通过集中竞价方式合计减持了 9048 万股, 占公司当前总股本的 1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 13: 永辉超市 2021-2022 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2021 年对于 2022 年的规划	2022 年对于 2023 年的规划
发展战略	2022 年,公司将全力打造以生鲜为基础,以客户为中心的全渠道数字化零售平台,全面改善提升经营质量,推动有质量的增长,力争实现全年盈亏平衡。以销售提升、零售渠道质量提升、用户体验管理、组织效率及成本优化四大战役为抓手,以变革的思维、科学的项目管理方法,协助管理者将经验沉淀为公司的制度流程、系统逻辑、体系能力;逐步打造体系化管控的机制,确保工作有目标、有举措、有进展、有成果。	2023 年,公司将继续聚焦主业,全力夯实以生鲜为基础,以客户为中心的全渠道数字化零售平台;提升供应链的数字化与透明化,以技术推动改善门店经营质量,公司全年有望实现扭亏为盈。 公司努力成为以民生理念、与供应商合作共赢、保障商品质量、提升服务品质、提高组织效率、打造线上+线下全渠道的六边形战士,不畏艰难,拥抱变化,通过多年沉淀,以与时俱进的态度与科学严谨的管理方法,全面改善提升经营与服务质量。
经营计划	1. 做强生鲜,形成门店发展的正循环,聚焦尾部门店销售提升,加强物流对经营的高效、灵活支持,通过物流数字化水平提升、拆零配送、线上线下载存共享、配送模式多样化等举措的落实;围绕中分类和重点单品,筛选优质/潜力合作伙伴合作/投资,整合供应链资源,持续改善供应链成本优势及商品差异化运营。 2. 高质量的新开店,合理谨慎闭店,Bravo 门店调优,线上有质量的增长。 3. 以客户体验为中心,以全渠道、全链路、高可用的数字化平台为基础,驱动组织和业务流程闭环,助力经营有质量的增长。	1. 推进商品供应链数字化工作,建设阳光供应链。利用科技与数据赋能,制定品类管理规则,明确品类发展目标与定位,对品类进行优胜劣汰,不断完善供应链建设。 2. 开高质量门店,关闭淘汰尾部门店,开启门店迭代与优化;打造新时代有消费者口碑、市场影响力的标杆门店。 3. 不断提升用户体验,推动自营平台——永辉生活深度+广度的发展,挖掘潜在客户,加快“永辉生活”仓端改造,加强数字化商品经营能力建设。
风险提示	疫情的反复,对门店的正常经营、员工的稳定、物流的通畅、采购成本的高企及顾客消费的意愿等均存在不确定性。	经济环境、企业采购以及人力成本、顾客消费习惯等存在不确定性。

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

注:其中删除线内容为相较针对 2022 年的业务规划,针对 2023 年不再提及的内容;加粗内容为针对 2023 年的新补充部分

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 14: 永辉超市前十大股东情况(更新自 2023Q1 财报)

排名	股东名称	方向	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	牛奶有限公司	不变	191313.54	-	21.08	-	境外法人
2	张轩松	减少	79124.23	-9048.22	8.72	-1.00	境内自然人
3	张轩宁	不变	74381.12	-	8.20	-	境内自然人
4	北京京东世纪贸易有限公司	不变	73643.72	-	8.12	-	境内非国有法人

5	林芝腾讯科技有限公 司	不变	47852.31	-	5.27	-	境内非国有 法人
6	宿迁涵邦投资管理有 限公司	不变	47852.31	-	5.27	-	境内非国有 法人
7	上海喜世润投资管理 有限公司-喜世润合 润6号私募证券投资 基金	不变	21963.85	-	2.42	-	境内非国有 法人
8	上海喜世润投资管理 有限公司-喜世润合 润7号私募证券投资 基金	不变	8198.62	-	0.90	-	境内非国有 法人
9	喜世润合润5号私募 证券投资基金	不变	7721.83	-	0.85	-	境内非国有 法人
10	上海喜世润投资管理 有限公司-喜世润合 润3号私募证券投资 基金	不变	7677.13	-	0.85	-	境内非国有 法人
合计			559728.65		61.68		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn