

商业贸易行业投资月报

海外巡礼系列之一——从 ULTA Beauty

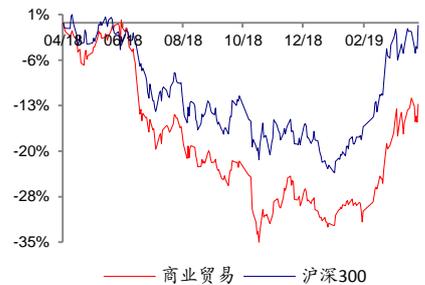
崛起看美妆专业连锁的运营之道

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2019-03-31**

相对市场表现



分析师: 洪涛
SAC 执证号: S0260514050005
SFC CE No. BNV287
021-60750633
hongtao@gf.com.cn

相关研究:

商贸行业投资月报——海外 2019-03-04

高端品牌观察:2018 年高端消费复苏延续, 中国区、数字化、免税店是关键词

商贸行业投资月报——会员 2019-01-28

超市运营之道:聚焦思维叠加高效供应链, 铸造坚固成本堡垒

联系人: 贾雨朦 021-60750604
jiayumeng@gf.com.cn

核心观点:

● 月度专题: 海外巡礼系列之一——从 ULTA Beauty 崛起看美妆专业连锁的运营之道

ULTA Beauty 是美国最大的美妆专业连锁店, 诞生于美国美妆行业渠道固化的年代, 当时高端、大众品牌分布在百货、药店、沙龙等不同的零售渠道。ULTA 自创立起始终保持着快速的扩张速度和稳健的盈利能力, 其成功之道在于: 1) 引领渠道变革, 首创美妆一站式购物“品类杀手”模式。ULTA 灵敏地捕捉到渠道变革机会, 首创品牌品类齐全的美妆专营店模式, 一个典型的门店涵盖 500 多个品牌的 20000 多个 SKU, 消费者可以买到几乎所有想要的美妆产品。并提早布局电商, FY2018 占总收入比例上升至 9.7%。2) 以顾客服务为导向, 重视会员体系建设。公司自创立之初便摒弃了传统推销式的销售模式, 而是以体验和服务为导向提出“4E”理念, 并设立沙龙增加用户黏性, 搭建和完善会员体系。3) 与品牌相互赋能, 选品紧跟趋势, 发展自有品牌。公司与超过 400 个品牌商保持着积极、紧密的合作关系。另外, 公司战略性发展自有品牌和独家品牌, 在提高盈利能力的同时保证渠道的差异化竞争力。

与美国美妆零售市场类似, 我国化妆品行业同样经历了由百货、商超主导向日化专营店、电商转型的渠道变革。渠道端来看, 日化专营店率先崛起, 09 年后和电商渠道一起分流传统百货和超市的份额, 但在 15 年之后电商渠道仍然保持高速增长, 但日化专营店的发展瓶颈开始显现。品牌端来看, 国产品牌对于渠道变迁的积极反应贯穿于整个发展历程, 主要依靠日化专营店和电商两波渠道红利崛起, 在大众市场逐渐站稳脚跟。

● 月度观点: 季报披露季来临, 推荐低估值成长股和滞涨龙头股

随着一季报披露季来临, 市场对于经营业绩的关注度持续提升, 去年四季度以来对于消费的极度悲观情绪, 在 1-2 月社零增速披露后逐步修复(社零增速环比回升, 其中化妆品、珠宝等可选消费增速回升明显), 我们认为低估值成长股仍然是目前时点上性价比最高的品种。我们对于零售行业成长股的理解在于两个维度: 1) 享受细分品类或业态的赛道红利, 分业态来看, 我们认为电商仍然是最好的赛道, 尽管 1-2 月实物电商增速首次低于 20%, 但相比线下实体渠道仍然遥遥领先; 分区域来看, 低线级市场的消费升级不容忽视, 越来越多的三四线城市跨过人均 GDP 5000 美金后, 开始从基础消费转向品牌消费。2) 存量市场享受集中度提升红利的龙头, 尽管行业增速放缓, 但龙头公司凭借规模、管理、资本等优势持续抢夺份额, 亦能获得远高于行业的成长速度。

4 月我们首推品种为南极电商, 板块中最为典型的低估值成长股; 周大生同样符合低估值成长股的标准。随着经济复苏带来可选消费的回暖, 百货龙头有望迎来估值修复, 我们推荐王府井、天虹股份和重庆百货。苏宁易购和永辉超市作为零售核心白马龙头, 今年以来涨幅跑输指数, 但其门店扩张和收入规模仍然保持远高于行业的增长, 这也是我们对零售龙头公司最为看重的指标, 我们认为零售龙头在二季度将重获市场关注。

4 月组合: 南极电商、周大生、王府井、苏宁易购、永辉超市

● 风险提示

宏观经济下行影响终端消费需求; 资金、人才、技术等瓶颈制约传统企业的变革; 电商持续分流持续, 实体零售持续承压; 电商集中度持续提升, 线上竞争加剧; 资本推动新业态持续出现, 分流冲击现有公司业绩。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/29	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
南极电商	002127.SZ	买入	CNY	11.45	14.3	0.36	0.51	30.89	21.80	28.39	20.01	28.7%	28.8%
永辉超市	601933.SH	增持	CNY	8.64	-	0.16	0.23	52.00	36.17	40.98	27.97	7.0%	9.3%
苏宁易购	002024.SZ	买入	CNY	12.55	16.36	1.43	1.84	8.43	6.55	39.61	33.23	16.9%	18.2%
周大生	002867.SZ	买入	CNY	35.07	35.5	1.66	2.03	21.13	17.28	17.89	13.88	22.3%	19.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、月度专题：海外巡礼系列之一——从 ULTA BEAUTY 崛起看美妆专业连锁的运营之道	6
(一) ULTA BEAUTY：美国美妆零售渠道的破局者，快速稳健扩张	6
(二) 一个典型的 ULTA 门店：位于郊区、形象标准、品牌品类齐全	8
(三) ULTA 的成功之道：引领渠道变革、以服务为导向、与品牌相互赋能	9
(四) 回顾国内化妆品渠道变革历程，本土品牌成最大受益者	14
二、月度观点：季报披露季来临，推荐低估值成长股和滞涨龙头股	16
三、月度行业数据：1-2 月社零总额同比增长 8.2%，高基数导致电商增速放缓	19
四、月度聚焦	21
(一) 社交电商系列之云集：社交驱动，会员运营，迈向线上 COSTCO 新征程	21
(二) 南极电商：GMV 延续快速增长，马太效应持续体现	22
(三) 王府井：奥莱驱动增长，龙头百货重启扩张	23
(四) 天虹股份：外埠市场加速拓展，次新店将迎来业绩释放周期	23

图表索引

图 1: ULTA Beauty 营业收入与 YoY (右轴)	6
图 2: ULTA Beauty 净利润与 YoY (右轴)	6
图 3: ULTA Beauty 门店数量与门店净数量	7
图 4: ULTA Beauty 的同店增速和构成	7
图 5: ULTA Beauty 盈利能力保持稳定	7
图 6: ULTA Beauty 的 ROE 及杜邦分析	7
图 7: ULTA Beauty 和标普 500 股价表现	8
图 8: ULTA Beauty 历史估值	8
图 9: ULTA Beauty 多为市郊独立门店	9
图 10: ULTA Beauty 品类结构变化	9
图 11: ULTA 平均单店面积 (右轴) 保持稳定	9
图 12: ULTA Beauty 坪效稳步上涨	9
图 13: 美国化妆品行业各零售渠道占比变化, 美妆专卖和电商崛起	10
图 14: ULTA Beauty 电商收入和增速 (右轴)	10
图 15: ULTA Beauty 数字化创新生态	10
图 16: ULTA Beauty 内设沙龙业态	11
图 17: ULTA Beauty 的沙龙收入和占比 (右轴)	11
图 18: ULTA Beauty 推出的 MasterCard 信用卡	12
图 19: 2017 ULTA Beauty 推出钻石会员权益	12
图 20: ULTA Beauty 会员数量增长和会员迭代历程	12
图 21: ULTA Beauty 门店展示新锐独家品牌 ColourPop	13
图 22: ULTA Beauty 自有品牌 ULTA Beauty Collection	13
图 23: 美国彩妆线和高端线增速高于行业整体	14
图 24: ULTA Beauty 专有品牌和限量品牌	14
图 25: 我国化妆品渠道占比变化, 日化专营店与电商崛起	14
图 26: 屈臣氏中国门店数量和 YoY (右轴)	15
图 27: 屈臣氏销售额停滞, 同店增速下滑	15
图 28: 中国大众化妆品市场份额 TOP10 (2008 年)	15
图 29: 中国大众化妆品市场份额 TOP10 (2017 年)	15
图 30: 各板块月涨跌幅 (%)	17
图 31: 按主题子板块涨跌幅	17
图 32: 按市值子板块涨跌幅	17
图 33: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股 3.29 收盘)	18
图 34: 申万行业估值横向对比	19
图 35: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法)	19
图 36: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 (%)	20
图 37: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 (%)	20
图 38: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增 (%)	20
图 39: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比	21

表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%) 21

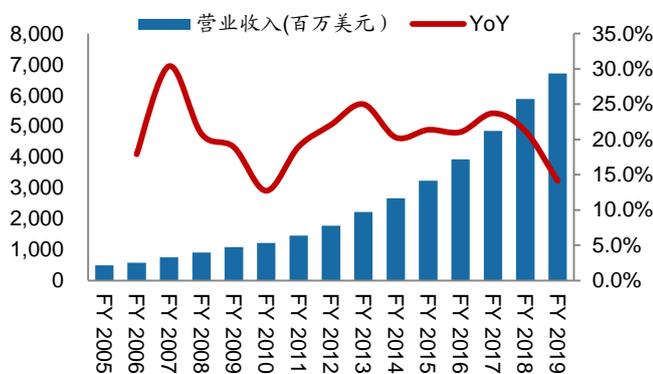
一、月度专题：海外巡礼系列之一——从 ULTA Beauty 崛起看美妆专业连锁的运营之道

（一）ULTA Beauty：美国美妆零售渠道的破局者，快速稳健扩张

ULTA Beauty 是美国最大的美妆专业连锁店，创立于1990年，创立之初是一家美妆折扣零售商。当时高端、大众、沙龙产品等不同品类和档次化妆品呈现渠道割裂的局面：高端产品仅在百货售卖，大众产品分布在药店和大众超市，而头发护理产品则主要出现在沙龙；且各渠道以产品推销为导向，用户体验较差。ULTA Beauty 是这一格局的破局者：公司引领了“美妆专业连锁”概念，定位为独特的美妆一站式购物连锁，店铺涵盖全档次、全品类化妆品，同时以顾客服务为导向。在美国实体零售业从繁荣走向衰落，许多同行纷纷关店退场的背景下，ULTA Beauty 始终保持着快速的扩张速度和稳健的盈利能力。

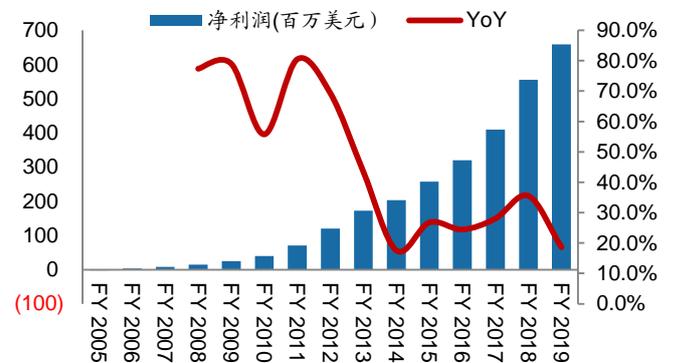
- 1) **收入利润**：公司营业收入从FY2005的4.9亿美元增长至FY2019的67.2亿美元，14年CAGR达20.54%，且多数年份收入增速超过20%；净利润更是从FY2005年的-220万美元增长至FY2019的6.6亿美元。
- 2) **市场份额**：公司2015年超越丝芙兰成为美国最大的美妆零售商，2016年占据美国美妆专业零售店27%的份额，占整个美国美妆市场的7%。

图 1： ULTA Beauty 营业收入与 YoY（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2： ULTA Beauty 净利润与 YoY（右轴）

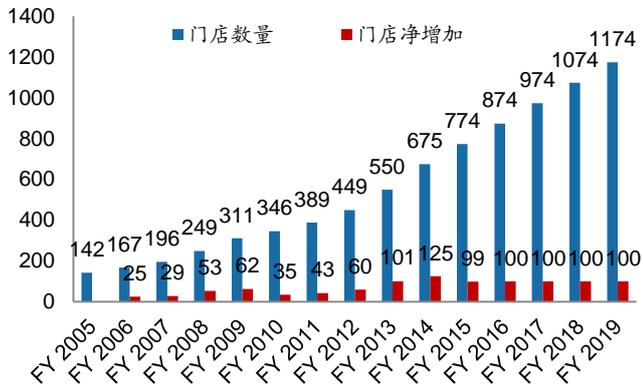


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

- 3) **门店扩张**：公司门店数量从FY2005年的142家增长至FY2019年的1174家，CAGR达16.3%。我们把公司扩张期分为3个阶段：**FY2012年以前稳步扩张**，公司测算全国展店潜力为1000家，每年开店数量中枢为50家；**FY2013年盈利能力稳定后开始加速扩张**，每年开店数量超过100家，同时将开店空间目标提高至1200家；**FY2017年起**，进一步向市区和新市场渗透，公司将开店空间提升至1400-1700家，每年展店目标为100家。
- 4) **同店增长**：除FY2009和FY2010受金融危机影响同店增速较低外，公司基本保持8%以上的同店增速，显示公司经营健康。最近5年公司披露客单价和成交笔数，可以发现同店增速波动主要受成交笔数影响，客单价则保持

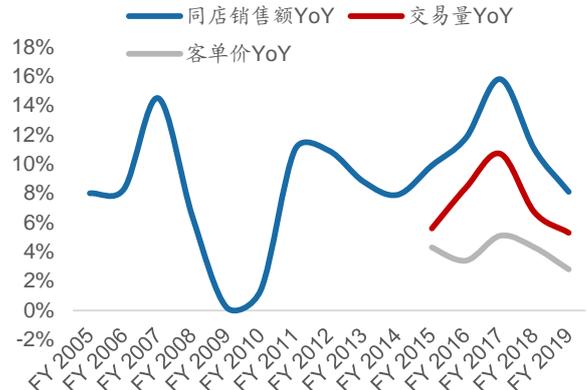
每年3%-5%的稳步上升趋势。

图 3: ULTA Beauty 门店数量与门店净数量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

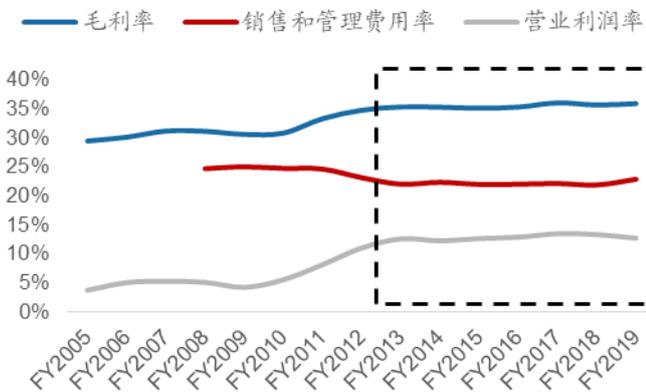
图 4: ULTA Beauty 的同店增速和构成



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

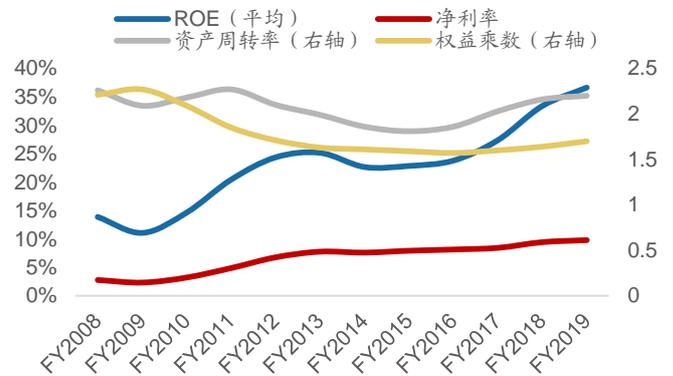
- 5) **盈利能力:** FY2013前公司毛利率呈上升趋势, 销售和管理费用率 (SG&A) 呈下降趋势, FY2013年后供应链和促销策略稳定, 盈利能力进入稳定期: 毛利率保持在35%-36%, 费用率保持在22%-23%, 营业利润率保持在12%-14%。ROE从FY2008的13.88%上升至FY2019的36.64%, 前期主要由净利率增长驱动, 后期则主要受资产周转率和权益乘数提振。

图 5: ULTA Beauty 盈利能力保持稳定



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

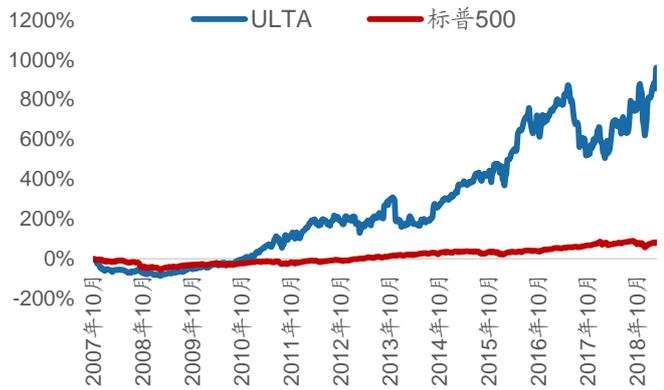
图 6: ULTA Beauty 的ROE及杜邦分析



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

- 6) **股价表现:** 公司于2007年在美国纳斯达克上市, 股价从上市首日33美元/股上升至343美元/股 (截至3月26日收盘), 年化收益率达到20%以上, 同期标普500指数年化收益率为5%。
- 7) **估值情况:** FY2014 前归母净利润 CAGR=67%, 历史估值中枢为 49XPE; FY2014 以后归母净利润 CAGR=25%, 历史估值中枢为 34XPE, 估值与业绩长阶段基本匹配。

图 7: ULTA Beauty和标普500股价表现



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: ULTA Beauty历史估值



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 一个典型的 ULTA 门店: 位于郊区、形象标准、品牌品类齐全

我们首先来刻画一个典型的 ULTA Beauty 门店, 从而对其业态有更形象认识。

选址绝大部分位于郊区: ULTA Beauty 对于其门店位置的战略性定位为 “Off-Mall”, ULTA Beauty 的绝大部分门店远离城市百货, 而是布局在市郊的露天购物中心。首先, 这样的地理位置交通便利、停车方便、人流量大, 也符合美国驾车去郊区采购的购物习惯。其次, 与城市商场相比, 郊区租金便宜, 可以削减固定成本。最后, ULTA Beauty 天然的 Off-Mall 布局也帮助其抵御了美国百货渠道流量衰减的趋势 (门店更多位于商场的美妆连锁丝芙兰也在积极地搬离商场, 来减少该渠道客流减少的影响)。

门店面积和形象标准化: ULTA Beauty 的单店面积在 10000 平方英尺左右 (约合 930 平方米), 门店明亮整洁、货架排列整齐, 吸引消费者探索新品; 其中 950 平方英尺 (约合 88 平方米) 分配给沙龙, 提供理发、染发、护肤、美容等服务。根据公司数据, 一个典型的门店前期投资为 140 万美元, 包括租金、存货和前期费用, 平均回收期为 2 年。值得注意的是, 伴随着门店扩张和渠道下沉, 平均单店面积并未相应减少, 而是保持着 10000 平方英尺左右的标准; 同时门店坪效稳步增长, 由 FY2005 的 357 美元/年/平方英尺增长至 FY2018 的 548 美元/年/平方英尺, 表明即使老市场门店网络更加密集、向新的小型市场渗透, 单店效率并没有降低。

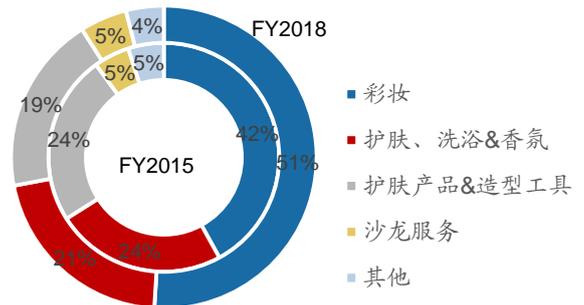
品牌和品类齐全: 秉承着 “All Things Beauty. All in One Place” 的理念, ULTA Beauty 提供行业内最为广泛的品牌和产品组合。一个典型的门店拥有 500 多个品牌的 20000 多个 SKU, 品类包括彩妆、香氛、护肤、护发、洗浴、造型工具等; 品牌覆盖全部价格区间, 包括 CHANEL、雅诗兰黛、兰蔻等高端品牌, 美宝莲、NYX 等平价品牌, KYLIE 等新锐设计师品牌, 以及自有品牌 ULTA beauty 和 ColourPoP 等独家品牌。

图 9: ULTA Beauty 多为市郊独立门店



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 10: ULTA Beauty 品类结构变化



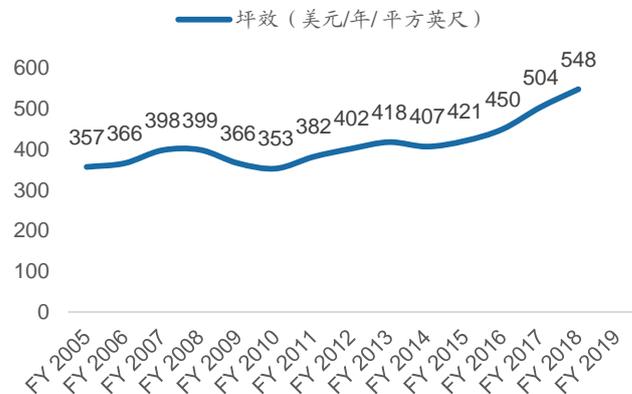
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 11: ULTA 平均单店面积 (右轴) 保持稳定



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 12: ULTA Beauty 坪效稳步上涨



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(三) ULTA 的成功之道: 引领渠道变革、以服务为导向、与品牌相互赋能

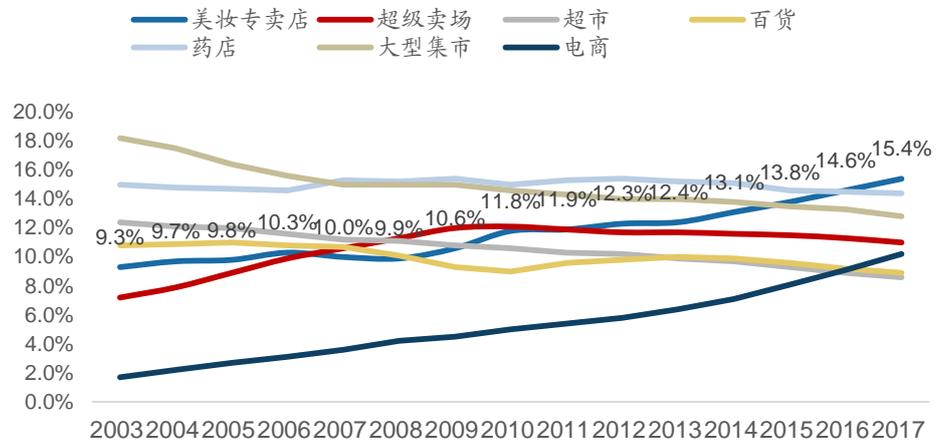
1) 成功之道一: 引领渠道变革, 首创美妆一站式购物“品类杀手”模式

ULTA Beauty 的成功首先在于其作为创新零售模式的引导者, 极大地享受到渠道变革红利。ULTA 诞生于美国美妆行业渠道固化的年代, 高端、大众品牌分布在百货、药店、沙龙等不同的零售渠道。ULTA 灵敏地捕捉到渠道变革机会: 首先, 消费习惯在发生变化, 消费者越来越倾向同时购买不同档次、不同品牌的化妆品, 而不是局限在单一渠道的单一档次。其次, 百货渠道推销式、高压式的销售模式并不能带来愉悦的购物体验, 消费者希望寻求新的购物渠道, 这一趋势在年轻消费群体中尤其显著: 根据公司的研究, 18-64 岁的女性中有 40% 在专卖店渠道购物, 这一比例在 18-24 的年轻女性中上升到 55%。最后, 对于品牌方而言, 百货渠道无助于提升品牌形象, 同时运营成本较高, 品牌也在寻求效率更高的零售渠道。

在这一背景下, ULTA Beauty 首创品牌品类齐全的“一站式购物”美妆专营店模式, 其口号“All Things Beauty. All in One Place”正是这一“品类杀手”属性的贴切体现。如前文所述, 一个典型的门店涵盖 500 多个品牌的 20000 多个 SKU, 消费者可以买到几乎所有想要的美妆产品。行业数据亦验证了以 ULTA 为代表的美妆专卖店

的崛起：纵观美国十余年来化妆品行业渠道变革，百货、药店、超市等传统渠道占比逐年下降，而美妆专卖店占比从2003年的9.3%一路提升到2017年的15.4%，是最具成长性的渠道之一。

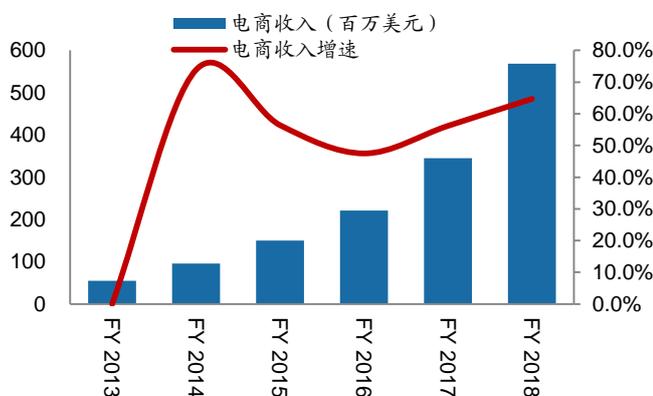
图 13: 美国化妆品行业各零售渠道占比变化，美妆专卖和电商崛起



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

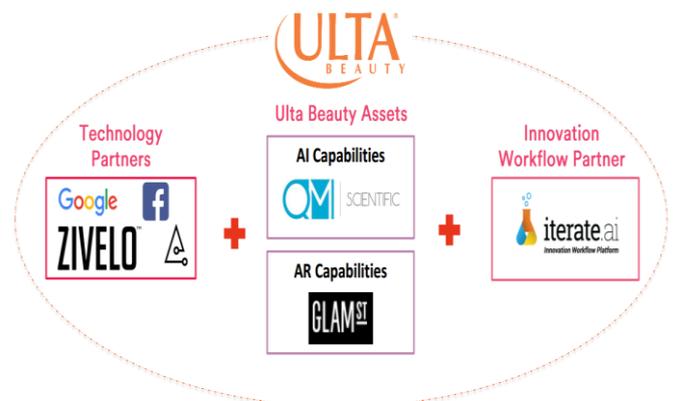
提早布局电商渠道，引领数字化变革。 ULTA很早便上线了电商平台 ULTA.com，不仅销售商品，更作为线上营销的媒介，如提供24小时论坛作为社交平台，提供新品发布和动态趋势等，后来加入更多的教程、视频、UCG和社交内容。移动时代来临之后，ULTA重点发展移动端，包括APP和移动网页，目前移动端占到电商收入的一半以上。电商渠道增速持续高于公司整体，FY2018公司电商渠道收入同比增长64.7%，占总收入比例上升至9.7%。ULTA的数字化进程不仅体现在电商上，还体现在全渠道赋能。公司搭建了数字化创新生态系统，包括 Google、Facebook等技术伙伴，收购的AI公司QM Scientific和AR初创GlamST，创新合作伙伴iterate.ai等，个性化AI推荐、AR试用、交互式美妆镜等数字化变革将为实体店带来新的生命力。

图 14: ULTA Beauty 电商收入和增速 (右轴)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: ULTA Beauty 数字化创新生态



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2) 成功之道二：以顾客服务为导向，重视会员体系建设

ULTA Beauty的“一站式”不仅体现在产品齐全，也体现在良好的购物体验和服務上。公司自创立之初便摒弃了传统推销式的销售模式，而是以体验和服务为导向，设立沙龙增加用户黏性，搭建和完善会员体系。针对提升用户体验，公司提出了“The Four E’s”: Escape, Education, Entertainment, and Esthetics。

Escape，即通过营造轻松愉悦的购物环境来帮助消费者逃离日常生活压力，与百货针对性、推销式的销售模式不同，ULTA鼓励消费者自行探索新品，因此95%以上的产品展示在货架上。

Education，即消费者教育，门店配备受过良好训练、具有专业知识的美妆顾问，BA并非以销售提成或者宣传某一品牌为导向，因此能够提供无偏性、个性化的护肤和美妆建议；消费者亦可通过宣传册和视频学习美妆知识，并在店内享受化妆和皮肤分析服务。

Entertainment，即娱乐性，ULTA及时向顾客发送新品名录，吸引顾客来到店内玩、摸、试、学；商品上新速度快，消费者每次都能够探索和发现新品；门店提供4500种试用商品，并通过美妆顾问的现场演示来活跃购物氛围。

Esthetics，即店面美观性，ULTA门店明亮、宽敞、整洁、时尚，内部和外部均引人入胜，门店环境进一步强化了愉悦的购物体验 and 引流能力。化妆品品类属性和消费群体决定其购买决策本身目的性弱、冲动性强，ULTA Beauty探索式的门店体验表面上削弱了销售与购买的目的性，但其实通过提升购物乐趣激发了顾客购买欲望，增加了留店时间和转化率，是其门店流量和同店销售稳步增长的关键之一。

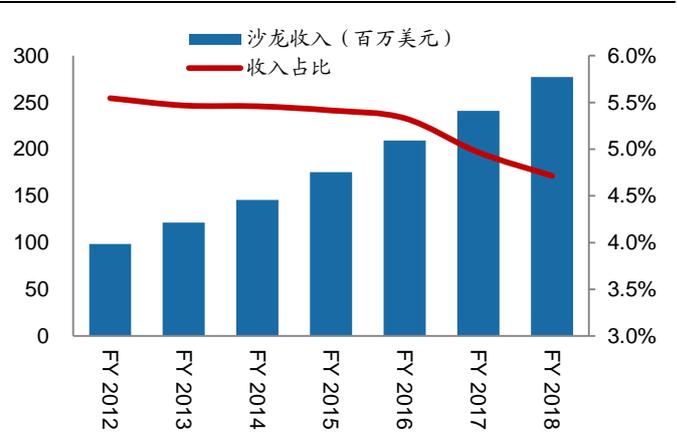
门店内设置沙龙等体验式业态，提供差异化增值服务。ULTA Beauty的每个门店均设有950英尺左右的沙龙业态，配备8-10名沙龙专业人员，提供理发、造型、护肤、美容、美甲等服务，相当于一个小型的“店中店”。沙龙收入虽然仅占到整体收入的5%左右，但一方面丰富了门店的体验式业态，是“4E理念”中不可缺少的一部分；另一方面为忠实顾客提供差异化的增值服务，起到了引流和增加用户黏性的作用。根据公司统计数据，沙龙顾客来店购物更加频繁，平均年度支出是非沙龙用户的3倍。

图 16: ULTA Beauty内设沙龙业态



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 17: ULTA Beauty的沙龙收入和占比（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

完善和丰富的会员体系，90%的消费由会员产生。ULTA于1996年便建立了会员体系“The Club at ULTA”，最初的会员可以根据消费额度在特定时间兑换免费礼物。2010年起上线了新的积分制会员体系“ULTAmate”，该体系下，消费者可以随时用积分兑换商品，因此更具有灵活性和吸引力，2014年完全替代老的会员体系。公司于2013年开始启用CRM平台，对消费数据进行精细化分析和画像。2016年ULTA向其会员推出MasterCard合作信用卡，对其在ULTA的消费提供优惠，ULTAmate信用卡推出后受到了热烈追捧，是Alliance Data最快达到200万张的卡种，据公司统计，会员办该信用卡后消费额是办卡前的1.5倍。2017年公司推出钻石级别会员，对年消费超过1200美元的用户提供25美元以上免费配送和价值25美元的沙龙代金券，进一步提升了消费频次和黏性。经过一系列的品牌宣传和会员体系迭代，ULTA会员数量从2007年的600万增加至2018年的2800万，会员消费占比从不足50%提升至90%以上，成功将绝大部分消费者转化成ULTA会员。

图 18: ULTA Beauty推出的MasterCard信用卡



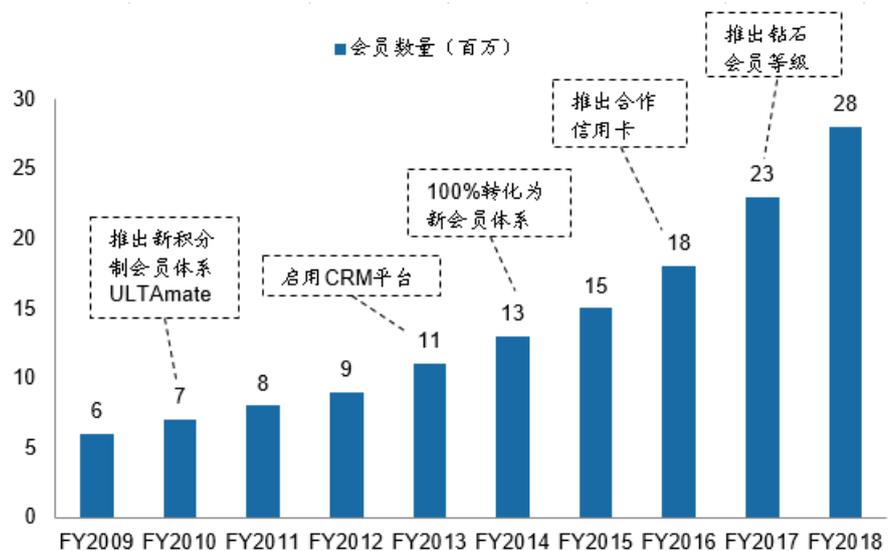
图 19: 2017ULTA Beauty推出钻石会员权益

BENEFITS	YOU GOT IT!		
	MEMBER	PLATINUM	DIAMOND
Spend per calendar year	FREE	\$450	\$1,200
Points earned per dollar	1.0	1.25 \ 25% FASTER	1.5 \ 50% FASTER
Free birthday gift	♥	♥	♥
2X points in your birthday month	♥	♥	♥
\$10 Birthday coupon		♥	♥
Points never expire		♥	♥
Everyday free shipping (order of \$25 or more)			♥
Annual \$25 Beauty Service Card			♥

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 20: ULTA Beauty会员数量增长和会员迭代历程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3) 成功之道三：与品牌相互赋能，选品紧跟趋势，发展自有品牌

ULTA Beauty“一站式购物”的实现离不开良好的供应商关系。公司与超过400个品牌商保持着积极、紧密的合作关系。品牌向头部集中的趋势明显，前十大品牌商如雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂占销售收入比例从2007年的35%上升至2018年的64%。另外，公司战略性发展自有品牌和独家品牌，在提高盈利能力的同时保证渠道的差异化竞争力。

注重维护品牌形象，与品牌互相赋能。 ULTA提供的良好购物体验更有助于品牌形象的树立，其在零售渠道份额日益壮大对于品牌方具有天然的吸引力。公司对大众和高端品牌采用差异化的营销策略：**大众品牌以促销互动和礼品券为主，高端品牌则以买赠和礼品套装为主。** 门店产品陈列以品牌为导向，为吸引高端品牌，ULTA门店中设有200英尺左右的“精品区域”，供高端品牌展示品牌形象和提供新品试用。公司陆续完善高端品牌矩阵，即便面临丝芙兰这样以高端品牌为主的美妆专卖店，ULTA在高端市场的份额也在逐步提升。门店同时大力扶持产品和创新力强的新锐品牌，为它们提供足够的展示空间。

在选品方面，公司采用开放式的供应链机制。 由专门的买手团队根据动态库存、购销和各品类销售预测制定采购计划，**不断扩充品牌和品类矩阵，且变化紧随行业趋势：** 每年引入数十个新增品牌，其中大部分为行业中增长最快的品牌，如2010-2015年以高端品牌和奢侈品牌为主，近年来则成功借势Kylie等新锐品牌和电商新生品牌；同时根据行业趋势调整品类结构，如彩妆成为行业中增长最快的品类，ULTA门店内彩妆品类占比从FY2015的42%提升至FY2018的51%。

向上游渗透，发展自有品牌和独家品牌。 凭借强大的零售能力和渠道品牌背书，ULTA通过自有品牌和独家品牌向上游化妆品品牌渗透。公司早年就发展自有品牌ULTA Beauty Collection，将其视为成长和利润贡献的战略性品牌。公司对自有品牌产品进行从概念设计到生产包装的全周期管理，以保证品牌形象的差异化。为加强渠道的差异化竞争力，ULTA引入了ColourPoP、MORPHE等独家品牌或限量品牌，进一步提升对上游的控制和孵化能力。2018年ULTA自有和独家品牌占总收入的6.5%，其中在大众彩妆销售中自有和独家品牌占比高达25%。

图 21: ULTA Beauty门店展示新锐独家品牌
ColourPoP



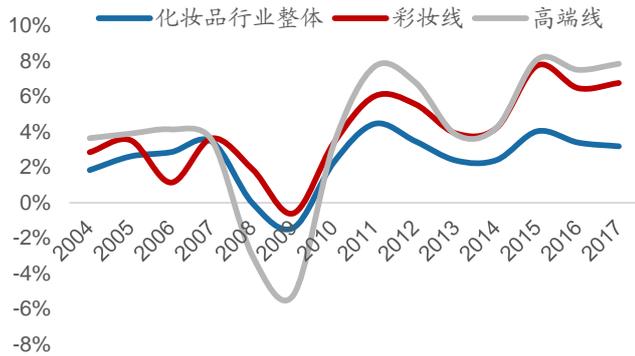
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 22: ULTA Beauty自有品牌ULTA Beauty
Collection



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 23: 美国彩妆线和高端线增速高于行业整体



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 24: ULTA Beauty 专有品牌和限量品牌

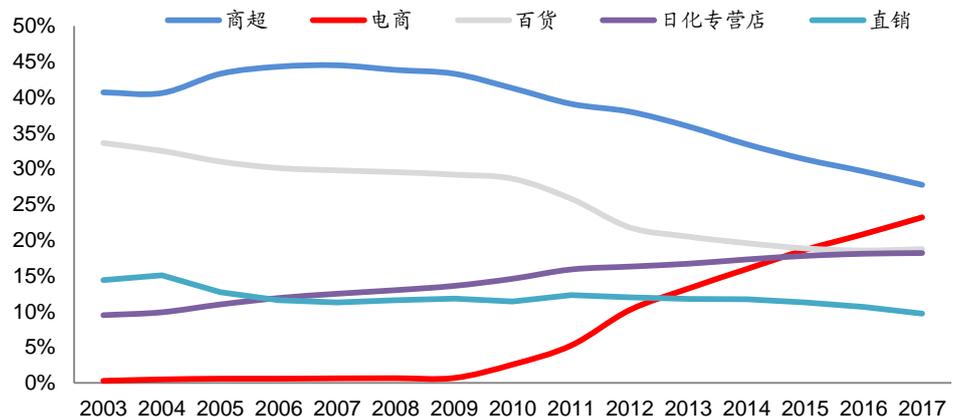


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(四) 回顾国内化妆品渠道变革历程, 本土品牌成最大受益者

与美国美妆零售市场类似, 我国化妆品行业同样经历了由百货、商超主导向日化专营店、电商转型的渠道变革。2017年, 销售占比最高的为商超 (27.7%), 其次为电商 (23.2%)、百货 (18.8%) 和日化专营店 (18.2%)。从变化趋势来看, 2003-2017 的十五年期间, 先是日化专营店蓬勃发展, 占比从 03 年的 9.5% 上升到 17 年的 18.2%, 从边缘渠道成长为渠道之一; 再是电商渠道后来居上, 伴随互联网用户红利, 日化行业线上渗透率从 09 年的不足 1% 上升到 17 年的 20% 以上, 成为仅次于商超的第二大渠道; 而百货、商超等传统渠道占比持续下降。

图 25: 我国化妆品渠道占比变化, 日化专营店与电商崛起



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

从渠道端来看, 日化专营店率先崛起, 09 年后和电商渠道一起分流传统百货和超市的份额, 但在 15 年之后电商渠道仍然保持高速增长, 但日化专营店的发展瓶颈开始显现。以屈臣氏为例, 2005 年中国区门店仅 100 家, 2009 年突破 500 家, 随后进入高速增长期。但 2015 年之后尽管门店数保持稳定扩张, 但屈臣氏的销售额却停滞不前, 同店销售连续下滑。

与 ULTA 相比, 可以明显看到国内日化专营店在经营策略上的不足之处: 1) 品

牌档次较为单一，CS渠道多以平价品牌为主，在国际高端品牌上则较为缺失，未能形成ULTA的“全价格带品类杀手”的模式，错失了近年来化妆品高端化的红利，背后则显现出渠道策略和品牌关系的不足。2) 品类结构上以个护为主，美妆产品占比较少，未能根据消费趋势及时调整产品结构。3) 与ULTA强调服务、弱化佣金相反，国内CS店长期采用以佣金为导向的导购模式，因而BA重点推介提成较高而非消费者真正需要的产品，消费群体年轻化后老化的销售模式更处于劣势。4) 重点发展线下，电商发展滞后，与强势的天猫和跨境电商相比，日化专营店并未发展出具有竞争力的线上平台。

图 26: 屈臣氏中国门店数量和YoY (右轴)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

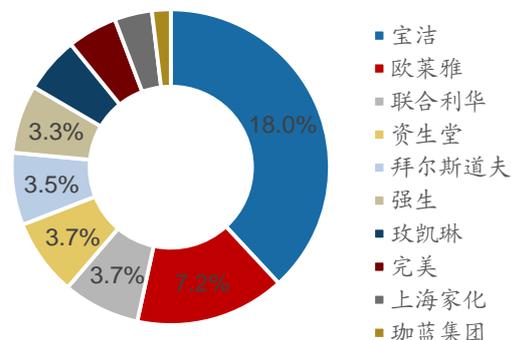
图 27: 屈臣氏销售额停滞, 同店增速下滑



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

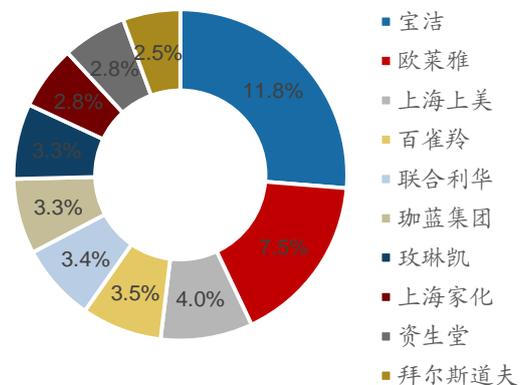
从品牌端来看，国产品牌公司紧随化妆品渠道变革，成为最大赢家。国产品牌对于渠道变迁的积极反应贯穿于整个发展历程，主要依靠日化专营店和电商两波渠道红利崛起，在大众市场逐渐站稳脚跟。2008年大众化妆品市场TOP8全为外资品牌，TOP10中仅出现上海家化和珈蓝集团，市场份额分别为1.8%和0.9%；到了2017年国产品牌在大众化妆品品牌TOP10中占据4席，分别为上海上美（4%）、百雀羚（3.5%）、珈蓝集团（3.3%）和上海家化（2.8%）。

图 28: 中国大众化妆品市场份额TOP10 (2008年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 29: 中国大众化妆品市场份额TOP10 (2017年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

日化专营店崛起带来第一波红利，众多处于初创期的本土大众品牌借助CS渠道打开市场。伴随CS渠道的崛起，珀莱雅、自然堂、丸美等国产品牌与之展开了紧密合作，大举让利，成功借助专营店渠道崛起大众市场。而实力雄厚的外资品牌，特别是定位中高端的外资品牌，起初并不重视形象较为亲民的日化专营店，主攻百货、直销等品牌店渠道，给了本土品牌在日化店发展的机会。

电商的蓬勃发展是第二次红利，初显优势的本土品牌进驻电商，享受电商高速发展红利。2010年电商渠道爆发，到2017年电商已成为仅次于商超的第二大化妆品销售渠道。国产品牌凭借本土化以及灵活的供应链反应优势，最早进驻电商渠道，而外资高端化妆品品牌与电商“便宜、打折”的形象不符，起初并未重视电商渠道，使得自然堂、百雀羚、珀莱雅等明星国产品牌在电商渠道大放异彩，电商渠道也孵化出御泥坊、膜法世家、阿芙等“淘品牌”。

单品牌店成为化妆品零售模式中的一匹黑马。单品牌店可以更好的展示品牌形象，体现品牌差异化特征，并大大提升品牌转化率。同时，化妆品品牌忠诚度较低，而单品牌店依托于社区，提供附加服务与独特体验，大大提升顾客黏性。三四线城市涌现出老中医、樊文花、植物医生、婷美小屋等一批单品牌店，形成了以服务带动销售的模式；百雀羚、佰草集、珀莱雅等知名国产品牌也开始纷纷试水单品牌店。珀莱雅旗下第二大品牌优资莱2018年起由CS渠道向单品牌店模式战略转型，打造健与美智慧门店模式，推出近300SKU新品，涵盖护肤、彩妆、大健康等品类。目前已开店超过500家，签约门店超过1000家，2018年营业收入同比增长41.5%，是公司矩阵中发展最快的品牌之一。

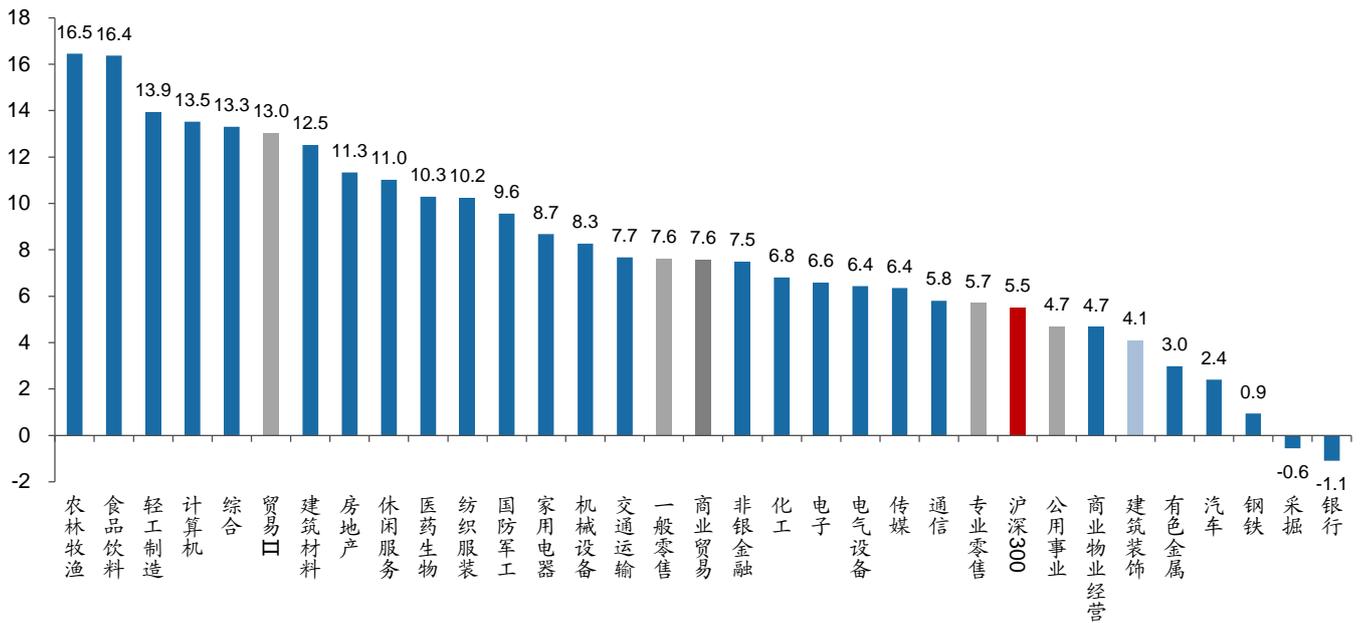
二、月度观点：季报披露季来临，推荐低估值成长股和滞涨龙头股

三月大盘整体上涨，截至3月29日收盘，上证综指收于3096.76点，上涨5.09%；沪深300指数上涨5.53%，其中商贸板块指数上涨7.57%，跑赢大盘。

分主题来看，百货板块上涨7.94%，超市板块上涨3.61%，珠宝首饰板块上涨12.76%，化妆品板块上涨14.57%；分市值来看，大市值板块上涨7.62%，中市值板块上涨13.42%，小市值板块上涨10.15%。

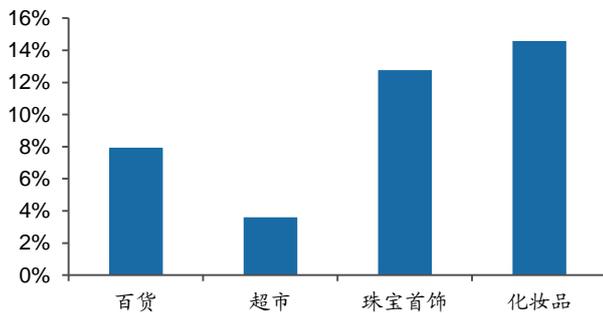
电商板块表现分化，唯品会、京东涨幅领先。唯品会(11.84%)、京东(8.81%)、南极电商(8.02%)、苏宁易购(2.53%)、阿里巴巴(-0.32%)、拼多多(-17.17%)。

图 30: 各板块月涨跌幅 (%)



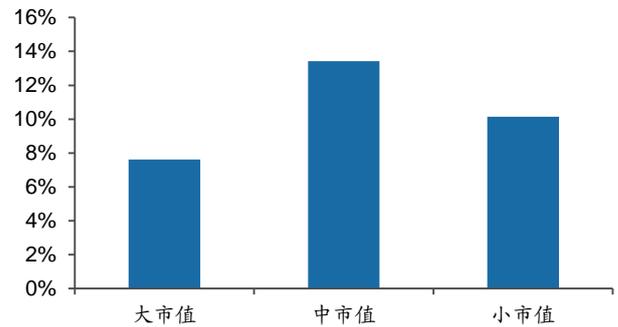
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 按主题子板块涨跌幅



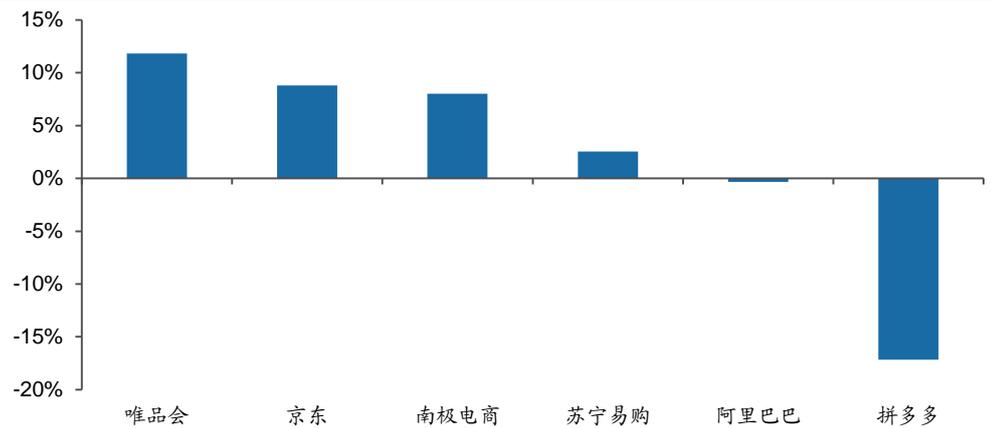
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 按市值子板块涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图 33: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股3.29收盘)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从一季度涨幅前三十的公司来看, 几乎都为非主流零售公司或借壳重组标的 (基本面驱动的有南极电商、珀莱雅等), 但我们认为**二季度开始板块的关注度将重新聚焦到主流零售公司, 尤其是低估值成长股和滞涨白马龙头股。**

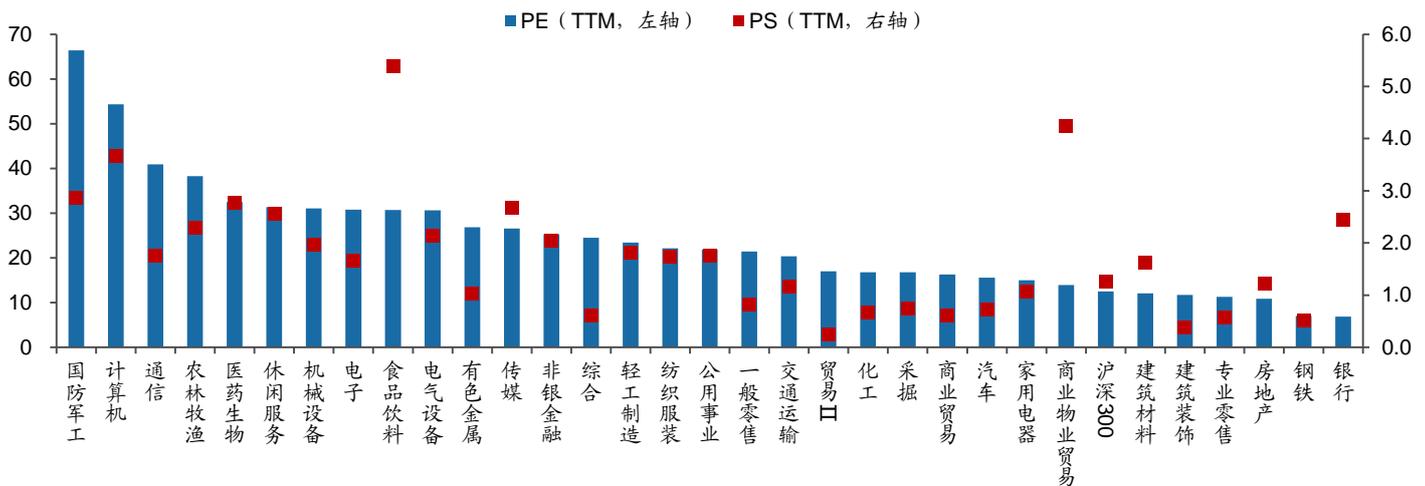
随着一季报披露季的来临, 市场对于经营业绩的关注度持续提升, 去年四季度以来对于消费的极度悲观情绪, 在1-2月社零增速披露后逐步修复 (社零增速环比回升, 其中化妆品、珠宝等可选消费增速回升明显), 我们认为**低估值成长股仍然是目前时点上性价比最高的品种。我们对于零售行业成长股的理解在于两个维度:** 1) 享受细分品类或业态的赛道红利, 分业态来看, 我们认为电商仍然是最好的赛道, 尽管1-2月实物电商增速首次低于20%, 但相比线下实体渠道仍然遥遥领先; 分区域来看, 低线级市场的消费升级不容忽视, 越来越多的三四线城市跨过人均GDP 5000美金后, 开始从基础消费转向品牌消费。2) 存量市场享受集中度提升红利的龙头, 尽管行业增速放缓, 但龙头公司凭借规模、管理、资本等优势持续抢夺份额, 亦能获得远高于行业的成长速度。

4月我们首推品种为**南极电商**, 板块中最为典型的低估值成长股, 我们预计19年业绩增长41%, 现价对应19年22.5XPE。**周大生**同样符合低估值成长股的标准, 我们预计19年业绩增长23%, 现价对应19年17XPE。

随着经济复苏带来可选消费的回暖, 百货龙头有望迎来估值修复, 我们推荐**王府井、天虹股份和重庆百货**。**苏宁易购**和**永辉超市**作为零售最核心的白马龙头公司, 今年以来涨幅跑输指数, 但其门店扩张和收入规模仍然保持远高于行业的增长, 这也是我们对零售龙头公司最为看重的指标, 我们认为零售龙头在二季度将重获市场关注。

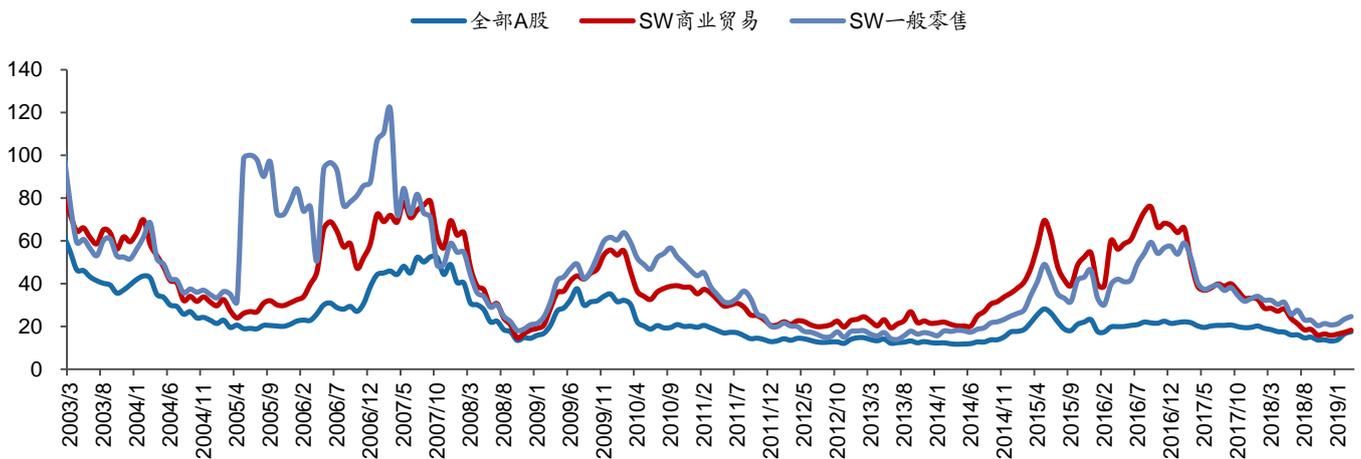
4月组合: 南极电商、周大生、王府井、苏宁易购、永辉超市

图 34: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归母净利润或营业收入之和)

图 35: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)

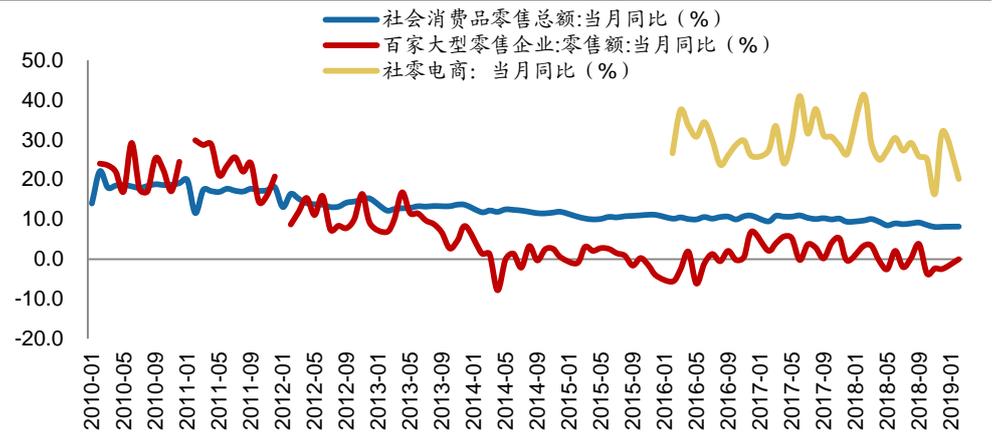


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

三、月度行业数据: 1-2 月社零总额同比增长 8.2%, 高基数导致电商增速放缓

据国家统计局数据, 2019年1-2月我国社零总额为6.61万亿元, 同比增长8.2%, 增速与12M18持平, 增速持续下滑趋势有所企稳。若基于广发零售指数 (GFRI), 1-2月消费品零售同比增速为7.4% (统计局限额以上社零商品增速为3.2%), 较12M18放缓1.3pp, 主要受服装、家电品类增速大幅放缓的影响。

图 36: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 (%)

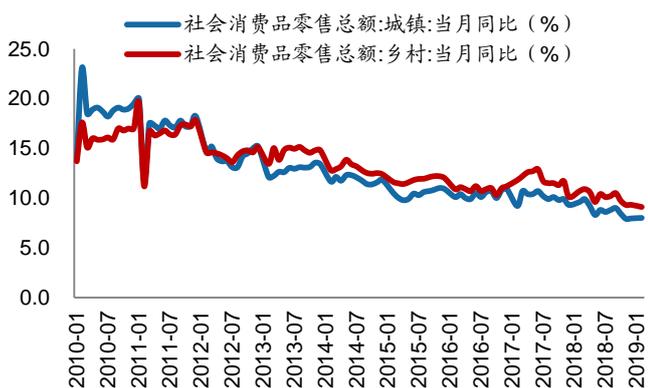


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

分地区看, 乡村增速快于城镇: 2019年1-2月城镇零售额5.6万亿元, 同比增长8.0%, 与12M18持平; 乡村零售额0.99万亿元, 同比增长9.1%, 较12M18下降0.2pp。分类型看, 餐饮增速高于商品零售: 19年1-2月餐饮收入0.73万亿元, 同比增长9.7%, 较12M18提升0.7pp; 商品零售5.9万亿元, 同比增长8.0%, 与12M18持平。

分品类看, 日用必需品增速保持稳定, 1-2月食品粮油、日用品增速分别为10.1%和15.9%, 分别环比下降1.2pp和0.9pp; 服装增速大幅下滑, 1-2月同比增长仅1.8%, 环比大幅下降5.6pp; 可选消费随渗透率提升和渠道下沉增速有所抬升, 1-2月金银珠宝和化妆品增速分别为4.4%和8.9%, 分别环比提升2.1pp和7.0pp; 家电、家具等地产后周期品类增速下滑明显, 1-2月家电和家具的增速分别为3.3%和0.7%, 分别环比大幅下滑10.6pp和12pp。

图 37: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 38: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速 (%)

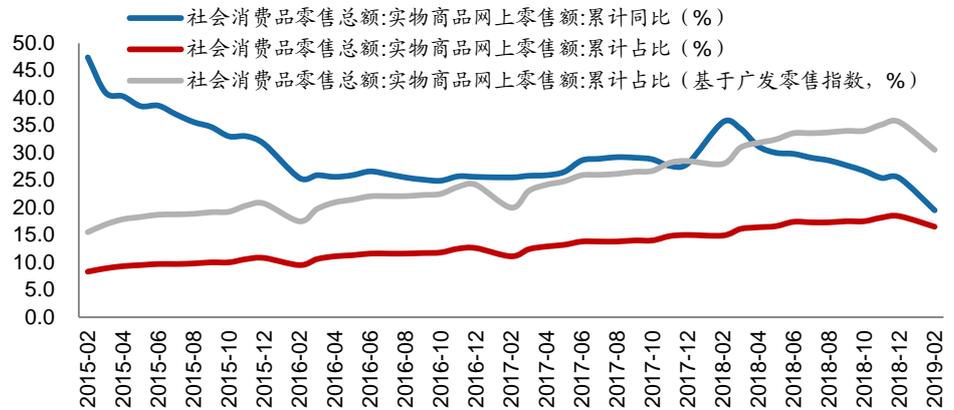


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年1-2月全国实物商品网上零售额为1.09万亿元, 同比增长19.5%, 较12M18放缓12.7pp, 主要系去年高基数所致; 电商渗透率为16.5%, 同比提升1.6pp。此趋势与我们跟踪的上市公司线上销售数据保持一致, 如南极电商1-2月份GMV同比增速约46%, 较12月份的89%有所放缓。若基于广发零售指数, 则1-2月

份电商渗透率达30.5%。分品类来看，“吃、穿、用”的1-2月份增速分别为20.2%、15.6%和20.8%。

图 39: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018 年										2019 年
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1-2 月
食品粮油	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1
服装鞋帽纺织品	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8
化妆品	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9
金银珠宝	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4
日用品	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9
家用电器和音像器材	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3
文化办公用品	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8
家具类	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7
通讯器材	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、月度聚焦

(一) 社交电商系列之云集: 社交驱动, 会员运营, 迈向线上 Costco 新征程

社交电商: 流量焦虑时代的去中心化解决方案

社交电商的兴起源自电商行业的流量焦虑, 存量时代迫切需求低成本的流量源。社交电商核心在于以社交方式引流, 重构了流量来源和运营转化方式。依据获客及运营模式差异, 国内活跃的社交电商产业公司主要分为四类: 1) S2B2C分销/会员类, 典型代表为云集、环球捕手等; 2) 拼购/拼团类, 典型代表为拼多多、苏宁拼购等, 以及18年以来崛起的社区拼购平台; 3) 社区/内容类, 典型代表为小红书、

宝宝树、如涵电商、蘑菇街等；4) **技术服务类**，典型代表为中国有赞、微盟等。作为系列报告开篇，本篇重点解读S2B2C社交电商代表性公司**云集**。

云集1.0: 社交驱动, S2B2C赋能, 三年狂奔扩张

云集S2B2C社交电商模式核心在于平台(S)作为核心整合供应链并赋能店主(B), 构建品牌方(产品)和买家(C)的新链路。其中平台集成标准化中后台供应链服务, 店主则仅负责前端分享引流, 形成熟人背书的社交销售“场”。依据招股书披露, 16-18年, 云集GMV由18亿元增长至227亿元, 年购买用户数由250万增至2320万, 累计拥有付费会员达到740万; 且**云集成立以来并未依靠大幅烧钱扩张**, 18年non-GAAP口径仅微亏200万元, 接近盈亏平衡。

云集2.0: 从社交到会员, 迈向会员电商新时代

2018年10月, 云集创始人肖尚略宣布云集将全面转型会员电商。我们认为会员制零售的核心是构建前端大量&稳定需求与后端低成本&优质供应链的正循环, 云集成立三年来前端依靠SB2C模式迅速放大会员规模, 后端则持续优化供应链, 已然形成典型会员零售公司“**低毛利+高周转+会员费盈利**”的财务组合。依据招股书, 18年云集会员费收入/毛利贡献占比11.9%/48.9%; 会员消费在总GMV中占比达到66.4%, 会员人均消费为非会员4倍有余。

盈利探讨: 会员收入+3P业务变现将是未来盈利点

云集成立以来利润端改善趋势明显, 18年non-GAAP已接近盈亏平衡且经营现金流状况良好, 社交驱动的会员电商魅力可见一斑。我们认为云集的独特优势在于:

1) 社交驱动的低获客成本; 2) 高粘性会员重复消费降低二次营销投入; 3) 会员制零售高周转模式叠加会员资金沉淀, 进一步改善经营现金流。长期来看, 会员留存及3P业务变现将决定云集未来扩张和盈利能力边际。

(二)南极电商: GMV 延续快速增长, 马太效应持续体现

GMV延续快速增长, 马太效应持续体现

据公司披露, 南极电商2018年实现GMV为205亿元, 同比增长65%。1-2月份实现GMV约34.68亿元, 同比增长46%(同期电商行业增速放缓至19.5%), 马太效应持续体现。我们一直强调, 品牌授权模式和电商平台的结合, 迸发出极强的生命力, 阿里、京东等电商平台的数据化监管评价体系, 成为南极商品质控建设的重要构成。南极产品定位大众消费群体的主流价格带, 规模化带来的高性价比是最核心竞争力, 淘宝数据显示, 2018年公司拥有29亿访问人次, 3.2亿购买人次, 转化率约11%, 优势明显。

产品策略: 精准定位、聚焦爆款、专注平销

我们在1月7日发布的《从卡帝乐鳄鱼旅行箱看南极新品类突围》的报告中详细介绍了南极电商的新快消品策略: 1) **精准定位**, 南极电商始终聚焦最主流价格带, 面向最广的受众群体, 以极致性价比匹配大众消费者最核心的诉求。2) **聚焦爆款**, 爆款模式更容易实现规模效应, 满足高性价比需求。3) **专注平销**, 无论是内衣、家纺等成熟品类, 还是旅行箱等新拓展品类, 公司均不依赖电商旺季的爆发, 以平销降低工厂的生产计划波动和库存压力, 以高周转率对冲加价率, 维持生态健康

成长。

盈利预测及投资建议

公司以轻资产授权模式赋能供应商和经销商，沿“品类、品牌、渠道”三个维度扩张，预计公司19-20年归母净利润分别为12.5亿、16.5亿元，其中19年业绩包含主业11亿和时间互联1.5亿元。我们认为南极今年以来GMV高速增长凸显公司 α 价值，给予公司19年28XPE估值，考虑公司19-20年预测净利润复合增速36.5%，对应PEG为0.77，合理价值为14.3元/股，维持“买入”评级。

(三)王府井：奥莱驱动增长，龙头百货重启扩张

营收小幅提升，奥莱贡献主要增量

2018年实现营业收入267.1亿元（YoY+2.4%），归母净利润12.0亿元

（YoY+67.0%），扣非归母净利润10.7亿元，同比增长42.0%。其中4Q18单季度营收75.1亿元（YoY+2.7%）；归母净利润2.1亿元（YoY+20.13%）。

分业态看，Q4百货/购物中心营收下降2%，主要由于集中关闭4家百货，2018年同店销售增长1.67%，综合坪效则上升0.23万至1.81万元/平；奥莱全年营收同比增长8.5%（4Q18yoy+9.7%），收入占比13.5%，为公司主要增长点。分区域看，西南地区增长较快，收入占比达27.5%，增速4.1%；从储备项目来看，公司边际增长倾向于西南及西北地区。

亏损店闭店调整，期间费用有效控制

综合毛利率止跌回升至21.2%，净利率升至4.6%。2018年期间费用率为14.1%，同比下降0.1pp，主要由于4家亏损门店关闭带来人工成本节约。考虑公司2016-2017年新开门店逐渐结束培育期，2018年仅年末一处新开项目，此后储备项目时间密集度较低，叠加及时调整关闭亏损门店、费用结构不断优化，预期期间费用将保持良好控制。

理顺治理，适时扩张，维持“买入”评级

公司是国内少数被验证具有跨区域扩张能力的龙头，行业下行压力中具备整合市场、扩大份额的机遇。公司已完成吸并母公司、控股股东与首旅集团战略重组，持续优化治理、改革激励机制，提高经营效率。预计19-21年营收282/306/332亿元，归母净利润13.2/14.8/16.3亿元。参考同行及公司历史估值，考虑19年可选消费复苏的不确定性，给与公司19年13xPE估值（较14年以来历史平均16.4xPE估值折价约20%），对应合理价值22元/股，维持“买入”评级。

(四)天虹股份：外埠市场加速拓展，次新店将迎来业绩释放周期

管理输出验证运营水平优异，外延扩张加速推进

公司发布年报，2018年实现营收191.4亿元，同比增长3.25%；归母净利润9.04亿元，同比增长25.92%。受地产业务拖累和暖冬影响，公司4Q18收入下滑5.23%，其中零售主业收入持平，地产业务同比下滑约55%。公司2018年底共拥有门店321家，其中百货/购物中心/超市/便利店分别为68/13/81/159家，全年新开8家百货/购物中心（7家处于外埠区域，扩张提速）、8家独立超市、48家便利店。同时，全年

同店增长1.55%，其中百货/购物中心/超市/便利店的同店增长分别为0.03%/5.55%/4.02%/-2.72%。分区域看，华南区和华中区仍为公司主要收入来源，收入占比分别为64%和12%，同店增长分别为2.7%和1.6%，大本营华南区表现优秀。

毛利率稳步增长，净利率同比提升0.86pp至4.7%

2018年主营毛利率为27.25%，同比增升1.49pp。分区域看，华南区和华中区毛利率为27.37%和25.04%，分别同比提升0.6pp和1.6pp，新拓展区域仍有优化空间。2018年销售管理费用率为21.25%，同比提升0.76pp；公司借助员工持股进行激励，提升人效抵御人工成本的上涨。

盈利预测及投资建议

公司围绕数字化、体验式、供应链夯实终端运营和供应链能力，获客能力和用户在店时长不断优化，同店稳步增长，外延扩张加速推进，并对外进行管理输出，有望在员工充分激励和腾讯数字化赋能的基础上进一步提升运营效率。公司现有门店中2016年以来新开门店占比约25%，次新店将迎来业绩释放周期，预计19-21年归母净利润分别为10.5亿、11.8亿、14亿元，三年复合增速为16%，考虑公司行业龙头地位和外延扩张能力，给予19年18X PE，对应每股的合理价值为15.5元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1.宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2.资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3.人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4.电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5.资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛**：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强**：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰**：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦**：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与周大生(002867)公司有投资银行业务关系。

版权声明

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。