

关注业绩稳、分红高的优质个股

2019年06月04日

【投资要点】

◆ 回顾上半年的板块行情，商贸板块整体表现较为平淡，但各子行业出现分化，超市行业经营居民生活必选品，不易受到宏观因素的剧烈冲击，叠加CPI上行影响，行情和业绩表现一枝独秀。下半年社零总额增速放缓的趋势依旧会延续，我们**首推业绩确定性强的超市行业**，叠加下半年CPI依然有上行预期，下半年超市行业特别是龙头公司的表现预计持续向好。此外，逐步回暖的**百货行业也可适当关注**，龙头公司通过增加体验业态，探索自营模式，采用大数据手段等方法积极转型，18年转型已初具成效，未来数字化手段带来的引流和降费将成为行业重要看点。另外，行业增速较快的美妆日化行业，**也有值得关注的A股标的**。受益于口红效应的凸显以及年轻消费者的话语权和消费力的逐步增强，国货品牌面临较好的破局时机，本土公司中内容营销、产品细分、年轻化战略上表现较好的标的有望突出重围。

【配置建议】

- ◆ 看好超市行业中规模快速扩张，业绩确定性强，分红率高的龙头公司——永辉超市和家家悦。**永辉超市**下半年的主要看点，将在门店的加速布局和新业态的试水，以及组织架构的调整带来的效率提升。**家家悦**下半年将加速省内外展店步伐，莱芜物流加工中心启用，会对山东西部门店的运营有一个更为有效的支撑。
- ◆ 谨慎看好百货行业数字化改革先锋**天虹股份**，下半年看点在于加速展店以及前中后台的数字化改造对于引流和降费的成果的逐步凸显。此外，规模大、估值低的另一龙头百货**王府井**也值得关注。
- ◆ 谨慎看好美妆日化行业中多品类多矩阵发展的**上海家化**，下半年主要看点在于佰草集产品线调整带来的品牌回暖，以及爆款的打造和年轻化营销的实施效果公司业绩确定性较强，当前估值较可比公司低。

【风险提示】

- ◆ 线上线下融合不及预期；
- ◆ 宏观经济发展不及预期。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

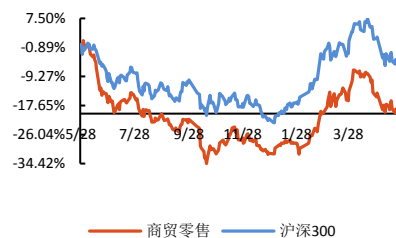
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：孙诗萌

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《首届“双品网购节”启动，促进品质消费》
2019.04.24
- 《一季度社零总额出炉，总体稳中有进》
2019.04.17
- 《商务部加快实施消费升级计划，政策面持续利好消费市场》
2019.02.14
- 《护肤需要仪式感，聊聊面膜那些事》
2018.12.27
- 《超市行业确定性较强，百货龙头价值被低估》
2018.12.05

正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 社零总额增速有所回升，消费者信心持续走强 | 5 |
| 1.1. 消费呈回暖态势，线上线下占比趋于稳定 | 5 |
| 1.2. 上半年板块行情较为平淡，子行业中超市公司表现较好 | 6 |
| 2. 关注点一：超市行业，龙头公司业绩确定性强，分红比例较高 | 8 |
| 2.1. CPI 上行趋势明显，超市公司有望受益 | 8 |
| 2.2. 重点个股——永辉超市 | 10 |
| 2.2.1. 永辉超市财务及行情情况 | 10 |
| 2.2.2. 永辉超市上半年回顾与下半年展望 | 12 |
| 2.3. 重点个股——家家悦 | 12 |
| 2.3.1. 家家悦财务及行情情况 | 12 |
| 2.3.2. 家家悦上半年回顾与下半年展望 | 14 |
| 3. 关注点二：百货行业，龙头加快转型和数字化进程 | 14 |
| 3.1. 龙头公司转型初具成效，数字化改造成为主要趋势 | 14 |
| 3.2. 重点个股——王府井 | 16 |
| 3.2.1. 王府井财务及行情情况 | 17 |
| 3.2.2. 王府井上半年回顾与下半年展望 | 18 |
| 3.3. 重点个股——天虹股份 | 19 |
| 3.3.1. 天虹股份财务及行情情况 | 19 |
| 3.3.2. 天虹股份上半年回顾与下半年展望 | 20 |
| 4. 关注点三：美妆行业竞争与机会并存，国货崛起 | 21 |
| 4.1. 美妆行业规模快速增长，本土品牌谋求破局 | 21 |
| 4.2. 重点个股——上海家化 | 23 |
| 4.2.1. 上海家化财务及行情情况 | 23 |
| 4.2.2. 上海家化 2019 年上半年足迹回顾与展望 | 24 |
| 5. 行业重点关注公司盈利预测 | 24 |
| 6. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1: 居民人均可支配收入及增速 | 5 |
| 图表 2: 社零总额及增速 | 5 |
| 图表 3: 剔除错位因素社零增速（月） | 5 |
| 图表 4: 消费者信心指数 | 5 |
| 图表 5: 网络零售额及增速 | 6 |
| 图表 6: 网上商品零售额及社零占比 | 6 |
| 图表 7: 连锁百强销售规模及增速 | 6 |
| 图表 8: 重点线下零售企业销售额增速 | 6 |
| 图表 9: 年初以来各板块涨跌幅（截至 2019-06-02） | 7 |
| 图表 10: 各板块 PE (TTM) (截至 2019-06-02) | 7 |
| 图表 11: 商贸板块年初以来指数涨跌幅（截至 2019-06-02） | 7 |
| 图表 12: 年初以来子板块涨跌（截至 2019-06-02） | 7 |
| 图表 13: 2019 年一季度基金持仓行业分布 | 7 |
| 图表 14: 批发零售业基金持仓情况 | 7 |

| | |
|--|----|
| 图表 15: 年初以来涨幅 Top15 个股 (截至 2019-06-02) | 8 |
| 图表 16: 重点零售企业超市业态商品销售额增速 | 8 |
| 图表 17: CPI 同比增速 | 8 |
| 图表 18: 超市行业上市公司营业收入及增速 | 9 |
| 图表 19: 超市行业上市公司归母净利润及增速 | 9 |
| 图表 20: 超市行业上市公司毛利率及净利率 | 9 |
| 图表 21: 超市行业上市公司三费情况 | 9 |
| 图表 22: 超市行业今年涨跌幅 (截至 2019-06-02) | 10 |
| 图表 23: 超市行业市盈率 (截至 2019-06-02) | 10 |
| 图表 24: 永辉超市云超门店数及增速 | 11 |
| 图表 25: 永辉超市云超同店增速 | 11 |
| 图表 26: 永辉超市单季度营收及增速 | 11 |
| 图表 27: 永辉超市单季度归母净利润及增速 | 11 |
| 图表 28: 永辉超市单季度毛利率及净利率 | 11 |
| 图表 29: 永辉超市单季度三费情况 | 11 |
| 图表 30: 永辉超市现金分红占比 | 12 |
| 图表 31: 年初以来永辉超市股价情况 (截至 2019-06-02) | 12 |
| 图表 32: 家家悦门店数及增速 | 13 |
| 图表 33: 家家悦同店增速 | 13 |
| 图表 34: 家家悦单季度营收及增速 | 13 |
| 图表 35: 家家悦单季度归母净利润及增速 | 13 |
| 图表 36: 家家悦单季度毛利率及净利率 | 13 |
| 图表 37: 家家悦单季度三费情况 | 13 |
| 图表 38: 家家悦现金分红占比 | 14 |
| 图表 39: 年初以来家家悦股价情况 (截至 2019-06-02) | 14 |
| 图表 40: 重点零售企业百货业态商品销售额增速 | 15 |
| 图表 41: 样本百货企业经营情况 | 15 |
| 图表 42: 百货行业上市公司营业收入及增速 | 15 |
| 图表 43: 百货行业上市公司归母净利润及增速 | 15 |
| 图表 44: 百货行业上市公司毛利率及净利率 | 16 |
| 图表 45: 百货行业上市公司三费情况 | 16 |
| 图表 46: 百货行业 2018 年营收 top10 | 16 |
| 图表 47: 百货行业 2018 年归母净利增速 top10 | 16 |
| 图表 48: 百货行业今年涨跌幅 (截至 2019-06-02) | 16 |
| 图表 49: 百货行业市盈率 (截至 2019-06-02) | 16 |
| 图表 50: 王府井门店数及增速 | 17 |
| 图表 51: 王府井可比店营收增速 | 17 |
| 图表 52: 王府井单季度营收及增速 | 17 |
| 图表 53: 王府井单季度归母净利润及增速 | 17 |
| 图表 54: 王府井单季度毛利率及净利率 | 18 |
| 图表 55: 王府井单季度三费情况 | 18 |
| 图表 56: 王府井市盈率 (截至 2019-06-02) | 18 |
| 图表 57: 年初以来王府井股价情况 (截至 2019-06-02) | 18 |
| 图表 58: 天虹股份百货/购物中心门店数及增速 | 19 |
| 图表 59: 天虹股份可比店营收增速 | 19 |
| 图表 60: 天虹股份单季度营收及增速 | 19 |
| 图表 61: 天虹股份单季度归母净利润及增速 | 19 |
| 图表 62: 天虹股份单季度毛利率及净利率 | 20 |
| 图表 63: 天虹股份单季度三费情况 | 20 |
| 图表 64: 天虹股份现金分红占比 | 20 |
| 图表 65: 年初以来天虹股份股价情况 (截至 2019-06-02) | 20 |
| 图表 66: 日化美妆行业上市公司营业收入及增速 | 22 |
| 图表 67: 日化美妆行业上市公司归母净利润及增速 | 22 |

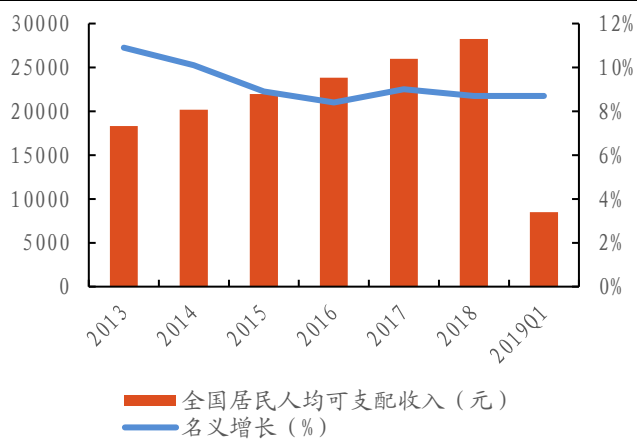
| | |
|--|----|
| 图表 68: 日化美妆行业上市公司毛利率及净利率..... | 22 |
| 图表 69: 日化美妆行业上市公司三费情况..... | 22 |
| 图表 70: 日化美妆行业今年涨跌幅 (截至 2019-06-02) | 22 |
| 图表 71: 日化美妆行业市盈率 (截至 2019-06-02) | 22 |
| 图表 72: 上海家化营收及增速..... | 23 |
| 图表 73: 上海家化归母净利润及增速..... | 23 |
| 图表 74: 上海家化毛利率及净利率..... | 23 |
| 图表 75: 上海家化三费情况..... | 23 |
| 图表 76: 上海家化品牌发展矩阵..... | 24 |
| 图表 77: 可比公司市值、市盈率 (截至 2019-06-02) | 24 |
| 图表 78: 行业重点关注公司 (截至 2019-06-02) | 24 |

1. 社零总额增速有所回升，消费者信心持续走强

1.1. 消费呈回暖态势，线上线下占比趋于稳定

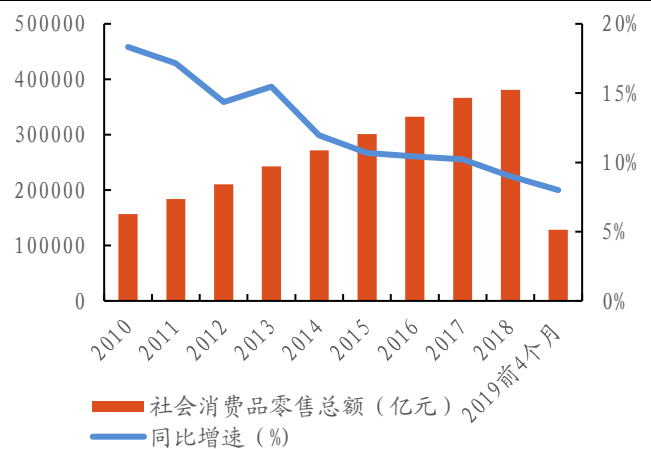
从居民可支配收入来看，2018 年全年人均可支配收入超 28000 元，同比增长 8.7%，2019 年一季度维持 8.7% 的稳健增速。2018 年社零总额 38.10 万亿元，同比增长 9%，2019 年前 4 月社零总额增速降至 8%，主要是今年 4 月受五一假期错位影响，同比去年少了两个休息日，从而拖累了部分社零增速，如果剔除错位因素，4 月份社零增速为 8.7%，与 3 月份增速持平，社零总额增速自 2018 年底以来有回暖趋势。消费者信心指数也呈现走强态势，相比于往年来看，当前消费者信心处于较强水平，下半年消费市场有望延续弱复苏情形。

图表 1：居民人均可支配收入及增速



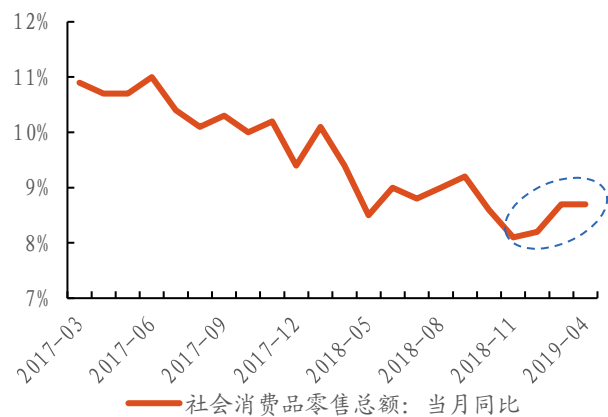
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：社零总额及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：剔除错位因素社零增速 (月)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

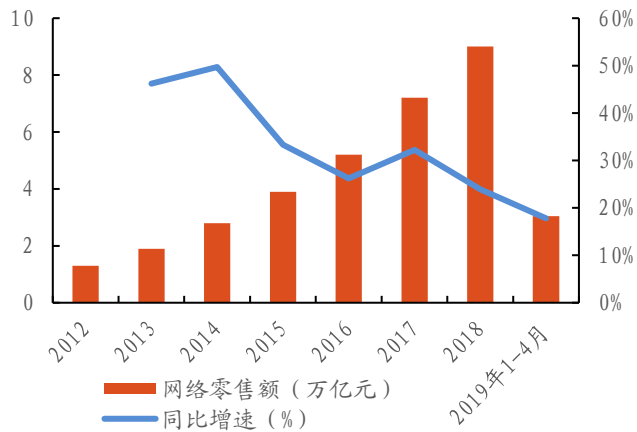
图表 4：消费者信心指数



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

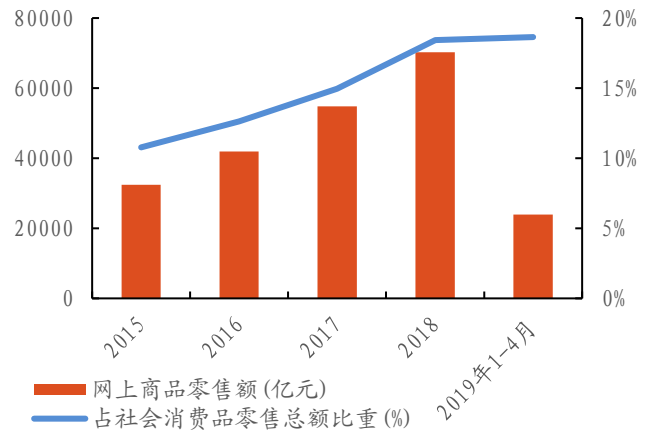
网上商品零售额占比趋于稳定，线上线下格局呈现新平衡。2018 年网络零售额 9.01 万亿元，同比增长 23.9%，增速略低于往年增速，2019 年前 4 个月网络零售额增速为 17.8%，增速进一步趋缓。2018 年网络零售额中实物商品线上零售额 7.02 万亿元，占社零总额比重 18.4%，2019 年前四月占比基本维持在 18-19% 的水平。

图表 5: 网络零售额及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

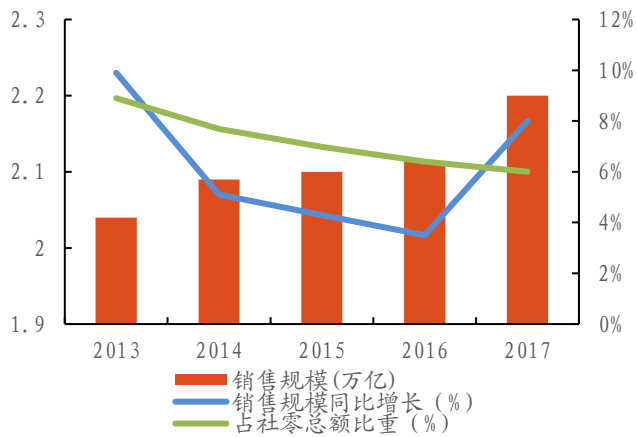
图表 6: 网上商品零售额及社零占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

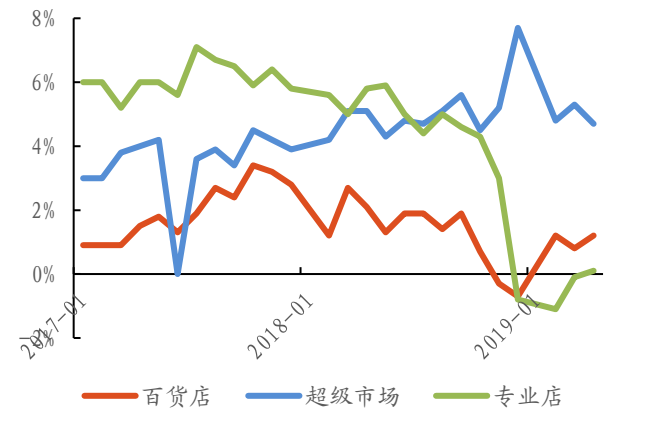
线上线下融合水平进一步加强。2018 年连锁百强销售规模 2.4 万亿元, 同比增长 7.7%, 占社会消费品零售总额的 6.3%, 比上年增长 0.3 个百分点。连锁百强销售额的增长部分得益于全渠道业务的积极拓展。2018 年, 百强线上销售业务增长 55.5%, 去除线上销售占比较高的苏宁、国美、盒马鲜生等企业, 百强企业线上销售额平均占比达到 2.6%, 比上年提高 0.8 个百分点, 其中超市业态占比为 1.9%, 比上年提高 0.6 个百分点。超市业态基于其自身经营特点(如经营需求高频刚性的商品, 拥有商品控制权等), 在新零售浪潮下最先变革, 重点企业销售额增速已呈现逐步上升趋势, 而百货、专业店等还在艰难转型的过程中。

图表 7: 连锁百强销售规模及增速



资料来源: CCFA, 东方财富证券研究所

图表 8: 重点线下零售企业销售额增速



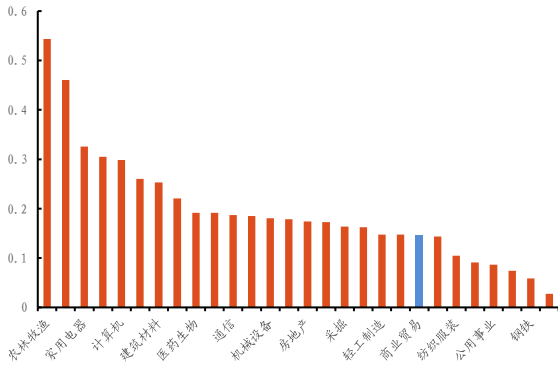
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

1.2. 上半年板块行情较为平淡, 子行业中超市公司表现较好

受大盘波动以及宏观经济回暖的影响, 自年初至 5 月底, 商贸行业涨幅约 15%, 跑输沪深 300 和上证综指, 涨幅在各板块中排名较为靠后。行业整体估值约 18 倍, 与各板块相比 PE 较低。子板块中, 超市行业涨幅居前, 年初以来涨幅超过沪深 300 指数, 中百集团、家家悦、三江购物、永辉超市涨幅均在行业涨幅 Top10 之中。多业态零售行业涨幅最小, 主要受汇嘉时代、跨境通等股价表现不佳影响。基金持仓股票方面, 此前批零行业股票占比一直维持在 3-4%

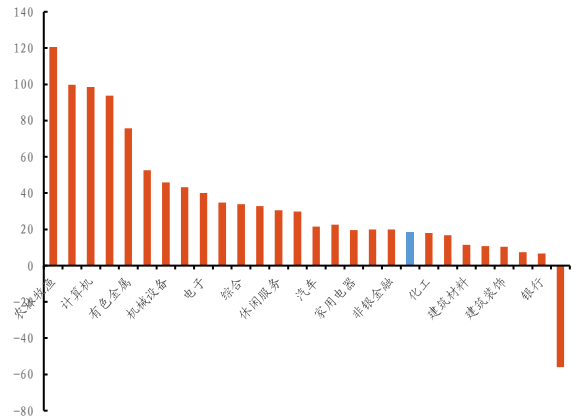
之间,今年持股比例相对于前几年略有下降,2019Q1 占股票投资市值比为 2.62%,相对于标准行业配置来说属超配。我们认为下半年经营必选消费品的超市行业仍是业绩确定性最强,最值得关注的行业。

图表 9: 年初以来各版块涨跌幅(截至 2019-06-02)



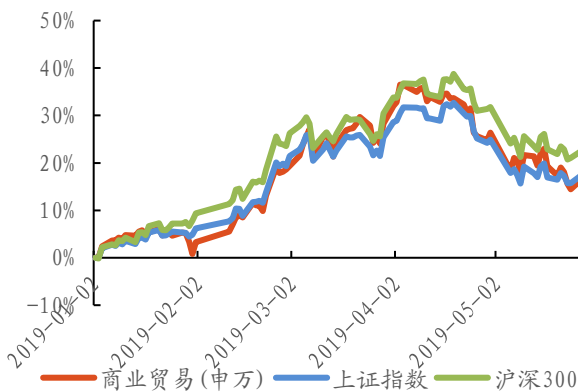
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 各版块 PE (TTM)(截至 2019-06-02)



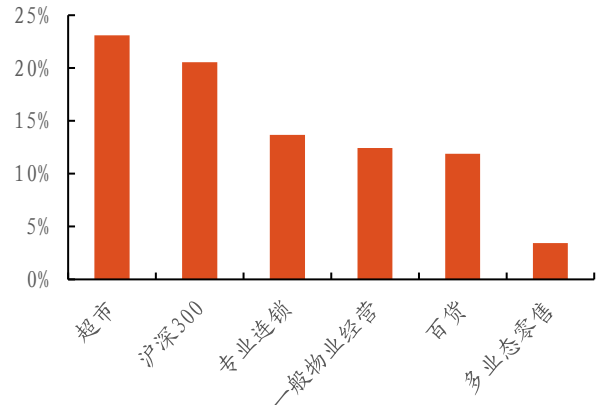
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 商贸版块年初以来指数涨跌幅(截至 2019-06-02)



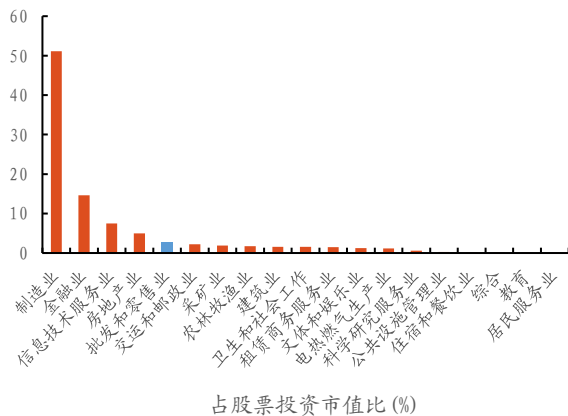
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 年初以来子版块涨跌(截至 2019-06-02)



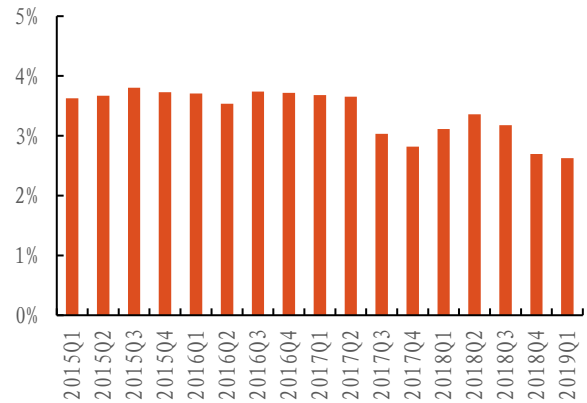
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 2019 年一季度基金持仓行业分布



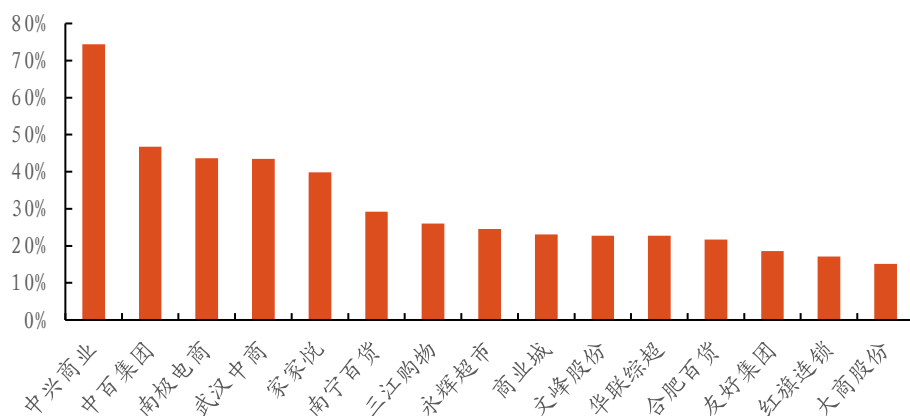
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 批发零售业基金持仓情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 年初以来涨幅 Top15 个股 (截至 2019-06-02)



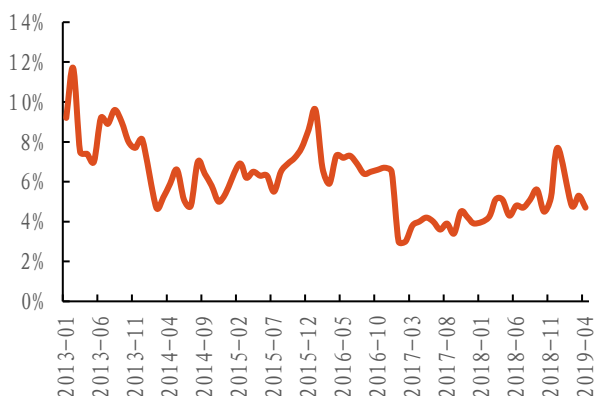
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 关注点一: 超市行业, 龙头公司业绩确定性高, 分红比例较高

2.1. CPI 上行趋势明显, 超市公司有望受益

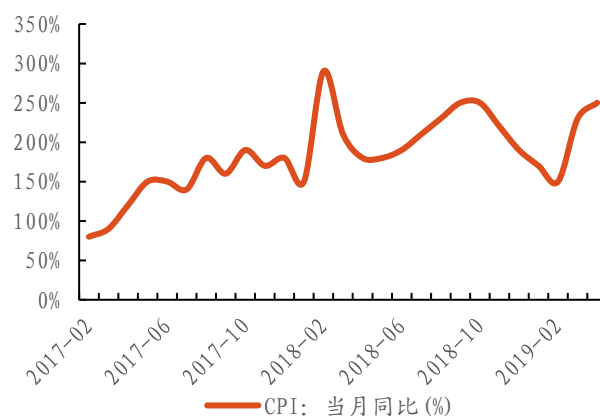
下半年 CPI 有望继续上行, 超市公司收入增速有望提升。自从电商开始蓬勃发展, 方便快捷的购物方式很大程度上冲击线下实体超市, 超市行业面临洗牌压力, 但传统线下企业并未止步不前, 而是不断进行升级改造, 提高数字化程度和智慧零售水平。与此同时, CPI 上行也在一定程度上利好超市营收增长, **重点企业商品销售额增速相较于 2017 年有上升趋势**。下半年, 非洲猪瘟以及水果减产等因素对产能的影响仍不会即可消散, 农产品供需紧平衡将有望推动 CPI 进一步温和上涨, 超市公司同店收入增速有望提升。

图表 16: 重点零售企业超市业态商品销售额增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 17: CPI 同比增速



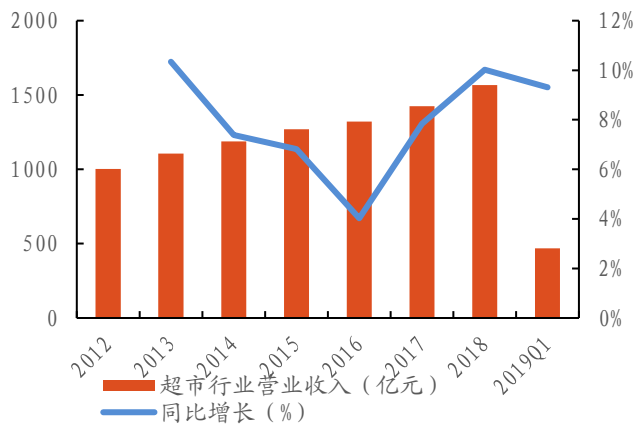
资料来源: 凯度, 东方财富证券研究所

上市公司利润增速加快, 营收增幅较稳定。2018 年全年, 超市行业总营收 1566.44 亿元, 同比增长 10.02%, 2019Q1 营收增速 9.31%, 维持较高水平, 主要得益于永辉、家家悦 18.5%和 16.7%的同比增速。2018 年超市行业总归母净

利 26.83 亿元，同比增长 25.27%。2019Q1 超市行业总归母净利达到 35.98% 的高速增长，主要与永辉本期剥离亏损业务，使得利润实现同比大幅增长。各公司今年以来经过品类优化、进口商品引进等方式，有效提高销售毛利率。永辉本期股权激励摊销费用减少使得管理费用降低，也在一定程度上影响了行业三费费用率。

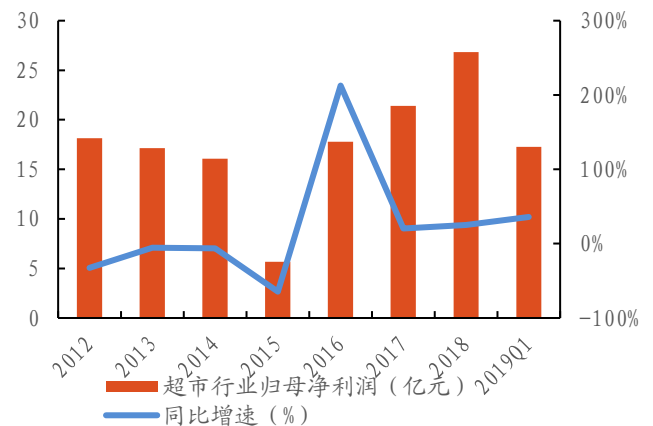
行情方面，自年初以来，超市行业整体呈现波动上涨态势，5 月份大盘回调后开始跑赢沪深 300，相较于年初涨幅超 22%，凸显出对抗市场波动属性。市盈率方面，相较于 2018 年下半年，今年超市行业 PE 有所回升，当前行业 PE 约在 40 左右，仍处于近三年较低水平。

图表 18: 超市行业上市公司营业收入及增速



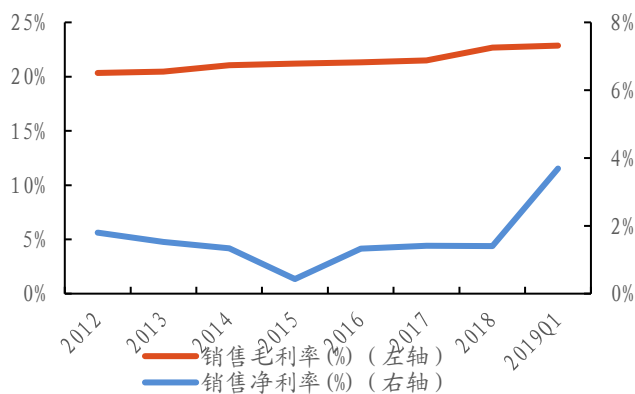
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 超市行业上市公司归母净利润及增速



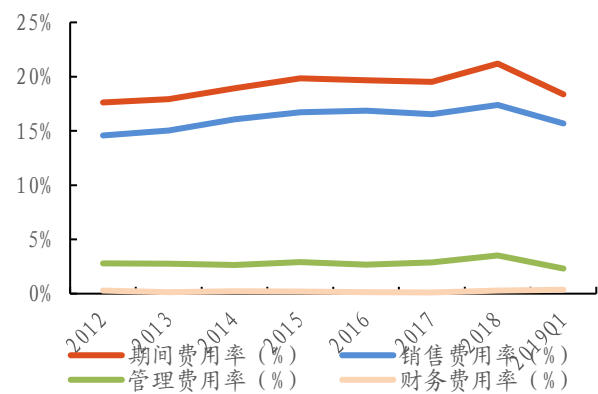
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 超市行业上市公司毛利率及净利率



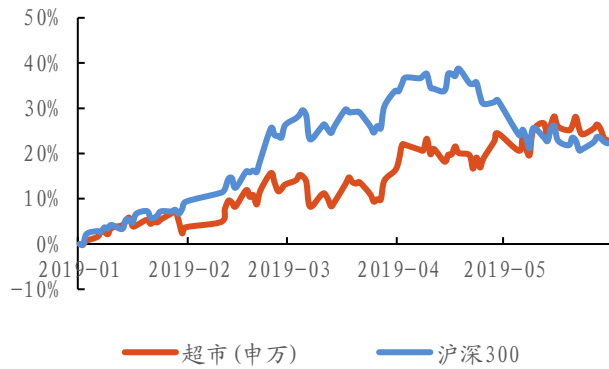
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 超市行业上市公司三费情况



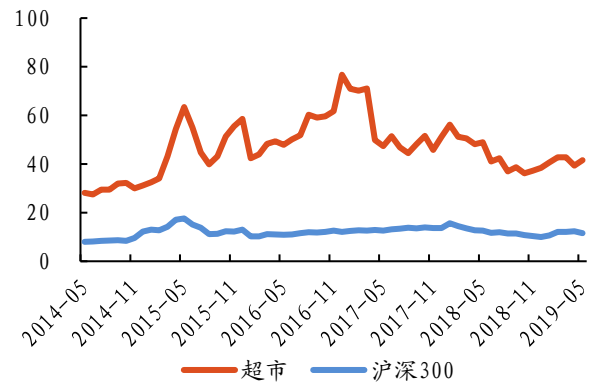
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 超市行业今年涨跌幅 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 超市行业市盈率 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

下半年超市行业观点: 超市行业主营必选消费品, 在未来宏观经济增速趋缓的背景下, 超市公司业绩受冲击的可能性不大, 叠加 CPI 上行对超市营收的支撑, 公司业绩稳定性较强, 未来上市公司营收增速将依托自有门店数量的持续增长, 以及整合区域品牌带来的规模扩大, O2O 模式的探索有望扩充线上销售业绩, 社区商业的试水更加缩短了与消费者的距离, 在商品品类组合上的升级也将带来客单价的提升。

2.2. 重点个股——永辉超市

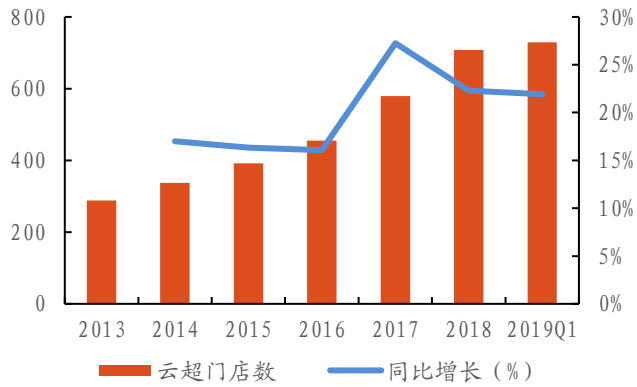
2.2.1. 永辉超市财务及行情情况

永辉超市 2018 年营收 705.17 亿元, 同比增长 20.35%, 营收增长一方面来源于门店数的较快速扩张 (2018 年公司门店数达到 708 家, 同比增长 22%), 另一方面来源于同店的正向增长。2018 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 14.80 亿元, 同比减少 18.52%, 归母净利润下降的原因, 一是上半年计提股权激励, 使得管理费用大增, 二是随着公司规模扩大, 职工薪酬、房租和物业费增加较多, 此外公司大力推进到家业务, 运费及仓储服务费也有较大幅度的增长。

2018 年末, 公司剥离新零售亏损业务, 重新聚焦主业, 公司 2019Q1 营收 222.36 亿元, 同比增长 18.48%, 实现归属于上市公司股东的净利润 11.24 亿元, 同比大增 50.28%。毛利率基本与上年同期持平, 归母净利润大幅增长一方面由于本期员工股权激励费用减少使得三费率下降, 另一方面由于理财产品分红及处置子公司投资收益增加使得投资收益增加。

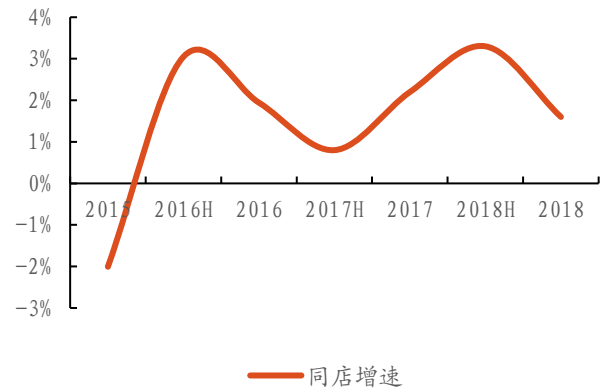
从股东收益角度来看, 公司保持较高的分红比率, 是商超行业唯一入围 2018 “上市公司丰厚回报榜单” 和 “上市公司真诚回报榜单” 的公司, 2018 年公司现金分红数额超 10 亿, 占合并报表中归属于上市公司股东净利润的 71%。从行情来看, 年初至今, 永辉超市涨幅超 24%, 跑赢沪深 300。

图表 24: 永辉超市云超门店数及增速



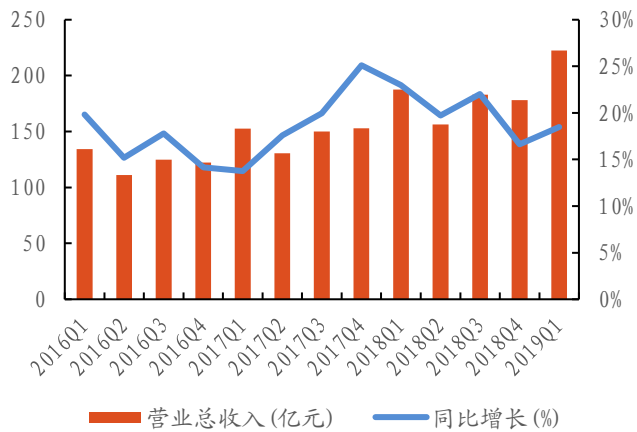
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 永辉超市云超同店增速



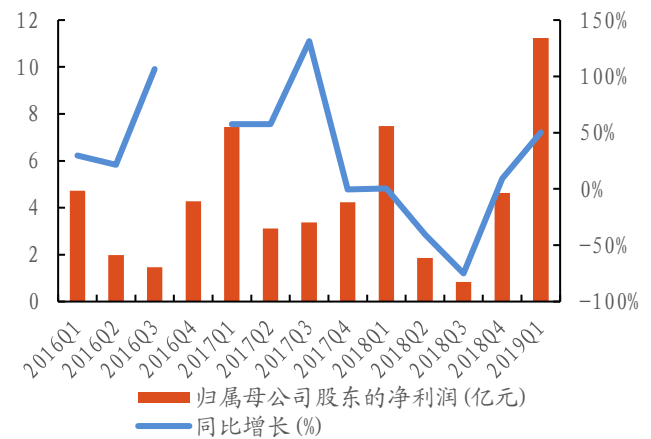
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 26: 永辉超市单季度营收及增速



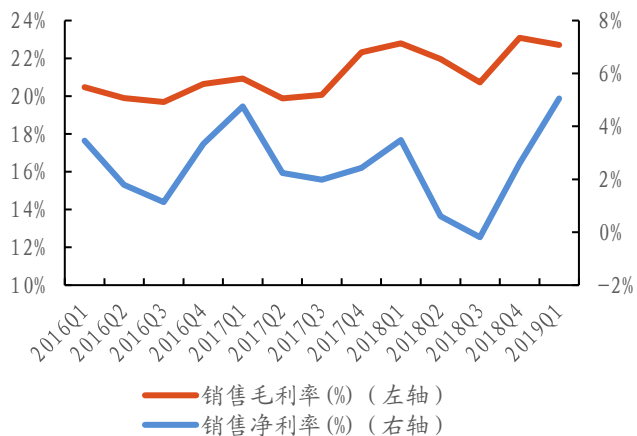
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 永辉超市单季度归母净利润及增速



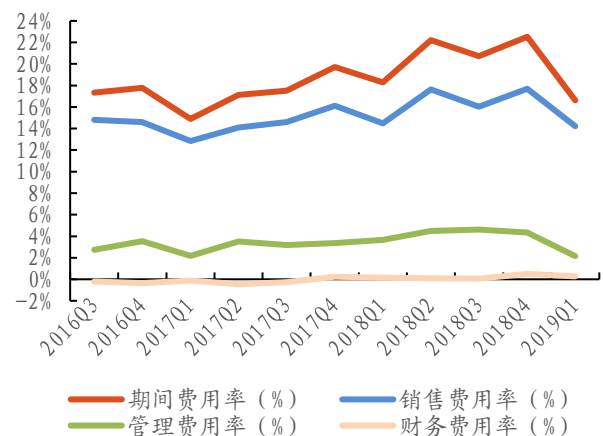
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 永辉超市单季度毛利率及净利率



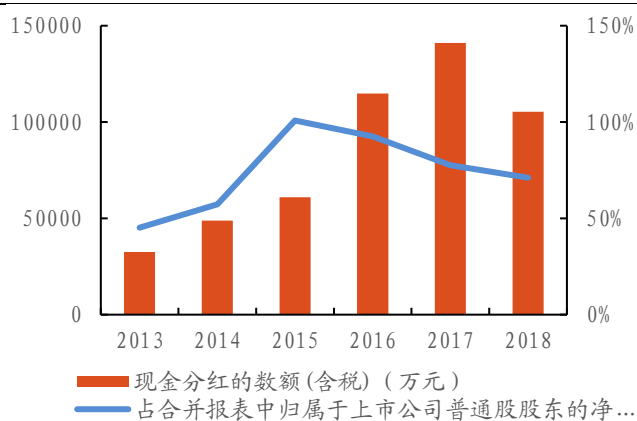
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 29: 永辉超市单季度三费情况



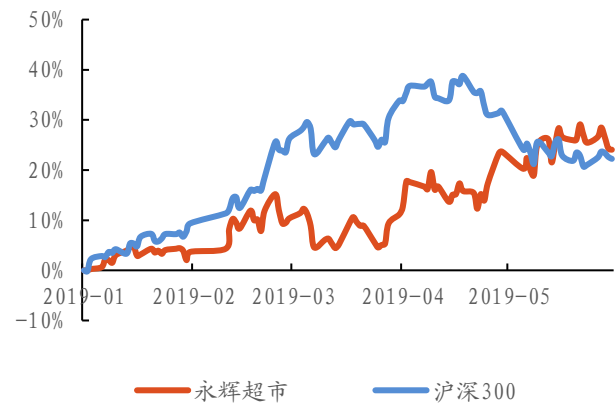
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 永辉超市现金分红占比



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 31: 年初以来永辉超市股价情况 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2.2.2. 永辉超市上半年回顾与下半年展望

2019 年公司着力夯实主业基础, 在组织架构上, 将原有的两个集群重新划分为十大战区, 将经营权进一步下放, 管理颗粒度进一步提升。在采购模式上, 将自有品牌、海外品牌等长半径商品交由总部统采, 其他品类则更加强调营采合一。不同战区也会基于不同的发展程度而承担不同的职能, 例如福建、重庆等传统优势省区, 则会更多地承担人才输出职能, 对于发展较快的省区, 则更加侧重点位增长的能力, 而对于新进入的省区, 也会给予更多自主性。组织架构的调整能够进一步提高效率、预防腐败, 夯实核心竞争能力。除了组织架构的调整, 公司在新业态的探索上也未曾止步, 云创出表独立发展后, 自我造血能力正在逐步提高, 目前超级物种在厦门已实现单城市的连续盈利。而 2018 年底试水的 mini 店, 也在迅速地进行扩张和迭代, 截至目前已新开 400 家门店, 预计全年能达到 1000 家, 以**大店带小店将会成为未来重要的发展模式**。

下半年主要推荐逻辑和看点: 1) 第二代 mini 店将继续迭代试水, 开店开仓速度也会进一步加快, 组织架构的更新和人才的培训建设将为门店高效复制提供保障, 2) 大科技部的组建和探索, 为公司各业务流程的效率提升奠定了科技基础 3) 公司历来分红比例较高, 且有望持续保持高分红。我们预计公司 19/20/21 年营收 872.75/ 1065.00/ 1219.14 亿元, 归母净利润 21.69/28.58/39.68 亿元, EPS 0.23/0.30/0.41 元。

2.3. 重点个股——家家悦

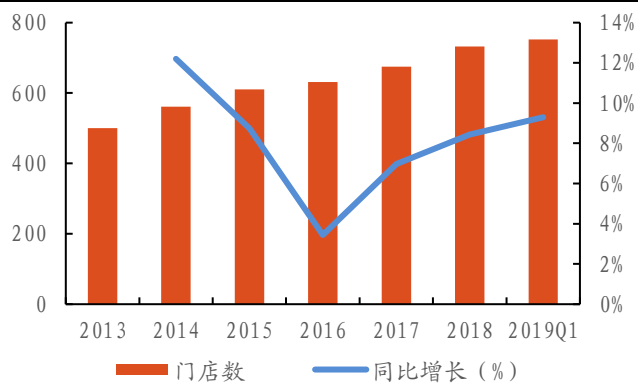
2.3.1. 家家悦财务及行情情况

家家悦 2018 年 127.31 亿, 同比增长 12.36%, 其营收的增长也主要来自展店的加速(2018 年末公司共经营 732 家门店, 增速 8.44%)和同店的正向增长。18 年公司实现归母净利润 4.30 亿元, 同比增长 38.35%, 增速较高的原因一方面是公司毛利率的提升, 另一方面是由于当期拆迁补偿一次性确认资产处置收益近 4000 万元, 扣除非经常损益, 2018 年净利润同比增长 26.94%。

2019Q1 公司实现营业收入 38.05 亿元，同比增长 16.68%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元，同比增长 16.06%，经营较为稳定。

从股东收益角度来看，上市以来公司一直保持较高的分红比率（60%以上）2018 年公司现金分红数额 2.6 亿，占合并报表中归属于上市公司股东净利润的 61%。从行情来看，年初至今，家家悦涨幅超 47%，跑赢沪深 300。

图表 32: 家家悦门店数及增速



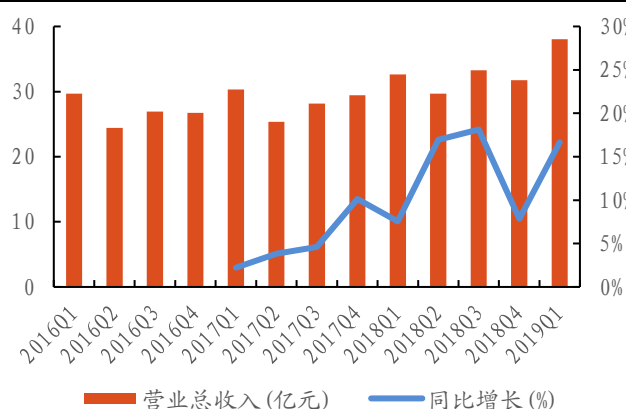
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 33: 家家悦同店增速



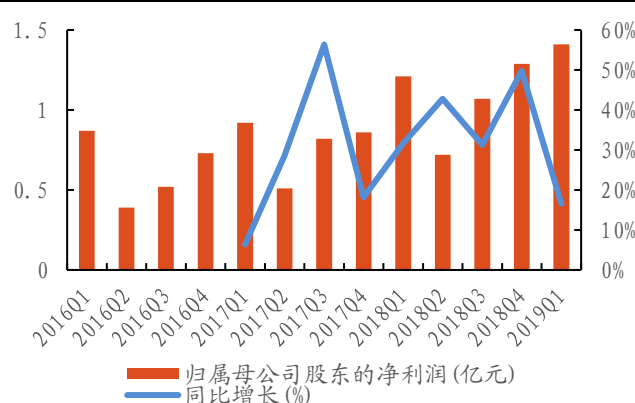
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 34: 家家悦单季度营收及增速



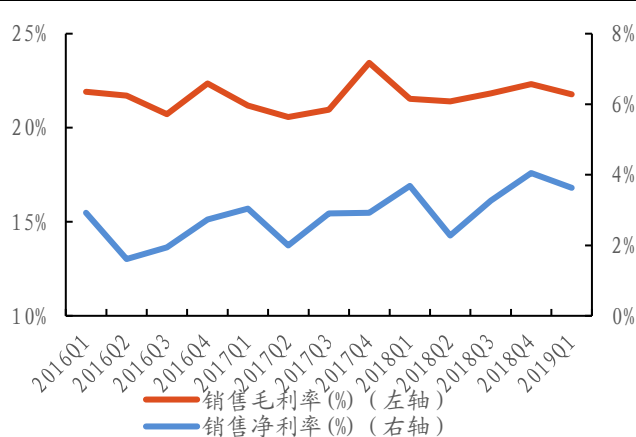
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 35: 家家悦单季度归母净利润及增速



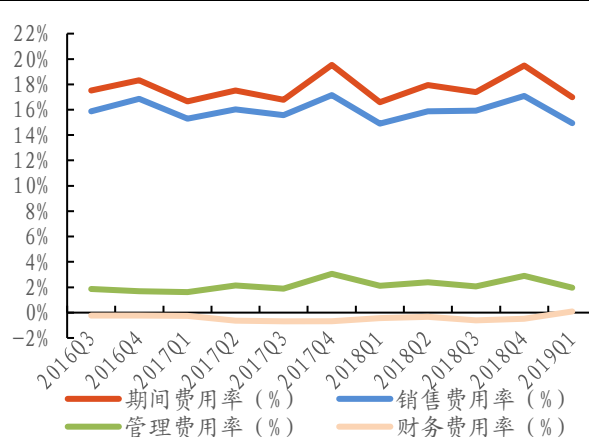
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 家家悦单季度毛利率及净利率



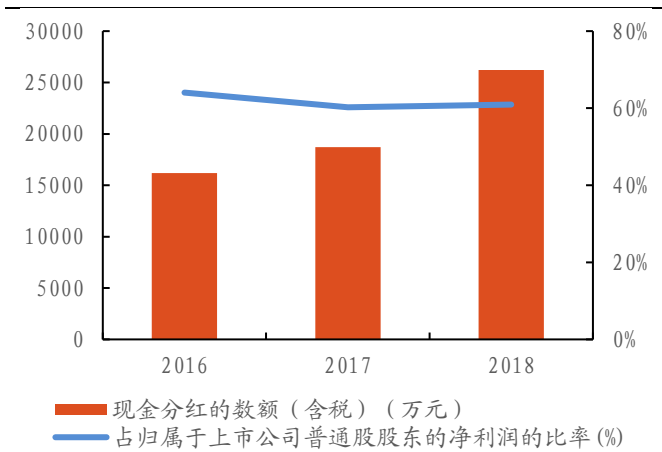
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 37: 家家悦单季度三费情况



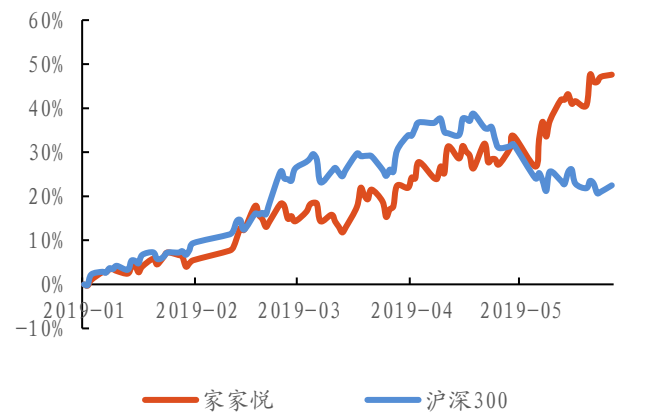
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 38: 家家悦现金分红占比



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 年初以来家家悦股价情况(截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2.3.2. 家家悦上半年回顾与下半年展望

上半年家家悦除了加速自有门店展店以外,又接受了山东华润万家7家门店的托管,市场占有率和影响力进一步提升,收购的张家口超市供应链开始对接,系统已完成更换,正在加大力度进行磨合和整合。已有门店根据调研情况,同店增长也呈现逐月向好的态势。

下半年主要推荐逻辑和看点: 1) 下半年公司将继续坚持区域密集、多业态并举的网点战略,省内扩张和省外拓展同步推进,加快选址开店速度,扩大全省的覆盖范围。2) 在激励方法上,会进行新的试点,力图最大化激发员工的工作热情,提高人效 3) 在供应链方面,下半年莱芜物流加工中心启用,会对山东西部门店的运营有一个更为有效的支撑。公司是业绩稳定和持续高分红的优质投资标的,我们预计公司 19/20/21 年营收为 146.91 /167.55/188.59 亿元,归母净利润分别为 4.92/5.76/6.64 亿元, EPS 1.05/1.23/1.42 元。

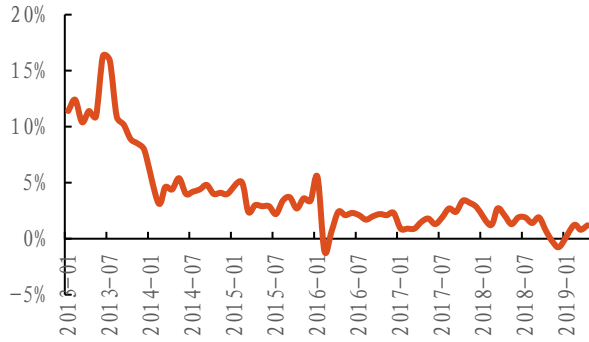
3. 关注点二: 百货行业, 龙头加快转型和数字化进程

3.1. 龙头公司转型初具成效, 数字化改造成为主要趋势

百货行业最近几年,随着电子商务大力冲击、反腐工作抑制高端消费、顾客需求的多元转变,叠加中国百货以联营为主的经营模式较为简单,同质化比较严重,销售额增速呈下降趋势,上述诸多痛点需要较长时间调整解决,在这样的背景下,龙头百货通过增加体验业态,探索自营模式,采用大数据手段等方法积极转型,18 年转型初具成效,根据中国百货业协会的调查分析,代表性的 90 家会员企业 18 年销售总额增长 4.2%,利润总额增长 6.4%,主营业务利润增长 5.7%,三项指标近年来首次均为正值。具体改革措施上,智能化数字化的改造已经成为主流趋势,越来越多的企业拥抱线上线下的融合,并收获了不错的效果。18 年样本企业中有近六成开展了电子商务业务,87.9%的企业已在门店铺设无线网络,46.2%设有自助收费系统,有 18.7%的百货店已开始探索

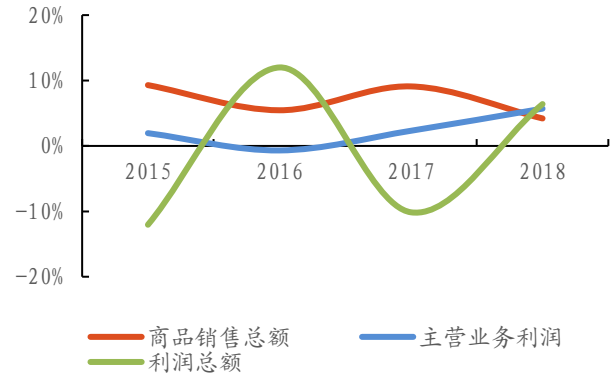
用摄像头抓取消费行为，而对于增加店内科技应用元素后的效果，八成门店表示能够有效提高客流和销售额，且在未来一年要引入更多的科技应用元素。

图表 40: 重点零售企业百货业态商品销售额增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 41: 样本百货企业经营情况



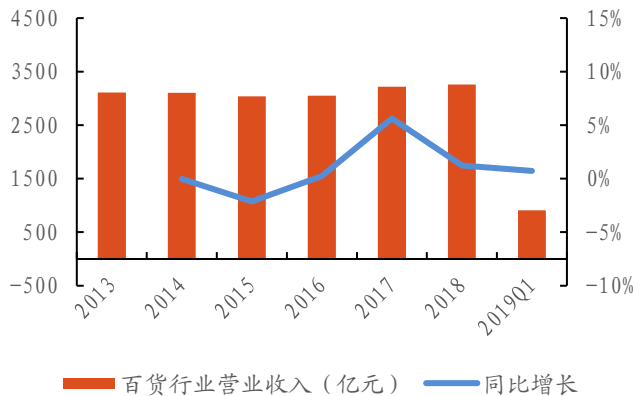
资料来源: 中国百货业协会, 东方财富证券研究所

A 股百货行业上市公司大部分历史悠久，以同质化较高的百货业态为收入主要来源，尽管多数都在谋求转型，但鉴于业态改造和积累自营商品经营能力需要较长一段时间，营收多年仅保持微增态势，归母净利润由于收并购、非经常损益等原因波动较大，18 年归母净利润增幅 1.2%。毛利率有上升趋势，而三费则维持在 16%左右的水平。A 股百货公司中王府井和天虹股份作为体量较大的龙头公司，在转型升级、数字化改造等方面步伐较快，净利润增速也较为亮眼。

2019 年 Q1 行业营收微增，归母净利润下降 3.3%，主要是受 1、2 月份消费市场不景气影响，根据调研情况，3 月份及 4 月份重点覆盖公司的同店增速均有回暖态势。

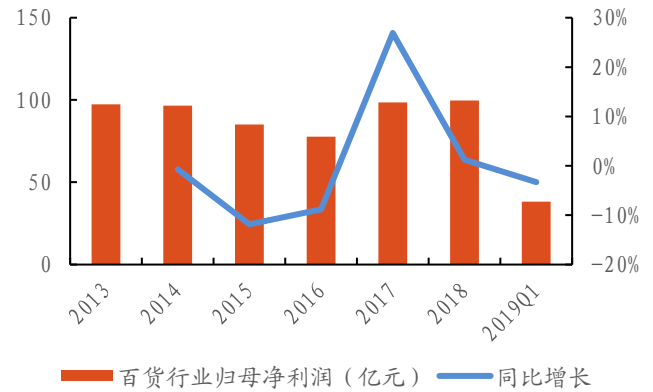
行情方面，百货行业指数与沪深 300 相关度较高，自年初至今呈现先升后态势，目前跑输沪深 300，相较于年初涨幅约 14%，市盈率方面，今年百货行业 PE 较去年略有上行，但仍是五年以来的最低点，目前仅为 15 左右，是入局的较好时机。

图表 42: 百货行业上市公司营业收入及增速



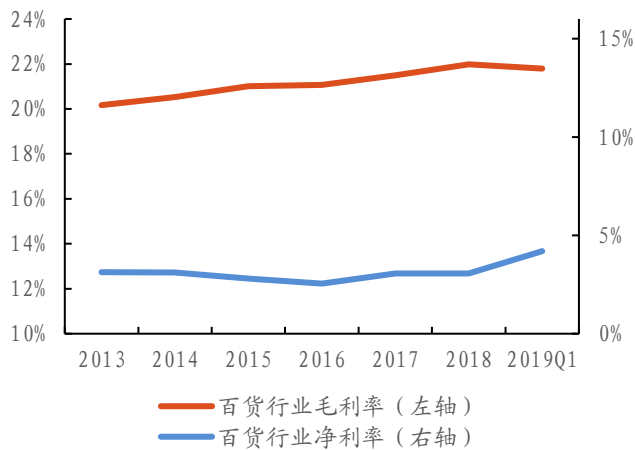
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 百货行业上市公司归母净利润及增速



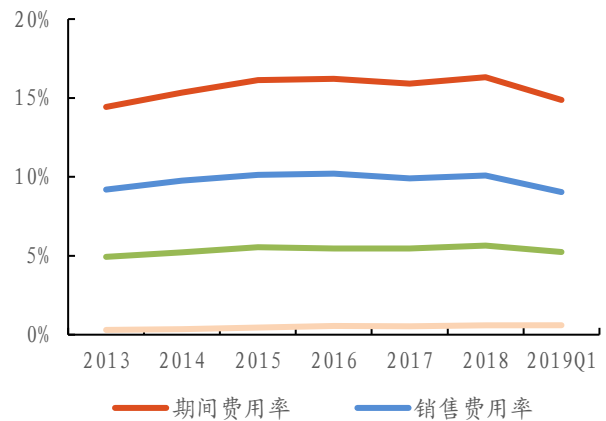
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 44: 百货行业上市公司毛利率及净利率



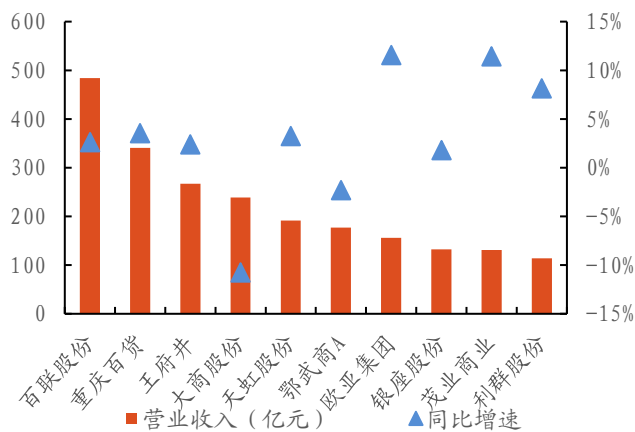
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 百货行业上市公司三费情况



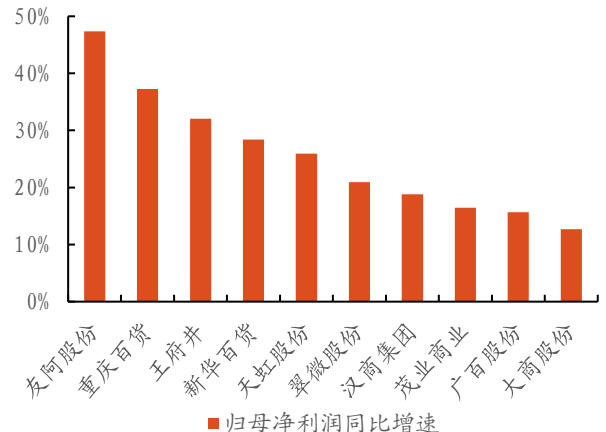
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 46: 百货行业 2018 年营收 top10



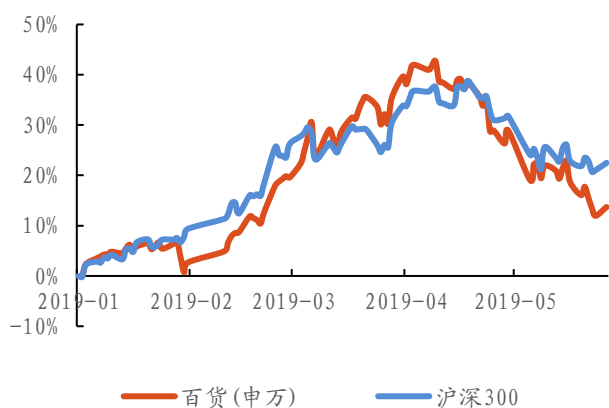
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 百货行业 2018 年归母净利润增速 top10



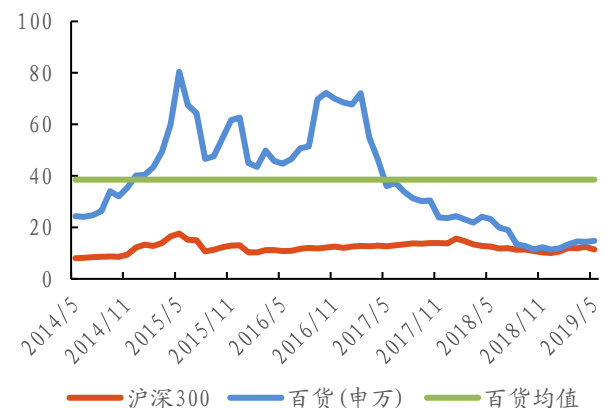
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 48: 百货行业今年涨跌幅 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 49: 百货行业市盈率 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

下半年百货行业观点: 社零总额增速趋缓的背景下, 百货仍面临不小的压力, 各公司业绩已经出现分化, 除了通过差异化定位和体验化业态聚客引流外, 通过数字化手段进行精准营销和节本降费将成为未来百货公司发展的一大重点。5 月底, 腾讯提出百货业态的数字化解决方案, 下半年初步成果或将显现, 建议关注百货行业中的数字化改革先行者。

3.2. 重点个股——王府井

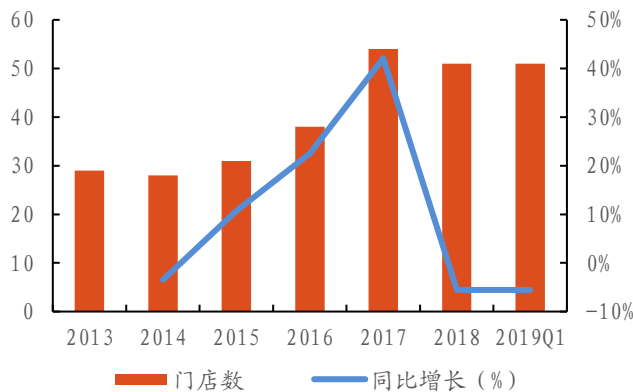
3.2.1. 王府井财务及行情情况

王府井 2018 年实现营业收入 267.11 亿元，同比增长 2.38%，18 年公司新开 1 家门店，由于物业到期等原因关闭 4 家门店，总门店数减少 3 家，但同店依然有正向增长，支撑总体营收的增长。18 年实现归属于上市公司股东的净利润 12.01 亿元，同比增长 66.95%。公司奥莱业态增速相对较快，但由于该业态本身毛利率相对较低，因此尽管 18 年各业态毛利率均有小幅提升，综合来看公司主营毛利率下降 0.05 个百分点。18 年公司管理费用率保持平稳，销售费用率、财务费用率有所下降。

19 年一季度，受 1、2 月份消费市场不甚景气的影响，公司营收基本与去年同期持平，管理费用率和财务费用率同比有所上升，从而拖累利润水平。根据调研情况，3 月份以后同店增长有所回暖，公司业绩有望维持稳定发展。

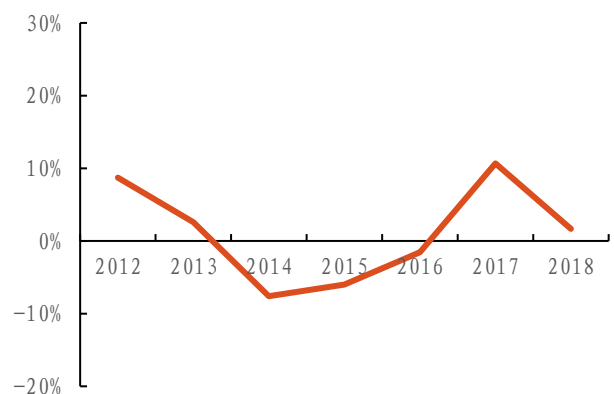
从行情来看，公司股价与沪深 300 相关程度较高，年初以来涨幅约 18%，跑输沪深 300。市盈率方面，当前 PE 相较于去年年底有所上行，但仍处于历史较低水平。

图表 50: 王府井门店数及增速



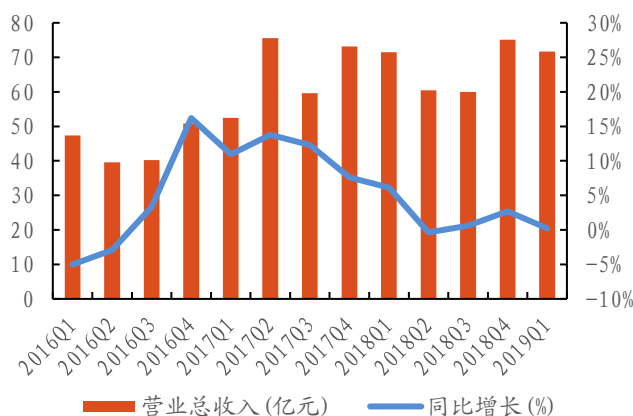
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 51: 王府井可比店营收增速



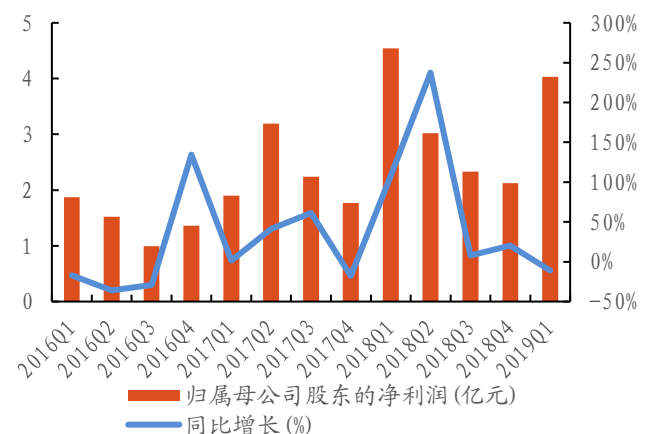
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 王府井单季度营收及增速



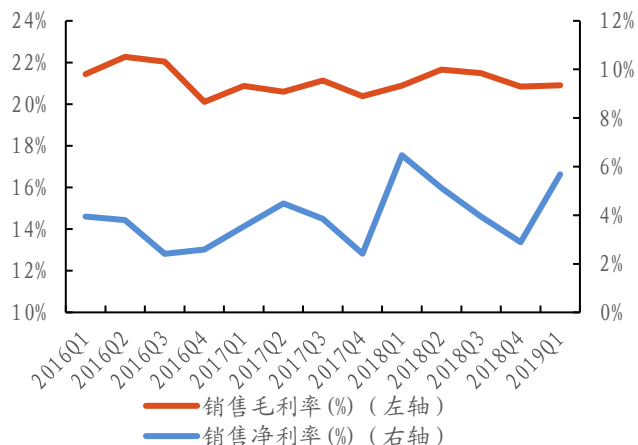
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 王府井单季度归母净利润及增速



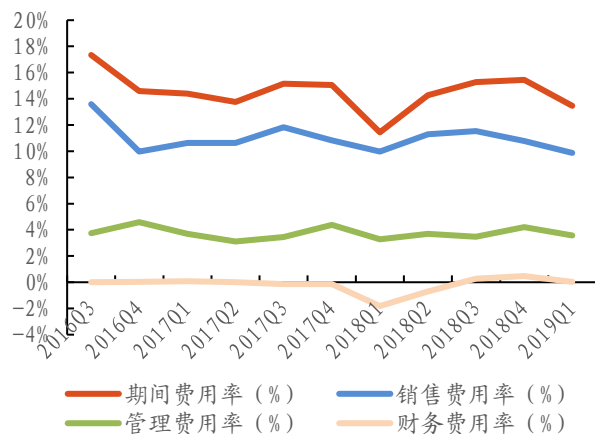
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 54: 王府井单季度毛利率及净利率



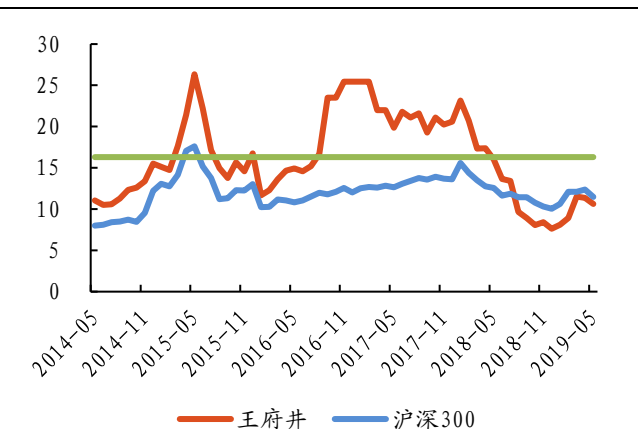
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 55: 王府井单季度三费情况



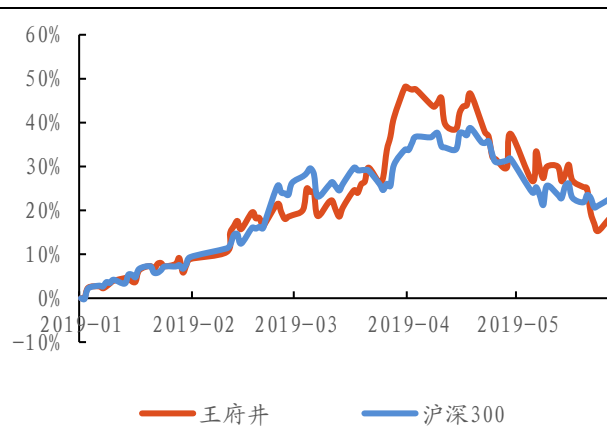
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 56: 王府井市盈率 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 57: 年初以来王府井股价情况 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.2.2. 王府井上半年回顾与下半年展望

上半年公司完成股权结构的进一步变更, 大股东王府井东安将持有的王府井 26.73% 股份无偿划转至首旅集团, 公司与首旅集团旗下各产业的协同效应有望进一步增强, 自有品牌王府井梦工厂已与首旅旗下的香山饭店签订合作协议, 为香山饭店打造特色文创产品。上半年公司还加大对奥莱业态的重视力度, 5 月底公告追加沈阳赛特奥莱二期投资并扩大项目面积, 力图进一步增强竞争力和扩大经营优势。

下半年主要推荐逻辑和看点: 1) 下半年, 公司各业态新门店开店可期, 新门店为营收增长提供保障, 超市新业态有望带来新的营收增长点。2) 与首旅旗下资源的联动有望加强, 运营效率有望进一步提高 3) 与同行业可比公司相比, 王府井规模最大, 利润水平较高, 费控良好, PE 较低, 是被低估的优质龙头百货。预计公司 19/20/21 年营收为 276.61/288.86/300.59 亿元, 归母净利润 12.37/13.31/14.81 亿元, EPS 1.59/1.72/1.91 元。

3.3. 重点个股——天虹股份

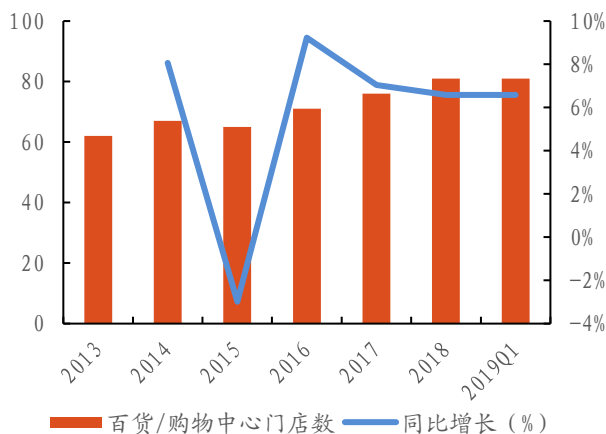
3.3.1. 天虹股份财务及行情情况

2018 年天虹股份实现营业收入 191.38 亿元，同比增长 3.25%，一方面得益于展店加速（新开 8 家百货/购物中心门店，8 家独立超市），另一方面成熟门店也有较好的经营表现，除华东、东南区的百货店营收略有下降，其他各区域门店销售均有正向增长，整体来看公司通过业态升级吸引客流有一定效果。18 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 9.04 亿元，同比增长 25.92%，主要得益于毛利率的提升，公司百货门店增加毛利率较高的租赁经营面积，综合毛利率相比上年提升 1.49 个百分点，创近年来新高。

19 年一季度，受 1、2 月份消费市场不甚景气的影响，公司营收微降 0.82%，可比门店增速也有下滑，归母净利润同比上涨 5.25%，主要是由于毛利率的稳步增长。

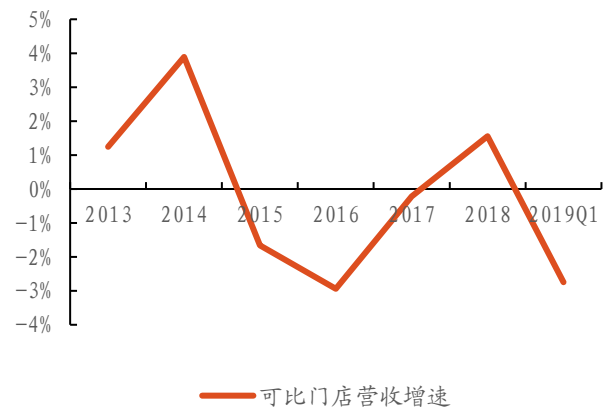
从股东收益角度来看，公司近年来现金分红比例呈现逐渐上升态势，2018 年公司现金分红数额 4.8 亿，占合并报表中归属于上市公司股东净利润的 53%。从行情来看，公司股价走势与沪深 300 相关程度较高，年初至今涨幅超 20%。

图表 58: 天虹股份百货/购物中心门店数及增速



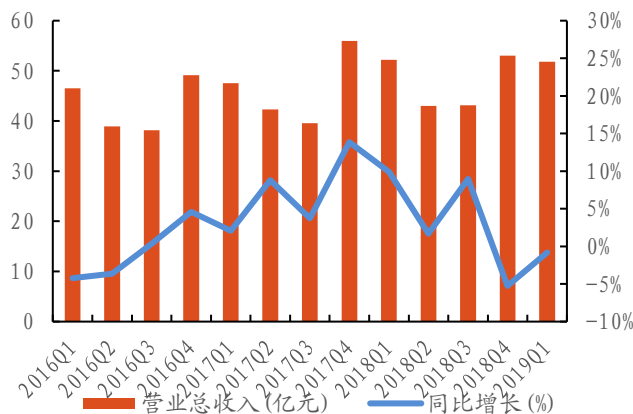
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 59: 天虹股份可比店营收增速



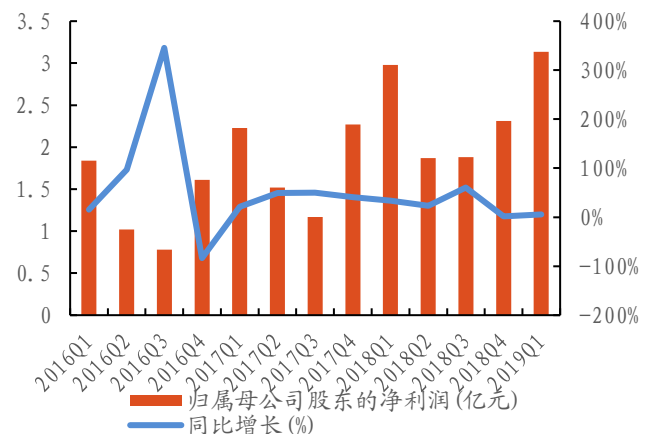
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 60: 天虹股份单季度营收及增速



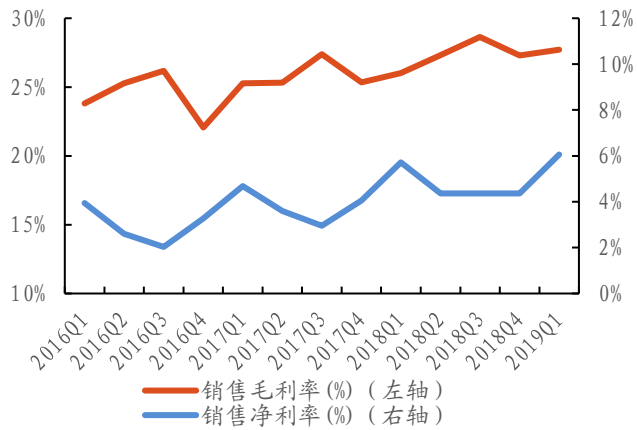
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 61: 天虹股份单季度归母净利润及增速



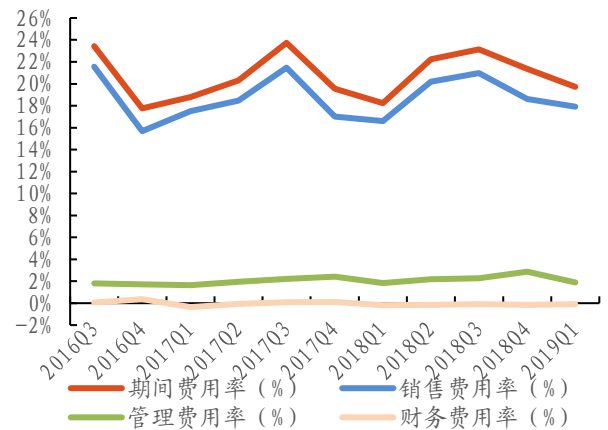
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 62: 天虹股份单季度毛利率及净利率



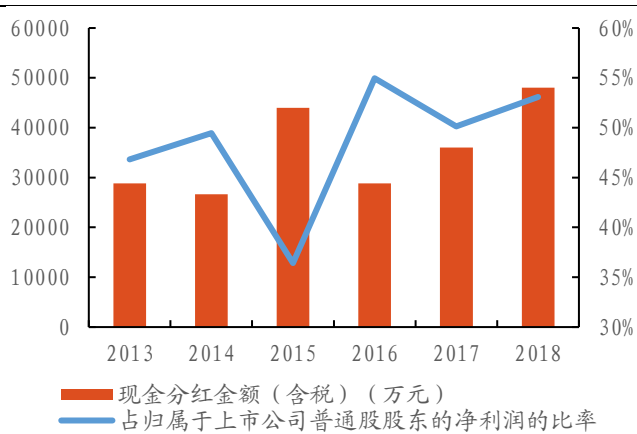
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 63: 天虹股份单季度三费情况



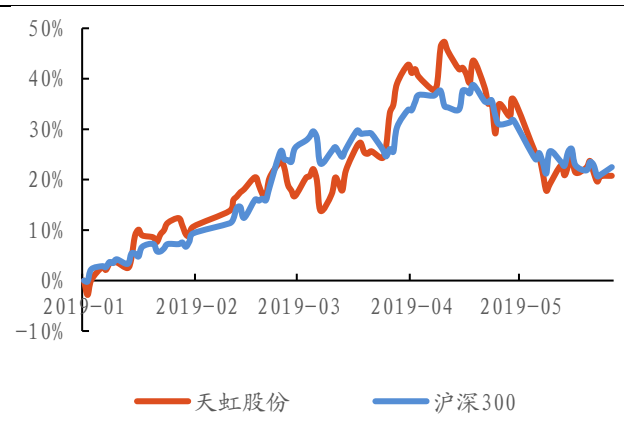
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 64: 天虹股份现金分红占比



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 65: 年初以来天虹股份股价情况 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.3.2. 天虹股份上半年回顾与下半年展望

上半年,公司与腾讯合作进一步加深,数字化进程加速,上线智慧门店 2.0 版,数字化大屏可实现到店专属推荐、限量爆款实时库存等功能,强化顾客体验,红包雨春节期间核销率达 95.4%,数字化营销活动有效实现了聚客引流。在供应链的数字化上,推出了天虹供应链合作平台 2.0 版,能够提高采购需求匹配度,大幅提升了新品引进效率。在新门店的拓展上,除了 5 月新开一家购物中心外,又新签约宝安星航华府商业中心项目,昆山市新生活商业中心项目等,进一步丰富门店储备,公司与茂名方华商管签订战略合作,版图又将扩展一个新的城市。

下半年主要推荐逻辑和看点: 下半年,公司将继续推进数字化、体验式、供应链三大战略。1) 前中后台的数字化在节本降费,提升效率方面的成效将进一步凸显,对百货业态数字化的探索也将更进一步,达成合作的品牌供应商计划由现在的 40 家增加到 9 月份实现 200 家。2) 公司储备项目丰富,下半年展店增速有望加快,公司运营购物中心的经验逐渐成熟,门店培育期也有望缩

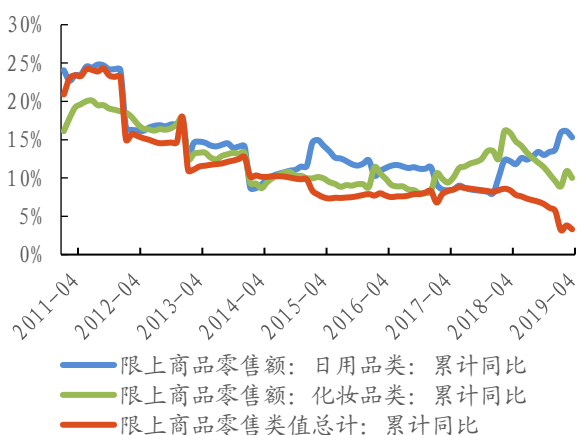
短。预计公司 19/20/21 年营收为 211.56/230.54/247.58 亿元，归母净利润 10.90/12.18/13.79 亿元，EPS 0.91/1.01/1.15 元。

4. 关注点三：美妆行业竞争与机会并存，国货崛起

4.1. 美妆行业规模快速增长，本土品牌谋求破局

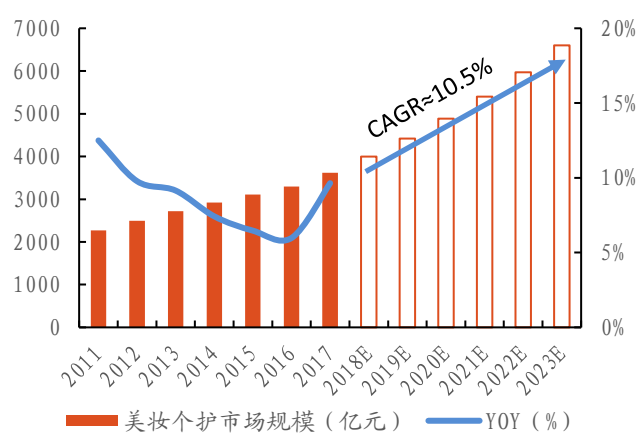
在宏观经济和社零总额放缓的背景下，“口红效应”凸显，近年限额以上化妆品、日用品增速远超整体商品零售额增速，2019 年前 4 月，日用品、化妆品累计增速达 15.3% 和 10%。而根据中商产业研究院预测，未来 5 年美妆个护市场规模仍将维持在年均 10% 左右的增速，到 2023 年突破 6600 亿元。

图表 66: 限上化妆品、日用品同比增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 67: 我国美妆个护市场规模

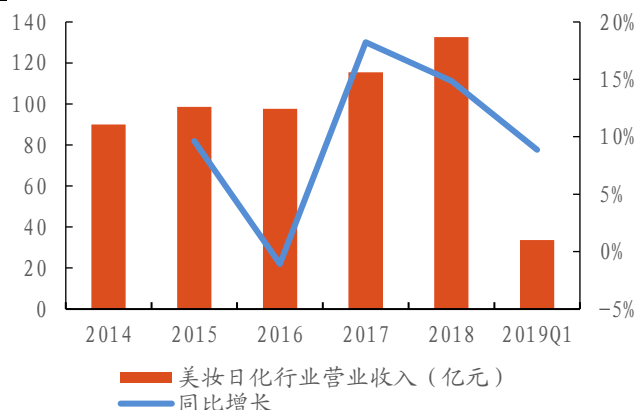


资料来源: choice, 东方财富证券研究所

本土护肤企业面临的行业竞争比较激烈，产品和品牌在消费者心目中的差异性不明显，较难撼动国际品牌多年打造的口碑和形象。但是新一代消费者的崛起，为行业带来了新的机遇。从人口结构来看，90 后、00 后（不含 10 后）已占据超过四分之一的总人口，而这批伴随互联网成长起来的人群在网民结构中已成为绝对主力（占比近 50%），再加上他们有更强烈的意愿进行与商品消费相关的互动和分享，因此在网络声量中具有非常强的话语权。年轻的消费者对产品和品牌有新的审美和需求，“成分党”、“性冷淡风”、“香氛”、“懒人专用”等概念相继走红，品牌方如果能够深入洞察并从某个细分角度切入，辅以当前更为流行的内容营销手段，不失为一种破局之道。A 股上市公司中，上海家化、珀莱雅在内容营销、产品细分、年轻化战略上表现较好。

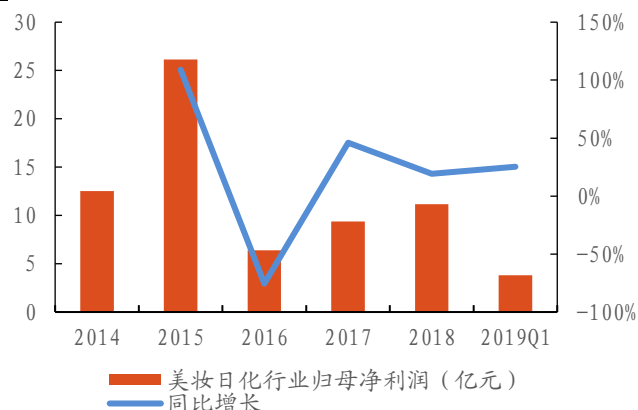
2018 年几家 A 股上市的日化美妆公司总营收增速约 15%，略高于化妆品行业整体增速，归母净利润增速近 20%，主要是由于总体三费率有所降低。行情上看，今年以来日化行业股价涨幅 12% 左右，跑输沪深 300，市盈率 30 倍左右，低于近五年平均水平，当前是较好的布局时机。

图表 66: 日化美妆行业上市公司营业收入及增速



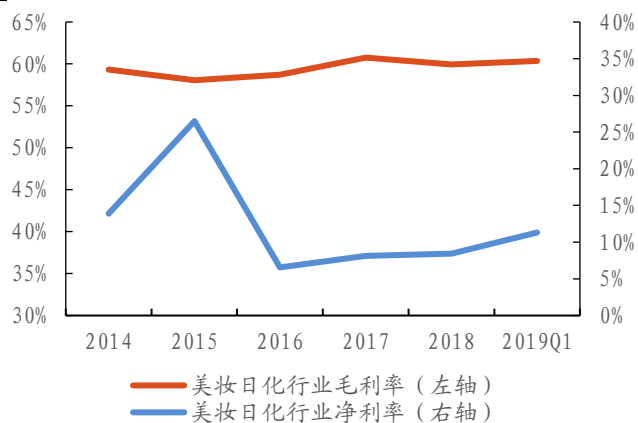
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 67: 日化美妆行业上市公司归母净利润及增速



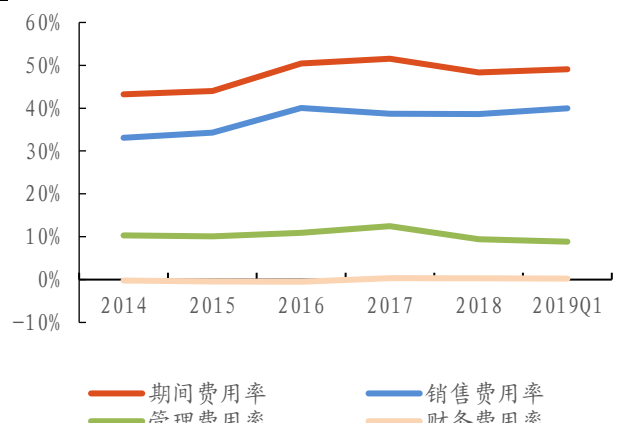
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 68: 日化美妆行业上市公司毛利率及净利率



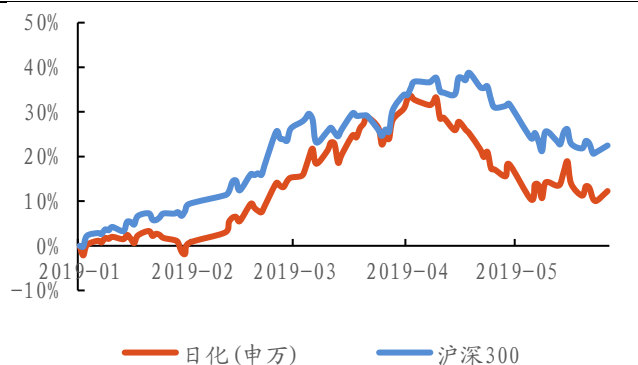
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 69: 日化美妆行业上市公司三费情况



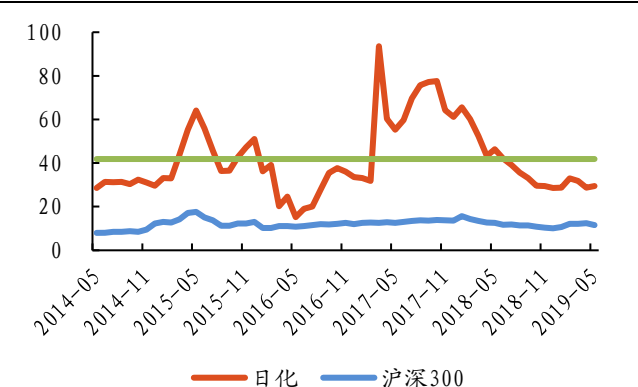
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 70: 日化美妆行业今年涨跌幅 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 71: 日化美妆行业市盈率 (截至 2019-06-02)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

下半年日化美妆行业观点: 当前日化美妆行业正在快速发展, 国内国际品牌在产品力、营销力、渠道力的比拼进入了新的阶段, 本土品牌面对国际大牌长期的竞争优势, 需要利用自身对于国情和国人消费需求更为充分的了解, 在产品研发、内容营销等方面继续加强实力。5月, 丸美股份 IPO 过会, 下半年 A 股美妆行业有望进一步扩容, 资本市场对行业的关注度也有望进一步增强。

4.2. 重点个股——上海家化

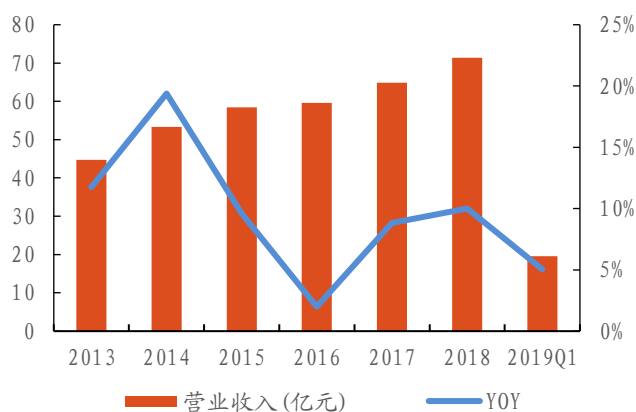
4.2.1. 上海家化财务及行情情况

2018 年上海家化实现营业收入 71.38 亿元，稳健增长 10.01%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.40 亿元，同比增长 38.63%。归母净利润的增长一方面得益于销售增长，一方面源自公司费控的把握。尽管 18 年原材料成本的上涨以及公司产品结构的变化使得毛利率有小幅下滑，但销售费用率和管理费用率亦有明显下降，总体上三费率同比减少 2.51 个百分点，净利率增加 1.56 个百分点。

2019 年一季度公司实现营业收入 19.54 亿元，同比增长 5.03%，一季度公司主品牌六神实现两位数的增长，玉泽、家安、片仔癀等实现了超 50% 的增长。佰草集调整产品线和渠道库存的工作稳步推进，实现扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 6.69%。

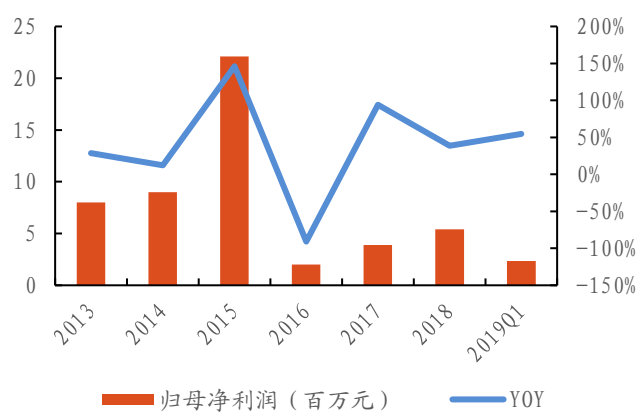
行情方面，公司 3 月中旬后股价有所回调，当前股价与年初基本持平，市盈率相较于可比公司来说偏低，估值相对有优势。

图表 72: 上海家化营收及增速



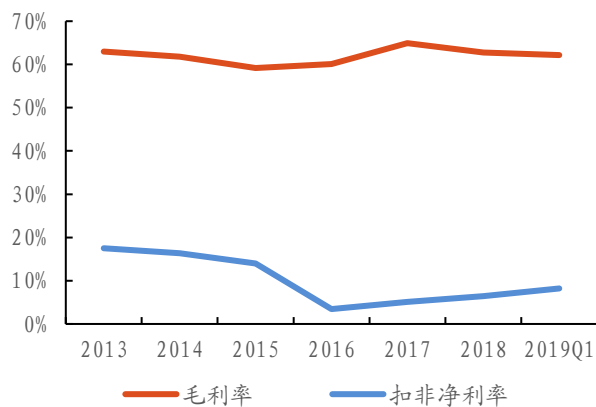
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 73: 上海家化归母净利润及增速



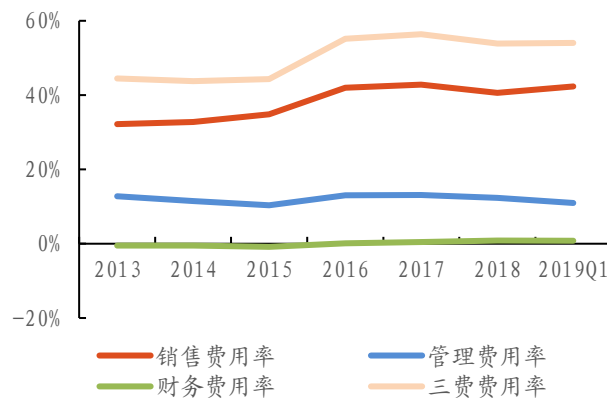
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 74: 上海家化毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 75: 上海家化三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 76: 上海家化品牌发展矩阵

| | 美容护肤 | 个人护理 | 家居护理 |
|---------|------------------|-------------------|-------------|
| 高端化 | 佰草集 HERBORIST | Tommy's Tippie | |
| 年轻化 | 美加净 MAXAM | 六神 | |
| 细分化 | 玉泽 Dr.MU | femfresh | 高夫 GaoFu |
| 2018年营收 | 23.55亿 | 45.41亿 | 2.33亿 |
| YOY | 3.41% | 12.27% | 41.18% |
| 毛利率 | 72.62% | 58.58% | 42.62% |

资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 77: 可比公司市值、市盈率(截至 2019-06-02)

| 公司 | 总市值(亿元) | PE(TTM) |
|------|---------|---------|
| 上海家化 | 189.69 | 30.34 |
| 珀莱雅 | 130.46 | 42.54 |
| 御家汇 | 38.54 | 37.42 |
| 拉芳家化 | 32.94 | 25.30 |
| 名臣健康 | 20.74 | 69.48 |

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

4.2.2. 上海家化 2019 年上半年足迹回顾与展望

上半年公司继续**创新转型**, 玩跨界(美加净×吾皇万睡、六神×INXX STREET、双妹×张裕)、推爆品(佰草集冻干面膜抖音创意话题视频 6.2 亿次播放), 推新品(玉泽安瓶、启初感官启蒙系列), **坚持年轻化、细分化、高端化战略**。同时, 佰草集积极调整产品线和社会库存, 力求更加贴合目标消费者的年龄段和需求。此外, 公司上半年相继入选 MSCI 和富时罗素 GBIS 指数, 未来外资配置比例的增加有利于公司长期投资价值的发现。

下半年主要推荐逻辑和看点: 1) 公司旗下佰草集将会继续进行品牌调性升级, 聚焦明星单品太极系列, 品牌回暖可期 2) 下半年营销投入会进一步加大, 充分利用口碑营销、跨界营销等手段, 推动各品牌营收增速的加快, 下半年营收增速也会逐步加快, 全年预计能达到双位数的增长。我们预计上海家化 2019/2020/2021 年营业收入分别为 79.14/87.92/97.14 亿元, 归母净利润分别为 6.18/7.22/8.35 亿元, EPS 分别为 0.92/1.08/1.24 元

5. 行业重点关注公司盈利预测

图表 78: 行业重点关注公司(截至 2019-06-02)

| 子行业 | 代码 | 简称 | 市值(亿元) | 股价(元/股) | EPS | | | PE | | | 评级 |
|------|-----------|------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 百货 | 002419.SZ | 天虹股份 | 153.16 | 12.63 | 0.91 | 1.01 | 1.15 | 13.88 | 12.50 | 10.98 | 增持 |
| | 600859.SH | 王府井 | 118.22 | 15.14 | 1.59 | 1.72 | 1.91 | 9.52 | 8.80 | 7.93 | 增持 |
| 超市 | 601933.SH | 永辉超市 | 957.05 | 9.80 | 0.23 | 0.30 | 0.41 | 42.61 | 32.67 | 23.90 | 买入 |
| | 603708.SH | 家家悦 | 132.12 | 28.10 | 1.05 | 1.23 | 1.42 | 26.76 | 22.85 | 19.79 | 买入 |
| 美妆 | 600315.SH | 上海家化 | 191.24 | 28.22 | 0.92 | 1.08 | 1.24 | 30.67 | 26.13 | 22.76 | 增持 |
| | 603605.SH | 珀莱雅 | 125.67 | 62.62 | 1.89 | 2.39 | 3.07 | 33.13 | 26.20 | 20.40 | 增持 |
| 专业连锁 | 002024.SZ | 苏宁易购 | 1,011.07 | 10.84 | 0.15 | 0.20 | 0.29 | 72.27 | 54.20 | 37.38 | 增持 |
| | 603214.SH | 爱婴室 | 37.63 | 37.69 | 1.47 | 1.75 | 2.02 | 25.64 | 21.54 | 18.66 | 增持 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

线上线下融合不及预期;
宏观经济发展不及预期。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。