

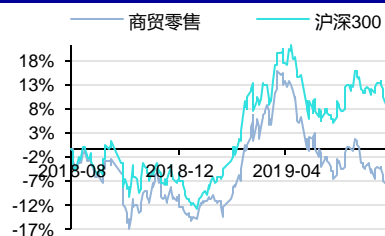
7月CPI同比增幅略有扩大，金价持续提升利好黄金珠宝龙头

- 7月CPI环比由降转涨，同比涨幅略有扩大。8月9日，国家统计局公布，7月CPI数据同比增长2.8%，涨幅+0.1pct；环比上涨0.4%，由降转涨。同比来看：1) 食品价格上涨9.1%（上月同比上涨8.3%），影响CPI上涨约1.74pct。其中畜肉类价格上涨18.2%，影响CPI上涨约0.75pct（猪肉价格上涨27.0%，影响CPI上涨约0.59pct）；鲜果价格上涨39.1%，影响CPI上涨约0.63pct；鲜菜价格上涨5.2%，影响CPI上涨约0.12pct；鸡蛋价格上涨11.4%，影响CPI上涨约0.06pct；上述四项合计影响CPI上涨约1.56pct。2) 非食品价格上涨1.3%，影响CPI上涨约1.04pct。整体来看，在7月份2.8%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2pct，新涨价影响约为1.6pct。环比来看：食品方面，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉供应稍紧，价格上涨7.8%，影响CPI上涨约0.20pct；部分地区天气炎热、降水偏多，不利于鲜菜生产和储运，鲜菜价格上涨2.6%，影响CPI上涨约0.06pct；时令瓜果大量上市，鲜果价格下降6.2%，影响CPI下降约0.14pct。
- 金价持续提升且中长期有望迎来黄金牛市，预计将带动黄金珠宝企业收入业绩双升，重点关注龙头标的老凤祥、周大生及豫园股份。黄金价格近期持续上涨，主要受人民币贬值以及美国经济增速逐步放缓下使得美联储进入宽松趋势等因素推动。未来预计黄金价格在快速上涨后或短期进入调整阶段，但中长期坚定看多黄金。消费领域，黄金饰品具备消费和投资保值双重属性，前者受居民收入与消费偏好影响，后者则由投资者对金价的预期带动，尤其体现在金价高位下跌或结束长期震荡重启回升的过程中，如2009~12年金价牛市带来的黄金珠宝销量高速增长（老凤祥和豫园股份从09年底部上涨至12年的高位，期间3年业绩复合增速达68%和26%，股价最大涨幅分别达5.7倍和2.4倍）、以及2013年金价暴跌引发“抢金潮”的出现。虽然随着黄金ETF等投资性工具的普及，金价对黄金首饰的影响有所淡化，但投资专业水平不足或渠道受限的居民往往还是会考虑购买饰品。因此，本轮金价未来在全球贸易紧张局势持续和央行宽松浪潮下有望再次迎来黄金的中长期牛市，驱动未来国内黄金珠宝市场有望再现2009~12年期间的高增长行情，建议重点关注老凤祥、周大生、豫园股份。
- 苏宁发布2019H1快报：盈利符合预期，收入增速有所趋缓。2019H1约实现营收1346亿元/+21.63%，归母净利21.39亿元/-64.37%；商品销售规模（含税）为1842亿元/+21.8%，线上平台商品交易规模为1121.50亿元/+26.98%，其中自营商品销售规模796.95亿元/+25.60%，开放平台商品交易规模324.55亿元/+30.50%。②2019Q2单季实现营收724亿元/+18.54%，实现归母净利20.03亿元。由于去年同期公司出售了部分阿里巴巴股份实现净利润人民币56.01亿元，受此影响归母净利有所下降。③若扣除苏宁小店上半年的经营亏损及其股权转让带来的净利润增加，预计2019H1归母净利约为8.0亿元；考虑到2019Q1非经常项（公司对持有的万达商业股份的会计核算方法转为长期股权投资权益法核算确认投资收益4.48亿元+其

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	11.00	买入-A
603708 家家悦	30.00	买入-A
002419 天虹股份	15.75	买入-A
002867 周大生	42.00	买入-A
002024 苏宁易购	14.78	买入-A
603214 爱婴室	52.36	买入-A
603605 珀莱雅	77.54	买入-A
603983 丸美股份		-

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.71	-7.03	-24.09
绝对收益	-6.72	-9.63	-17.38

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜玥莹

报告联系人

duyuy@essence.com.cn
021-35082358

相关报告

6月单月消费略回暖，超市龙头2019H1业绩稳中有升 2019-07-28

基金二季报零售行业持仓分析：必需消费持仓大幅提升，可选龙头配置有所调整 2019-07-21

6月CPI同比涨幅与上月相同，红旗连锁2019H1主业增速或超预期 2019-07-14

中国东方教育与中公教育深度比较：匠心有别，共举国之大计 —— 职业教育行业系列报告之二 2019-06-16

行业渐暖，必选稳健且边际向好，首推龙头 2019-05-26

他投资收益 6.68 亿元) 共 11.16 亿元, 若 2019Q2 无非经常项, 则 2019H1 归母扣非净利约为-3.16 亿元。

- **投资建议:** 年初至今, 单月数据来看社零有所波动; 向后看, 排除去年下半年基数影响, 消费能否实质性改善仍有待观望。在此背景下, 一方面推荐增速稳健、整合加速、且受益于 CPI 的必需消费龙头, 并提示关注若消费数据持续回暖下的低估值板块投资机会、以及可凭借核心竞争力抢夺长期市占率的细分板块龙头。结合标的及中报情况重点推荐: 永辉超市、南极电商、珀莱雅、丸美股份、家家悦、苏宁易购、天虹股份、王府井、爱婴室、周大生。
- **市场回顾:** 本周 (2019.08.05-2019.08.09), 商贸零售板块 (申万) 下跌-3.92%, 在申万 28 个行业中位列 11 位, 上证综指下跌-3.25%, 超额收益-0.67%。分子行业来看, 百货、超市、多业态零售、专业连锁、珠宝首饰涨跌幅分别为-5.33%、-0.49%、-4.52%、-3.22%、7.49%。老凤祥(+17.64%)、潮宏基 (+10.60%)、豫园股份 (+7.26%) 涨幅居前; 跌幅前三名分别为: 上海物贸 (-14.99%)、东方创业 (-14.92%)、南宁百货 (-9.59%)。
- **行业要闻:**
 - 2019年美国零售100强出炉 实体零售占绝对优势
 - 联商网公布2018零售上市公司营收百强榜, 新增16家公司有10家为黄金珠宝类公司。
 - 京东推出同城速配极速达服务 覆盖全国300余城
 - 永辉超市将布局山东 首店进驻龙湖济南奥体天街
- **风险提示:** 消费需求整体疲软; 行业竞争加剧; 龙头展店不及预期; 营销、创新、展店投入明显增大; 商品结构调整失效; CPI大幅下行风险。

1. 本周观点:

1.1. 7月CPI环比由降转涨, 同比涨幅略有扩大

事件: 8月9日, 国家统计局公布, 7月CPI数据同比增长2.8%, 涨幅+0.1pct; 环比上涨0.4%, 由降转涨。

同比来看, **CPI上涨2.8%, 涨幅+0.1pct**。其中: 1) 食品价格上涨9.1%(上月同比上涨8.3%), 影响CPI上涨约1.74pct。其中畜肉类价格上涨18.2%, 影响CPI上涨约0.75pct(猪肉价格上涨27.0%, 影响CPI上涨约0.59pct); 鲜果价格上涨39.1%, 影响CPI上涨约0.63pct; 鲜菜价格上涨5.2%, 影响CPI上涨约0.12pct; 鸡蛋价格上涨11.4%, 影响CPI上涨约0.06pct; 上述四项合计影响CPI上涨约1.56pct。2) 非食品价格上涨1.3%, 影响CPI上涨约1.04pct。医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨2.6%、2.3%和1.5%, 合计影响CPI上涨约0.80pct。整体来看, 在7月份2.8%的同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为1.2pct, 新涨价影响约为1.6pct。

环比来看, **CPI由上月下降0.1%转为上涨0.4%**。其中: 1) 食品方面, 受非洲猪瘟疫情影响, 猪肉供应稍紧, 价格上涨7.8%, 影响CPI上涨约0.20pct; 部分地区天气炎热、降水偏多, 不利于鲜菜生产和储运, 鲜菜价格上涨2.6%, 影响CPI上涨约0.06pct; 蛋鸡进入歇伏期, 产蛋率下降, 鸡蛋价格上涨5.0%, 影响CPI上涨约0.03pct; 时令瓜果大量上市, 鲜果价格下降6.2%, 影响CPI下降约0.14pct。2) 非食品中, 暑期出行增加, 飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别上涨19.3%、8.6%和2.2%, 合计影响CPI上涨约0.19pct; 受成品油调价影响, 汽油和柴油价格分别下降1.9%和2.0%, 合计影响CPI下降约0.04pct。

预计CPI同比增速仍处高位, 利好超市板块。整体而言, 由于去年低基数、猪价变化、季节因素等多方面因素影响, 预计CPI同比增速三季度或维持高位; 历史数据表现, 超市行业同店增速与CPI相关性较强, 且由于超市费用端较为刚性, 若同店上升, 一定程度上对利润率亦为利好; 据估算, 超市龙头同店增速上升1pct, 假设其他因素不变, 归母净利润将增加4-5%。据此, 推荐行业龙头永辉超市、家家悦、红旗连锁、中百集团等。

风险提示: 行业竞争加剧; 龙头展店不及预期; 规模扩张大幅拖累业绩; CPI上行趋势大幅低于预期。

1.2. 金价持续提升且中长期有望迎来黄金牛市, 预计将带动黄金珠宝企业收入业绩双升, 重点关注龙头标的老凤祥、周大生及豫园股份

事件: 黄金价格近期持续上涨, 主要受人民币贬值以及美国经济增速逐步放缓下使得美联储进入宽松趋势等因素推动。未来预计黄金价格在快速上涨后或短期进入调整阶段, 但中长期坚定看好本次黄金牛市, 中长期坚定看多黄金。

消费领域, 黄金饰品具备消费和投资保值双重属性, 前者受居民收入与消费偏好影响, 后者则由投资者对金价的预期带动, 尤其体现在金价高位下跌或结束长期震荡重启回升的过程中, 如2009~12年金价牛市带来的黄金珠宝销量高增长(老凤祥和豫园股份从09年底部上涨至12年的高位, 期间3年业绩复合增速达68%和26%, 股价最大涨幅分别达5.7倍和2.4倍)、以及2013年金价暴跌引发“抢金潮”的出现。虽然随着黄金ETF等投资性工具的普及, 金价对黄金首饰的影响有所淡化, 但投资专业水平不足或渠道受限的居民往往还是会考虑购买饰品。因此, 本轮金价未来在全球贸易紧张局势持续和央行宽松浪潮下有望再次迎来黄金的

中长期牛市，驱动未来国内黄金珠宝市场有望再现 2009~12 年期间的高增长行情，建议重点关注老凤祥、周大生、豫园股份。

风险提示：黄金价格调整风险、门店扩张不及预期、同店增速不及预期等。

1.3. 苏宁易购 2019H1 快报点评：盈利符合预期，收入增速有所趋缓

业绩简述：①2019 年 7 月 30 日，苏宁易购发布 2019H1 业绩快报，2019H1 约实现营收 1346 亿元/+21.63%，归母净利 21.39 亿元/-64.37%；商品销售规模(含税)为 1842 亿元/+21.8%，线上平台商品交易规模为 1121.50 亿元/+26.98%，其中自营商品销售规模 796.95 亿元/+25.60%，开放平台商品交易规模 324.55 亿元/+30.50%。②2019Q2 单季实现营收 724 亿元/+18.54%，实现归母净利 20.03 亿元。由于去年同期公司出售了部分阿里巴巴股份实现净利润人民币 56.01 亿元，受此影响归母净利有所下降。③若扣除苏宁小店上半年的经营亏损及其股权转让带来的净利润增加，预计 2019H1 归母净利约为 8.0 亿元；考虑到 2019Q1 非经常项(公司对持有的万达商业股份的会计核算方法转为长期股权投资权益法核算确认投资收益 4.48 亿元+其他投资收益 6.68 亿元)共 11.16 亿元，若 2019Q2 无非经常项，则 2019H1 归母扣非净利约为-3.16 亿元。

营收端增速有所趋缓，智慧零售战略促进双线扩容。2019H1，苏宁易购实现营收 1346 亿元/+21.63%；商品销售规模(含税)为 1842 亿元/+21.8%；线上平台商品交易规模为 1121.50 亿元/+26.98%，其中自营商品销售规模 796.95 亿元/+25.60%，开放平台商品交易规模 324.55 亿元/+30.50%。截至 6 月 30 日公司零售体系注册会员数量 4.42 亿，上半年移动端订单数量占线上整体比例达到 92.54%。

零售云加盟店高速扩张、苏宁小店或受交易影响扩张放缓，受大环境影响同店增长承压下行截止 2019 年 6 月 30 日，苏宁易购拥有各类自营门店共 4141 家(不含苏宁小店)：①苏宁小店：2019H1 加速展店，新开 1626 家(含迪亚天天)，调整、关闭店面 435 家(含迪亚天天)；②苏宁易购直营店：2019H1 直营店新开 177 家，置换、关闭门店 799 家；③零售云加盟店：2019H1 快速推进门店开发，新开 1347 家，截止 2019 年 6 月 30 日共计 3362 家；④家电 3C 家居生活专业店：2019H1 年苏宁易购云店新开 13 家，升级改造 11 家；苏宁易购常规店新开 32 家，其中公司继续与商超合作，新开超市门店 4 家，置换、关闭各类店面 40 家；⑤苏宁红孩子母婴店：优化选址，只要在购物中心开设店面，2019H1 新开 22 家，关闭店面 7 家；⑥苏鲜生超市：2019H1 公司围绕 O2O 精品超市定位，持续打造店面体验，新开 1 家；⑦海外市场：截至 2019Q1 年在香港地区共计 28 家；在日本市场共计 39 家。家电 3C 家居生活专业店受外部市场环境较弱的影响，同店增速下降 5.66%；苏宁红孩子母婴专业店经营逐步成熟，同店增速达 16.84%；苏宁易购零售云直营店同店增速下降 6.27%。

加强物流基础设施和服务能力建设，提升运营效率。苏宁物流不断强化仓储能力建设，推动苏宁物流与天天快递末端网点融合，进一步提升物流服务的运营效率。截至 2019 年 6 月 30 日苏宁物流及天天快递仓储及相关配套总面积 1090 万平方米，快递网点 24,615 个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2,864 个区县城市。①物流基础设施方面，2019H1 内摘牌合肥、大连、绍兴等 10 个城市物流仓储用地，新增扩建 5 个物流基地，公司将进一步加快物流基地建设，截至 2019 年 6 月 30 日公司已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地，在 18 个城市有 23 个物流基地在建、扩建，共投入使用 46 个生鲜冷链仓。②服务能力建设方面，一方面，物流配送“半日达”、“次日达”、“准时达”等时效产品覆盖范围持续增加，围绕苏宁生态布局，推进即时配服务，截止 2019 年 6 月 30 日即时配服务覆盖城市数量 88 个。③公司持续开展“维修一口价”、“半日装”、“准时装”、“极速修”等多样化服务，同步在县镇市场组建集配送、安装、维修、快递一体化的帮客综合服务网点，提升县镇市场物

流售后服务能力，截至 2019 年 6 月 30 日筹建成立 950 个县级综合服务中心。

金融业务强化科技建设，提升风控、产品创新能力。依托苏宁零售生态上下游企业客户、用户资源，苏宁金融聚焦供应链金融、微商金融、消费金融、支付和财富管理及金融科技输出等核心业务发展，不断增强产品竞争力、提升金融业务渗透率，消费金融业务投放额同比增长超过 100%，供应链金融业务投放额同比增长 41.3%，支付用户交易笔数同比增长 31%，其中线下移动支付业务发展迅猛，同比增长 231%。报告期内苏宁银行保持快速发展，截至 2019 年 6 月末苏宁银行总资产较年初增长 68.20%。

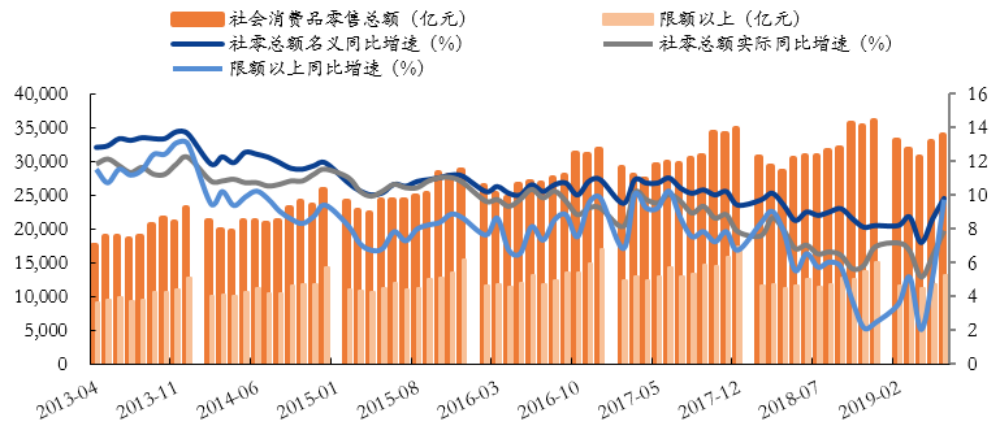
持续打造全场景零售格局，双线融合实现规模优势。①2019 年 6 月 23 日，公司公告称拟出资 48 亿元收购家乐福中国 80% 股份（对应 0.2xPS），家乐福专业的快消品运营经验以及供应链能力，有望与苏宁全场景零售模式、立体物流配送网络以及强大的技术手段进行有机结合，完善在大快消品类的 O2O 布局，有利于降低采购和物流成本，提升市场竞争力与盈利能力；②零售云加盟店持续扩张，有望依托优势家电品类，强化快消供应链；③苏宁小店确认出表，有望大幅优化公司业绩，灵活资本运作平台利于小店融资扩张。公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；收购家乐福后市占率提升，持续整合双线资源规模效应有望进一步显现。

风险提示：宏观消费环境变差风险；线下扩张不及预期风险；电商竞争格局变化，出现价格战等风险；低线城市消费升级不及预期；便利店行业竞争格局变化，发展不及预期；费用控制不及预期等。

1.4.6 月社零同比增长 9.8%，排除汽车因素增速仍有上升，必选稳健可选改善

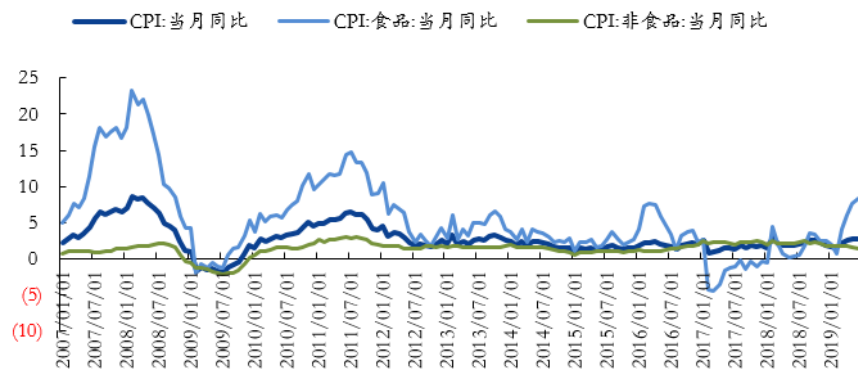
6 月社零同比名义增长 9.8%，排除汽车因素限额以上增速环比仍有上升。据国家统计局及 Wind 数据，2019 年 6 月，社会消费品零售总额 33878 亿元，同比名义增长 9.8%，增速环比增加 1.2pct，实际增长 7.9%；限额以上单位消费零售额 13163 亿元，同比增 9.7%，超市市场预期，其中汽车去库存致限额以上汽车零售额同比增速大幅上升（6 月同比 12.7%，4-5 月均值为 0），排除此项影响限额以上单位消费品零售额同比增长 7.1%，增速仍有上升。价上来看，6 月 CPI 同比增长 2.7%，涨幅与上月持平；食品 CPI 同比增长 8.3%，增速提升 0.6pct；综合 1-6 月数据，社会消费品零售总额 195210 亿元，同比名义增长 8.4%（扣除价格因素实际增长 6.7%）。

图 1：2019 年 6 月社零同比增长 9.8%，扣除价格因素实际增长 7.9%



资料来源：安信证券研究中心

图 2：6 月 CPI 数据同比增长 2.7%，增速与上月持平



资料来源：安信证券研究中心

分品类数据来看：必选稳健，可选改善。分品类数据来看：1) 必需品类增速保持稳定。其中限额以上粮油食品、日用品、饮料、烟酒同比增长约 9.8%、12.3%、9.1%、8.2%，增速相对 2019 年 4-5 月平均环比-0.6pct、+0.3pct、-2.1pct、+3.2pct；2) 可选消费增速有所改善。其中 2019 年 6 月限额以上化妆品相对 4-5 月平均增速大幅上升 10.8pct 至 22.5%，连续两月保持两位数增长；黄金珠宝相对 4-5 月平均增速上升 5.1pct 至 7.8%；限额以上纺织服饰、家电、家具同比增长 5.2%、7.7%、8.3%，增速相对 2019 年 4-5 月平均环比上升+3.7pct、+3.2pct、+3.1pct。

图 3：6 月社零数据同比增速

【安信商社】2019 年 6 月社零数据更新及历史同比环比变化														
社零数据当月同比增速 (%)														
	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	9-10 双月	2018-11	2018-12	2019 年 1-2 双月		2019-03	2019-04	2019-05	2019 年 4-5 双月	2019 年 6 月
社会消费品零售总额	8.8	9.0	9.2	8.6	8.9	8.1	8.2	8.2	8.7	7.2	8.6	7.9	9.8	
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)	6.5	6.6	6.4	5.6	6.0	5.8	6.9	6.9	5.1	6.4	5.8			
限额以上企业消费品零售额	5.7	6.0	5.7	3.7	4.7	2.1	2.4	3.5	5.1	2.0	5.1	3.6	9.7	
粮油食品类	9.5	10.1	13.6	7.7	10.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	11.4	10.4	9.8	
饮料	6.8	8.1	10.4	7.9	9.2	7.9	9.2	8.0	12.1	9.7	12.7	11.2	9.1	
烟酒	6.3	7.0	9.8	1.2	5.7	3.1	8.4	4.6	9.5	3.3	6.6	5.0	8.2	
服装鞋帽针纺织品类	8.7	7.0	9.0	4.7	6.7	5.5	7.4	1.8	6.6	-1.1	4.1	1.5	5.2	
化妆品类	7.8	7.8	7.7	6.4	7.1	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7	11.7	22.1	
金银珠宝类	8.2	14.1	11.6	4.7	8.1	5.6	2.3	4.4	-1.2	0.4	4.7	2.7	7.8	
日用品类	11.3	15.8	17.4	10.2	13.8	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4	12.0	12.3	
家用电器和音像器材类	0.6	4.8	5.7	4.8	5.3	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8	4.5	7.7	
中西药品类	9.9	7.4	8.9	11.5	10.1	9.3	10.6	10.3	11.8	11.5	11.2	11.3	10.4	
文化办公用品类	1.8	5.4	4.9	-3.3	0.8	-0.4	-4.0	8.8	-4.0	3.6	3.1	3.4	6.5	
家具类	11.1	9.5	9.9	9.5	9.7	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1	5.2	8.3	
通讯器材类	9.6	6.4	16.9	7.1	12.1	-5.9	-0.9	8.2	13.8	2.1	6.7	4.3	5.9	
石油及制品类	18.4	19.6	19.2	17.1	18.1	8.5	5.8	2.5	7.1	0.1	3.1	1.6	3.5	
建筑及装潢材料类	5.4	7.9	8.4	8.5	8.5	9.8	8.6	6.6	10.8	-0.3	-1.1	0.0	17.1	
汽车	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4	-6.8	-10.0	-8.5	-2.8	-4.4	-2.1	2.1	0.0	17.1	

资料来源：安信证券研究中心

图 4：6 月社零数据环比增速

增速环比变化													
	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	11 月相对 9-10 月均值变动	2018-12	2019 年 1-2 月相对 12 月	2019-03	2019-04	2019-05	2019 年 4-5 月相对 3 月	2019-06
社会消费品零售总额	-0.2	0.2	0.2	-0.6	-0.5	-0.3	0.1	0.0	0.5	-1.5	1.4	-0.8	1.9
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)	-0.5	0.1	-0.2	-0.8	0.2	-0.2	1.1				1.3	-1.1	-5.8
限额以上企业消费品零售额	-0.8	0.3	-0.3	-2.0	-1.6	-2.6	0.3	1.1	1.6	-3.1	3.1	-1.5	6.2
粮油食品类	-3.5	0.6	3.5	-5.9	2.9	-0.1	0.7	-1.2	1.7	-2.5	2.1	-1.4	-0.6
饮料	-5.8	1.3	2.3	-2.5	0	-1.3	1.3	-1.2	4.1	-2.4	3	-0.9	-2.1
烟酒	-5.1	0.7	2.8	-8.6	1.9	-2.6	5.3	-3.8	4.9	-6.2	3.3	-4.5	3.2
服装鞋帽针纺织品类	-1.3	-1.7	2.0	-4.3	0.8	-1.2	1.9	-5.6	4.8	-7.7	5.2	-5.1	3.7
化妆品类	-3.7	0.0	-0.1	-1.3	-2.0	-2.7	-2.5	7.0	5.5	-7.7	10	-2.7	10.8
金银珠宝类	0.3	5.9	-2.5	-6.9	0.9	-2.5	-3.3	2.1	-5.6	1.6	4.3	3.9	5.1
日用品类	-4.5	4.5	1.6	-7.2	5.8	2.2	0.8	-0.9	0.7	-4.0	-1.2	-4.6	0.3
家用电器和音像器材类	-13.7	4.2	0.9	-0.9	7.7	7.2	1.4	-10.6	11.9	-12.0	2.6	-10.7	3.2
中西药品类	1.4	-2.5	1.5	2.6	-2.2	-0.8	1.3	-0.3	1.5	-0.3	-0.3	-0.5	-0.9
文化办公用品类	-1.7	3.6	-0.5	-8.2	2.9	-1.2	-3.6	12.8	-12.8	7.6	-0.5	7.4	3.1
家具类	-3.9	-1.6	0.4	-0.4	-1.5	-1.7	4.7	-12.0	12.1	-8.6	1.9	-7.6	3.1
通讯器材类	-6.5	-3.2	10.5	-9.8	-13.0	-18.0	5.0	9.1	5.6	-11.7	4.6	-9.5	1.6
石油及制品类	1.9	1.2	-0.4	-2.1	-8.6	-9.6	-2.7	-3.3	4.6	-7.0	3	-5.5	1.9
建筑及装潢材料类	-1.8	2.5	0.5	0.1	1.3	1.3	-1.2	-2.0	4.2	-11.1	-0.8	-11.5	1.8
汽车	5.0	-1.2	-3.9	0.7	-3.6	-3.2	1.5	5.7	-1.6	2.3			

资料来源：安信证券研究中心

乡村增速高于城镇，零售增速高于餐饮，电商增速小幅下降，渗透率继续回升。分区域来看，乡村增速高于城镇，2019 年 6 月城镇消费品零售额为 28959 亿元，同比增长 9.8%（增速环

比+1.3pct)；乡村消费品零售额 4919 亿元，同比增长 10.1% (环比+1.1pct)，城乡增速差为 0.3%。分类型来看，商品零售增速略高于餐饮：2019 年 6 月商品零售 30155 亿元，同比增长 9.9% (环比+1.4pct)；餐饮收入 3723 亿元，同比增长 9.5% (环比+0.1pct)。分渠道来看，实物商品网上零售额至 3 月、4 月、5 月、6 月累计增速分别为 21.0%、22.2%、21.7%、21.6%，增速小幅下降；渗透率 18.2%、18.6%、18.9%、19.6%，回升幅度明显；6 月网上商品销售额中，吃、穿、用累计增速分别为 29.3%、21.4%、20.9%，增速环比分别+0.8pct、+0.2pct、-0.3pct。

图 5：乡村增速高于城镇，且增速环比上升



资料来源：安信证券研究中心

图 6：餐饮及零售增速环比均上升



资料来源：安信证券研究中心

图 7：电商增速及渗透率呈上升态势



资料来源：安信证券研究中心

1.5. 永辉超市 19H1 快报点评：营收增速维持高位，利润增速或逐季变好，重点推荐

事件：7月22日，公司发布2019H1业绩快报，2019年上半年公司实现营收411.73亿元，同比增长19.70%；实现归母净利润13.54亿元，同比增长45.02%；实现扣非归母净利润10.79亿元，同比增长30.58%。

19H1 快报的最重要信息：营收增速维持高位，利润增速逐季变好。2019年上半年，公司实现营收411.73亿元，同比增长19.70%；排除去年同期云创9亿元收入并表影响，预计云超主业（包含mini店）营收增速约22%；在现有高基数下，公司营收增速仍然维持高位。实现归母净利润13.54亿元，同比增长45.02%；扣非归母净利润10.79亿元，同比增长30.58%；排除云创、云商亏损、出表投资收益、投资性财务费用、中百红旗投资收益等，单二季度云超大店利润估计约3.83亿元，同比增长25.8%，且相对一季度，云超大店增速环比变好，或为业绩逐季转好预期兑现。

公司长期成长价值或超市场预期，2019年业绩增速稳健，后期业绩增速有望逐季提升。国内生鲜产业链品牌价值极弱、产品及渠道均不稀缺条件下，流通成本降低或为产业链衍变的最主要方向；上游集约化、下游标准化集中，并推动渠道融合缩减，纵向整合极有可能是自下而上；目前从更大市场来看，永辉超市相对于产业链绝大部分玩家而言或许都更具优势，长期仍然具备预期差。在去年消费环境变化、公司战略调整、今年行业环境变化及CPI同比变化等多方面影响下，我们预计公司2019年业绩增速稳健，且考虑去年基数影响，后期业绩增速有望逐季提升。公司长期空间大、在高基数上仍有20%左右的营收增长、且利润端业绩稳健，重点推荐。

零售板块维持超配，且配置比例有所上升。据Wind,2019Q2各基金产品持仓前十中，零售板块占基金总持仓比重约为2.91%，维持超配，超配比例为0.31%，且相比2019Q1，零售板块占基金总持仓比重上升0.04个百分点。持仓总市值上看，2019Q2零售板块基金持仓总市值约608.6亿，占净值比例0.45%，环比上升0.01pct；持仓市值前十大公司的市值占比为95.3%，相对2019Q1上升1.3pct，板块筹码集中度有所上升。从基金市值来看，相比2019Q1，增幅前三标的为永辉超市（76.0亿元增至112.3亿元）、家家悦（7.2亿元增至9.4

亿元)、红旗连锁(1042万元增至1.6亿元);降幅前三分别为南极电商(47.4亿元降至44.3亿元)、珀莱雅(4.7亿元降至2.4亿元)、跨境通(4.1万元降至2.2亿元);截止2019Q2,基金持有市值排名前三的零售板块标的分别为永辉超市、南极电商、苏宁易购。

风险提示: 1) 农贸市场标准化、数字化改造超预期; 2) 物业非市场化竞争; 3) 龙头公司扩张资金效率问题

1.6. 红旗连锁 2019H1 业绩预告点评: 主业增速或超预期, 展店提速, 经营效率提升

事件: 7月12日,公司发布2019H1业绩预告,预计2019H1公司实现归母净利润22,449.42万元-23,997.66万元,同比增长约45%-55%,预计主业增速及新网银行贡献或均超预期。

展店提速, 经营效率提升, 主业增速超预期。据业绩预告,公司业绩增长主要由营收增长、管理效率、门店提档升级、开源节流、加强内控管理等多方面因素推动,加之新网银行经营情况,增速超预期。我们分拆来看: 1) 公司2019年展店明显加快,预计目前店面数或超2950家,2019年展店计划(至年底3000家)大概率大幅提前完成; 2) 毛利率或维持趋势上行; 3) 费用率控制仍然良好。估算主业增速及新网银行贡献或均超预期。

供应链不断优化, 生鲜、鲜食改造推进, 网点价值具备改善潜力。作为成都便利店龙头,公司供应链不断优化,并不断推进生鲜、鲜食改造: 1) 一方面,继转让21%股权至永辉后,推进生鲜改造,据公司调研,改造门店生鲜营收占比约20%,毛利率约15%,同店增速约30%,且优化采购运营,提升上游议价权; 2) 另一方面,4月收购9010便利店一则有助于公司增加成都商务区布局及快餐类供应链,扩大区域优势; 二则公司将通过管理输出及商品结构调整力图使其盈利改善,发挥协同。

投资建议: 公司为西南便利店龙头,商品+服务双核驱动,以便民网点密集布局及丰富增值服务铸就品牌及渠道优势;展店有所加快,毛利率水平提升,费用受非长期因素影响正处历史高位;并借助永辉运营管理经验推动门店升级改造,网点价值改善潜力较大。

风险提示: 区域拓展困难;供应链优化不及预期;与永辉合作不及预期。

1.7. 基金二季度零售行业持仓分析

零售板块维持超配, 且配置比例有所上升。据Wind,2019Q2各基金产品持仓前十中,零售板块占基金总持仓比重约为2.91%,维持超配,超配比例为0.31%,且相比2019Q1,零售板块占基金总持仓比重上升0.04个百分点。持仓总市值上看,2019Q2零售板块基金持仓总市值约608.6亿,占净值比例0.45%,环比上升0.01pct;持仓市值前十大公司的市值占比为95.3%,相对2019Q1上升1.3pct,板块筹码集中度有所上升。从基金市值来看,相比2019Q1,增幅前三标的为永辉超市(76.0亿元增至112.3亿元)、家家悦(7.2亿元增至9.4亿元)、红旗连锁(1042万元增至1.6亿元);降幅前三分别为南极电商(47.4亿元降至44.3亿元)、珀莱雅(4.7亿元降至2.4亿元)、跨境通(4.1万元降至2.2亿元);截止2019Q2,基金持有市值排名前三的零售板块标的分别为永辉超市、南极电商、苏宁易购。

表 1: 基金 2019Q2 披露完毕, 零售板块维持超配 (注: 表中单位为%)

各行业基金持仓分析

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
--	--------	--------	--------	--------

行业名称	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例
农、林、牧、渔业	0.81	0.74	0.07	1.26	0.83	0.43	1.71	1.00	0.72	1.53	0.98	0.55
采矿业	2.23	8.72	-6.49	2.79	7.87	-5.07	1.91	6.79	-4.88	2.03	6.70	-4.67
制造业	52.54	42.93	9.61	48.39	42.09	6.30	51.13	43.85	7.28	51.33	43.48	7.86
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.15	3.16	-2.01	1.71	3.48	-1.76	1.20	3.08	-1.89	1.18	3.52	-2.35
建筑业	1.33	3.13	-1.79	2.38	3.24	-0.86	1.59	2.92	-1.33	1.28	2.72	-1.44
批发和零售业	3.54	2.76	0.77	3.10	2.64	0.46	2.93	2.66	0.27	2.91	2.59	0.31
交通运输、仓储和邮政业	2.15	3.33	-1.18	2.18	3.37	-1.19	2.24	3.41	-1.18	2.49	3.37	-0.87
住宿和餐饮业	0.11	0.12	-0.01	0.08	0.11	-0.04	0.10	0.12	-0.02	0.14	0.10	0.04
信息传输、软件和信息技术服务业	5.55	4.02	1.53	6.55	4.13	2.42	7.46	4.77	2.69	6.40	4.56	1.84
金融业	14.68	23.50	-8.82	14.84	24.11	-9.27	14.61	22.88	-8.27	16.41	23.86	-7.45
房地产业	4.08	4.04	0.05	5.10	4.39	0.71	4.97	4.58	0.39	4.15	4.21	-0.06
租赁和商务服务业	1.83	1.06	0.77	1.46	1.06	0.40	1.46	1.15	0.30	1.61	1.13	0.48
科学研究和技术服务业	0.41	0.37	0.04	0.60	0.41	0.19	0.58	0.43	0.16	0.67	0.53	0.13
水利、环境和公共设施管理业	0.31	0.51	-0.20	0.34	0.53	-0.18	0.28	0.52	-0.23	0.22	0.52	-0.30
教育	0.03	0.03	0.01	0.03	0.03	0.01	0.04	0.06	-0.02	0.20	0.09	0.11
卫生和社会工作	1.44	0.41	1.03	1.34	0.41	0.92	1.56	0.44	1.12	1.61	0.47	1.14
文化、体育和娱乐业	1.10	0.94	0.16	1.71	0.99	0.72	1.20	0.93	0.27	1.00	0.82	0.17
综合	0.06	0.24	-0.18	0.08	0.30	-0.22	0.08	0.38	-0.29	0.09	0.35	-0.26

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

必需消费重仓持股明显上升, 永辉超市、家家悦、红旗连锁增持显著。2019Q2, 永辉超市作为必需消费龙头, 被大幅增持: 持有基金数增加 83 支至 168 支, 持股总量增加 2.2 亿股至 11.0 亿股; 基金重仓持股占流通股比重增加 2.76pct 至 13.80%; 持仓市值增加 36.2 亿元至 112.3 亿元。家家悦作为区域生鲜定位优势企业, 业绩增速稳健, 持股总量增加 1209 万股至 4121 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比+1.64pct 至 20.19%, 持仓市值增加 2.2 亿至 9.4 万。红旗连锁持有基金数增加 5 支至 11 支, 持股总量增加 2319 万股至 2502 万股; 基金重仓持股占流通股比重环比+2.35pct 至 2.54%; 持仓市值增加 1.5 亿元至 1.6 亿元。

可选龙头配置有所调整: 天虹股份小幅增持, 王府井、鄂武商、珀莱雅遭遇减持, 老凤祥小幅减持, 周大生基本保持。2019Q2, 可选消费板块重仓持股或仍处低位, 其中: 1) 百货板块。仅天虹股份小幅增持, 持有基金数减少 4 支至 31 支, 持股总量上升 235 万至 8203 万, 持股占流通股比重环比+0.2pct 至 6.84%, 持仓市值减少 0.9 亿至 10.7 亿; 王府井持仓大幅下降, 持有基金数减少 24 支至 7 支, 持股总量下降 759 万股至 328 万股, 持股占流通股比重环比-2.01pct 至 0.83%, 持仓市值减少 1.61 亿元至 4980 万元; 鄂武商持仓下降, 持有基金数减少 3 支至 2 支, 持股总量减少 623 万股至 8 万股, 持股占流通股比重环比-0.92pct 至 0.01%, 持仓市值减少 0.7 亿元至 89 万元。2) 黄金珠宝板块。老凤祥持仓略有增加, 持有基金数增加 9 支至 24 支, 持仓总量增加 172 万股至 1174 万股, 持股占流通股比重环比+0.54pct 至 3.70%, 持仓市值增加 0.8 亿元至 5.2 亿元; 周大生持仓基本不变, 持有基金数增加 2 支至 22 支, 持仓总量增加 15 万股至 2244 万股, 持股占流通股比重环比-0.06pct 至 13.61%, 持仓市值下降 1597 万元至 7.7 亿元。3) 化妆品板块: 珀莱雅持仓下降, 持有基金数减少 8 支至 18 支, 持股总量减少 324 万股至 361 万股, 持股占流通股比重环比-5.22pct 至 5.81%, 持仓市值减少 2.4 亿元至 2.4 亿元。

南极电商和跨境通遭遇大幅减持, 苏宁易购持股总量增加。2019Q2, 南极电商持有基金数增加 4 支至 75 支, 但持仓股数减少 1951 万股至 4.0 亿股, 持股占流通股比重环比-1.3pct 至 20.80%; 跨境通持有基金数减少 3 支至 5 支, 持仓股数减少 1039 万股至 2586 亿股, 持股占流通股比重环比-1.11pct 至 2.44%; 苏宁易购持有基金数减少 10 支至 43 支, 持仓股数增

加 1027 万股至 1.2 亿股, 持股占流通股比重环比-0.32pct 至 1.54%, 持仓机构集中度提升。

爱婴室小幅增持。2019Q2, 爱婴室持有基金数增加 4 支至 6 支, 持仓股数增加 26 万股至 36 万股, 持股占流通股比重环比+0.25pct 至 0.66%, 持仓市值增加 1327 万元至 930 万元。

表 2: 零售板块重点标的 2019Q2 环比变动情况

		持有 基金数	持有基金数 变动	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比(%)	持股占流通股比环比变动 (%)
超市	601933.SH 永辉超市	168	83	109965	21968.35	13.80	2.76
	603708.SH 家家悦	42	12	4121	1208.73	20.19	1.64
	000759.SZ 中百集团	-	-1	-	-32.00	-	-0.05
	002697.SZ 红旗连锁	11	5	2502	2319.32	2.54	2.35
百货	000501.SZ 鄂武商	2	-3	8	-622.53	0.01	-0.92
	600859.SH 王府井	7	-24	328	-758.52	0.83	-2.01
	002419.SZ 天虹股份	31	-4	8203	235.25	6.84	0.20
	600655.SH 豫园股份	-	-4	-	-	-	-0.04
	600729.SH 重庆百货	17	-9	824	-175.52	2.03	-0.43
电商	002024.SZ 苏宁易购	43	-10	11830	1026.92	1.54	-0.32
	002640.SZ 跨境商	5	-3	2586	-1038.93	2.44	-1.11
	002127.SZ 南极电商	75	4	39439	-1950.88	20.80	-1.32
珠宝	600612.SH 老凤祥	24	9	1174	172.24	3.70	0.54
	603900.SH 莱绅通灵	-	-	-	-	-	-
	002867.SZ 周大生	22	2	2244	15.30	13.61	-0.06
化妆品	603630.SH 拉芳家化	-	-	-	-	-	-
	603605.SH 珀莱雅	18	-8	361	-323.95	5.81	-5.22
	600315.SH 上海家化	6	-3	44	-82.28	0.07	-0.12
	603214.SH 爱婴室	6	4	36	26.08	0.66	0.25

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

投资建议: 2019 年 6 月社零增速 9.8%, 增速+1.2pct, 超市场预期; 排除汽车因素后, 限额以上单位消费品零售额同比增长 7.1% 仍有回升, 分品类来看必需稳健、可选改善。年初至今, 单月数据来看社零有所波动; 向后看, 排除去年下半年基数影响, 消费能否实质性改善仍有待观望。在此背景下, 一方面推荐增速稳健、整合加速、且受益于 CPI 的必需消费龙头, 并提示关注若消费数据持续回暖下的低估值板块投资机会、以及可凭借核心竞争力抢夺长期市占率的细分板块龙头。结合标的及中报情况重点推荐: 永辉超市、南极电商、珀莱雅、家家悦、苏宁易购、天虹股份、王府井、爱婴室、周大生。

风险提示: 消费需求整体疲软; 行业竞争加剧; 龙头展店不及预期; 上市公司营销、创新、展店投入明显增大; 商品结构调整失效; CPI 大幅下行风险。

2. 核心推荐标的

永辉超市: 上调云超 2019 年预期至 29 亿元, 后期业绩增速有望逐季提升, 长期逻辑具备预期差。公司以生鲜差异化定位为始, 在行业双线融合发展趋势之下, 云超板块内生确定性已较足; 顺势而行力促内外整合加速, 并向平台化方向衍进, 待降本增效完成, 或充分受益于行业集中度提升, 成就规模、盈利能力双双逆势增长, 具备高成长性。当前云创、彩食鲜相继出表, 促主业聚焦、轻装前行, 一二集群合并、管理人分工明确或使云超效率改善, 叠加

中后台系统促控费加强，或可提升效率带来更高业绩弹性；布局小店，到点到家双管齐下，有望改善市占率预期，且考虑到后续CPI变动及去年基数情况，后续业绩增速有望逐季提升。以美为鉴，沃尔玛估值与业绩增速有较大相关性，特别在快速扩张期估值提升明显，PE最高达50倍，PS最高达2倍；针对2019-2020年云超内生25%增速，考虑稀缺龙头成长性及内外整合赋能期弹性溢价，给予35倍PE，6个月目标价11元，继续推荐。

风险提示：1) 区域竞争加剧；2) 低线城市新业态发展超预期；3) 小店业务发展低于预期；7) CPI大幅下行风险。

家家悦：公司作为山东区域龙头，既具备生鲜供应链优势，且凭借大小店结合的展店方式，区域规模效应明显，烟威市占率超40%、60%；当前稳步推进西部扩张、渠道下沉、门店商品调整，认可生鲜供应链的西部扩张逻辑，仅以山东人口及社零为标准估算，单年营收将是4-6倍增长，扩张、提效潜力较大；业绩增速相对稳健，预计2019-2020年EPS为0.95、1.09元/股，但要达到当前卖方一致预期可能有所压力。我们认为，公司当前预期差在于长期弹性认识，所以应给PS估值，对应2019E 140亿元营收给予1倍PS估值，6个月目标价30元，维持“买入-A”评级，重点推荐。

风险提示：区域竞争加剧；门店拓展不及预期；同业整合不及预期；供应链建设不及预期；合伙人制度推进不及预期；CPI大幅下行风险。

天虹股份：同店Q2-4有望逐步改善+19-20年展店加速+数字化降本提效+高管团队员工持股计划彰显信心，内生外延助力成长可期。1) 同店有望改善：3月同店数据环比1-2月继续改善，且在1个月个税下调和4月企业减税等利好下消费信心有望延续回暖。叠加从基数来看，19Q1同店数据的基数压力最大，19Q2~4在基数逐步走低下看好同店增速有望逐季向好；2) 外延扩张加速：天虹百货+购物中心截至19Q1末共81家门店，未来有望继续享受二三线城市消费崛起带来的市场红利，预计19-20年新开店均为8-10家，实现加速展店；3) 内生业态升级：优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化，三层推动内部零售升级，实现降本提效；4) 轻资产扩张推进：公司截至18Q3的储备项目数已达7个，未来有望继续与国内领导型地产商落实更多管理输出项目；5) 公司治理优异：天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划+一二期股票增持计划绑定，公司治理结构优异，继续推荐！

风险提示：消费市场激烈竞争风险、门店扩张速度不及预期、经济下行抑制可选消费风险等。

王府井：3月数据环比1-2月显著改善，同比预计增4-5%，且在减税降费的利好下消费信心回暖，二三四季度逐季向好。全国布局规模优势+多层次门店结构，全估值仍处低位。①多层次门店结构：公司是少数几家实现全国门店布局的百货龙头，目前门店50家，其中成熟门店对公司业绩起到支撑作用，成长门店的逐步成熟和亏损门店转型调整同样推动利润增长。②零售体验持续优化：公司大力开发引进体现新生活方式的商品资源，加大进口商品买断自营比例，优化品牌结构，吸引客流增长；③多业态协同发展：百货方面，不断向购物中心化、城市奥莱化、社区化方向发展，转型调整取得显著成效；购物中心方面，主力店发挥百货店商品经营的优势，经营呈现良好态势；奥特莱斯方面，大力推进自营项目的落地，优化品类结构，增长保持强劲。④估值层面：王府井19PE 10.6x，过去10年PE均值为22x，估值处于历史较低位置。

风险提示：宏观经济下行、新开店数不及预期、存量门店销售不及预期等。

南极电商：19Q1GMV 高增长+新品类持续延伸+拼多多平台发力，南极电商快消版图高歌起航！1) 行业因素：当前大众对高性价比产品需求加大+品牌意识持续提升，助力“南极人”和“卡帝乐”等高性价比品牌可向下整合杂牌，向上替代部分中高端品牌份额，更加符合大众市场的需求趋势。2) 经销商方面：线上店铺间竞争日益激烈，获客成本持续提升，电商代运营及营销推广等服务重要性凸显。公司凭借“南极人”多年品牌影响力和电商实力，对无强势品牌助力的经销商及供应商赋能作用明显，且可以实现上下游产业链共赢，轻资产模式潜力可期；3) 公司本身：短期 19Q1 整体 GMV 增速+53%好于全年增速指引(+46%)，中长期在产品渠道双发力下成长空间可期！①产品端：看主力品牌的纵向下沉和横向扩张。公司未来战略为在现有强势二级类目下纵向延伸出更多三级类目爆款，横向则凭借品牌知名度和营销实力从传统的内衣、家纺领域扩张至健康生活、母婴、箱包等新领域，实现一级类目的扩张；②渠道端：看拼多多和唯品会等多个新平台 GMV 发力。公司在阿里系 GMV 保持高增长之外，凭借定位和拼多多的高度重合，未来在拼多多中长尾市场持续开拓的红利及阿里系中的龙头优势持续巩固下，平台端同样有望为公司 GMV 持续增长做良好支撑。预计公司 2019-21 年归母净利润分别为 12.2 亿元/16.5 亿元/21.8 亿元，增速分别为 37%、36%、32%（未来 3 年业绩复合增速 35%），给予 6 个月目标价 15.00 元，对应 19 年 PE 30x，继续推荐。

风险提示：品牌矩阵布局受阻，品牌影响力下降，平台渠道发展受限，GMV 总量增量不及预期，应收账款风险等。

周大生：以点(自营)带面(加盟)加速渗透三四线城市，建设电商平台打造珠宝 O2O 生态圈。公司定位中高端钻石珠宝品牌，市占率在国内珠宝首饰市场位列前三，2013 年公司引入比利时 EXELCO 公司“LOVE100”百面切工钻石作为核心产品系列，并率先主打推出场景化珠宝产品，未来仍将持续完善营销网络。1) 线下端：建立以一二线城市为骨干，三四线城市为网络的“自营+加盟”营销体系，将通过租赁和与商场联营在一二线城市新设自营店，增强公司品牌区域影响力；同时在三四线城市，公司将借助加盟商迅速拓展和渗透市场；2) 线上端：建设电商平台，整合网上商城、产品发布、信息共享等功能，为消费者提供全面深入的电子商务服务，打造珠宝 O2O 生态圈，实现线上线下优势互补、资源共享，提升公司整体的营销能力；3) 公司还将①建立企业研发中心，增强时尚产品和豪华产品的设计能力；②提高原创产品的款式比例，提高公司产品利润率；③将企业品牌的内涵融入产品设计，创造独特的品牌风格，提高品牌产品的辨识度，目前估值仍处历史较低水平，继续推荐。

风险提示：连锁经营管理风险，产品质量控制风险，指定供应商的供货风险，委外生产风险等。

苏宁易购：双线融合征程已起，雄狮起舞拓辽阔版图。①公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；②部分品类将体现出较强的规模效应，线下渠道的布局将提升传统强项家电品类的议价能力；③物流及广告费用弹性较大，具大幅优化空间；公司团队利益充分绑定，经营效率将有效提升。

风险提示：宏观消费环境变差风险；线下扩张不及预期风险；电商竞争格局变化，出现价格战等风险；低线城市消费升级不及预期；便利店行业竞争格局变化，发展不及预期；费用控制不及预期等。

珀莱雅：线上高增速，线下精准卡位，管理激励到位。当前时点，对于珀莱雅成长空间的判断，市场主要关注三个核心问题：①线上空间多大？②线下增量何来？③确定性多大？我们

认为：①线上空间：线上化妆品销售保持高位增速，渠道变革红利未尽，未来公司有望继续乘势线上渠道高速扩张，实现业绩的高速增长；考虑到化妆品行业需要极大的营销投入、打造新品需要较大的研发投入，行业必将持续集中，珀莱雅依靠品牌优势、约 200 人电商运营团队，有望持续提升市占率，挤占杂牌市场空间，2019 年电商增速有望达 50%。②线下增量：销售网络深入低线城市，在低线城市品牌深入人心，有望通过提升效率、优化网点保持增速；单品牌店对低线城市有极强适应性，珀莱雅从 2016 年起坚定布局单品牌店，有望通过单品牌店深入低线、提升份额。③确定性：股权激励到位，上下团结一心，业绩目标分别为以 2017 年为基数，2018、2019、2020 年营收增长不低于 30.8%、74.24%、132.61%，同时净利润增长率不低于 30.1%、71.21%、131.99%；绑定公司上下利益，有望提升公司运营效率；业绩考核目标彰显公司长期发展信心。

风险提示：线上渠道增速放缓、线下竞争持续恶化、新品推广不及预期、宏观经济增速持续下滑。

爱婴室：母婴零售唯一 A 股标的，华东龙头势在扩张。母婴赛道万亿空间，渠道集中度提升、品牌化趋势明显；公司为母婴渠道 A 股唯一上市企业，借力资本市场、成为全国第一连锁母婴零售品牌可期。①渠道优势为核心壁垒，扩张预期强烈：已于华东及华南区域铺设 212 家直营门店；内生扩张规划为 2018-2020 年分别新建门店 40/40/50 家，外延扩张为收购同类母婴连锁门店（2018 年 12 月已公告收购一重庆母婴连锁门店）、扩张业态（拟进军月子会所、托所等）；②以建设自有品牌为重点战略，盈利能力有望大幅优化：2017 年自由品牌占比约 7%，2018 年约近 9%；公司 2021 年拟将自有品牌占比提升至 20%，自有品牌毛利率约高于非自有品牌 10-15pct，若目标达成，毛利率有望提升 3pct 以上；③线下门店业态壁垒坚固：充分利用终端优势，强化门店导购服务，进行消费者教育，品牌营销收入高速增长；积极开发到店服务（抚触馆、游泳馆）提升客户粘性，提升消费频次；2018 年实现同店增速约 5.2%，与其他零售业态相比表现优异。

风险提示：宏观经济增速下行；展店不及预期；行业格局发生重大变化，电商龙头大举进军线下市场；自有品牌拓展不及预期等。

上海家化：立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，管理效率持续优化，老牌新生进行时公司主力品牌市占率稳居前列且持续提升（六神占花露水市场 74.8%，美加净占护手霜市场 12.8%，高夫占男士面霜市场 7.0%，启初占沐浴市场 6.6%，启初占婴儿面霜市场 13.6%），培育期品牌高速增长；线上渠道调整后成效显著，线下渠道稳步扩张；经营管理效率持续优化，盈利能力稳步提升。公司立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，管理效率持续优化，有望依托龙头规模优势，实现持续稳定增长。

风险提示：线上渠道增速放缓、线下竞争持续恶化、新品推广不及预期、宏观经济增速持续下滑。

3. 下周投资提醒

表 3：下周重要会议

公司会议			
序号	公司名称	会议名称	会议时间
1	百大集团	股东大会	20190812
2	杭州解百	股东大会	20190813
3	跨境通	股东大会	20190814
4	青岛金王	股东大会	20190815

4. 行业新闻

1. 2019 年美国零售 100 强出炉 实体零售占绝对优势

美国《商店》(STORES)杂志联合凯度零售(Kantar Retail)评选出2019年美国零售100强,与去年相比榜单前10强不变,唯一的变化就是其中的6家公司排位出现了互换。实体零售商在销售上依然占据绝对优势:实体零售商在零售销售总额中的占比保持在90%左右。观察今年的榜单前十名,主要呈现以下几个特征:零售概念更新、多管齐下、重视数据,以人为本。(联商网)

2. 联商网公布 2018 零售上市公司营收百强榜,新增 16 家公司有 10 家为黄金珠宝类公司。

据联商网大数据中心不完全统计,2018年零售上市公司榜单,增加了16家公司,其中新增10家黄金珠宝类公司:老凤祥、金一文化、金洲慈航、周大生、明牌珠宝、飞亚达A、东方金钰、萃华珠宝、赫美集团、爱迪尔;6家其他业态公司:小米集团、美团点评、拼多多、宝宝树、绝味食品、周黑鸭。

因退市或主营业务改变减少了3家公司:庄胜百货、昆百大A、孩子王,总计139家,包括54家百货购物中心、15家超市连锁、33家服饰企业、6家家电零售商、5家药妆连锁、9家电商、5家休闲食品、12家珠宝首饰(其中两家去年归为服饰业态)。(联商网)

3. 京东推出同城速配极速达服务覆盖全国 300 余城

今年七夕京东物流联合京东鲜花推出“万店联动2小时鲜花极速达”服务,由京东物流极速达在全国七大城市带来七夕鲜花配送。消费者在京东App搜索鲜花,即可选择周边5公里内的合作门店下单。据了解,这是京东极速达在此前推出中小件和大件配送业务后,正式将同城速配纳入服务范围,从小时级到分钟级的快速配送服务体系再次升级。

此次极速达业务升级共包含前置仓极速达和商家门店极速达两类服务,其中,前置仓极速达由京东物流根据大数据预测设立前置仓,当消费者下单后,匹配收货地址和前置仓地址,以最快速度完成配送。商家门店极速达基于京东无界零售全渠道库存共享方案,当京东商城根据消费者收货地址、门店库存、配送时效等将订单分配给就近门店后,门店发货,再由京东物流根据需求将商品送达消费者手中。

截至目前,京东物流前置仓极速达和商家门店极速达服务总计覆盖全国300余个城市,包括中小件和大件极速达在内,可以为用户提供从小时级到分钟级的快速配送服务。同时,京东物流面向消费者提供包括211限时达、次日达、京准达、京尊达、极速达、长约达等在内的多元化时效产品,满足用户的全场景选择。(联商网)

4. 网易第二季度电商盈利状况改善 提升采购、运营效率

8月8日,网易公司发布2019年第二季度财报。财报数据显示,网易公司净收入为187.7亿元,同比增加15.3%。归属于网易公司股东净利润为30.7亿元,同比增长45.8%,环比增长28.9%;基于非美国通用会计准则,归属于网易公司股东净利润为36.5亿元,同比增长33.8%,环比增长20.8%。

电商业务部分,网易方面表示,在二季度,网易电商同比增长20.2%毛利率在大促季节

也未受影响，仍然改善至 10.9%，盈利能力持续提升。这也印证了网易电商坚决贯彻战略聚焦后的发展新思路：不盲目烧钱，从关注增速到关注盈利的自造血发展模式。根据财报，电商业务毛利环比和同比增长主要由于考拉和严选的销量增加以及采购、运营效率的提升。（联商网）

5. 三只松鼠联盟小店全面升级 历时一年将破百家

2018 年，三只松鼠推出了新零售创业平台“松鼠小店”，截至今年 7 月，正好是小店对外发布一周年，而在本周六(8 月 10 日)，历时一年的小店即将正式突破 100 家。据悉，8 月 10 日同步开业的店铺共有 6 家，届时三只松鼠联盟小店数量将达到 105 家，其中有 2 家将启用新版联盟小店形象。

在破百的关键节点，三只松鼠对联盟小店作出了全面升级，包括全新概念、门头、软装道具、配套设施等，不仅满足了基本销售功能，更让小店具有更多趣味性、可玩性。新版联盟小店的多维度优化，预示着三只松鼠未来会继续探索新概念、新空间，让松鼠小店开启更多的可能，从而真正契合“助力年轻人创业，让天下没有难开的零食店”的线下店拓展使命。（联商网）

6. 天猫、菜鸟联手家电品牌供应链再升级迎高速增长

有消费者发现，最近在天猫购买烤箱、电风扇、榨汁机等小家电，都是丹鸟配送员送货上门，服务“又快又好”。这背后，是天猫、菜鸟联手数码家电品牌全面升级供应链战略。

“三年再造一个天猫”，让天猫数码家电市场迎来高速增长。此次供应链升级，瞄准商流、物流、信息流、资金流一体化，通过数字化供应链平台，支撑行业的全局生意，通过流量本地化分发，让消费者看到最近的货再下单，通过产业带协同和精细化运营，助力商家降本增效。

此次供应链再升级的一大亮点是本地化流量分发，通过大数据和算法的精准匹配、货品的区域化布局，向消费者优先推荐距离最近的商品，从而有效提高货到人的效率、降低仓储物流成本，在消费者端实现商品“离你最近、时效最快”。

产业带协同也是此次供应链升级的创新解决方案。针对家电尤其是小家电产地集中的特点，菜鸟将把集货仓建到产业带，并与商家共建协同仓，就近进行供应链紧密协同，通过物流的“短路”实现货物高速周转，进一步降本增效。（联商网）

5. 公司新闻

杭州解百:2018 年年度权益分派实施公告

据 2019 年 8 月 6 日公司公告，杭州解百集团股份有限公司将对 2018 年年度权益进行分派，以方案实施前的公司总股本 715,026,758 股为基数，每股派发现金红利 0.065 元(含税)，共计派发现金红利 46,476,739.27 元。

爱婴室:关于股东减持股份结果公告

据 2019 年 8 月 6 日公司公告，公司持股 5%以下股东郑大力、杨清芬通过集中竞价方式减持公司股份 500,000、178,800 股股份，减持后持股比例分别占公司总股本比例 3.10%、3.66%

老凤祥:2018 年年度权益分派实施公告

据 2019 年 8 月 7 日公司公告，公司对 2018 年年度权益分派比例为 A 股每股现金红利

1.1 元，B 股每股现金红利 0.160079 美元，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 523,117,764 股为基数，每股派发现金红利 1.1 元（含税），共计派发现金红利 575,429,540.40 元。

朗姿股份:发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之标的资产

据 2019 年 8 月 7 日公司公告，申东日、江苏中韩晨晖朗姿股权投资基金（有限合伙）（以下简称“中韩晨晖”）、深圳南山架桥卓越智能装备投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“南山架桥”）、北京合源融微股权投资中心（有限合伙）（以下简称“合源融微”）、宁波十月吴巽股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“十月吴巽”）等交易对方已将其持有的朗姿医疗 41.19% 股权过户至朗姿股份名下，朗姿股份已持有朗姿医疗 100% 股权，朗姿医疗已成为朗姿股份全资子公司。

文峰股份:控股股东股权结构变更的补充公告

据 2019 年 8 月 7 日公司公告，杨建华、顾建华分别与徐长江签署了《表决权委托协议》。根据协议约定，杨建华、顾建华将其持有文峰集团 7% 和 6% 股权对应的表决权委托给徐长江行使，徐长江有权代表杨建华、顾建华召集、召开、出席文峰集团股东会会议（包括临时股东会会议），并对所有根据相关法律、行政法规、规范性文件等或《公司章程》规定的需要股东会讨论、决议的事项行使表决权。委托期限为协议签署之日起 1 年。在委托期限内，杨建华、顾建华不再以股东身份行使标的股份对应的表决权，也不得再委托第三方行使标的股份对应的表决权；徐长江行使上述表决权无需另行取得杨建华、顾建华出具的授权委托书，无需再征得杨建华、顾建华另行同意，杨建华、顾建华对徐长江行使投票表决权的投票事项结果均予以认可并同意。因此，徐长江合计控制文峰集团 31% 股权，文峰集团的实际控制人仍为徐长江。本次文峰集团股权结构变更未导致其持有公司股票数量和比例发生变化，文峰集团持有公司 694,724,567 股无限售流通股，占公司总股本的 37.59%，仍为本公司控股股东，徐长江仍为公司实际控制人。文峰股份的控股股东和实际控制人未发生变化。

宏图高科:章程修正案

据 2019 年 8 月 8 日公司公告，：公司拟对《公司章程》中相关条款进行修订，将“董事长为公司的法定代表人。”修改为“董事长或总裁为公司的法定代表人。”

大商股份:为全资子公司向银行申请开立保函

2019 年 8 月 8 日公司公告，公司为全资子公司烟台大商投资有限公司向银行申请开立总额 5 亿元人民币的付款保函，期限 11 个月。含本次担保公司及控股子公司对外担保累计余额：19.55 亿元人民币。对外担保逾期的累计数量：0。

远大控股:清算注销新疆天一化轻有限责任公司。

据 2019 年 8 月 9 日公司公告，公司的全资子公司远大物产集团有限公司根据经营情况的实际需要，对其持股 65% 的控股子公司新疆天一化轻有限责任公司（注册资本 1500 万元人民币）进行清算注销。

怡亚通:股东部分股权补充质押

据 2019 年 8 月 9 日公司公告，公司股东深圳市怡亚通投资控股有限公司补充质押 300 万股股份，占其所持股份比例为 0.79%。其所持有公司股份累计被质押的股份数为 260,295,109 股，占其所持公司股份的 68.68%，占公司总股本的 12.26%。

汉商集团:关于国有股份无偿划转完成过户登记的公告

据 2019 年 8 月 9 日公司公告，公司股东武汉市汉阳区国有资产监督管理委员会将其所

持有本公司的全部共计 79,444,603 股股份（持股比例 35.01%）无偿划转给其国有独资公司武汉市汉阳控股集团有限公司持有。

小商品城:2019 年半年度报告

据 2019 年 8 月 10 日公司公告,报告期内,公司实现营收 18.04 亿元,同比减少 0.39%,实现归属于母公司股东的净利润 6.74 亿元,同比减少 44.50%。经营活动产生的现金流量净额变动原因说明:较上年同期增加 1.83 亿元,主要系本期篁园、五区市场续租及欧美中心、嘉美广场等楼盘开盘等致销售商品、提供劳务收到的现金同比增加约 5.88 亿元,本期收到的财务资助款本息致收到其他与经营活动有关的现金同比增加 2.05 亿元,本期苏溪商博支付土地拍卖款致购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 3.92 亿元,本期支付中福大厦 2 号楼保证金等致支付的其他与经营活动有关的现金同比增加 1.29 亿元。

怡亚通: 公司监事变动

据 2019 年 8 月 10 日公司公告,公司监事张明玉、黄伟群因工作变动不在担任公司监事。变更后由许驹菁、林善贤担任公司监事。

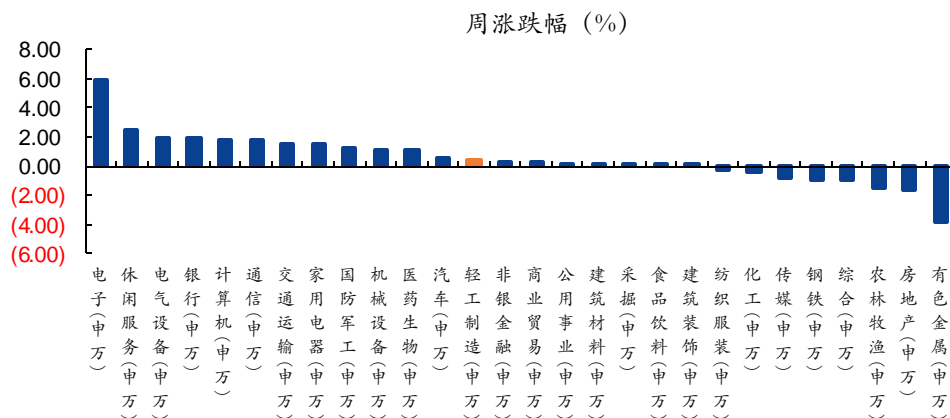
南纺股份:发行股份购买资产并募集配套资金事项

据 2019 年 8 月 10 日公司公告,公司将采用发行股份方式购买南京夫子庙文化旅游集团有限公司持有的南京秦淮风光旅游股份有限公司 51% 股权;同时采用非公开发行方式,向南京旅游集团有限公司发行股份募集配套资金,募集资金总额不超过 8,000 万元,用于补充南纺股份的流动资金,剩余部分支付本次交易的中介机构费用及其他相关费用。

6. 上周市场回顾

本周（2019.08.05-2019.08.09），商贸零售板块（申万）下跌-3.92%，在申万 28 个行业中位列 11 位，上证综指下跌-3.25%，超额收益-0.67%。分子行业来看，百货、超市、多业态零售、专业连锁、珠宝首饰涨跌幅分别为-5.33%、-0.49%、-4.52%、-3.22%、7.49%。老凤祥(+17.64%)、潮宏基(+10.60%)、豫园股份(+7.26%) 涨幅居前；跌幅前三名分别为：上海物贸(-14.99%)、东方创业(-14.92%)、南宁百货(-9.59%)。

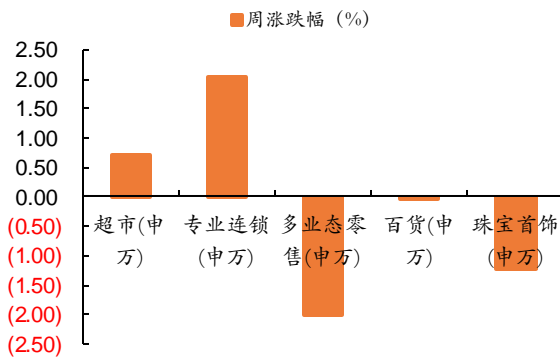
图 8：本周商贸零售板块（申万）下跌-3.92%，位列第 11 位



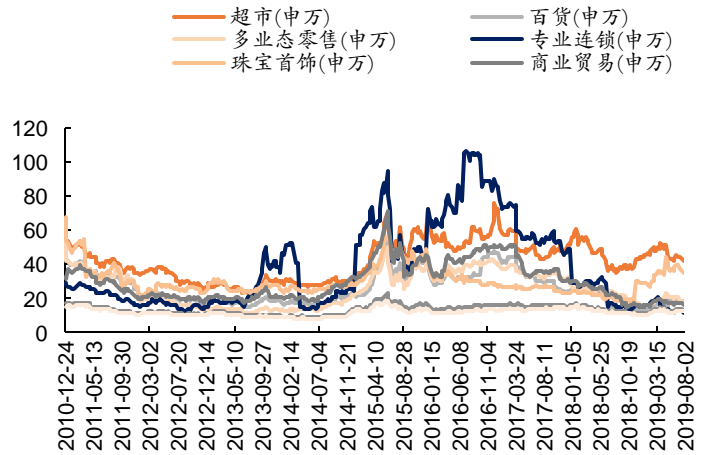
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 9：各零售子版块上周表现

图 10：零售板块历史市盈率



资料来源: Choice, 安信证券研究中心



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

表 4: 上周零售板块个股涨幅前五名

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价(元)	周最低价(元)	周最高价(元)	周换手率(%)	周成交量(百万股)	周成交金额(亿元)
600612.SH	老凤祥	17.64	51.41	43.69	53.94	8.49	26.91	13.11
002345.SZ	潮宏基	10.60	4.59	4.07	4.74	16.65	146.29	6.46
600655.SH	豫园股份	7.26	8.57	7.91	8.75	6.31	101.07	8.44
603214.SH	爱婴室	6.71	35.92	33.21	36.85	10.88	6.00	2.12
002867.SZ	周大生	6.07	23.24	20.79	24.18	11.47	28.39	6.43

数据来源: Choice, 安信证券研究中心

表 5: 上周零售板块个股跌幅前五名

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价(元)	周最低价(元)	周最高价(元)	周换手率(%)	周成交量(百万股)	周成交金额(亿元)
600822.SH	上海物贸	-14.99	10.49	10.34	12.78	17.48	69.23	7.93
600278.SH	东方创业	-14.92	10.66	10.65	12.88	10.54	55.02	6.36
600712.SH	南宁百货	-9.59	4.15	3.98	4.60	4.55	24.49	1.03
900927.SH	物贸 B 股	-8.95	0.63	0.61	0.70	1.71	1.71	0.08
002183.SZ	怡亚通	-8.92	3.88	3.85	4.26	2.66	56.43	2.27

数据来源: Choice, 安信证券研究中心

表 6：零售行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	周涨跌幅 (%)	2018EPS (元/股)	2019EPS (元/股)	2020EPS (元/股)	2018PE	2019PE	2020PE	PS
601933.SH	永辉超市	9.55	1.49	0.15	0.26	0.32	64	37	30	1.1
603708.SH	家家悦	23.71	0.81	0.92	0.96	1.10	26	25	22	0.9
002024.SZ	苏宁易购	10.01	-4.39	1.43	0.19	0.36	7	53	28	0.5
002127.SZ	南极电商	9.52	-3.45	0.36	0.50	0.67	26	19	14	-0.3
002419.SZ	天虹股份	11.87	-6.24	0.75	0.90	1.05	16	13	11	0.7
600859.SH	王府井	14.09	-3.23	1.55	1.66	1.86	9	8	8	0.4
002867.SZ	周大生	23.24	6.07	1.66	2.02	2.45	14	12	9	3.1
600612.SH	老凤祥	51.41	17.64	2.30	2.67	3.02	22	19	17	0.4
603605.SH	珀莱雅	65.89	-0.68	1.43	1.94	2.61	46	34	25	3.2
603630.SH	拉芳家化	13.41	-6.55	0.56	1.05	1.23	24	13	11	2.6
600315.SH	上海家化	31.21	1.43	0.81	1.47	1.68	39	21	19	2.2
300740.SZ	御家汇	8.23	-8.76	0.48	0.63	0.76	17	13	11	3.4
603214.SH	爱婴室	35.92	6.71	1.20	1.50	1.88	30	24	19	4.4

数据来源：Wind，安信证券研究中心

附录：零售板块近期解禁

表 7：零售行业限售股解禁情况汇总 (单位：万股)

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	解禁前(万股)		解禁后(万股)		解禁股份类型
					流通 A 股	占比(%)	流通 A 股	占比(%)	
002640.SZ	跨境通	2019-08-19	160.00		155,804.13	105,982.40	68.02	155,804.13	追加承诺限售股份上市流通
600828.SH	茂业商业	2019-08-26	107,622.83	-31.28	173,198.25	65,513.19	37.83	173,198.25	定向增发机构配售股份
600859.SH	王府井	2019-09-16	17,465.18	-10.93	77,625.04	39,412.53	50.77	77,625.04	定向增发机构配售股份
600628.SH	新世界	2019-09-16	11,507.61	-34.33	64,687.54	53,179.93	82.21	64,687.54	定向增发机构配售股份
000564.SZ	供销大集	2019-09-27	105,247.00	-57.23	600,782.82	188,873.79	31.44	600,782.82	定向增发机构配售股份

数据来源：Wind，安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034