

“自建+收购”迅速展店，多措并举毛利率提升显著



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——公司深度报告

核心观点

❖ 我国便利店行业成长迅速，集中度较低。自 2011 年起便利店增速始终高于传统零售业（百货、商超、大卖场）增速，2018 年我国便利店行业平均销售额增速及门店增速分别较传统零售业高 13.4、8.9 个百分点，便利店行业表现亮眼。竞争格局方面，2018 年我国便利店行业 CR5 较日本低 41.6 个百分点，由于我国便利店尚处于初步发展阶段，具有地域集中、自有品牌开发程度低、增值服务规模小、规模效应弱等特点，未来便利店行业有望在不断外延扩张的同时实现商品服务差异化，逐渐淘汰竞争力较弱的企业。

❖ 西南便利店龙头，通过“自建+收购”方式迅速展店。公司坚持“以四川为中心、成都为核心”的战略发展方针，通过“收购+展店”方式加速开拓市场，受益于公司较强的门店运营能力及管理能力，前期并购整合基本完成，公司盈利能力提升显著，2019 年公司重启并购步伐，截止 2019 年三季度，公司门店数量已达 3027 家，净增门店 210 家。

❖ 多措并举，毛利率提升显著。公司通过生鲜化改造+引入餐食+丰富增值服务方式提升客流量、增强客户粘性，其中生鲜板块的引流作用使得门店销售额平均提升 20%-30%，经营情况较好的门店利润可提升 10%。此外，公司盈利能力提升显著，主要原因为：1) 供应链升级；2) 公司提升直采、统采比例来减少中间环节、提升毛利；3) 毛利较高的进口商品比重提升；4) 数字化系统的开发提升选品效率、优化产品结构。

首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 77.9、83.8、90.3 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 5.1、6.2、7.4 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.4、0.5、0.5 元/股。受益于公司通过“自建+收购”模式迅速展店、直采及统采比例提升、进口产品比重提升、商品结构优化，公司收入及盈利能力持续提升，对应 2020 年给予主业 25 倍 PE、新网银行 10 倍 PE，分部估值对应目标价 10 元/股。

风险提示：成本持续提升；门店扩张、改造进度不及预期；新网银行业绩不及预期。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	7220.0	7790.1	8384.0	9027.2
+/-%	4.1%	7.9%	7.6%	7.7%
净利润(百万)	322.7	506.2	623.0	742.5
+/-%	95.7%	56.9%	23.1%	19.2%
EPS(元)	0.2	0.4	0.5	0.5
PE	33.8	21.6	17.5	14.7

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	深度报告
所属行业	商贸零售
报告时间	2019/10/29
前收盘价	8.04 元
评级	增持评级

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

联系人

张潇倩

证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaolian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、行业情况:便利店行业增长迅速,发展空间大.....	5
1.1 我国便利店行业集中度低,仍处于成长期.....	5
1.2 对标 7-11: 差异化经营思路铸就护城河.....	8
二、公司简介: 西南地区便利店龙头, 永辉为第二大股东	11
2.1 首家便利店连锁超市上市公司, 西南便利店龙头	11
2.2 通过“自建+收购”方式迅速展店, 并购整合基本完成	12
2.3 民营控股, 永辉为第二大股东	14
2.4 成都主城区竞争激烈, 市区外发展空间大	14
三、投资看点: 多措并举, 毛利率提升显著.....	16
3.1 生鲜化改造+引入餐食+增值业务丰富, 客流量增加显著	16
3.1.1 生鲜改造效果初显, 主要功能为引流	16
3.1.2 收购 9010 便利店, 引入餐食业务以完善公司业务范围	18
3.1.3 增值业务不断丰富, 客户粘性增强	19
3.2 供应链升级、商品结构优化叠加数字化, 毛利率提升显著	20
四、新网银行投资收益丰厚, 有望持续贡献利润.....	21
五、盈利预测与估值	22
风险提示:	24

图表目录

图 1:	2018 年我国便利店规模为 2264 亿元	5
图 2:	2018 年我国便利店数量为 12 万家	5
图 3:	便利店市场规模增速高于传统零售业态	6
图 4:	2018 年便利店行业格局 (除石化系)	6
图 5:	2000 年后日本人均 GDP 高于 1.5 万美元, 便利店行业进入成熟阶段	6
图 6:	2018 年我国人均 GDP 已超 9000 美元	6
图 7:	我国城市较大的人口密度为便利店的发展提供肥沃土壤	7
图 8:	我国家庭规模逐步减小	8
图 9:	我国婚姻登记率持续下滑, 单身人数较高	8
图 10:	7-11 销售额占日本零售品销售额比提升	9
图 11:	7-11 日本门店数持续提升	9
图 12:	2018 年 7-11 营业收入达 4108 亿元	9
图 13:	2018 年 7-11 人效、坪效、店效超红旗连锁	9
图 14:	7-11 各品类比较均衡	10
图 15:	7-11 自有品牌商品占比最高	10
图 16:	7-11 十大增值服务一览	10
图 17:	红旗连锁大事记一览	11
图 18:	公司门店数量持续增长	12
图 19:	公司坪效自 2015 年以来持续提升	12
图 20:	红旗连锁各品类收入占比	12
图 21:	红旗连锁各地区收入占比	12
图 22:	红旗连锁各品类毛利占比	12
图 23:	红旗连锁各品类毛利率情况	12
图 24:	红旗连锁 2019 年前三季度收入增速为 7.8%	13
图 25:	红旗连锁 2019 年前三季度净利润增速为 58.7%	13
图 26:	红旗连锁 2019 年前三季度毛利率为 30.1%	14
图 27:	红旗连锁 2019 年前三季度销售费用率略微下降	14
图 28:	红旗连锁前十大股东情况一览 (截止 2019Q3)	14
图 29:	四川 GDP 增速较高	15
图 30:	四川社会消费品零售额增速高于全国水平	15
图 31:	成都市人均 GDP 跨入 1 万美元门槛	15
图 32:	成都地区红旗连锁门店增速最快	15
图 33:	2018 年成都地区便利店行业格局	16
图 34:	成都市便利店增长情况一览	16
图 35:	我国便利店客单价较日本低	16
图 36:	永辉超市四川省门店数量	18
图 37:	永辉超市在四川拥有两个物流建设项目	18
图 38:	红旗连锁增值业务收入及增速	20
图 39:	红旗连锁服务佣金收入及增速	20
图 40:	红旗连锁毛利率提升迅速	21
图 41:	红旗连锁各品类毛利率较罗森、全家仍有差距	21
图 42:	红旗连锁周转天数逐步下滑明显	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

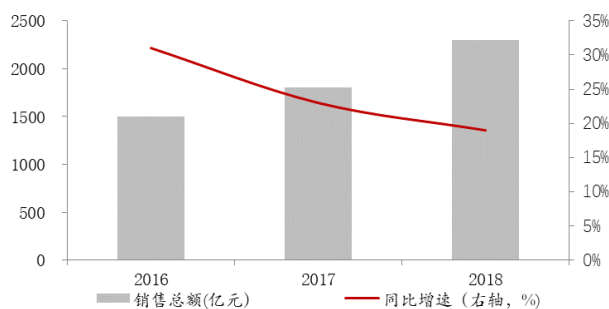
图 43:	新网银行股权结构一览.....	22
图 44:	红旗连锁单季度投资净收益情况.....	22
表格 1.	日本零售行业前十分布情况.....	7
表格 2.	2016-2018 年我国推出多项鼓励便利店行业发展的政策.....	8
表格 3.	收购红艳、四海、互惠超市后费用率提升显著、坪效短暂下降.....	13
表格 4.	永辉超市拥有短期内难以复制的比较优势.....	18
表格 5.	2014-2019H1 新增便民业务一览.....	19
表格 6.	盈利预测关键假设及结果.....	23
表格 7.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	24

一、行业情况:便利店行业增长迅速,发展空间大

1.1 我国便利店行业集中度低,仍处于成长期

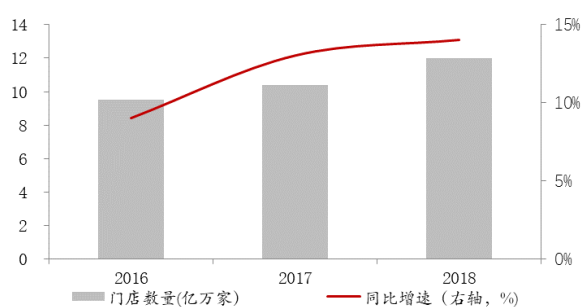
我国便利店行业增速亮眼。据中国连锁经营协会数据显示,在过去的三年(2016-2018年),便利店业态在整个零售业态中处于最快的增长水平,平均增速达到18%,其中2018年我国便利店行业规模为2264亿元,同比增长18.8%,较社零增速高约10个百分点;单日平均销售额超5300元,同比增长约7%。自2011年便利店增速便始终高于传统零售业态增速,便利店表现亮眼,2018年我国便利店销售额平均增速及门店增速分别为21.1%、18.0%,而除去便利店的传统零售业态(百货、商超、大卖场)增速仅为7.7%、9.1%。

图 1: 2018 年我国便利店规模为 2264 亿元



资料来源: CCFA, 川财证券研究所

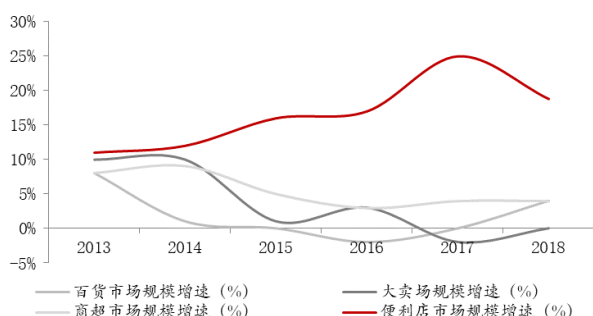
图 2: 2018 年我国便利店数量为 12 万家



资料来源: CCFA, 川财证券研究所

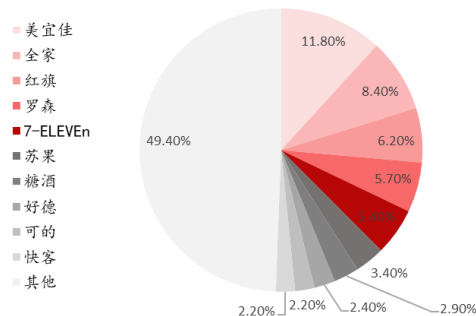
便利店行业集中度仍有较大提升空间。彭博数据显示2018年我国便利店行业CR5为37.5%，较日本低41.6个百分点，集中度偏低，具体来看，除外资便利店外，我国仅有依托加油站开设、主要客户群体为司机的易捷和昆仑好客布局全国；区域强势品牌中，美宜佳及红旗连锁规模均位居前列，但位居广东的美宜佳占行业总份额也仅约11.8%，位居四川的红旗连锁市占率约为6.2%。参考日本便利店发展路径，我国区域企业可通过兼并收购方式来不断强化领先地位，进而开始外延扩张之路，实际上红旗连锁等企业已开始通过并购迅速展店，行业集中度有望持续提升。

图 3：便利店市场规模增速高于传统零售业态



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 4：2018 年便利店行业格局（除石化系）

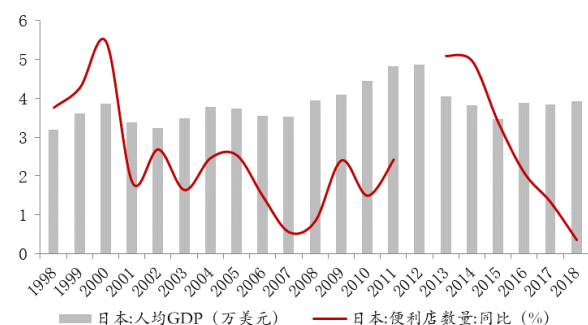


资料来源：彭博，川财证券研究所

经济、人口、政策支持等因素共同推动便利店行业实现增长：

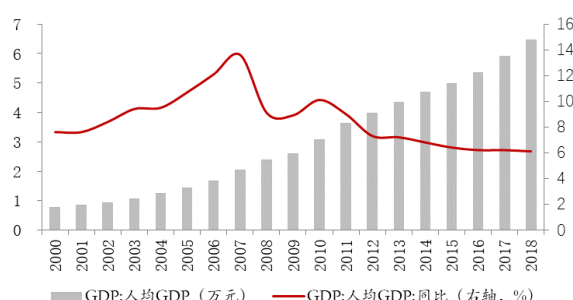
1) 人均 GDP 的迅速发展推动便利店行业规模扩张。通过研究亚洲国家便利店发展史可以发现，70 年代末在日本、台湾人均 GDP 达到 3000 美元时，7-ELEVEN、全家等便利店均开始迅速发展，便利店进入初步发展阶段；80 年代日本人均 GDP 超 10000 美元后，便利店进入快速发展阶段；当人均 GDP 为 15000-25000 美元时，便利店进入成熟阶段，市场集中度将提升明显。近年来我国 GDP 持续增长，2018 年我国人均 GDP 已超 9000 美元，便利店行业呈现出迅速增长态势，而我国发达城市人均 GDP 近 20000 美元，发达地区便利店行业发展较为成熟，竞争愈加激烈，差异化成为此阶段最重要的竞争力。

图 5：2000 年后日本人均 GDP 高于 1.5 万美元，便利店行业进入成熟阶段



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：2018 年我国人均 GDP 已超 9000 美元



资料来源：Wind，川财证券研究所

2) 城市人口密度持续提升赋予便利店行业发展潜力。在人口密度较大区域，消费者往往对便利店有着更多需求。人口密度方面，世界银行数据显示 2017 年美国、台湾、日本、韩国、中国人口密度分别为 35.6、651.2、347.8、527.9、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

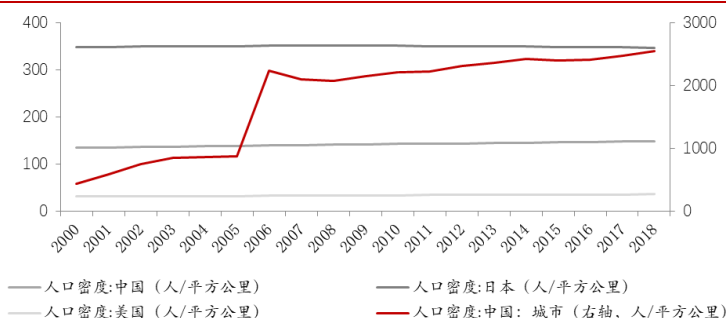
147.7 人/平方公里，而我国城市人口密度高达 2477 人/平方公里，相较于便利店行业规模占社零比达 7.4% 的日本，2017 年我国便利店销售额占比仅为不足 1%，发展空间仍较大。我国密集的城市人口及较多的大型城市为便利店的发展提供了肥沃的土壤。

表格 1. 日本零售行业前十分布情况

	1998		2008		2018	
	企业	业态	企业	业态	企业	业态
1	大荣	综合超市	7-ELEVEn	便利店	永旺集团	综合超市
2	7-ELEVEn	便利店	永旺集团	综合超市	7-ELEVEn	便利店
3	伊藤洋华堂	综合超市	山田电机	专卖店	迅销	专卖店
4	佳世客	综合超市	伊藤洋华堂	综合超市	山田电机	专卖店
5	罗森	便利店	罗森	便利店	三越伊势丹	百货
6	MYCAL	综合超市	全家	便利店	J. FRONT	百货
7	高岛屋	百货	CircleK	便利店	全家	便利店
8	西友	综合超市	Edion	专卖店	H2O零售	百货
9	UNY	综合超市	高岛屋	百货	高岛屋	百货
10	全家	便利店	大荣	综合超市	堂吉珂德控股	百货

资料来源：日本内阁府，川财证券研究所

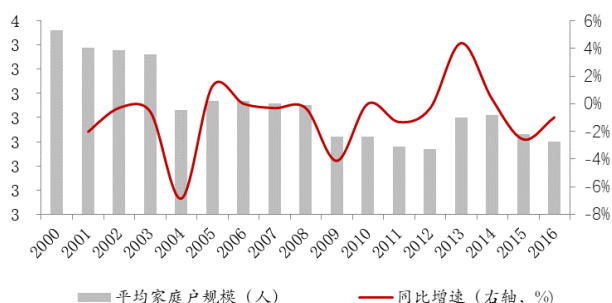
图 7：我国城市较大的人口密度为便利店的发展提供肥沃土壤



资料来源：Wind，川财证券研究所

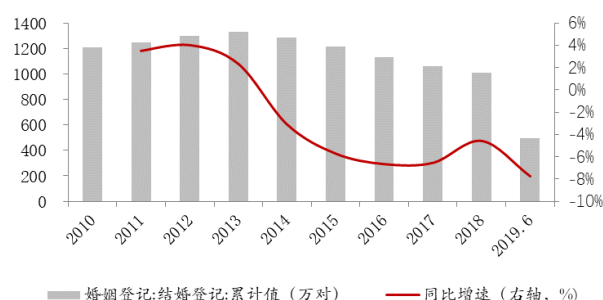
3) 便利店的即时便利、短半径特点满足新一代消费者需求。便利店消费者需求大多与商超消费者需求不同，便利店能满足消费者零碎、即时性消费，而在商超能购买的东西在网络上也能购买，同时去商超将耗费更多时间，因此便利店在当今社会已具有难以替代性。随着经济迅速发展、人均可支配收入提升、家庭结构缩小、单身人数提升，新一代消费者对于即时性消费的需求越来越强，而具有高密度、短半径、即时便利、高品质特点的便利店恰恰迎合了新一代消费者的需求。

图 8：我国家庭规模逐步减小



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：我国婚姻登记率持续下滑，单身人数较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

4) 由于便利店为我国新型零售业发展形态，我国政府已出台多项政策支持便利店的发展。

表格 2. 2016-2018 年我国推出多项鼓励便利店行业发展的政策

年份	地区	政策	内容
2016	北京	《北京市连锁便利店行业规划（试行）》	北京将建立一批标准店和示范点，并将加大对便利店的资金补贴和政策松绑，方便便利店搭载更多服务功能、经营餐饮。
2018	北京	《关于进一步促进便利店发展的若干措施》	北京将按居住项目规划10-20平方米/千人的标准预留便利店业态空间，未来3年左右，全市连锁便利店门店数量将达到6000家以上。
2019	福州	《关于促进福州市便利店企业发展的若干扶持措施》	主要从新店开办补助、零售创新奖励、开拓市场扶持等几个方面给予扶持。
2019	全国范围	《商务部办公厅关于推动便利店品牌化连锁化发展的工作通知》	《通知》中表示将高度重视品牌连锁便利店发展工作；结合实际确定重点推进城市；抓紧制定品牌连锁便利店发展工作方案；完善支持品牌连锁便利店发展的政策体系；加强组织保障。

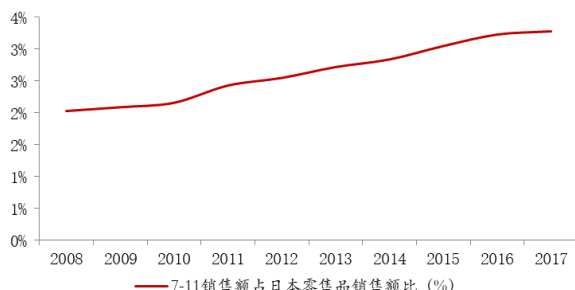
资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 对标 7-11：差异化经营思路铸就护城河

7-11 为全球排名第一的便利店企业，其占据了日本 42.7% 的市场份额。相较于我国连锁企业（比如红旗连锁），7-11 受益于对市场趋势、门店选址、商品选择、服务范围等方面的精准把握，人效、坪效、店效均比我国便利店企业表现更好：

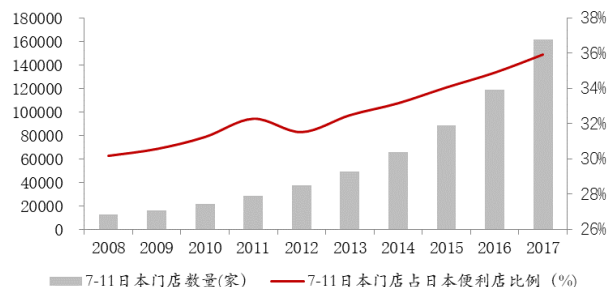
- 1) 选址方面：通过集中开店策略来实现规模效应。为提升门店经营效率，降低门店运营成本，公司通过“面式”扩张来迅速提升门店数量、实现规模效应、增强影响力，具体选址方面，7-11 会选择人群密集、消费者消费能力高的地区开店，同时同一区域内的门店将通过进行差异化布置、提供差异化服务来提升客户体验感。

图 10：7-11 销售额占日本零售品销售额比提升



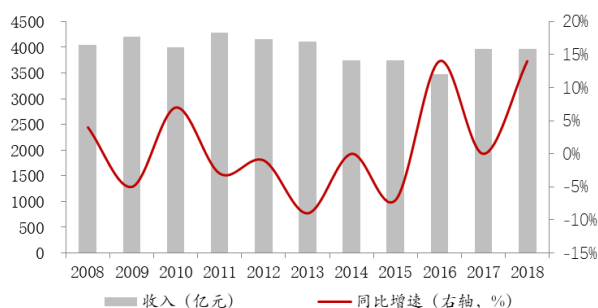
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：7-11 日本门店数持续提升



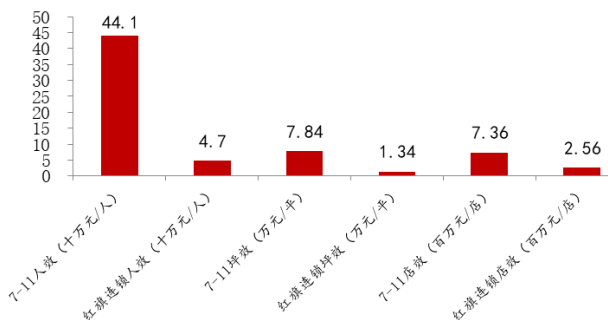
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：2018 年 7-11 营业收入达 4108 亿元



资料来源：公司财报，川财证券研究所

图 13：2018 年 7-11 人效、坪效、店效超红旗连锁

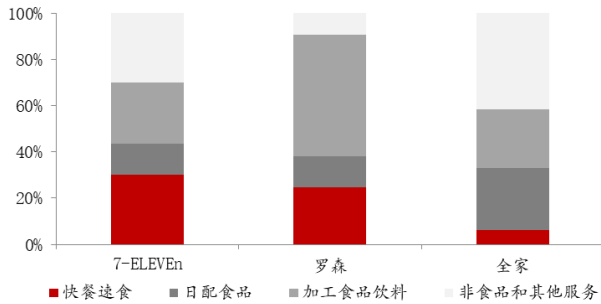


资料来源：公司财报，川财证券研究所

- 2) 经营效率方面：较早进入数字化领域以提升经营效率。早在 1978 年 7-11 已开始进入数字化领域，人力成本得到了极大的控制。目前公司通过独特的单品管理模型（将每日天气、气候、销售数据、街市活动等情况放入模型中进行不断分析验证，从而制定相对科学的订货依据）、覆盖前中后台的数字化运营体系来提升运营效率、形成竞争优势。
- 3) 商品方面：通过商品结构差异化来引导客户消费。1、目前 7-11 总部可提供 SKU 超 5000 种，单个门店 SKU 约为 2900 种，其中自有品牌占比达 68% 以上，较罗森、全家高至少 28%，7-11 针对不同客户需求陆续推出了覆盖高端食品、咖啡和化妆品等领域的自有子品牌；2、区别于日配食品占比为 52.7% 的罗森、快餐占比为 41.7% 的全家，7-11 产品结构较为均衡；3、7-11 通过丰富配套商品来引流，比如 7-11 于 2013 年首次导入自助式现磨咖啡、2018 年上架了拿铁咖啡，现磨

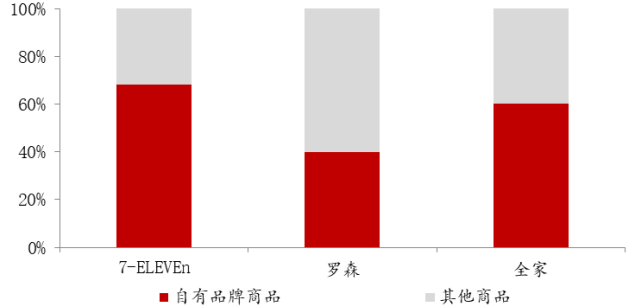
咖啡的上市在起到引流作用的同时也极大的提升了收入。

图 14：7-11 各品类比较均衡



资料来源：公司财报，川财证券研究所

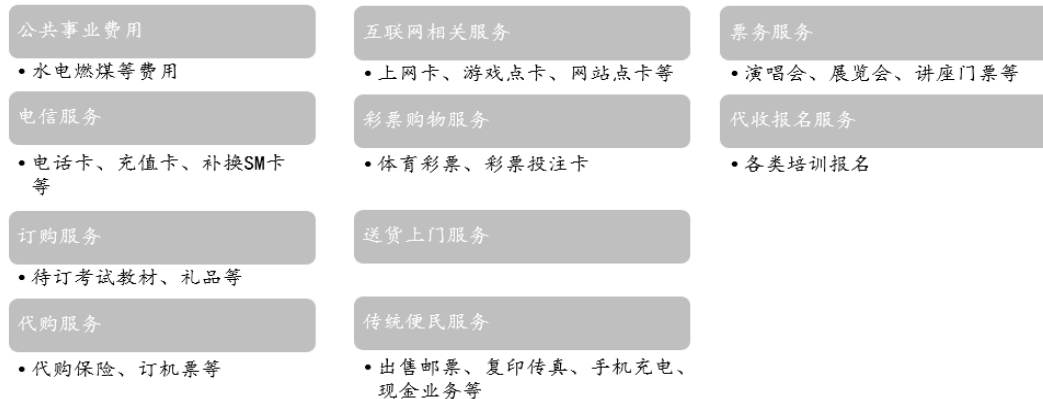
图 15：7-11 自有品牌商品占比最高



资料来源：公司财报，川财证券研究所

- 4) 服务方面：推出增值服务以提升客户忠诚度、并起引流作用。20 世纪 80 年代便利店竞争愈加激烈，为打造自己的差异化竞争力，公司进行了大量的市场调研后推出了极具竞争力的增值服务，增值服务的推出使 7-11 完成了从零售门店向综合性服务商的转变，同时 7-11 还在 90 年代后期抓住了消费者对现金服务的需求，从而成立了更偏重于丰富客户体验的 7bank，使得客户能够就近、方便的完成现金存取等操作。

图 16：7-11 十大增值服务一览



资料来源：公司官网，川财证券研究所

我们认为由于我国便利店行业具有地域集中、毛利较高的自有品牌开发程度低、增值服务规模小、规模效应弱等特点，仍处于发展阶段，未来便利店行业有望

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在不断外延扩张的同时实现商品服务差异化，同时行业集中度将得到提升。

二、公司简介：西南地区便利店龙头，永辉为第二大股东

2.1 首家便利店连锁超市上市公司，西南便利店龙头

公司于 2000 年在成都成立，2012 年成为中国 A 股市场首家便利连锁超市上市公司。公司主营业务为便利超市的连锁经营，以“方便、实惠、放心”为经营特色，多年来始终保持稳健发展势头，已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁公司，公司采取“商品+服务”双轮驱动策略，通过增值服务引流、扩大客户群体，目前为我国第三大连锁便利店品牌（非石油系）。

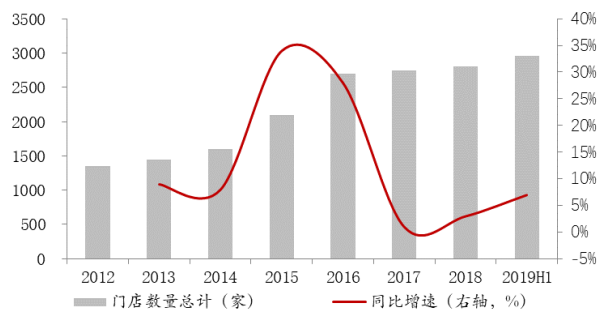
图 17：红旗连锁大事记一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

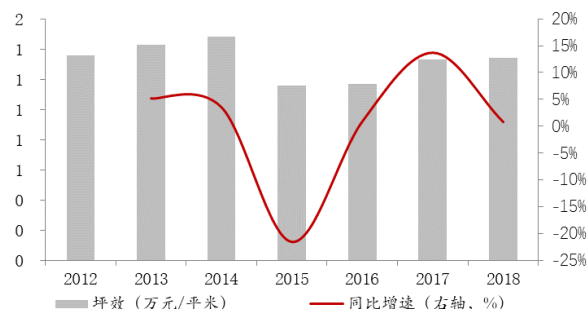
近年来，公司坚持“以四川为中心、成都为核心”的战略发展方针，通过“收购+展店”方式加速开拓市场，进一步纵深网络布局，巩固和提升公司在川内的便利超市行业领先优势。截止 2019Q3，公司官网显示门店数量已达 3027 家，净增门店 210 家（包括收购 9010 门店约 50 家），开店数量较 2017-2018 年明显提升（2017、2018 全年分别净增门店 26、87 家），门店平均面积在 200 平方米左右。分地区看，2019H1 成都市区、县郊分区、二级市区收入占比分别为 60.6%、35.6%、3.8%；分品类看，食品、烟酒、日用百货收入、其他业务（主要为增值业务）占比分别为 49.7%、26.4%、15.7%、8.3%。毛利率方面，2018 年食品、烟酒、日用百货收入、其他业务毛利率分别为 23.7%、20.8%、25.4%、100%，其中其他业务为公司贡献了 27.3% 的毛利。

图 18： 公司门店数量持续增长



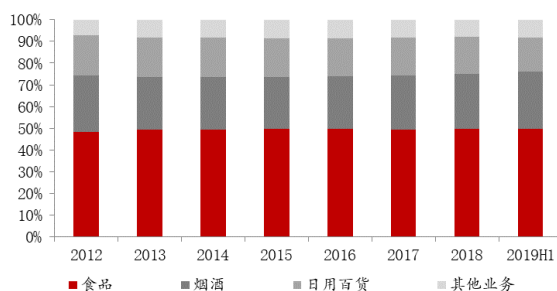
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 公司坪效自 2015 年以来持续提升



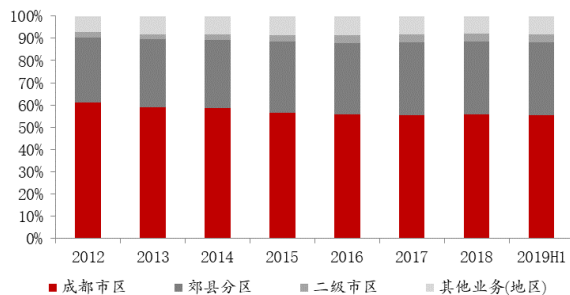
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20： 红旗连锁各品类收入占比



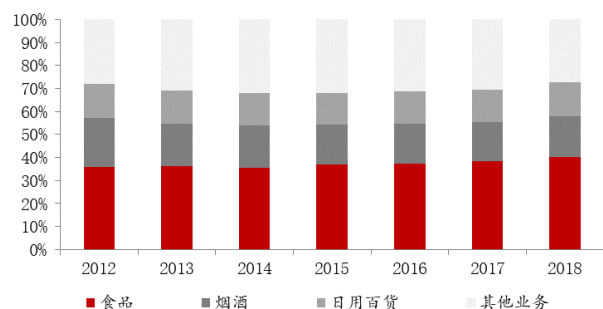
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 红旗连锁各地区收入占比



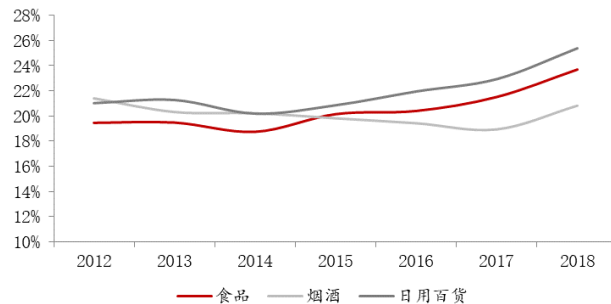
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22： 红旗连锁各品类毛利占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 红旗连锁各品类毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 通过“自建+收购”方式迅速展店，并购整合基本完成

公司并购整合基本完成，展店速度较快。自2015年公司连续收购红艳超市（125家）、乐山四海（32家）、互惠超市（388家）以提升市占率及市场竞争力，由于红艳超市、乐山四海、互惠超市在收购时处于亏损状态，公司2016年业绩

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

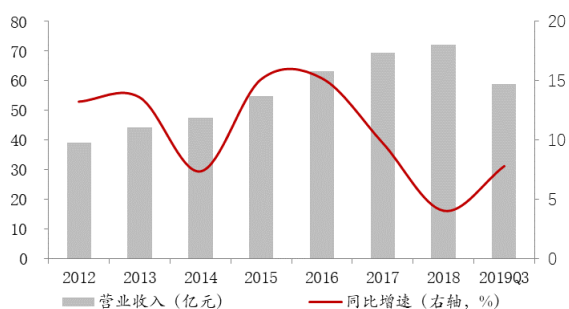
下滑显著，受益于公司较强的门店运营能力及管理输出能力，在公司对收购超市进行产品结构优化、门店进行升级改造、人员进行精细化管理后，公司 2017-2019 年收入及毛利率均迅速提升。2019 年公司重启扩张步伐，对 9010 便利店进行了收购，由于人员激励等费用提升明显，费用端短期内有所承压。2019 年前三季度公司实现营业收入 58.9 亿元，同比增长 7.8%，实现归母净利润 4.1 亿元，同比增长 58.7%，毛利率及净利率均实现同比提升，期间费用率较去年同期提升 0.3 个百分点至 24.5%，其中公司销售费用率下降 1 个百分点至 22.4%，费用管控初见成效，管理费用率提升 0.7 个百分点至 2.1%。

表格 3. 收购红艳、四海、互惠超市后费用率提升显著、坪效短暂下降

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
营业收入（亿元）	39.1	44.4	47.6	54.9	63.2	69.4	72.2	77.9
YOY(%)	13.3%	13.6%	7.4%	15.2%	15.2%	9.8%	4.1%	7.9%
总面积（平方米）	28.7	31.0	33.4	50.9	54.1	52.0	54.0	54.0
坪效（万元/年）	1.4	1.4	1.5	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
YOY(%)		5.1%	3.5%	-21.6%	0.9%	13.7%	-3.8%	12.7%
期间费用率（%）	20.6%	22.2%	22.5%	23.3%	24.3%	23.9%	24.3%	
展店数（家）	235	151	174	605	538	119	146	
关店数（家）	110	27	57	75	108	93	59	

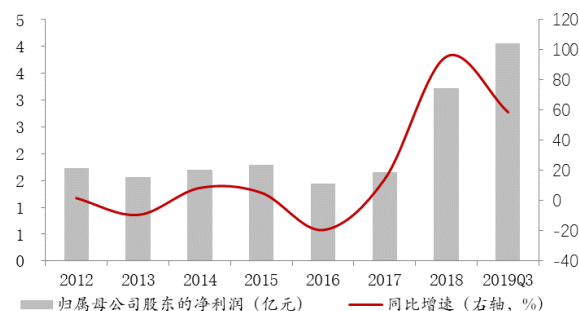
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：2019E 营业收入为预测收入，总面积为 2019H1 门店总面积

图 24：红旗连锁 2019 年前三季度收入增速为 7.8%



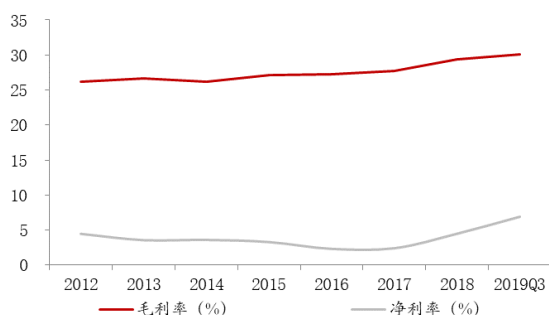
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：红旗连锁 2019 年前三季度净利润增速为 58.7%



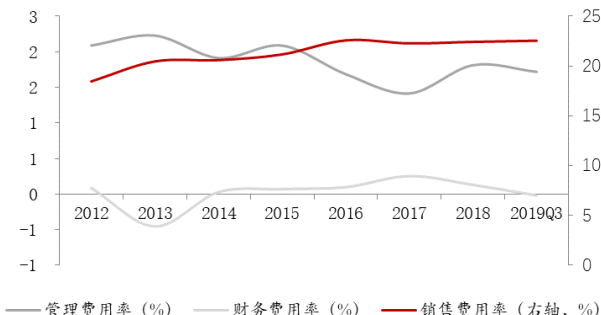
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：红旗连锁 2019 年前三季度毛利率为 30.1%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：红旗连锁 2019 年前三季度销售费用率略微下降

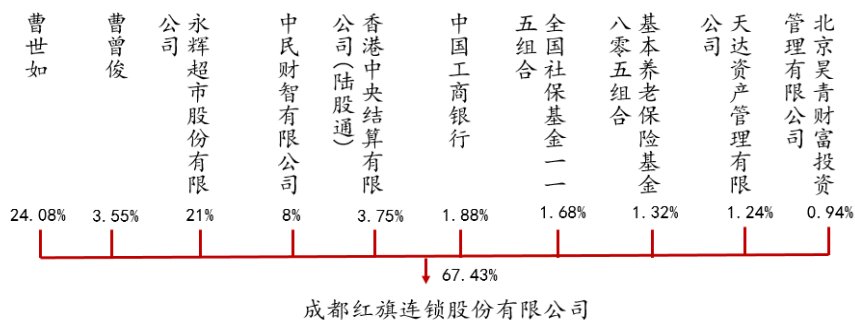


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3 民营控股，永辉为第二大股东

公司控股股东及实际控制人为曹世如女士，曹曾俊先生与曹世如女士为母子关系，2017 年 12 月、2018 年 1 月，曹世如女士与曹曾俊先生先后转让 12%、9% 的公司股份至永辉超市，至此永辉超市持股比为 21%，为公司第二大股东，而曹世如女士、曹曾俊先生持股比例分别为 24.1%、3.6%。

图 28：红旗连锁前十大股东情况一览（截止 2019Q3）

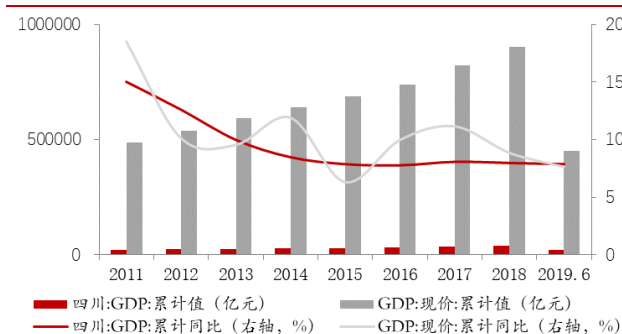


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.4 成都主城区竞争激烈，市区外发展空间大

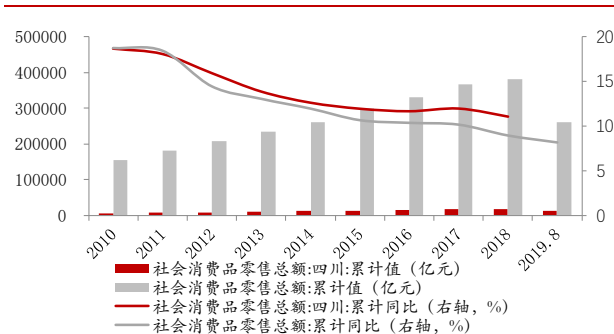
四川地区经济发展稳定，社会消费品零售额增速较高。据国家统计局数据显示，2018 年四川省实现 GDP 40678.1 亿元，同比增长 8.0%，增速与全国 GDP 增速持平，实现社会消费品零售额 18254.5 亿元，同比增长 11.1%，增速高于全国社会消费品零售额增速 2.1 个百分点。四川省稳定增长的经济为零售行业的发展打下了良好基础。

图 29：四川 GDP 增速较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

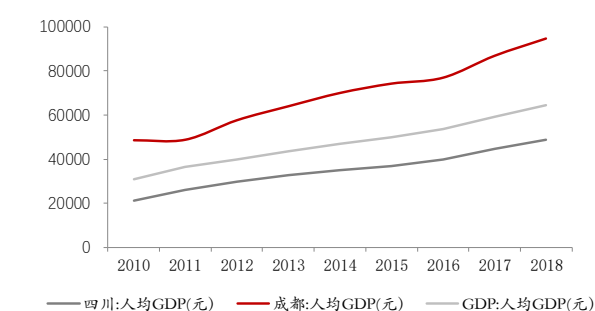
图 30：四川社会消费品零售额增速高于全国水平



资料来源：Wind，川财证券研究所

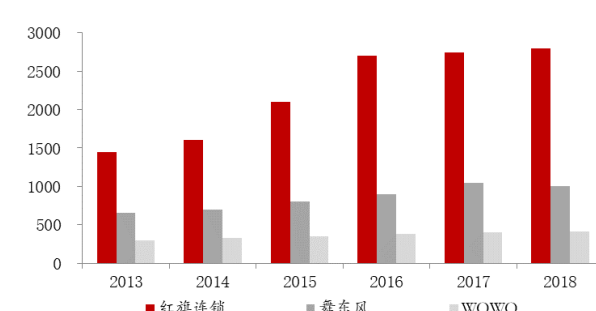
成都主城区便利店竞争激烈，市外发展空间大。截止 2019 年上半年，成都市共拥有约 5711 家便利店，其中红旗连锁市占率为 48.5%，展店迅速使得其市场竞争力不断提升。考虑到目前成都市人均 GDP 已超 1 万美元、日本人均便利店拥有量为成都 1.4 倍（2018 年成都、日本人均便利店拥有量分别为 3122 人/店、2235 人/店），成都地区便利店可发展空间较大。具体来看，由于成都主城区便利店密度较高（2018 年人均便利店拥有量为 2087 人/店），预计主城区便利店竞争将愈加激烈，而天府新区等区域将受益于城市建设，成为红旗连锁的增量市场；成都市外，由于公司三大配送中心距成都市外的绵阳等地区车程均在 2 小时内，同时公司已在乐山、绵阳、什邡、内江、眉山等地区布局（门店数占约为 5%），因此公司有望进一步在便利店密集度低且具有一定市场空间的成都市外进行外延。

图 31：成都市人均 GDP 跨入 1 万美元门槛



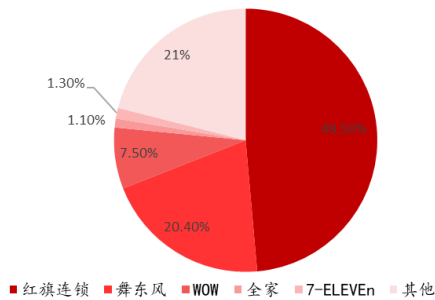
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：成都地区红旗连锁门店增速最快



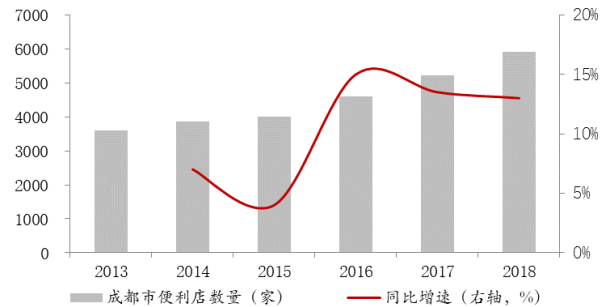
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：2018 年成都地区便利店行业格局



资料来源：中国连锁经营协会，川财证券研究所

图 34：成都市便利店增长情况一览



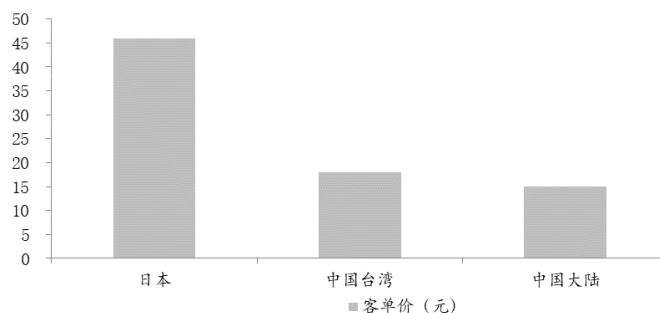
资料来源：中国连锁经营协会，川财证券研究所

三、投资看点：多措并举，毛利率提升显著

3.1 生鲜化改造+引入餐食+增值业务丰富，客流量增加显著

公司单店收入仍有较大提升空间。2018 年公司平均单店日销约为 7132 元，较行业平均值高 2000 元左右，但相较日销高于 1.5 万元的日资便利店，公司单店收入仍有较大提升空间。客单价方面，日本便利店客单价较我国便利店高 2 倍多，若我国便利店能从成长阶段进阶至成熟阶段，人均消费额至少还有 2 倍以上提升空间。近年来公司通过开启门店生鲜化改造项目、引入餐食等途径提升单店盈利能力，目前公司客单价高于 16 元的行业平均水平。

图 35：我国便利店客单价较日本低



资料来源：中国连锁经营协会，川财证券研究所

3.1.1 生鲜改造效果初显，主要功能为引流

生鲜门店引流作用显著，2019 年有望新增生鲜便利店 300 家。2018 年红旗连锁与永辉合作对超 100 家门店进行门店生鲜改造，并引入“彩食鲜”品牌，目前红旗连锁拥有约 100 人的生鲜团队，红旗连锁在选择改造门店时主要考虑

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

门店是否考虑居民区、附近是否有菜市场及水果等因素,截止 2019 年上半年,红旗连锁新兴生鲜便利店已超 160 家。生鲜板块的拓展对门店起到了有效引流作用,客流量的显著提升使得门店销售额平均提升 20%-30%,经营情况较好的门店利润可提升 10%,门店生鲜化有望推动公司业绩进一步增长。

未来永辉超市可凭借以下竞争优势在生鲜领域给与红旗连锁进一步支持:

- 1) 供应链壁垒深厚,并向供应链上下游延伸。上游方面,永辉超市通过入股供应商和引资掌握稳定货源,采用“全国统采+区域统采+当地采购+海外直采”的采购方式来减少加价、平抑生鲜价格、保证生鲜新鲜度;下游方面,通过推出自有品牌彩食鲜拉动毛利率增长;
- 2) 买手壁垒深厚。永辉超市的资深买手均由自己一手培养,且通过股权激励方式进行深度利益绑定,较高的忠诚度及在采购方面能保持符合永辉标准的较高水准成为永辉超市的一大核心竞争力;
- 3) 物流中心覆盖范围较广。永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市,总运作面积达 37 万平方米,在四川彭州拥有农产品加工及配送中心及供应链现代产业园项目,强大的物流体系保证了 4%-8%的低损耗率;
- 4) 线下超市数量庞大。截止 2018 年,永辉在四川省拥有 70 家门店,收入达 70.4 亿元;

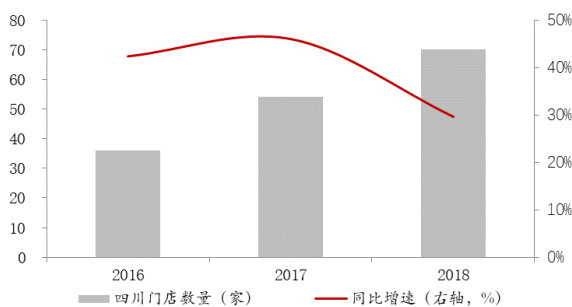
目前红旗连锁目前尚未与永辉超市共享供应链,但未来不排除有进一步深度合作的可能性。

表格 4. 永辉超市拥有短期内难以复制的比较优势

		永辉超市	家家悦	盒马鲜生
上游	采购方式	直采：全国统采（70%-80%）+ 区域直采（20%-30%）： 由于入股或并购上游，拥有较为稳定且优质的货源	直采：区域直采（省内采购50%，省外采购40%-45%）+ SPAR 全球（5%）	部分直采：全球直采+全球统采+与生鲜供应商建立直采合作关系
	选品能力	拥有 700 多人的全球买手团队	200+合作社建立合作	拥有买手团队
中游	物流系统	公司物流中心已覆盖全国 17 个省市，总运作面积达 37 万平方米；公司自建仓储物流中心，目前自营四大物流配送中心，并新建东北、四川等新物流中心，下一步将 拓展全国市场	公司在山东拥有3处常温物流中心及5处生鲜物流中心，总运作面积达 19.41 万平方米，尚未实现全国范围内的大面积布局	盒马鲜生打造去中心化、分布式的只能物流网络，由门店担任其DC大仓作用，盒马门店商品的货位和库存可实现实时回传调度，门店后采取30分钟近场景即使配送的B2C外卖模式。盒马鲜生线下门店的FDC结构起到全链路轴心作用。
下游	终端配送方式	门店为主，O2O为辅	门店	线上为主、门店为主
	生鲜产品占比	45%	40%	65%
	生鲜产品损耗率	4%-8%	4%-8%	10%-15%
	上游加价率	低	较低	较低
	SKU丰富度	高	高	中（主打高端）

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 36：永辉超市四川省门店数量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 37：永辉超市在四川拥有两个物流建设项目

建设项目	日期	具体信息
永辉（彭州）农产品加工及配送中心	已投入使用	它将与位于重庆的永辉西部物流园互动互补，在川渝地区形成强大的区域辐射力，满足全川永辉门店的商品配送和仓储需求。预计中心初期年产量(吞吐量)达到10万吨，年产值(销售额)可达5亿元。
投资建设“四川永辉供应链现代产业园”项目	2017.5公告	项目将购置项目用地 300 亩，其中一期 93 亩已先行启动；二期 207 亩计划于 2019 年启动。在上述产业园区投资人民币 1 亿元设立项目公司，名称拟定为“四川彩食鲜供应链 发展有限公司”。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.1.2 收购 9010 便利店，引入餐食业务以完善公司业务范围

2019 年公司拟收购的 9010 为成都市对标 7-11 的便利店，主要定位都市白领人群，门店品类中近 50%为餐饮业务，目前处于微利状态。通过对标日本便利店可以发现，日本便利店中即食占比约 30%，高于我国便利店不足 10%的平均水平，即食产品在打造差异化、加强引流、提升经营效率方面贡献较大。公司在收购 9010 成功后，可在加密布局市场的同时拓展餐食业务、共享供应链

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

以分摊成本、发挥协同作用，改善 9010 便利店微利状态的同时提升自身竞争力。

公司拥有了红旗快餐等自有品牌商品，同时依托于高效的物流配送及销售网络，公司已开始尝试在门店引入毛利较高的早餐和快餐等即食品类。目前，快餐改造店主要集中在商务区门店，早餐改造店推广的范围则更广，预计 2019 年全年引入即时餐饮的门店数超 300 家。公司已从单纯的商品销售逐渐向上游产业延伸，开始从生产到销售的全产业链条发展，食品加工业务的拓展利于完善公司业务范围、挖掘新的利润增长点、提高营业收入。

3.1.3 增值业务不断丰富，客户粘性增强

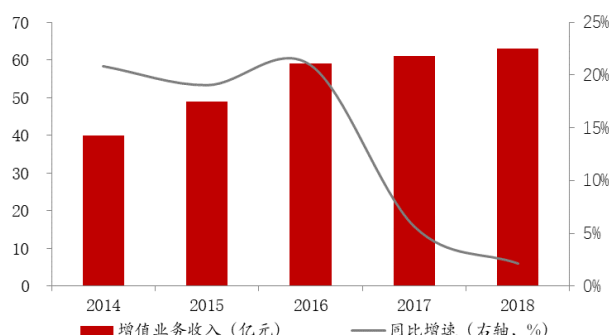
公司一直坚持“商品+服务”的差异化竞争策略，不断丰富的增值服务为公司带来增量消费群体的同时，也提升了客户忠诚度。在手机支付日益普及的背景下，公司积极拓展探索增值业务板块，并于 2019 年上半年推出了：代收成都燃气大工商户燃气费、代收成都交投占道停车费、租借街电充电宝三项业务，未来公司还将推出家政、医疗、养老等便民项目，有望持续贡献业绩。

表格 5. 2014-2019H1 新增便民业务一览

年份	新增便民业务项目
2012	新增电影票代售、长途客车票代售及取票、广电网络业务费代收等业务。
2013	新增艾普宽带代收费、温江电费代收、华阳燃气代收、火车票代售、电信 GGMM 卡代售、信用卡自助还款业务、福卡受理、邮政快递收件、顺丰快递派件、苏宁易购自提点、广电收视费充值业务等增值业务。
2015	新增代收业务：金堂自来水费、联发燃气及郫县威达燃气费；新增代售业务：网众景区门票、天府通熊猫卡、都江堰长途汽车票；除上述业务外新增：菜鸟驿站快件代派业务、利宝智慧车险自助咨询增值服务。
2016	新增福利彩票代售、云客优惠券、国色天乡门票代售、崇州自来水代收、鲜花卡代售、平安保险积分兑换业务、简阳公交卡充值及售卡、医院挂号业务、洗衣服务代收、温江台商燃气、四川电信流量、崇州公交卡充值及售卡、驴妈妈景区门票、美年大健康体检卡、龙泉燃气费代收、大丰自来水代收、电信红包卡、畅聊卡、郫县新安燃气代收、温江兴能燃气代收。
2017	新增世纪源通燃气代收、双流岷江自来水代收、拉卡拉积分兑换业务、乐山电费代收、新繁燃气代收、114 平台医院挂号业务、燃气改造业务费代收(成燃)、彭州自来水代收、双流西航港自来水代收、西岭雪山套票代售、眉山兴能燃气代收、社保查询业务及车辆年检预约业务、ETC 预约办理业务、共享充电宝业务。
2018	新增成都中小学学费代收业务、体育彩票销售与兑奖、资阳公交充值与售卡、中国移动和包支付业务、智能体重秤业务(云客)、龙泉自来水代收、大邑自来水代收业务、邛崃自来水代收、崇州巨龙自来水代收、什邡华润燃气代收、眉山兴能燃气代收、街电租借充电宝业务。
2019H1	新增代收成都燃气大工商户燃气费、代收成都交投占道停车费、租借街电充电宝三项业务。

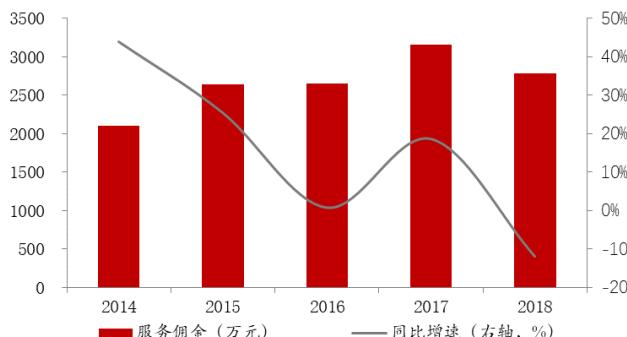
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38：红旗连锁增值业务收入及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39：红旗连锁服务佣金收入及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 供应链升级、商品结构优化叠加数字化，毛利率提升显著

2019 年前三季度公司毛利率及净利率分别为 30.1%、6.9%，较去年同期提升 1.1、2.2 个百分点。受益于公司直采及统采比例提升、商品结构优化，红旗连锁毛利率持续提升，同时存货周转天数下降明显：

1) 公司拥有三大物流配送中心，覆盖面能满足大多门店的日常调配。截止 2019 年上半年，公司拥有西河、簇桥、温江三个物流配送中心，覆盖面能满足大多门店的日常配送，平均每周门店配送次数约为 3.7 次，预估三大配送中心能满足约 5000 家便利店的日常需求；

2) 公司提升直采、统采比例来减少中间环节、提升毛利率，同时公司会与永辉进行联合采购以降低采购成本。公司通过向供应商开放存货及销售系统、向供应商提供金融支持（公司与永辉的全资子公司青禾商业达成合作，让青禾商业向符合条件的供应商提供金融支持）等方式深化与供应商关系，同时采购数量的提升也提升公司议价能力与直采比例，据公司调研数据显示，目前公司直采比例已从 50% 提升至 60%，直采比例的提升为公司毛利率增长的主要原因。此外，虽然公司目前已经携手永辉进行联合采购，但比例仍较低，随着公司与永辉合作日渐深入，联合采购比例的提升有望进一步增厚毛利；

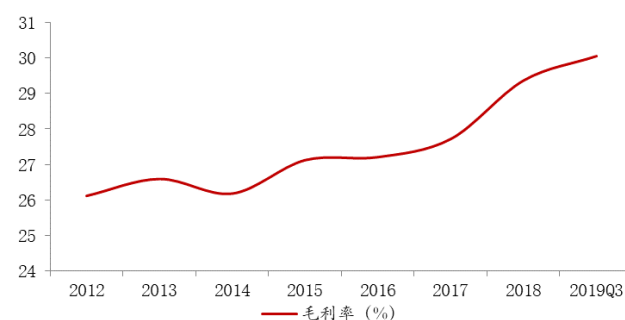
3) 进口商品比重提升。2018 年公司进口商品 SKU 数量较 2017 年提升 66.7%，达 1000 个左右，由于进口商品单价较高，较普通商品高约 15 个百分点推动公司综合毛利率提升；

4) 数字化系统的开发提升选品效率、优化产品结构。受益于公司自主开发的红旗云大数据平台，公司可将实时会员人数、进店人数、客单价、配送情况等

数据及时的呈现在平台中，对门店销售数据及消费者行为进行了智能化、可视化分析，从而协助门店进行选品优化。此外，为更好的形成最优调货清单，公司自主开发了单店品类管理系统，每家门店的管理人员也可根据门店情况调整选品调货；

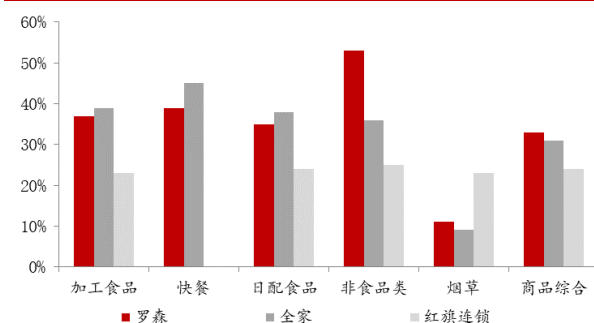
5) 引入毛利率较高的餐饮业务、增值业务规模不断扩大。

图 40：红旗连锁毛利率提升迅速



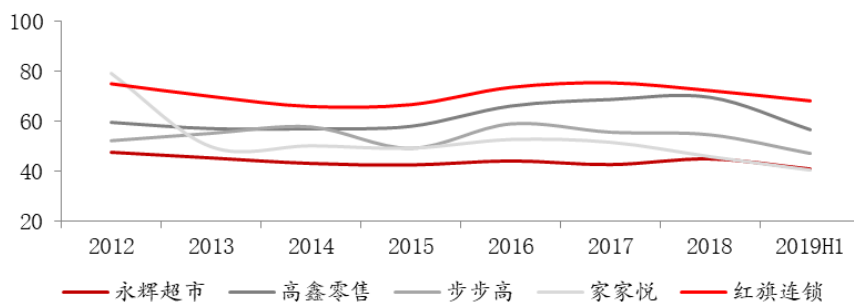
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：红旗连锁各品类毛利率较罗森、全家仍有差距



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：红旗连锁周转天数逐步下滑明显



资料来源：Wind，川财证券研究所

四、新网银行投资收益丰厚，有望持续贡献利润

2016 年 4 月公司与新希望集团、小米集团等企业合作设立了四川新网银行（公司持股 15%），新网银行于 2016 年 12 月正式营业。四川新网银行依托领先的金融科技能力、稳健的大数据风控技术和高效的互联网开放平台运营模式，服务小微群体、支持实体经济、践行普惠金融。由于银行于 16 年 12 月开业，前期磨合使得 2017 年扣除拨备后拖累红旗连锁投资收益，2018 年一

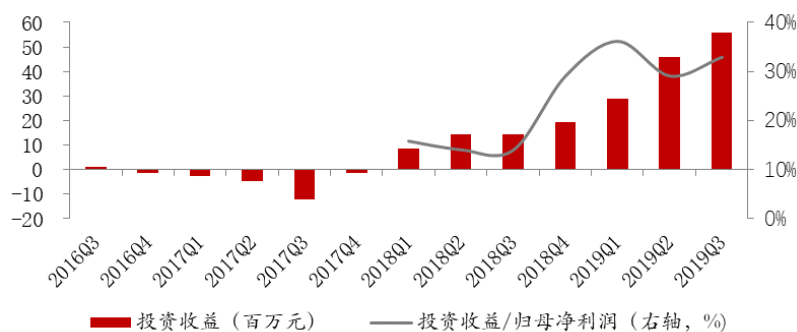
季度开始扭亏为盈，2019 年前三季度新网银行贡献投资收益 1.26 亿元，同比增长 215.4%，其中 2019Q3 实现投资收益 5592 万元，随着新网银行盈利能力的不断提升，新网银行有望成为公司又一业绩增长点。

图 43：新网银行股权结构一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：红旗连锁单季度投资净收益情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、盈利预测与估值

根据以上分析，我们对公司未来三年盈利预测关键假设如下：

- 1) 门店数量方面，受益于公司通过优化产品结构、补充生鲜及餐食品类、丰富增值业务、前期门店整合接近尾声、公司将重启扩张，消费者粘性将显著增强，假设 2019-2022 年净增门店数量为 200、180、180 家，单店收入增速分别为 0.5%、1.1%、1.5%；
- 2) 毛利率方面，随着统采、联采比重将继续提升，同时商品结构正不断完善，商品销售毛利率将稳步提升，2019-2021 年零售业务毛利率分别为 23.7%、24.1%、24.5%；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3) 新网银行方面，新网银行的迅速发展将为公司带来可观收益，假设 2019-2021 年新网银行贡献收益分别为 1.5、1.7、1.9 亿元。

表格 6. 盈利预测关键假设及结果

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,321.6	6,938.9	7,220.0	7,790.1	8,384.0	9,027.2
YOY（%）	15.2%	9.8%	4.1%	7.9%	7.6%	7.7%
门店总数（家）	2,704	2,730	2,817	3,017	3,197	3,377
净增门店数（家）	430	26	87	200	180	180
单店收入（百万元）	2.14	232.75%	2.36	2.37	2.39	2.43
单店收入增速（%）	-2.9%	8.8%	1.3%	0.5%	1.1%	1.5%
主营业务：分品类看						
主营收入（百万元）	5,783.0	6,354.0	6,641.2	7,146.9	7,656.6	8,206.5
主营收入增速（%）	15.4%	9.9%	4.5%	7.6%	7.1%	7.2%
主营毛利率（%）	20.4%	21.1%	23.2%	23.7%	24.1%	24.5%
食品						
收入（百万元）	3,143.2	3,426.1	3,596.8	3,956.5	4,312.6	4,700.7
收入增速（%）	15.5%	9.0%	5.0%	10%	9%	9%
收入占总收入比（%）	49.7%	49.4%	49.8%	50.8%	51.4%	52.1%
烟酒						
收入（百万元）	1,534.0	1,739.1	1,822.3	1,931.7	2,047.6	2,170.4
收入增速（%）	17.1%	13.4%	4.8%	6%	6%	6%
收入占总收入比（%）	24.3%	25.1%	25.2%	24.8%	24.4%	24.0%
日用百货						
收入（百万元）	1,105.8	1,188.8	1,222.1	1,258.8	1,296.5	1,335.4
收入增速（%）	13.1%	7.5%	2.8%	3%	3%	3%
收入占总收入比（%）	17.5%	17.1%	16.9%	16.2%	15.5%	14.8%
其他业务						
其他业务收入（百万元）	538.7	585.0	578.8	643.2	727.4	820.7
其他业务收入增速（%）	13.1%	8.6%	-1.1%	11.1%	13.1%	12.8%
其他业务占主营比（%）	8.5%	8.4%	8.0%	9.0%	9.5%	10.0%

资料来源：Wind，川财证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 77.9、83.8、90.3 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 5.1、6.2、7.4 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.4、0.5、0.5 元/股。受益于公司通过“自建+收购”模式迅速展店、直采及统采比例提升、进口产品比重提升、商品结构优化，公司收入及盈利能力持续提升，对应 2020 年给予主业 25 倍 PE、新网银行 10 倍 PE，分部估值对应目标价 10 元/股。

表格 7. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期 2019/10/28		股价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
证券代码	证券简称			19E	20E	21E	19E	20E	21E
601933.SH	永辉超市	8.3	797.2	0.2	0.3	0.4	34.1	26.1	20.7
603708.SH	家家悦	25.2	153.1	0.8	1.0	1.1	30.8	26.1	22.3
601116.SH	三江购物	14.7	80.7	0.3	0.3	0.3	56.2	51.6	47.3
002251.SZ	步步高	7.9	68.3	0.2	0.3	0.3	35.1	31.1	25.0
000759.SZ	中百集团	7.3	49.8	0.1	0.2	0.2	49.3	41.0	36.5
平均值							41.1	35.2	30.4
002697.SZ	红旗连锁	8.0	109.3	0.3	0.4	0.5	21.7	17.6	14.8

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示：

成本持续提升；

门店扩张、改造进度不及预期；

新网银行业绩不及预期。



报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
利润表 (人民币, 百万)						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	6938.9	7220.0	7790.1	8384.0	9027.2	经营性现金净流量	494.75	680.34	462.72	626.32	611.71
减:营业成本	5015.3	5100.0	5456.3	5811.3	6192.3	投资性现金净流量	-22.02	-401.01	3.76	12.05	12.05
营业税金及附加	39.1	42.4	48.0	51.7	55.6	筹资性现金净流量	66.90	-33.76	-24.20	-21.83	-17.84
营业费用	1542.7	1615.9	1743.5	1876.4	2020.3	现金流量净额	539.63	245.57	442.28	616.54	605.92
管理费用	97.9	130.6	116.9	125.8	135.4						
财务费用	17.3	9.2	2.8	-7.5	-11.5						
资产减值损失	6.3	22.4	9.6	9.6	9.6	财务分析和估值指标					
加:投资收益	-21.3	56.5	150.0	170.0	190.0	盈利能力					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	27.7%	29.4%	30.0%	30.7%	31.4%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	销售净利率	23.9%	24.3%	23.9%	23.8%	23.8%
营业利润	198.9	356.1	563.1	686.8	815.4	ROE	2.9%	4.8%	7.2%	8.0%	8.8%
加:其他非经营损益	0.5	-1.2	11.4	11.4	11.4	ROA	5.6%	7.2%	9.0%	9.7%	10.2%
利润总额	199.5	354.9	574.5	698.2	826.8	ROIC	2.4%	4.5%	6.5%	7.4%	8.1%
减:所得税	42.3	45.8	69.6	76.8	93.1	成长能力					
净利润	157.2	309.1	504.9	621.4	733.7	销售收入增长率	9.8%	4.1%	7.9%	7.6%	7.7%
减:少数股东损益	0.0	-0.8	-1.3	-1.6	-1.9	净利润增长率	18.7%	71.4%	61.3%	20.1%	18.4%
归属母公司股东净利润	164.9	322.7	506.2	623.0	735.6						
资产负债表 (人民币, 百万)						资本结构					
货币资金	805.8	1016.6	1459.6	2068.8	2667.1	资产负债率	45.1%	44.3%	41.9%	38.8%	36.5%
应收和预付款项	330.0	401.1	365.7	452.9	421.4	流动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9
存货	1055.6	990.7	1198.5	1133.2	1351.4	速动比率	0.6	0.7	0.8	1.1	1.3
其他流动资产	28.5	318.5	318.5	318.5	318.5	经营效率					
长期股权投资	420.5	475.7	625.7	795.7	985.7	总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	4.8	5.1	4.6	5.1	4.6
固定资产和在建工程	1159.0	1129.7	1036.3	943.0	849.7	业绩和估值					
无形资产和开发支出	363.5	308.4	264.8	221.2	177.5	EPS	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
其他非流动资产	61.2	50.2	34.2	18.1	18.1	BPS	1.7	1.9	2.3	2.7	3.1
资产总计	4224.1	4691.0	5303.4	5951.4	6789.5	PE	66.3	33.9	21.6	17.6	14.9
短期借款	200.0	201.0	201.0	201.0	201.0	PB	4.7	4.2	3.6	3.0	2.6
应付和预收款项	1705.2	1875.4	2023.6	2108.4	2274.2						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
负债合计	1905.2	2076.4	2224.6	2309.4	2475.2						
股本	1360.0	1360.0	1360.0	1360.0	1360.0						
资本公积	43.7	43.7	43.7	43.7	43.7						
留存收益	915.1	1209.2	1671.3	2231.2	2842.7						
归属母公司股东权益	2318.9	2612.9	3075.1	3634.9	4246.5						
少数股东权益	0.0	1.6	0.3	-1.3	-3.2						
股东权益合计	2318.9	2614.5	3075.4	3633.7	4243.3						
负债和股东权益合计	4224.1	4691.0	5300.0	5943.1	6718.5						

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004