

商业贸易

电商三巨头财报对比：拼多多用户直逼淘宝，GMV 差距有较大

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

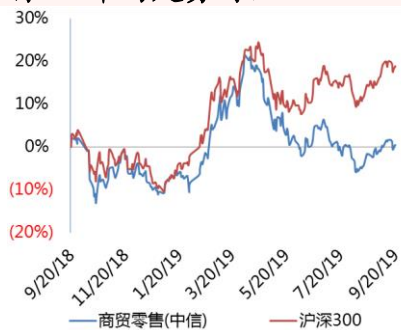
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	103
行业总市值(百万元)	785,685
行业流通市值(百万元)	323,017

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

公司名称	公司代码	股价	市值(亿元)	EPS				PE				投资评级
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
苏宁易购	002024.SZ	10.04	934.73	1.43	2.09	0.41	0.61	7.01	4.80	24.49	16.46	买入
永辉超市	601933.SH	7.59	726.40	0.15	0.21	0.29	0.41	50.60	36.14	26.17	18.51	增持
家家悦	603708.SH	23.50	142.97	0.92	1.09	1.29	1.52	25.54	21.56	18.22	15.46	增持
南极电商	002127.SZ	10.22	250.89	0.36	0.48	0.64	0.85	28.39	21.29	15.97	12.02	买入
天虹股份	002419.SZ	9.87	118.47	0.75	0.69	0.78	0.90	13.16	14.30	12.65	10.97	增持
红旗连锁	002697.SZ	7.71	104.86	0.24	0.33	0.37	0.41	32.49	23.24	20.82	18.63	买入
新宝股份	002705.SZ	15.95	127.83	0.63	0.76	0.89	1.01	25.32	20.99	17.92	15.79	买入
爱婴室	603214.SH	42.06	42.93	1.18	1.44	1.74	2.06	35.64	29.21	24.17	20.42	增持

投资要点

- **上周市场表现：**商贸零售（中信）指数上涨 0.58%，跑赢沪深 300 指数 1.28 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 3.48%，跑输沪深 300 指数 24.40 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 0.64%，连锁指数上涨 0.45%，百货指数上涨 1.12%，贸易指数上涨 0.94%。相对于本周沪深 300 跌幅 0.70%，中小板指下跌 0.35% 而言，商贸零售板块整体表现较好。涨幅排名前五名为跨境通、翠微股份、辽宁成大、昆百大 A、宏图高科，分别上涨 10.58%、10.01%、5.73%、4.93%、4.72%。本周跌幅排名前五名为百大集团、茂业通信、三联商社、北京城乡、新华都，分别下跌 4.62%、4.46%、3.72%、3.67%、3.65%。
- **本周重点推荐公司：**苏宁易购：全场景零售布局完成，全品类运营能力加速提升，维持“买入”评级。苏宁家电零售护城河较深，家乐福中国并表补强快消供应链优势，全品类运营能力加速提升。目前苏宁已经形成多业态全场景零售布局，零售云加盟店快速推进市场下沉，挖掘低线城市消费潜力；线上向第三方卖家导流，开放平台将保持稳健增长。金融业务出表后资本运作基本完成，公司聚焦零售主业发展，经营效率有望持续提升，2020 年有望迎来扣非盈利拐点。预计 2019-2021 年实现营业收入 2,952/3,796/4,376 亿元，实现归母净利润 194.42/37.81/56.50 亿元。
- **南极电商：**让利渠道和供应链，业绩稳健增长，市占率加速提升，给予“买入”评级。大众消费品市场空间广阔，南极电商供给端通过让利供应商加速品类扩充，销售端完善渠道布局和流量运营，销售额保持高速增长，市占率仍有较大的提升空间。南极电商盈利稳健增长，品牌授权模式优越性逐步凸显，长期来看货币化率有望逐步回升。预计 2019-2021 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 324/480/653 亿元，同比增长 58%/48%/36%；实现营业收入 42.31/53.06/66.19 亿元，对应增速为 26.19%/25.41%/24.75%；实现归母净利润 11.69/14.52/18.06 亿元，同比增长 31.84%/24.27%/24.32%。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商净利润为核心业务 10.19 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，给予南极电商核心业务 30 倍 PE，估值为 305.7 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 320.7 亿元。
- **新宝股份：**看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。公司是国内集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头，优质供应链价值持续释放。公司发展思路清晰，外销业务基础深厚，国内发展自有品牌，推动代工厂转型升级：1) 外销以 ODM 为主，在出口市场占比较高，能够满足客户一站式采购需求。继续巩固提升现有西式厨房小家电优势产品，同时推出家居/个人护理新产品，有望在未来三年有效提升外销产品结构 and 溢价空间。2) 内销业务利用自身产品技术服务平台优势，强化自有品牌运营，加深与互联网企业的合作，多渠道拉动线上销售增长，盈利能力有望稳健提升。预计 2019-21 年公司营业收入分别为 92.98/101.70/110.34 亿元，同比增长 10.11%/9.37%/8.49%；实现归母净利润 6.69/7.53/8.54 亿元，同比增长 33.02%/12.66%/13.38%。
- **家家悦：**供应链优势渐显，拓展西部区域，筹备跨省扩张，规模预计步入加速扩张期，上调至“买入”评级。公司作为山东省超市龙头企业，供应链优势逐渐凸显，且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段，未来市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高，故我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 148/173/201 亿元，同比增长 16%/17%/16%。实现净利润约 5.1/6/7.1 亿元，同比增长 19%/18%/17%。摊薄每股收益 1.09/1.29/1.52 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 22/18/15 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，给予 2019 年 30-35XPE。
- **永辉超市：**组织架构调整基本完成，聚焦到店业务，推动到家和线上业务，

- 未来绿标店和Mini店业态形成有效联动，有望进入新一轮快速发展周期，维持“增持”评级。云创和云商业务出表独立运作，减轻了公司的利润端的压力，同时主业重新聚焦商超：两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部，整合原本分散的业务模块，搭建供应链运营和大数据科技中心，更有效地发挥规模效应。此外Mini店业态培育稳步进行，未来与绿标大店形成联动，有效延伸至社区客群，强化区域渗透率；“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计2019-2021年公司实现营收873.6/1087.8/1312亿元，同比增长23.89%/24.49%/20.63%。实现净利润约20.40/27.93/39.48亿元，同比增长37.79%/36.91%/41.38%。摊薄每股收益0.21/0.29/0.41元。当前市值对应2019-2021年PE约为36/26/19倍。
- **红旗连锁：社区便利超市的业态符合消费升级的趋势，未来小业态的行业增速仍将优于其他超市类细分行业。从零售主业来看，公司前几年的收购整合效果良好，与永辉携手后生鲜业务的发展对于同店引流增收预计会有较显著的影响。**此外今年开始，公司的门店改造也在加速推进，商品结构的调整优化预计未来将有效提高门店的盈利能力。除了零售主业的良性增长，新网银行预计也将贡献稳健充沛的投资收益，公司整体盈利进入上升通道。参考同行可比公司的估值中位值，我们给予公司25-30倍PE。预计2019-2021年公司实现营收约78.62/84.39/89.87亿元，同比增长8.89%/7.34%/6.50%。实现归母净利润约4.98/5.72/6.62亿元，同比增长54.23%/14.97%/15.68%。摊薄每股收益0.37/0.42/0.49元。当前市值对应2019-2021年PE约为23/21/19倍。给予2019年25XPE，维持“买入”评级。
 - **爱婴室：华东区域母婴龙头，外延拓张逐步发力，有望步入加速发展区间。**我们认为：经过20余年在母婴行业的深耕，公司巩固了华东母婴龙头的地位，无论是在商品品类还是在门店布局方面的优势都逐步凸显，此外多渠道布局形成协同效应。目前线下母婴专卖行业高度分散，公司上市后加快了外延拓张的步伐，不仅巩固了在长三角经济发达地区的区域领先优势，此外也在积极进入珠三角及西南市场，有望在行业整合的进程中强化自身优势。预计2019-2021年公司实现营收约25.92/31.41/37.23亿元，同比增长21.39%/21.15%/18.55%。实现归母净利润约1.46/1.77/2.10亿元，同比增长21.93%/21.08%/18.42%。摊薄每股收益1.44/1.74/2.06元。当前市值对应2019-2021年PE约为29/24/20倍。参考母婴及其他零售行业可比公司估值，考虑到公司作为A股母婴稀缺标的，且初步具备的跨区域扩张的能力，给予公司2019年30-35倍PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。
 - **周度核心观点：**根据阿里、京东、拼多多发布的三季度财报，拼多多年度活跃用户已迅速攀升至5.363亿，超过京东的3.344亿，与淘宝的6.93亿的水平正日趋接近。从交易规模上看，三季度拼多多过去12个月的GMV总额已经达到了8402亿。由于阿里和京东已不在季报中公布GMV数字，将拼多多本季度GMV与2018年四季度末京东1.68万亿的水平对比，拼多多仍然只是京东的一半。阿里龙头地位仍然稳固，京东在中高端市场依然站稳脚跟；拼多多虽然现阶段稍逊，但疯狂的增速，足够让阿里京东紧张。京东、阿里、拼多多的竞争正趋近白热化。
 - **数据更新：**永辉超市门店更新，永辉超市2019Q3财报数据显示：截止2019Q3期末已开业门店1335家，其中超市大店825家，Mini店510家。家家悦门店更新，2019Q3公司净新开门店5家，报告期内合并张家口福悦祥连锁超市有限公司，纳入合并报表的已开业门店11家；截至2019Q3，家家悦门店总数763家。红旗连锁门店更新，截至2019H1，公司共有门店2958家，上半年公司新开门店168家，关闭门店27家，净开店数达到141家；我们预计截至到2019年三季度末，门店总数达到近3030家，三季度新开门店数预计超80家，展店速度明显加快。根据人口分布测算，我们预计未来公司在成都大市内还有1500家左右的开店空间，三四线城市下沉空间更大。
 - **本周投资组合：**南极电商、新宝股份、苏宁易购、家家悦、永辉超市、红旗连锁、爱婴室。建议重点关注步步高、中百集团、三只松鼠、壹网壹创等；产品型零售企业关注开润股份；百货重点关注天虹股份、王府井、重庆百货等；海外建议关注唯品会、瑞幸咖啡、阿里巴巴、京东、拼多多、美团点评等。
 - **风险提示：**1) 互联网零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力；2) 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，线上业绩低于预期等；3) 线上线下融合未达预期，管理层对转型未达成统一。

内容目录

行业周观察	- 4 -
电商三巨头财报对比：拼多多用户直逼淘宝，GMV 差距较大	- 4 -
零售板块一周行情回顾	- 6 -
周度市场以及子板块表现比较	- 6 -
零售行业重点公司市场表现	- 7 -
重点公司公告及下周大事提醒:	- 8 -
行业前瞻及投资组合:	- 10 -
月度配置观点以及标的公司:	- 10 -
投资组合:	- 11 -
公司及行业资讯	- 13 -
新零售动态跟踪	- 13 -
传统零售动态跟踪	- 14 -
零售行业资本动态跟踪融资动态	- 15 -
风险提示	- 16 -

图表目录

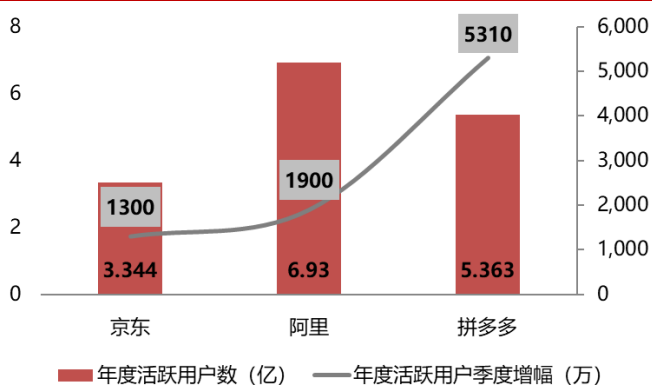
图表 1: 活跃用户: 拼多多 19Q3 增幅出色	- 4 -
图表 2: GMV: 阿里领先优势明显	- 4 -
图表 3: 营收增速: 拼多多最高, 但基数最小	- 4 -
图表 4: 营收结构: 拼多多严重依赖营销收益	- 4 -
图表 5: 毛利润: 拼多多最高, 京东因自营致毛利率最低	- 5 -
图表 6: 净利润: 拼多多亏损继续扩大	- 5 -
图表 7: 费用率: 拼多多市场营销费率远超其他平台	- 5 -
图表 8: 零售行业涨跌幅情况	- 6 -
图表 9: 行业各子板块涨跌幅情况表现	- 6 -
图表 10: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 7 -
图表 11: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 7 -
图表 12: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 7 -
图表 13: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况	- 7 -
图表 14: 本周板块上市公司涨幅前五名表现	- 8 -
图表 15: 本周板块上市公司跌幅前五名表现	- 8 -
图表 16: 下周公司大事提醒	- 10 -
图表 17: 本周重点推荐股票及看点	- 11 -

行业周观察

电商三巨头财报对比：拼多多用户直逼淘宝，GMV 差距较大

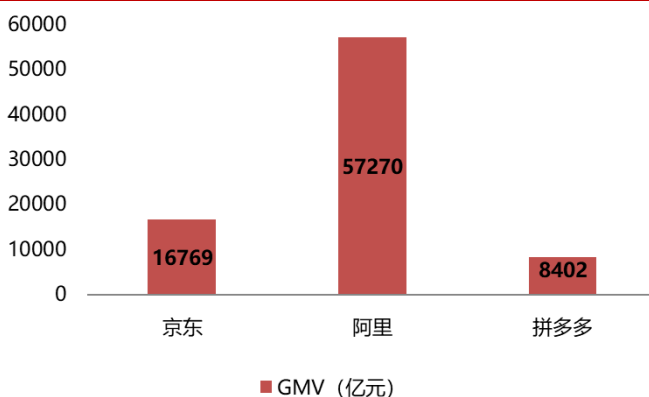
- 拼多多年度活跃用户已迅速攀升至 5.363 亿，超过京东的 3.344 亿，与淘宝的 6.93 亿的水平正日趋接近。而拼多多本季度单季净增 5310 万，创下上市以来新高；阿里最新一季单季净增仅 1900 万。京东本季度刚刚开始重点施行下沉计划，季度净增为 1300 万，但已经是其七个季度以来的最高值。至少从用户量上看，“5 亿人正在用”的拼多多已经成为中国第二大电商平台，其仍然处于野蛮发展期，并直逼阿里的龙头地位。拼多多的**增速**确实冠绝三家平台。三季度，拼多多总营收仍然高达 123%，远高于阿里的 40%与京东的 28.7%。GMV 上，拼多多同样以 143.68%的同比增速，碾压一季度阿里公布的 19%财年同比增速和京东去年四季度 30%的同比增速。

图表 1: 活跃用户: 拼多多 19Q3 增幅出色



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 2: GMV: 阿里领先优势明显

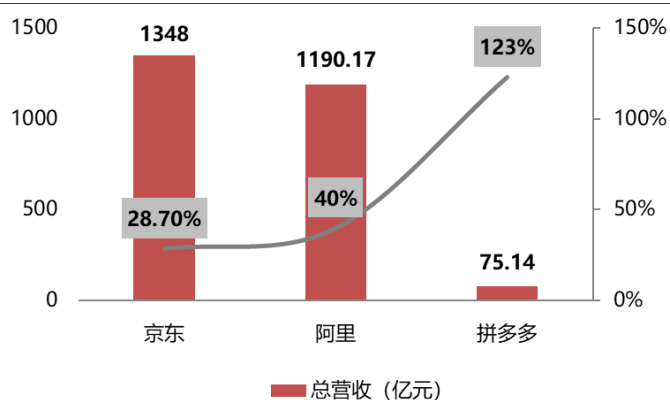


来源: WIND 中泰证券研究所

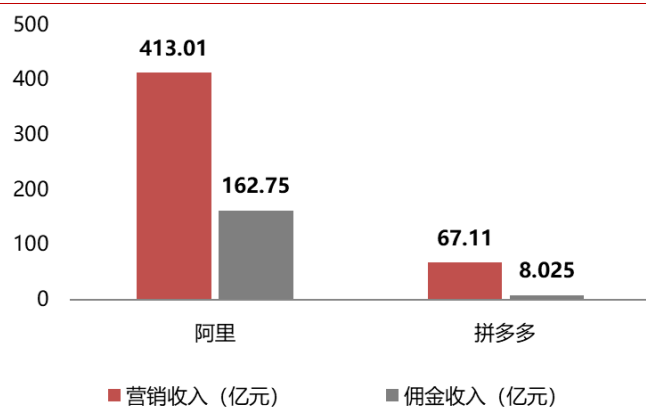
- **综合多个财务指标来看，阿里仍是行业龙头。**2019Q3 拼多多营收 75.14 亿元，仅是阿里的 1/16。即便在只考虑阿里的国内零售部分（主要是电商）收入情况下，拼多多也仅为阿里的 1/10。而从**交易规模**上看，三季度拼多多过去 12 个月的 GMV 总额已经达到了 8402 亿。由于阿里和京东已不在季报中公布 GMV 数字，将拼多多本季度 GMV 与 2018 年四季度末京东 1.68 万亿的水平对比，拼多多仍然只是京东的一半，阿里 19Q1 已是拼多多 GMV 水平的 6.8 倍以上。在用户质量层面，搅局者拼多多也处于劣势。计算三家平台活跃用户**人均消费额**，拼多多三季度为 1566.7 元；阿里以一季度的水平计算，为 8757 元；京东以 18 年四季度末的水平计算，为 5493 元。拼多多人均消费不到京东的三分之一。在**利润**方面，高毛利却无法为拼多多带来盈利，主要是因为拼多多的费用支出过高，一方面来自于拼多多扩张期大量投入线上线下广告，另一方面，今年二季度开始，拼多多突然发力“百亿补贴”项目，对产品进行直接补贴以获取高线城市新用户。
- 总而言之，从三季度财报上看，阿里龙头地位仍然稳固，京东在中高端市场依然站稳脚跟；拼多多虽然现阶段稍逊，但疯狂的增速，足够让阿里京东紧张。京东、阿里、拼多多的竞争正趋近白热化。

图表 3: 营收增速: 拼多多最高, 但基数最小

图表 4: 营收结构: 拼多多严重依赖营销收益

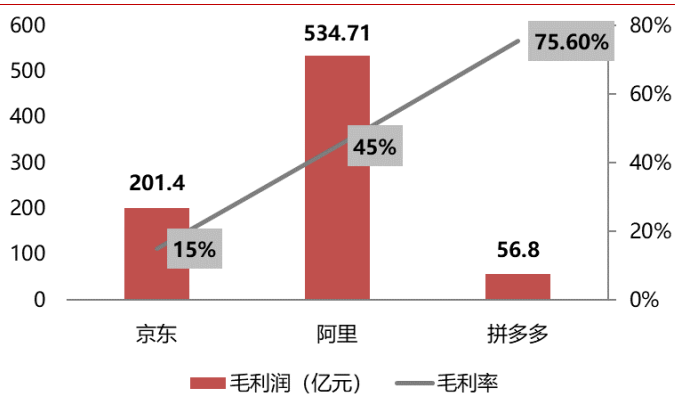


来源: WIND 中泰证券研究所



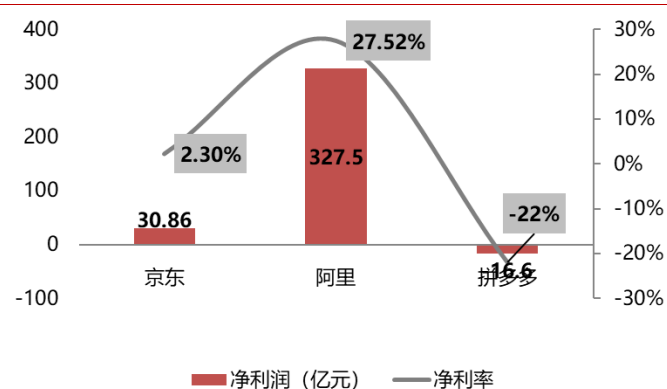
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 5: 毛利润: 拼多多最高, 京东因自营致毛利率最低



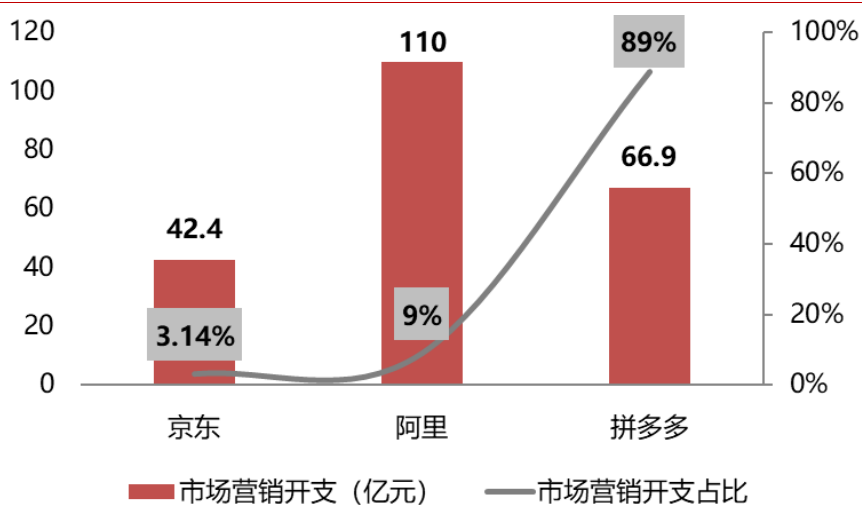
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 6: 净利润: 拼多多亏损继续扩大



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 7: 费用率: 拼多多市场营销费率远超其他平台



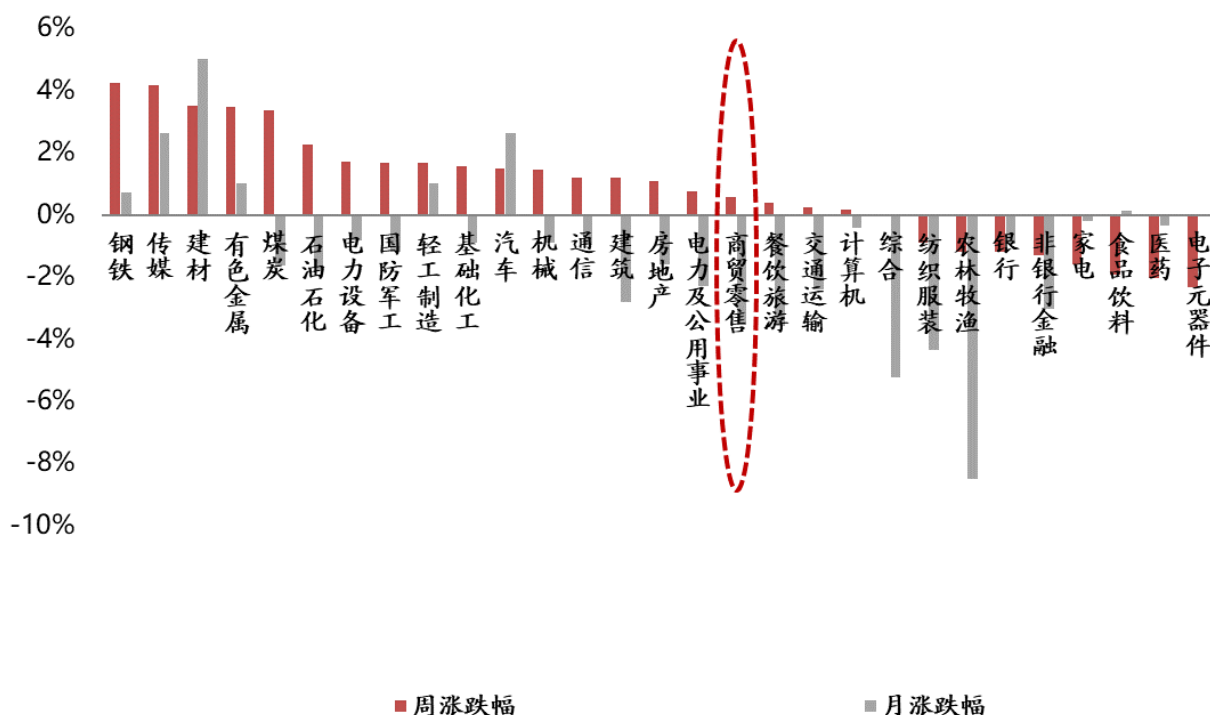
来源: WIND 中泰证券研究所

零售板块一周行情回顾

周度市场以及子板块表现比较

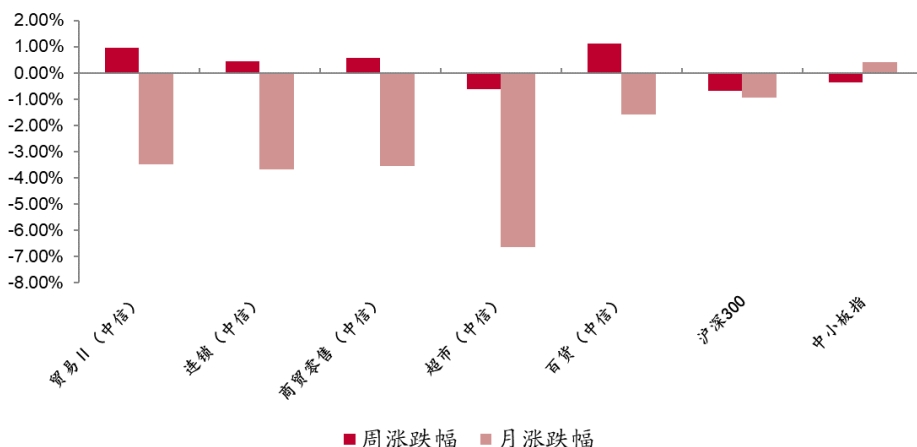
- **上周市场表现:** 商贸零售（中信）指数上涨 0.58%，跑赢沪深 300 指数 1.28 个百分点。年初至今，商贸零售板块上涨 3.48%，跑输沪深 300 指数 24.40 个百分点。子板块方面，超市指数下跌 0.64%，连锁指数上涨 0.45%，百货指数上涨 1.12%，贸易指数上涨 0.94%。相对于本周沪深 300 跌幅 0.70%，中小板指下跌 0.35% 而言，商贸零售板块整体表现较好。

图表 8: 零售行业涨跌幅情况



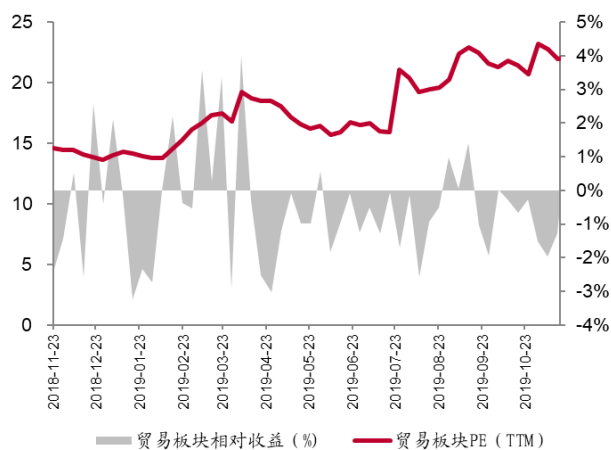
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 9: 行业各子板块涨跌幅情况表现

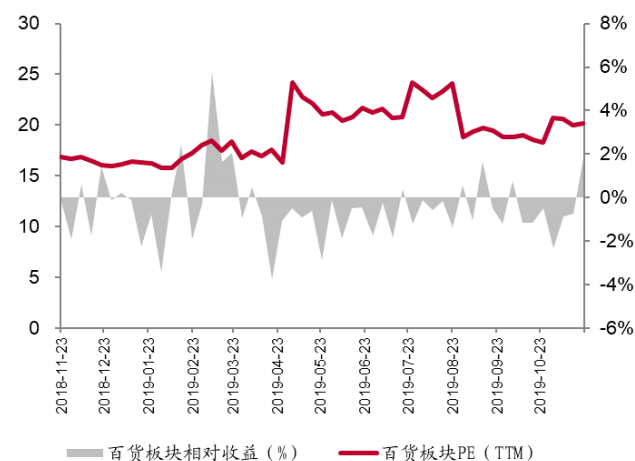


来源: WIND 中泰证券研究所

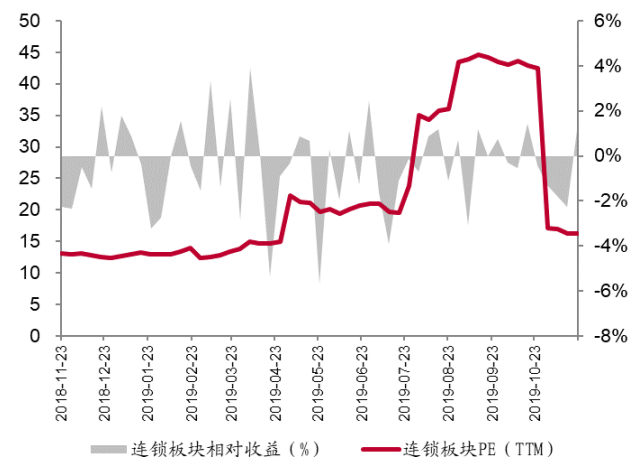
- 子板块相对收益及 PE 表现:** 板块估值方面, 截至周五 (11 月 22 日) 收盘, 贸易、百货、连锁、超市四大子板块 PE (TTM) 分别为 22.2 倍、20.2 倍、16.3 倍和 39.7 倍, 较上周略有上升。

图表 10: 贸易板块相对收益及 PE (TTM) 情况


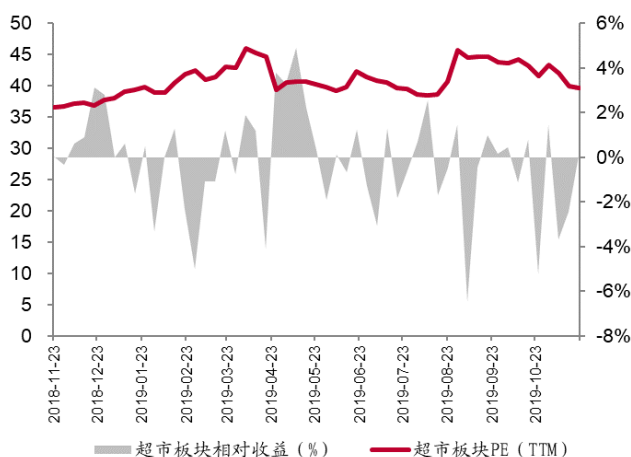
来源: WIND 中泰证券研究所

图表 11: 百货板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

图表 12: 连锁板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

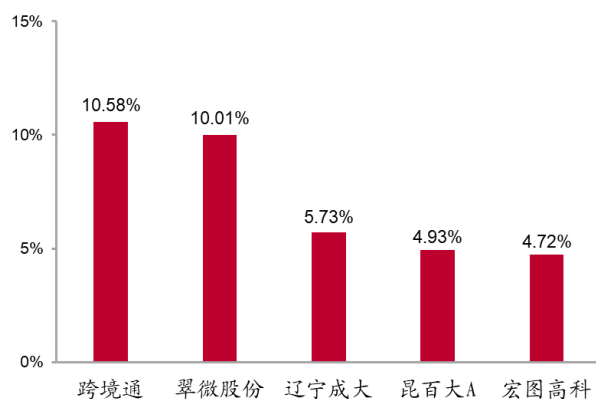
图表 13: 超市板块相对收益及 PE (TTM) 情况


来源: WIND 中泰证券研究所

零售行业重点公司市场表现

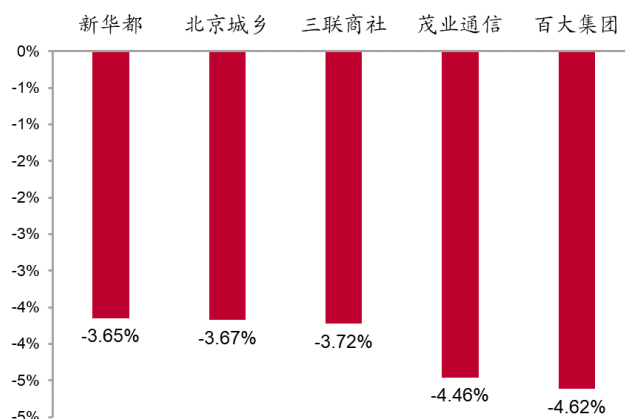
- 商贸零售子版块公司涨跌幅前五名。** 涨幅排名前五名为跨境通、翠微股份、辽宁成大、昆百大 A、宏图高科, 分别上涨 10.58%、10.01%、5.73%、4.93%、4.72%。本周跌幅排名前五名为百大集团、茂业通信、三联商社、北京城乡、新华都, 分别下跌 4.62%、4.46%、3.72%、3.67%、3.65%。

图表 14: 本周板块上市公司涨幅前五名表现



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 15: 本周板块上市公司跌幅前五名表现



来源: WIND 中泰证券研究所

重点公司公告及下周大事提醒:

- **【豫园股份】“18 豫园 01” 公司债付息公告:** 本期债券本年度付息安排: 1、本年度计息期限: 2018 年 11 月 26 日至 2019 年 11 月 25 日; 2、债权登记日: 本期债券债权登记日为 2019 年 11 月 25 日, 截止该日下午收市后持有本期债券的投资者对其托管账户所记载的本期债券余额享有本年度利息; 3、付息日: 2019 年 11 月 26 日; 4、票面利率: 4.97%; 5、付息方案: 每手“18 豫园 01” 面值 1,000 元派发利息为 49.70 元(含税)。本次付息对象: 本次付息对象为截止 2019 年 11 月 25 日上海证券交易所收市后, 在中证登上海分公司登记在册的全体“18 豫园 01” 持有人。
- **【物产中大】关于部分高级管理人员增持公司股份暨增持股份计划的公告:** 物产中大集团股份有限公司(以下简称“公司”)董事会秘书陈海滨先生、财务负责人王奇颖女士计划自 2019 年 11 月 18 日起 6 个月内通过上海证券交易所允许的方式(包括但不限于集中竞价和大宗交易等)增持公司股份, 拟增持股份的金额合计不低于人民币 40 万元, 不高于人民币 100 万元。本次增持不设价格区间, 将基于对公司股票价值的合理判断, 并根据公司股票价格波动情况及资本市场整体趋势, 逐步实施增持计划。本次增持计划的资金来源: 个人合法自有资金。增持计划实施的不确定风险: 可能存在因证券市场发生变化等因素, 导致无法达到预期的风险; 可能存在因增持资金未能及时到位, 导致增持计划延迟实施或无法实施的风险。
- **【苏宁易购】关于投资设立物流地产基金的进展公告:** 为进一步推进物流地产基金的运作, 公司全资子公司江苏苏宁物流有限公司与深创投不动产基金管理(深圳)有限公司计划设立苏宁深创投-云享仓储物流设施二期私募股权投资基金, 基金目标募集资金规模不超过人民币 26 亿元, 其中江苏苏宁物流或公司下属控股子公司认缴 51%, 深创投不动产以管理的资金或深圳市创新投资集团有限公司或其控股下属公司以自有或管理的资金认缴 49%。云享仓储二期基金将用于收购公司或下属公司拟建、在建及已建成高标准仓储物流设施或所属标的公司, 以及市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。截至本公告日, 云享仓储二期基金已募集认缴资金合计 20.93 亿元, 其中江苏苏宁物流认缴出资 10.6743 亿元,

深创投集团下属企业广东红土创业投资管理有限公司代表其管理的私募基金认缴出资 10.2557 亿元。

- **【潮宏基】2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)提前兑付暨摘牌公告:** 广东潮宏基实业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(债券简称: 16 潮宏 01, 债券代码: 112420)将于 2019 年 11 月 28 日支付本期债券自 2019 年 7 月 28 日至 2019 年 11 月 27 日期间的利息及本期债券本金。债权登记日: 2019 年 11 月 27 日; 本息支付日: 2019 年 11 月 28 日; 最后交易日: 2019 年 11 月 27 日; 债券摘牌日: 2019 年 11 月 28 日。广东潮宏基实业股份有限公司已于 2019 年 7 月 29 日完成本期债券回售兑付 8,800,000 张, 剩余 200,000 张。鉴于本期债券目前存量小、缺乏流动性, 经公司与债券持有人协商确认, 同意提前偿还本期债券。公司将于 2019 年 11 月 28 日提前兑付本期债券并支付自 2019 年 7 月 28 日至 2019 年 11 月 27 日期间的应计利息。
- **【豫园股份】对外投资公告:** 上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司决定参与天津产权交易中心公开挂牌的天津海鸥表业集团有限公司增资扩股项目。本次交易前, 津联中鸥有限公司、天津亿达投资有限公司分别持有天津海鸥 90%和 10%的股权, 天津市国有资产监督管理委员会为天津海鸥的实际控制人。本次交易采取增资及股权转让相结合方式。其中: (1) 豫园股份以挂牌底价 35000 万元的增资额取得增资后天津海鸥 43.57%股权, 对应增资后的注册资本 11375 万元; 原股东天津亿达与豫园股份同步, 以协议方式 增资 5327.5299 万元, 增资后合计持有 11.61%股权, 对应增资后的注册资本 3031.4472 万元。增资后, 天津亿达、津联中鸥、豫园股份分别持有标的公司 11.61%、44.82%、43.57%股权。(2) 豫园股份以挂牌底价 17212.8944 万元受让津联中鸥持有的增资后标的公司 21.43%股权(相当于增资前标的企业 43.03%股权), 对应增资后的注册资本 5594.1907 万元。最终豫园股份、天津亿达、津联中鸥分别占交易后标的公司的 65%、11.61%、23.39%股权, 分别对应增资后的注册资本 16969.1907 万元、3031.4472 万元、6105.8093 万元。本次增资扩股及股权转让所对应的单位注册资本金对应的成交价格均相同。
- **【物产中大】关于增加募集资金投资项目实施主体的公告:** 物产中大集团股份有限公司(以下简称“公司”)拟增加实施主体的募集资金投资项目名称: “供应链大数据中心建设项目”。增加实施主体内容: “供应链大数据中心建设项目”的原实施主体为公司, 现调整为公司及全资子公司浙江物产信息技术有限公司(以下简称“物产信息”)共同实施。本次募集资金投资项目增加实施主体不存在变相改变募集资金投向和损害公司股东利益的情形。本次增加募集资金投资项目实施主体议案已经 2019 年 11 月 20 日召开的公司第九届董事会第四次会议和第九届监事会第四次会议审议通过。
- **【家家悦】关于投资淮北市乐新商贸有限公司的公告:** 本次交易公司拟以自有资金投资 21,000 万元, 通过受让股权及增资方式收购淮北市乐新商贸有限公司 75%股权。公司第三届董事会第十一次会议审议并通过了《关于投资淮北市乐新商贸有限公司的议案》, 本次交易无需提交股东大会审议。本次交易不构成关联交易。本次交易不构成重大资产重组。本次交易尚需通过国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断审查。

- 【供销大集】关于出售西安曲江华平置业有限公司及西安华城置业有限公司 100%股权的公告：** 供销大集集团股份有限公司全资子公司西安曲江海航购物中心有限公司、西安民生百货管理有限公司拟与西安曲江文化产业投资（集团）有限公司签订股权转让协议，转让其所持有的西安曲江华平置业有限公司、西安华城置业有限公司 100%股权。华平置业 100%股权交易价格为 783,385,466.78 元，华城置业 100%股权交易价格为 402,314,710.39 元，交易金额总计为 1,185,700,177.17 元。最终交易价款因部分物业恢复建造，不动产实测差异、过渡期资产验收等因素略有调整。
- 【家家悦】关于受让山东华润万家生活超市有限公司 100%股权完成工商变更登记的公告：** 2019 年 11 月 21 日，山东华润万家生活超市有限公司完成工商变更登记手续，公司已成为山东华润万家生活超市有限公司的唯一股东，并取得了由济南市市中区行政审批服务局颁发的《营业执照》，相关信息如下：1、名称：山东华润万家生活超市有限公司；2、统一社会信用代码：91370103562509853G；3、注册资本：壹拾亿零叁仟万元整；4、类型：有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资）；5、成立日期：2010 年 8 月 26 日；6、法定代表人：丁明波；7、营业期限：2010 年 8 月 26 日至 2040 年 8 月 26 日；8、住所：济南市市中区二环南路 6638 号。
- 【华联股份】收购资产公告：** 交易标的：恒天嘉信（宁夏）投资中心（有限合伙）23.28%的有限合伙份额、安徽华联购物广场有限公司 1%股权。交易总金额：21,168.67 万元人民币；本次交易未构成关联交易；本次交易未构成重大资产重组；本次交易的实施不存在重大法律障碍；本次交易的实施尚需经过公司股东大会批准；本次交易已经公司第七届董事会第三十次会议审议通过。

图表 16: 下周公司大事提醒

(11/24) 周日	(11/25) 周一	(11/26) 周二	(11/27) 周三	(11/28) 周四	(11/29) 周五	(11/30) 周六
神州租车 (0699): 三季报预计披露日期	阿里巴巴 (BABA): 新 聘核数师	杭州解百 (600814): 股东大会现场会议 登记起始	*ST 人乐 (002336): 股东大会现场会议 登记起始	怡亚通 (002183): 股东大会现场会议 登记起始		
商业城 (600306): 股东大会互联网投票 票起始				南京新百 (600682): 股东大会现场会议 登记起始	豫园股份 (600655): 股东大会互联网投票 票起始	
商业城 (600306): 股东大会召开					豫园股份 (600655): 股东大会召开	
豫园股份 (600655): 股东大会现场会议 登记起始						

来源: WIND 中泰证券研究所

行业前瞻及投资组合:

月度配置观点以及标的公司:

- 2019 年 10 月份, 社会消费品零售总额 38104 亿元, 同比名义增长 7.2%; 2019 年 1 至 10 月份, 社会消费品零售总额 334778 亿元, 同比名义增长 8.1%,**

消费品市场总体上仍保持平稳较快增长。实物商品网上零售额 65172 亿元，增长 19.8%，占社会消费品零售总额的比重为 19.5%，比上年同期提高 2.0 个百分点。

- **线上红利释放接近尾声，线下流量价值重塑。**具备强大盈利能力和全渠道经营场景的互联网零售企业和具备供应链优势、跨区域高效运营能力的超市企业将在行业加速整合的背景下进一步扩大优势，迎来业绩与估值的同步提升。
- **电商行业：**零售的本质在于流量竞争，线上增速放缓，获客成本攀升，线下零售逐渐回暖。在用户增长遇到瓶颈之际，线上高额营销投入的边际效率递减，下沉低线市场和获取线下场景是更加经济的引流手段。从双十一销售来看，19 年全网销售额达 4101 亿元，同比增长 30.5%，双十一热度仍然较高，市场下沉和全场景销售成为本次促销节的亮点；化妆品类消费升级趋势显著，建议持续关注美妆电商代运营行业。
- **超市行业：**回暖趋势明显，但受制于传统的区域分销机制以及上游农业未实现规模化、集约化生产等客观因素，目前行业仍然呈现“大行业、小公司”的特点，绝大部分本土超市企业仍然处于区域割据阶段，具备多渠道、多业态的运营能力是核心。
- **百货行业：**我们认为传统百货的转型的核心一是线下价值的最大化，二是加速拓展线上渠道，三是最终实现线上线下深度的融合和相互赋能。建议关注数字化转型布局较早，新业态培育较成熟，渠道下沉和跨区域加速扩张的百货龙头企业。

投资组合：

图表 17：本周重点推荐股票及看点

公司名称	公司代码	市值	核心看点
苏宁易购	002024.SZ	934.73	线上经营思路调整，下半年有望迎来业绩改善
永辉超市	601933.SH	726.40	组织架构调整基本完成，未来绿标店和Mini店业态形成有效联动，有望进入新一轮快速发展周期
家家悦	603708.SH	142.97	供应链优势渐显，拓展西部区域，筹备跨省扩张，规模预计步入加速扩张期
南极电商	002127.SZ	250.89	GMV 强劲增长，品类扩充/新渠道扩张拖累货币化率，本部盈利能力进一步提升
天虹股份	002419.SZ	118.47	传统业态升级与新业态培育双轮驱动，新零售布局较早，员工持股计划彰显长期发展信心
红旗连锁	002697.SZ	104.86	西南区域连锁便利店龙头，区域渗透率高，与永辉携手拓展生鲜品类，新网银行投资收益稳健可观，盈利进入上升通道
新宝股份	002705.SZ	127.83	集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头，内销稳健拓展，优质供应链价值持续释放

来源：Wind 中泰证券研究所

- **苏宁易购：全场景零售布局完成，全品类运营能力加速提升，维持“买入”评级。**苏宁家电零售护城河较深，家乐福中国并表补强快消供应链优势，全品类运营能力加速提升。目前苏宁已经形成多业态全场景零售布局，零售云加盟店快速推进市场下沉，挖掘低线市场消费潜力；线上向第三方卖家导流，开放平台将保持稳健增长。金融业务出表后资本运作基本完成，公司聚焦零售主业发展，经营效率有望持续提升，2020 年有望迎来扣非盈利拐点。预计 2019-2021 年实现营业收入 2,952/3,796/4,376 亿元，实现归母净利润 194.42/37.81/56.50 亿元。
- **南极电商：让利渠道和供应链，业绩稳健增长，市占率加速提升，给予“买入”评级。**大众消费品市场空间广阔，南极电商供给端通过让利供应商加速品类扩充，销售端完善渠道布局和流量运营，销售额保持高速增长，市占率仍有较大的提升空间。南极电商盈利稳健增长，品牌授权

模式优越性逐步凸显，长期来看货币化率有望逐步回升。预计 2019-2021 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 324/480/653 亿元，同比增长 58%/48%/36%；实现营业收入 42.31/53.06/66.19 亿元，对应增速为 26.19%/25.41%/24.75%；实现归母净利润 11.69/14.52/18.06 亿元，同比增长 31.84%/24.27%/24.32%。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商净利润为核心业务 10.19 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，给予南极电商核心业务 30 倍 PE，估值为 305.7 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 320.7 亿元。

- **新宝股份：看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。** 公司是国内集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头，优质供应链价值持续释放。公司发展思路清晰，外销业务基础深厚，国内发展自有品牌，推动代工厂转型升级：1) 外销以 ODM 为主，在出口市场占比较高，能够满足客户一站式采购需求。继续巩固提升现有西式厨房小家电优势产品，同时推出家居/个人护理新产品，有望在未来三年有效提升外销产品结构和溢价空间。2) 内销业务利用自身产品技术服务平台优势，强化自有品牌运营，加深与互联网企业的合作，多渠道拉动线上销售增长，盈利能力有望稳健提升。预计 2019-21 年公司营业收入分别为 92.98/101.70/110.34 亿元，同比增长 10.11%/9.37%/8.49%；实现归母净利润 6.69/7.53/8.54 亿元，同比增长 33.02%/12.66%/13.38%。
- **家家悦：供应链优势渐显，拓展西部区域，筹备跨省扩张，规模预计步入加速扩张期，上调至“买入”评级。** 公司作为山东省超市龙头企业，供应链优势逐渐凸显，且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段，未来市占率有望进一步提高，业绩增长的确性较高，故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 148/173/201 亿元，同比增长 16%/17%/16%。实现净利润约 5.1/6/7.1 亿元，同比增长 19%/18%/17%。摊薄每股收益 1.09/1.29/1.52 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 22/18/15 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，给予 2019 年 30-35XPE。
- **永辉超市：组织架构调整基本完成，聚焦到店业务，推动到家和线上业务，未来绿标店和 Mini 店业态形成有效联动，有望进入新一轮快速发展周期，维持“增持”评级。** 云创和云商业务出表独立运作，减轻了公司的利润端的压力，同时主业重新聚焦云超：两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部，整合原本分散的业务模块，搭建供应链运营和大数据科技中心，更有效地发挥规模效应。此外 Mini 店业态培育稳步进行，未来与绿标大店形成联动，有效延伸至社区客群，强化区域渗透率；“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计 2019-2021 年公司实现营收 873.6/1087.8/1312 亿元，同比增长 23.89%/24.49%/20.63%。实现净利润约 20.40/27.93/39.48 亿元，同比增长 37.79%/36.91%/41.38%。摊薄每股收益 0.21/0.29/0.41 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 36/26/19 倍。
- **红旗连锁：社区便利超市的业态符合消费升级的趋势，未来小业态的行业增速仍将优于其他超市类细分行业，给予 2019 年 25XPE，维持“买入”评级。** 从零售主业来看，公司前几年的收购整合效果良好，与永辉携手

后生鲜业务的发展对于同店引流增收预计会有较显著的影响。此外今年开始，公司的门店改造也在加速推进，商品结构的调整优化预计未来将有效提高门店的盈利能力。除了零售主业的良性增长，新网银行预计也将贡献稳健充沛的投资收益，公司整体盈利进入上升通道。参考同行可比公司的估值中位值，我们给予公司 25-30 倍 PE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 78.62/84.39/89.87 亿元，同比增长 8.89%/7.34%/6.50%。实现归母净利润约 4.98/5.72/6.62 亿元，同比增长 54.23%/14.97%/15.68%。摊薄每股收益 0.37/0.42/0.49 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 23/21/19 倍。

- **爱婴室：华东区域母婴龙头，外延拓张逐步发力，有望步入加速发展区间，参考母婴及其他零售行业可比公司估值，考虑到公司作为 A 股母婴稀缺标的，且初步具备的跨区域扩张的能力，给予公司 2019 年 30-35 倍 PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。**我们认为：经过 20 余年在母婴行业的深耕，公司巩固了华东母婴龙头的地位，无论是在商品品类还是在门店布局方面的优势都逐步凸显，此外多渠道布局形成协同效应。目前线下母婴专卖行业高度分散，公司上市后加快了外延拓张的步伐，不仅巩固了在长三角经济发达地区的区域领先优势，此外也在积极进入珠三角及西南市场，有望在行业整合的进程中强化自身优势。预计 2019-2021 年公司实现营收约 25.92/31.41/37.23 亿元，同比增长 21.39%/21.15%/18.55%。实现归母净利润约 1.46/1.77/2.10 亿元，同比增长 21.93%/21.08%/18.42%。摊薄每股收益 1.44/1.74/2.06 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 29/24/20 倍。

公司及行业资讯

新零售动态跟踪

- **【电商三巨头财报对比：拼多多用户直逼淘宝】**根据三家公司近日发布的三季度财报，拼多多年度活跃用户已迅速攀升至 5.363 亿，超过京东的 3.344 亿，与淘宝的 6.93 亿的水平正日趋接近。从交易规模上看，三季度拼多多过去 12 个月的 GMV 总额已经达到了 8402 亿。由于阿里和京东已不在季报中公布 GMV 数字，将拼多多本季度 GMV 与 2018 年四季度末京东 1.68 万亿的水平对比，拼多多仍然只是京东的一半。三季度，拼多多营收 75.14 亿元，仅是阿里的 1/16。即便在只考虑阿里的国内零售部分（主要是电商）收入情况下，拼多多也仅为阿里的 1/10。由于拼多多与阿里的电商部分营收结构高度类似，这一对比可以体现其与阿里的差距仍然颇大。（联商网）
- **【美团 Q3 营收超预期 餐饮外卖 GMV 涨 40%】**11 月 21 日晚间，美团点评发布 2019 年三季度业绩报告。财报显示，报告期内，美团总收入达到 275 亿元人民币，同比增长 44.1%，环比增加 22.1%；经调整溢利净额为 19 亿人民币，去年同期亏损净额为 24.7 亿人民币，同比扭亏为盈。这意味着，继 2019 年 Q2 首现盈利后，美团在 Q3 实现持续盈利。在具体业务表现方面，餐饮外卖业务保持增长势头，交易金额达到 1119 亿人民币，相比 2018 年同期的 800 亿元人民币增长了 40%；订单量同比增加 38.1%

达 25 亿笔；餐饮外卖业务总收入 156 亿人民币，同比增长 39.4%。（联商网）

- **【呆萝卜拖欠供应商货款及员工工资属实】**生鲜社区电商平台呆萝卜出现拖欠供应商货款及员工工资事宜。该公司的确存在相关情况，并称“由于经营不善导致资金紧张，公司日常经营受到重大影响”。呆萝卜官方微信发表声明称：由于经营不善导致资金紧张，公司日常经营受到重大影响。对此，我们对大家报以最诚挚的歉意。最后，我们郑重承诺，呆萝卜将与各位一起努力寻求解决方案，筹措资金，帮助公司度过难关。自 7 月 13 日宣布获得高瓴资本、晨兴资本领投，XVC 跟投的 6.3 亿人民币 A 轮系列融资之后，呆萝卜再无新融资传出。（联商网）
- **【美团大战生鲜 5 回合 饿了么内部孵化饿鲜达】**美团在生鲜业务上先后动用 5 种手段，横跨 3 大组织体系，但至今仍处于试水和突围阶段，离插上胜利的红旗还有很远的路要走。目前来看，整个生鲜零售市场还处在非常早期，需要持续迭代。但可预见的是，美团会在生鲜零售领域重金持续布局。紧跟美团旗下菜大全，饿了么内部正在孵化一个名叫“饿鲜达”的新项目。这个与菜场合作运营的尝试项目在饿了么新零售体系，项目负责人是天豪，他向饿了么新零售 VP 熊斌汇报。饿鲜达目前试水北、上、深、苏州、南京等城市，开店 20 家上下，数量在变化中。（联商网）
- **【京东也开始 9 块 9 包邮，对拼多多有执念？】**9 块 9 特卖开始频繁出现京喜的身影。最近的爆款是一台吉登品牌的粉色电动牙刷，售价 9 块 9，拼团人数超过 10 万；而“双 11”期间，一双黑色系带马丁靴也频繁被分享至好友群里，京东煞有介事地为其配上了“丈量世界的广度，只需 9.9 元的马丁靴”的文案，这双马丁靴目前收到 5.7 万条评价。目前，京喜快递多由厂家自己解决，京喜只是在时效性方面有所要求。后续京东物流接入京喜这部分单量后，还需大力挖掘农村消费升级，寻找高密度订单以平衡收益。（联商网）
- **【美团买菜进入深圳布局华南市场】**11 月 20 日，美团买菜在深圳正式上线，首批共开出 9 家站点，覆盖龙岗、宝安、南山、龙华、罗湖等区域，为社区居民提供“手机下单，最快 30 分钟送达”的手机买菜便民服务。这也意味着，继北京、上海、武汉之后，美团买菜再下一城，正式进入华南市场。深圳市民夜间就餐需求旺盛，美团买菜因此延长营业时间，用户从早 7 点到晚 10 点，在手机上动动手指，就能实现随时、随地买菜的自由。（联商网）

传统零售动态跟踪

- **【沃尔玛计划 5-7 年在华新开 500 家店及云仓】**11 月 21 日，沃尔玛中国宣布，未来 5-7 年将在中国市场新开设 500 家门店和云仓，包括沃尔玛购物广场、山姆会员商店、沃尔玛社区店多个业态。除了开设新店，未来 3 年，沃尔玛还将对中国市场的 200 家现有门店进行升级改造。沃尔玛为了更灵活化发展，以便于选址和确定项目，因此在最标准化的大卖场基础上又增设了 5000~6000 平方米的紧凑型门店以及 1000 平方米左右的社区店。（联商网）
- **【瑞幸咖啡“顺道赚钱”】**瑞幸咖啡日前发布的 Q3 财报显示：营收 15.4 亿，同比增长 540%；新开门店 717 间，门店总数 3680 间；新增用户 790

万，累计交易用户 3070 万。最重要的是门店运营获得 1.86 亿盈余，“卖一杯亏一杯”成为过去时。对瑞幸咖啡而言，未来两三年的主要任务是把线下入口的流量做大并探索多种变现方式，“顺道”赚钱当然好，赚多赚少不重要。（联商网）

- **【富贵鸟退市风波落定 11 月 25 日取消上市地位】**一代“鞋王”富贵鸟的上市路终于走到尽头。港交所 21 公告称，根据《上市规则》第 6.01A 条，对富贵鸟的上市地位予以取消。港交所公告显示，早在 2019 年 8 月 9 日，上市委员会就已决定取消富贵鸟在港交所的上市地位，富贵鸟在 8 月 20 日寻求复核上市委员会的裁决。上市覆核委员会于 2019 年 11 月 18 日维持上市委员会的决定，取消该公司的上市地位。按此，港交所将于 2019 年 11 月 25 日上午 9 时起取消富贵鸟的上市地位。（联商网）
- **【32 家企业共同打造全国首个生鲜供应链平台】**11 月 18 日，中国首个真正意义上的覆盖全国的生鲜供应链平台——北京九州兄弟联在北京正式成立。与此前很多行业企业松散形联盟不同的是，这是中国首个由来自北京、山东、湖北、江西、浙江、江苏、福建、甘肃、青海等全国 20 多个省份的 32 家零售企业共同出资设立的股份制企业，囊括了首航超市、北京王府井、安徽生鲜传奇、福建冠超市、河北惠友等各区域龙头零售商。同时，九州兄弟联的成员也已有 200 余家零售企业。（联商网）

零售行业资本动态跟踪融资动态

- **【阿里巴巴入股蒙牛旗下“天鲜配”】**在天猫创造 2684 亿元“双十一”新成交额纪录的同时，阿里巴巴选择悄然入股天鲜配(上海)科技有限公司，后者原本隶属于蒙牛集团新零售事业部。天眼查信息显示，阿里巴巴和蒙牛集团分别认缴 1.5 亿元人民币各自持股 50%。分众传媒同样参与投资了天鲜配，不过尚未在工商信息上得以体现。天鲜配如今已覆盖上海、南京、杭州、武汉、长沙、青岛、乌鲁木齐等 15 座城市的近 600 个社区，绝大多数为江浙沪的主要城市，并无北方城市，不过在新疆乌鲁木齐市和哈密市总计有 4 个智能终端。（联商网）
- **【家家悦 2.1 亿投资快乐真棒 进军安徽市场】**11 月 21 日，家家悦晚间公告称，公司与安徽快乐真棒商贸集团有限公司、戴文、刘永红及淮北市乐新商贸有限公司签署了《关于淮北市乐新商贸有限公司之投资协议书》。公司拟以自有资金投资 2.1 亿元，通过受让股权及增资方式收购重组后的乐新商贸 75% 股权。本次交易，家家悦拟以自有资金 2.1 亿元收购重组后标的公司 75% 股权，其中受让股权对价款 7000 万元，对标的公司增资 1.4 亿元。家家悦表示，标的公司位于安徽省北部的淮北市，邻近山东省，从地理及区位上符合公司超市业务发展的布局。真棒集团是安徽省淮北市超市销售规模、品牌影响力位居前列的连锁零售企业，在区域发展连锁超市业务接近二十年。目前在淮北市拥有已开业的直营连锁门店 31 处，并自建了支撑超市业务发展的物流中心和食品加工厂。（联商网）
- **【支付巨头 PayPal 进军电商：40 亿美元收购 Honey】**PayPal 已经是公认的全球移动支付（或第三方支付）巨头，如今，PayPal 开始进行多元化扩张。11 月 20 日，PayPal 宣布，公司已经同意以 40 亿美元收购 Honey

科学公司。Honey 科学公司是一家为消费者寻找网络上最实惠网购商品的服务商。此次收购将大部分使用现金。此次收购是 PayPal 迄今规模最大的一次收购，将让这家支付巨头在消费者网购领域获得一席之地。Honey 公司开发了许多浏览器插件和移动软件，给消费者提供最实惠网购商品。目前，Honey 的 1700 万月度活跃用户利用该公司一系列省钱的工具来跟踪价格、获取提醒、制作清单、浏览优惠商品，并参与一个名为“Honey 黄金”会员奖励计划。它的用户往往是年轻的千禧一代购物者，包括男性和女性。PayPal 的目标是将 Honey 的技术添加到自己的产品线中，将其覆盖面扩大到 PayPal 的 3 亿网络支付用户。（联商网）

风险提示

- 互联网零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力；
- 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，线上业绩低于预期等；
- 线上线下融合未达预期，管理层对转型未达成统一。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。