

# 经济增速换挡，关注细分行业机会

2019年12月04日

## 【投资要点】

- ◆ **建议关注确定性强的必选消费，如超市行业。**超市行业主营必选消费品，在未来宏观大环境不甚明朗的条件下，超市公司业绩稳定性较强，叠加2020年猪价继续上涨带动的CPI上涨预期，超市行业特别是龙头上市公司营收增速有望继续维稳。从今年苏宁收购家乐福（中国）、物美收购麦德龙（中国）等大型收并购项目可以看出，线下零售整合正在加速，未来随着市场集中度的提升，龙头公司向上游的议价能力有望不断增强。
- ◆ **建议关注快速发展的国货美妆行业。**当前“口红效应”凸显，近几年限额以上化妆品增速远超整体商品零售额增速，从2019年前十个月来看，日用品、化妆品累计增速分别为13.4%和12.1%，位居各品类增速的前两名。目前国货在年轻化和下沉化方面成果显著，在打造爆品、线上营销等方面已积累了比较丰富的经验，新的一年这些龙头除了继续抢占大众市场的份额以外，也会不断向高端化迈进。
- ◆ **建议关注空间广阔的母婴行业和相关标的。**生育政策的逐渐放开，人均收入的提高，叠加家庭结构的改变和新消费新势力的崛起，我国母婴行业正以年复合增长率15%的速度蓬勃发展，预计到2020年整体规模有望超过3万亿。母婴行业相关公司也会伴随行业的高速成长而飞快成长起来。

## 【配置建议】

- ◆ **看好永辉超市（601933）：**公司自有门店数量有望加速扩张，保证公司云超收入持续增长，同时市占率的提升有利于公司向上游采购时议价能力的增强，从而提升毛利率，此外明年还将做好自有品牌的打造，从而进一步提升利润水平和品牌形象。明年还将进一步加强Mini店和买菜APP的相互协同，作为大卖场的补充业态，以增加客户粘性和提供新的业绩增长点。
- ◆ **看好家家悦（603708）：**2020年，在门店扩张方面，新开门店数计划与2019年相当。无论是自有门店的扩张还是通过资本方式整合，公司已具备良好的复制能力，营收有望继续稳步增长。公司对供应链体系和自有品牌的持续打造，有望助力毛利率和运营效率的提高。
- ◆ **谨慎看好上海家化（600315）：**明年佰草集将强化全渠道曝光率，线下会在北上深机场、以及部分城市的地铁、火车站等投放广告，线上会继续利用多重平台和多种传播手段提高品牌的声量和认可度。佰草集品牌的回暖有望整体提振公司的营收和毛利水平。
- ◆ **谨慎看好珀莱雅（603605）：**2020年公司将继续年轻化战略，继续通过极致大单品+爆品相结合的方式营销，公司的营收和利润有望实现稳步增长。
- ◆ **谨慎看好爱婴室（603214）：**未来几年公司预计在原有优势区域进一步加密布局，并逐渐开拓西南、华南等地市场，门店数量的增长将推动营收规模持续增长；商品组合的优化，自有品牌的打造以及直供品牌的增加，也有望进一步提升公司毛利水平。

## 【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：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：孙诗萌

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《10月社零总额增速7.2%，必需消费品表现较好》  
2019.11.15
- 《天猫“双十一”预售情况出炉，美妆个护行业国际品牌领衔》  
2019.11.11
- 《9月社零总额增速7.8%，化妆品持续领跑》  
2019.10.19
- 《国庆黄金周消费市场维持平稳增速》  
2019.10.08
- 《7月社零总额增速7.6%，必选品增速稳定》  
2019.08.15

## 正文目录

1. 宏观经济增速放缓，商贸估值处于历史较低水平	4
1.1. 社零总额增速放缓，必选消费品表现稳定	4
1.2. 一二线城市全渠道联动，下沉市场消费潜力仍待释放	6
1.3. 行业跑输大盘，基金持仓占比略有下降	9
2. 关注点一：超市行业，必选消费确定性强	11
2.1. 行业增速放缓，但上市公司业绩表现较好	11
2.2. 重点个股——永辉超市	14
2.3. 重点个股——家家悦	15
3. 关注点二：国货美妆，受益行业快速发展	18
3.1. 国货品牌在年轻化和下沉化方面成果显著	18
3.2. 重点个股——上海家化	19
3.3. 重点个股——珀莱雅	21
4. 关注点三：母婴专业店，市场空间广阔	22
4.1. 受消费升级趋势影响，母婴行业规模增速较快	22
4.2. 重点个股——爱婴室	23
5. 子版块及重点关注公司盈利预测	25
6. 风险提示	25

## 图表目录

图表 1：我国 GDP 累计同比	4
图表 2：GDP 增长贡献率占比	4
图表 3：居民人均可支配收入及增速	5
图表 4：城镇、农村人均收入及增速	5
图表 5：消费者信心指数	5
图表 6：社零总额及增速	5
图表 7：限上汽车商品零售额累计增速	6
图表 8：限上必需消费品累计增速	6
图表 9：网络零售额及增速	6
图表 10：网上商品零售额及社零占比	6
图表 11：天猫双十一当天 GMV	7
图表 12：2012VS2019 年 Q3 B2C 市场交易份额	7
图表 13：重点 5000 家零售企业销售额增速	7
图表 14：连锁百强销售规模及增速	7
图表 15：巨头布局快消“新零售”	8
图表 16：人口分布（2017 年）	8
图表 17：下沉市场活跃用户数	8
图表 18：拼多多、快手、趣头条的用户分布	9
图表 19：不同城市消费相对增长指数	9
图表 20：下沉市场的机会品类	9
图表 21：年初以来各版块涨跌幅（截至 2019-12-01）	10
图表 22：各版块 PE（TTM）（截至 2019-12-01）	10
图表 23：商贸版块年初以来指数涨跌幅（截至 2019-12-01）	10

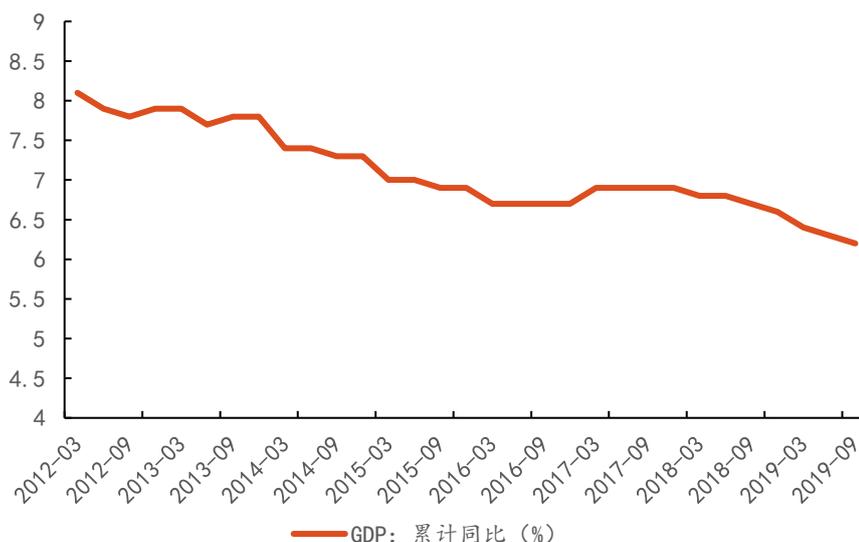
图表 24: 年初以来子版块涨跌 (截至 2019-12-01)	10
图表 25: 商贸行业市盈率	10
图表 26: 2019 年三季度基金持仓行业分布	11
图表 27: 批发零售业基金持仓情况	11
图表 28: 2019Q3 基金重仓持股比例环比变动	11
图表 29: 2019Q3 基金重仓持股占流通股比重 top10	11
图表 30: 前五大快消零售商市场份额	12
图表 31: 截至 10 月线下前十大快消零售商份额	12
图表 32: CPI 与猪价	12
图表 33: 超市行业上市公司营业收入及增速	13
图表 34: 超市行业上市公司归母净利润及增速	13
图表 35: 超市行业上市公司毛利率及净利率	13
图表 36: 超市行业上市公司三费情况	13
图表 37: 超市行业今年涨跌幅	13
图表 38: 超市行业市盈率	13
图表 39: 永辉超市云超门店数及增速	14
图表 40: 永辉超市 Mini 门店数	14
图表 41: 永辉超市单季度营收及增速	14
图表 42: 永辉超市单季度归母净利润及增速	14
图表 43: 永辉超市单季度毛利率及净利率	15
图表 44: 永辉超市单季度三费情况	15
图表 45: 永辉超市 2019 年足迹回顾	15
图表 46: 家家悦门店数及增速	16
图表 47: 家家悦单季度营收及增速	16
图表 48: 家家悦单季度归母净利润及增速	16
图表 49: 家家悦单季度毛利率及净利率	17
图表 50: 家家悦单季度三费情况	17
图表 51: 家家悦 2019 年足迹回顾	17
图表 52: 限额以上日用品、化妆品累计增速	18
图表 53: 天猫双十一当天护肤品排行	18
图表 54: A 股美妆公司线上收入占比	19
图表 55: A 股美妆公司线上收入增速与总营收增速	19
图表 56: 上海家化营收及增速	20
图表 57: 上海家化归母净利润及增速	20
图表 58: 上海家化毛利率及净利率	20
图表 59: 上海家化三费情况	20
图表 60: 珀莱雅营收及增速	21
图表 61: 珀莱雅归母净利润及增速	21
图表 62: 珀莱雅毛利率及净利率	21
图表 63: 珀莱雅三费情况	21
图表 64: 我国新生儿人口和出生率	23
图表 65: 母婴行业市场规模及占社零比例	23
图表 66: 爱婴室门店数及增速	23
图表 67: 爱婴室营收及增速	24
图表 68: 爱婴室归母净利润及增速	24
图表 69: 爱婴室毛利率及净利率	24
图表 70: 爱婴室三费情况	24
图表 71: 子版块 choice 一致盈利预测	25
图表 72: 重点关注公司盈利预测 (截至 12 月 1 日)	25

## 1. 宏观经济增速放缓，商贸估值处于历史较低水平

### 1.1. 社零总额增速放缓，必选消费品表现稳定

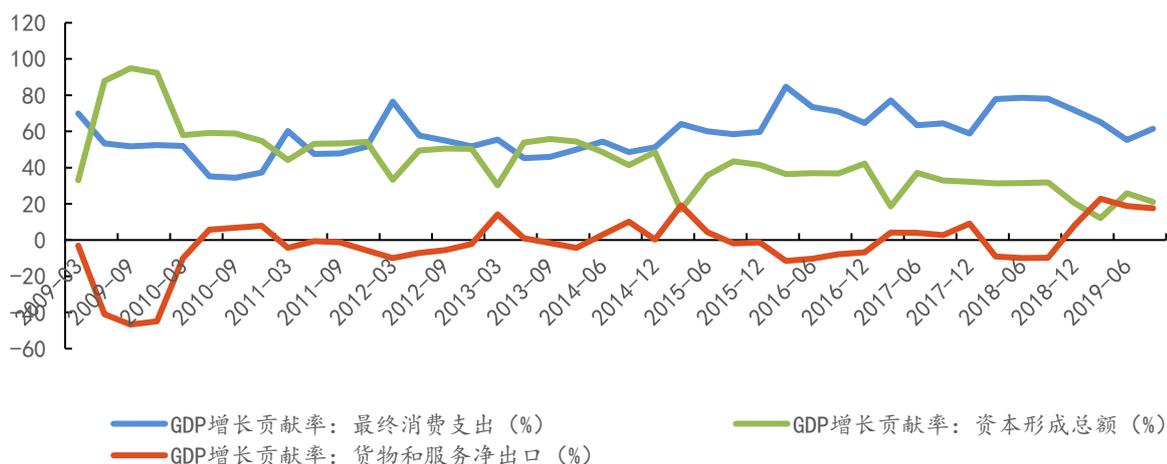
2019 年前三季度我国 GDP 达到 69.78 万亿元，累计同比增速 6.2%，自 2015 年降低到 7% 以下后，延续换挡趋势。按支出法来看，2019 年前三季度最终消费支出对 GDP 增长的贡献率占比为 61%，自 2014 年以来，最终消费支出一直是拉动 GDP 增长最强劲的动力。

图表 1：我国 GDP 累计同比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：GDP 增长贡献率占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

而从居民可支配收入来看，2018 年全年人均可支配收入 28220 元，同比增长 8.6%，2019 年前三季度同比增长 8.8%，人均收入增速相对比较稳健。分区域来看，农村地区收入增速相比城镇更快，且 2019 年增速呈上升态势。在此情况下，我们看到 2019 年消费者信心指数相比于往年同期来看，仍处于较强

水平。

从社零数据来看，2018 年社零总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，2018 年前 10 月社零总额增速降至 8.1%。社零总额增速下降一方面继续受汽车行业近期不景气的影响：汽车行业近期增速下行趋势加剧，自 2018 年 10 月以来多数月份同比增速为负，而限上单位汽车零售额占社零总额比重较高，约 10-11%，因此在一定程度上拖累社零总额增速。另一方面社零总额仅包含实物类消费和餐饮类服务，而随着居民生活水平的提高，对服务类消费的需求日益提升，可能挤占一部分实物消费，基于上述原因和人均收入的增速趋势，我们认为 2020 年消费市场大概率趋稳，无需过度悲观。

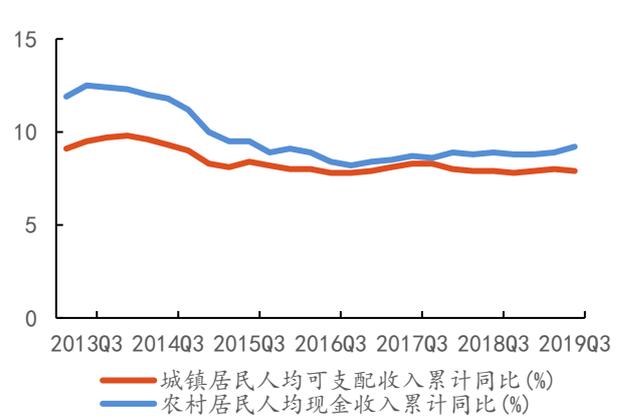
分类别来看，必需品仍可维持较高增速。前十个月日用品、粮油食品、饮料类增速分别为 13.4%，10.4%和 9.8%，保持较快增长态势，凸显抗周期属性。限上可选消费版块出现分化，金银珠宝、服装服饰类相对表现不佳，化妆品增速较快。

图表 3：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 4：城镇、农村人均收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：消费者信心指数



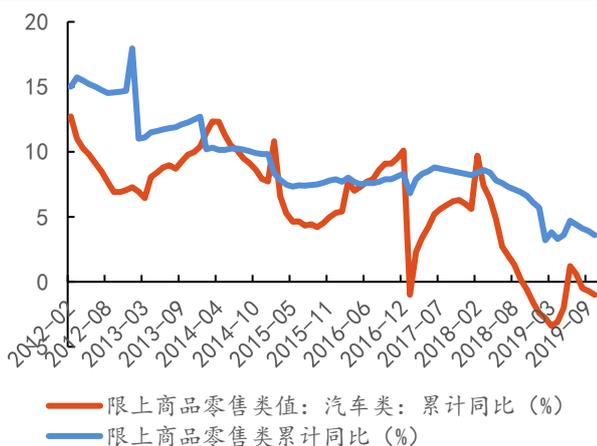
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：社零总额及增速



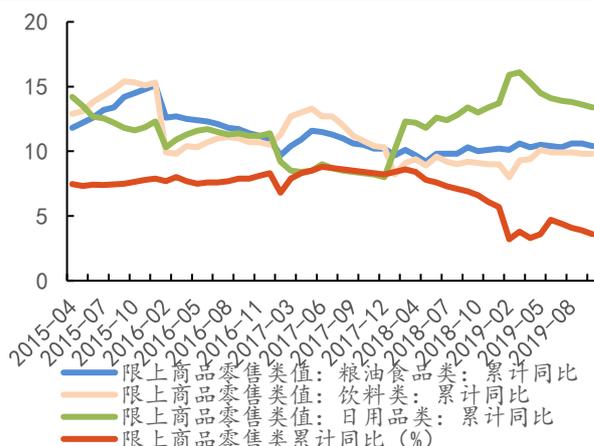
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7: 限上汽车商品零售额累计增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 限上必需消费品累计增速



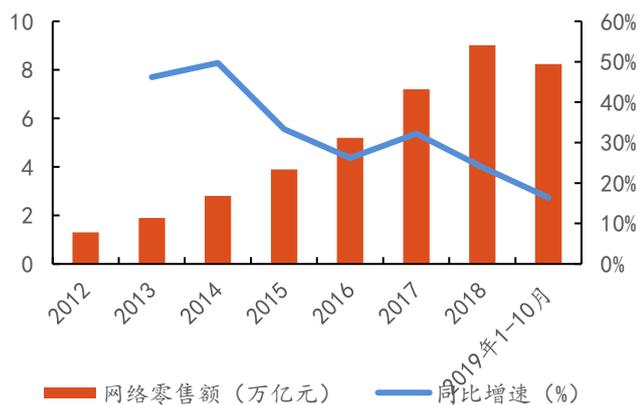
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 1.2. 一二线城市全渠道联动, 下沉市场消费潜力仍待释放

**网上购物增速趋缓, 社零占比趋于稳定。**我国的线上零售自 21 世纪初萌芽以来, 经历了飞速发展的历程。2019 年 1-10 月网络零售额包含商品和服务 8.23 万亿元, 同比增长 16.4%, 低于往年增速。网络零售额中实物商品线上零售额 6.52 万亿元, 同比增长 19.8%, 占社零总额比重达到 19.4%, 占比基本趋于稳定。今年双十一当天, 全网 GMV4101 亿元, 同比增长 30.5%, 其中, 天猫双十一当天交易金额达到 2684 亿, 同比增长 26%, 增速较往年也略有放缓。

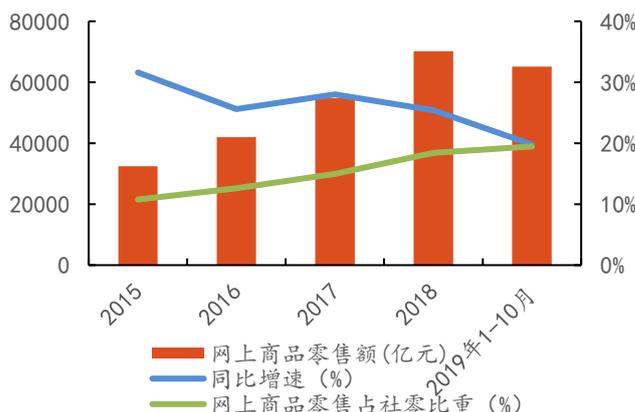
**线上零售商呈现马太效应。**B2C 网络零售占网络零售额的 50%以上, 且头部平台优势稳固, 前两大巨头占据的市场份额由 2012 年的 60%提升至 88.8%。

图表 9: 网络零售额及增速



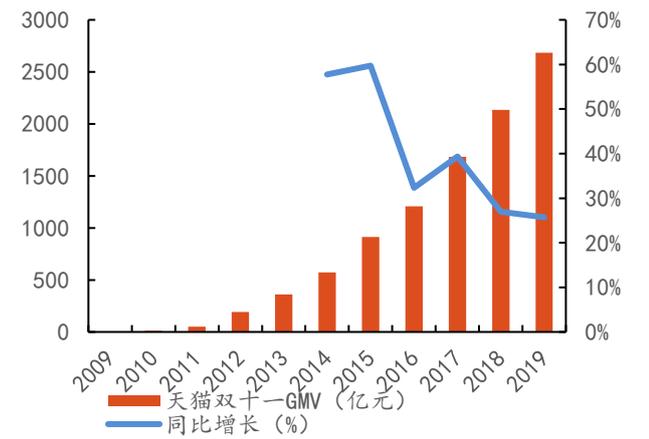
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 网上商品零售额及社零占比



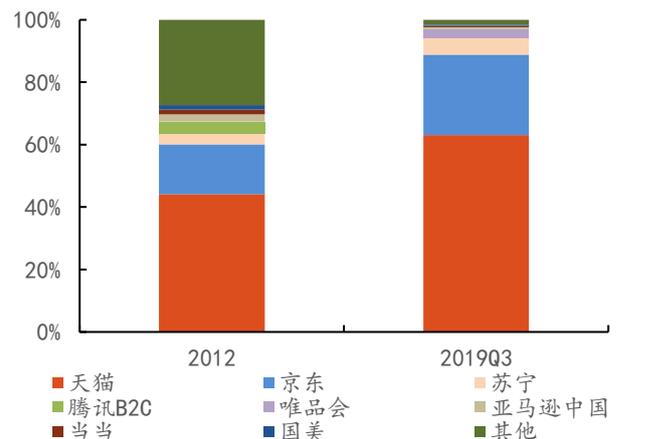
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11：天猫双十一当天 GMV



资料来源：亿邦动力网，东方财富证券研究所

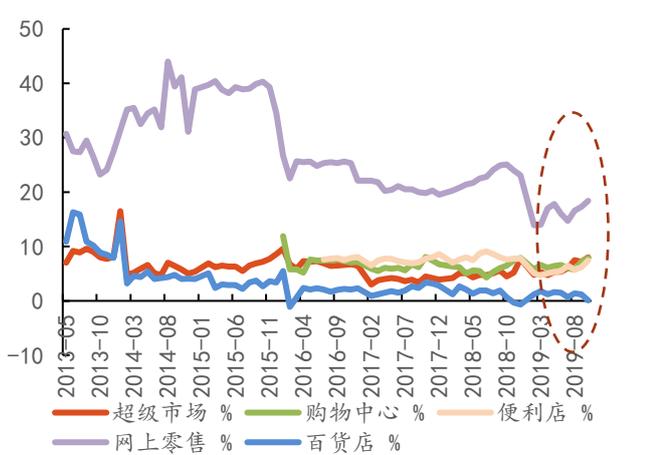
图表 12：2012VS2019 年 Q3 B2C 市场交易份额



资料来源：易观，东方财富证券研究所

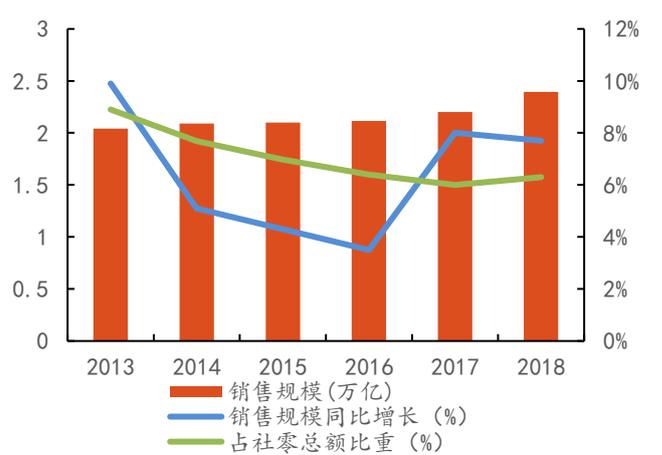
线下增速较小，集中度不高。受电商冲击，线下各业态增速放缓，在 2015-2016 年部分业态销售额甚至出现负增长。且相比于线上，线下零售商受限于地理位置和空间限制，呈现分散格局，2018 年实体连锁百强总销售规模 2.4 万亿，增速 7.7%，低于社零增速，连锁百强销售额占社零总额的比重 6.3%，占比相比上年有所提升，但整体仍呈现下滑态势。

图表 13：重点 5000 家零售企业销售额增速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 14：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

在新消费群体崛起，同时线上流量红利消退以及线下实体零售疲软的背景下，线上线下开始加速融合，以“盒马”为代表的新零售物种层出不穷，不过截至目前，大部分新零售业态仍局限于一二线城市，且处于发展的早期阶段，据贝恩咨询测算，新零售业态渗透率约为 5%，且购物频率仍低于传统实体渠道。在即将到来的新一年，除了在规模、客群上进一步扩大，在体验感、数字化上进一步升级以外，零售公司更需思考如何真正通过改造降低费用，提高效率，回归零售本质。

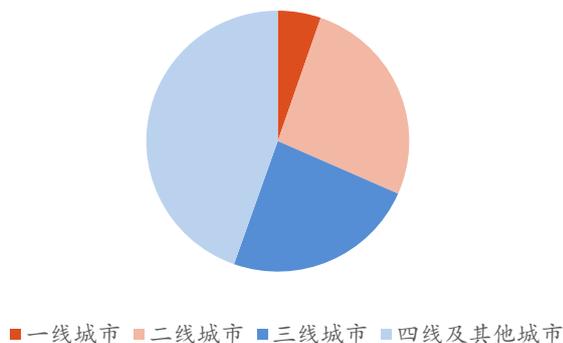
图表 15: 巨头布局快消“新零售”

	2016	2017	2018	2019
阿里	1月,盒马鲜生首店开业 10月,马云提出“新零售”概念	盒马 F2 首店开业 4月,淘宝上线“淘鲜达”		3月,盒马菜市首店开业 6月,盒马 MINI 首店开业
京东	4月,京东到家与达达合并		1月,京东 7FRESH 首店开业	
美团			5月,美团小象生鲜首店开业	1月美团买菜上线测试
苏宁		加速推进苏宁小店扩张		9月收购家乐福中国,未来5年将新增300家新型门店,满足到家服务需求
永辉		1月,超级物种首店开业		试水永辉 mini 店
高鑫			6月,大润发与盒马合作的“盒小马”首店开业	

资料来源: 搜狐, 东方财富证券研究所

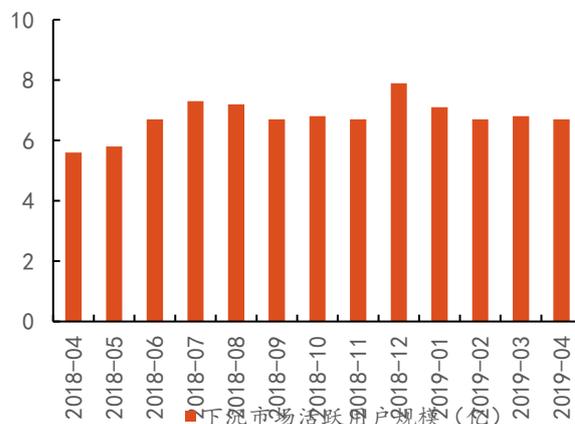
相较于一二线城市,下沉市场人口数量庞大,占比近70%,活跃用户达6.7亿规模,占据超过一半的市场规模,仍有很多增量空间亟待挖掘。近两年拼多多、快手、趣头条的崛起也凸显了下沉市场的活力和价值。根据阿里妈妈的测算,90%的品类在下沉市场仍然存在很大的渗透增长空间,其中食品饮料、个护家清等大快消行业,在下沉市场拥有较大的渗透增长空间和较高的渗透率增速,而对于个护彩妆、服装服饰等行业来说,下沉市场也拥有较大的增长空间,但是当前渗透率增速处于较低水平,因此需要品牌进行长期的教育和影响,进一步激发消费者需求。阿里、京东等巨头对下沉市场的开拓也格外看重,阿里方面,今年恰逢聚划算成立十周年,阿里将聚划算、天天特卖、淘抢购三个业务进行整合重启,并在今年618将聚划算提升至新的战略高度,肩负起加速品牌商家下沉和3亿“新客计划”的重任。当前手机淘宝活跃用户中下沉市场占比超60%,新增用户中下沉市场占比近63%。京东今年除了主打“拼购”功能外,今年还频频发力线下店,通过京东便利店、京东掌柜宝等新通路战略收割下沉市场份额。当前京东活跃用户在下沉市场的占比超50%,新增用户在下沉市场中的占比已超55%。

图表 16: 人口分布 (2017 年)



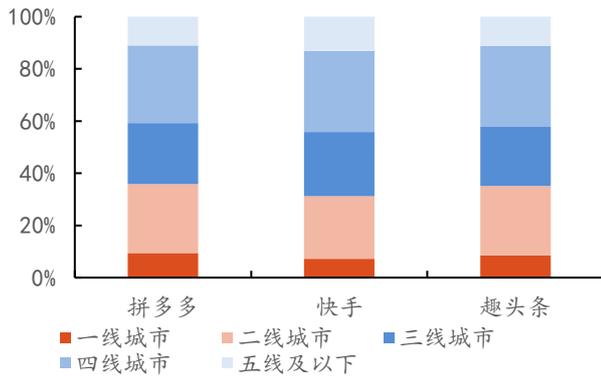
资料来源: 统计公报, 易观, 东方财富证券研究所

图表 17: 下沉市场活跃用户数



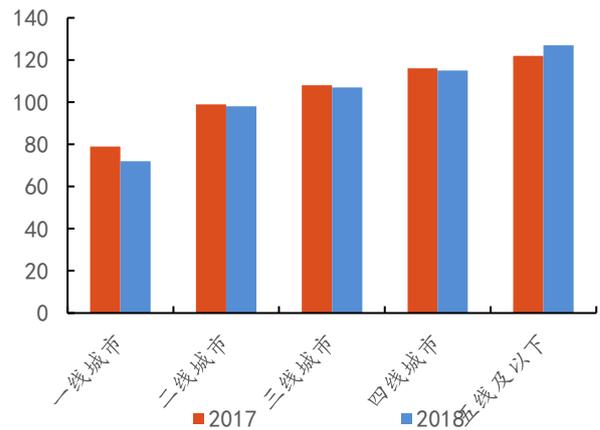
资料来源: mobtech, 东方财富证券研究所

图表 18: 拼多多、快手、趣头条的用户分布



资料来源: mobtech, 东方财富证券研究所

图表 19: 不同城市消费相对增长指数



资料来源: 京东数科, 东方财富证券研究所

图表 20: 下沉市场的机会品类

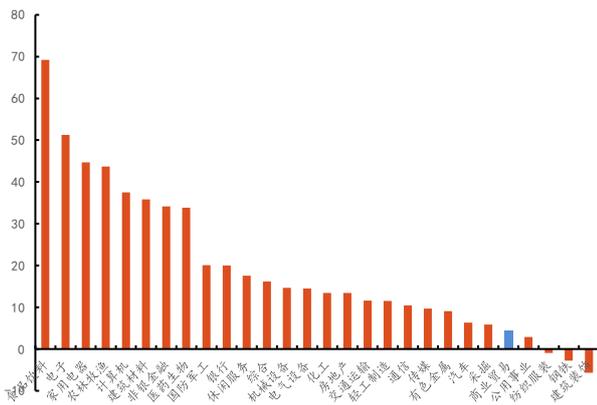


资料来源: 阿里妈妈, 东方财富证券研究所

### 1.3. 行业跑输大盘，基金持仓占比略有下降

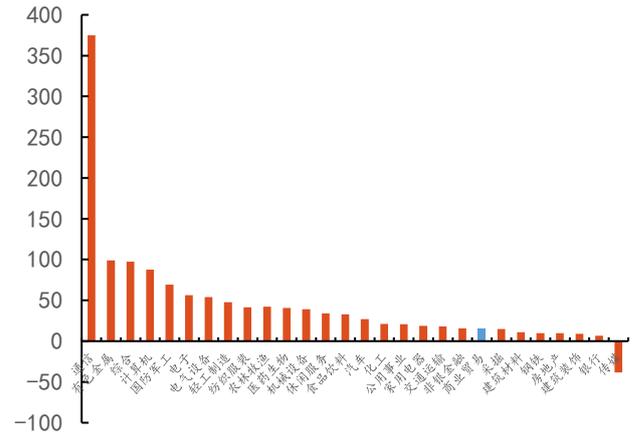
受宏观经济增速趋缓的影响，自年初至 11 月底，商贸行业涨幅仅约 4%，跑输沪深 300。行业整体估值约 12.44 倍，处于十年以来的估值底部，与其他各行业相比 PE 也较低。子板块中，一般物业经营板块涨幅居前，主要是板块内公司全新好本年度涨幅较高（27%），多业态零售板块跌幅居前，主要是板块内 ST 华鼎、跨境通等本年度跌幅较大。基金持仓股票方面，相较于去年同期，基金持仓行业分布情况来看，批零行业的占比排名有所下滑，此前批零行业股票一直维持在 3-4% 之间，今年持股比例降至 3% 以下，三季度基金重仓持股比例环比减少较大的标的主要有家家悦、南极电商、永辉超市等，环比增加较大的标的有红旗连锁、爱婴室、鄂武商 A。截至最新 Q3 数据，当前行业内基金重仓占比较大的标的为南极电商、家家悦、丸美股份等。

图表 21: 年初以来各版块涨跌幅(截至 2019-12-01)



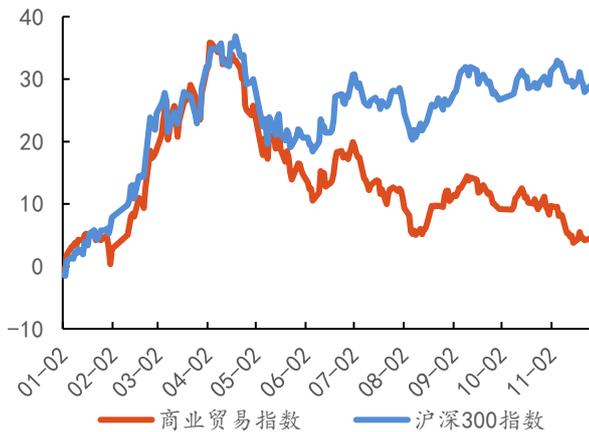
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 各版块 PE (TTM) (截至 2019-12-01)



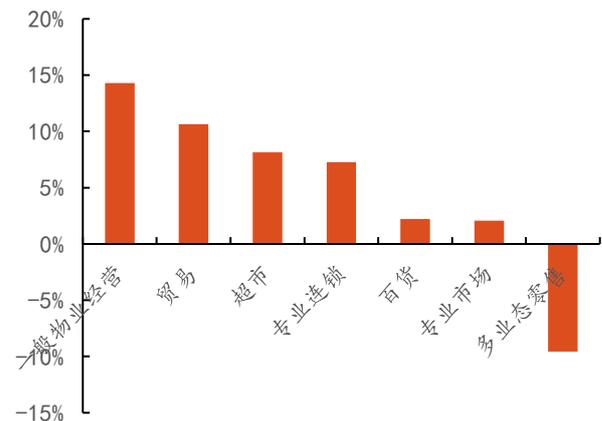
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 商贸版块年初以来指数涨跌幅(截至 2019-12-01)



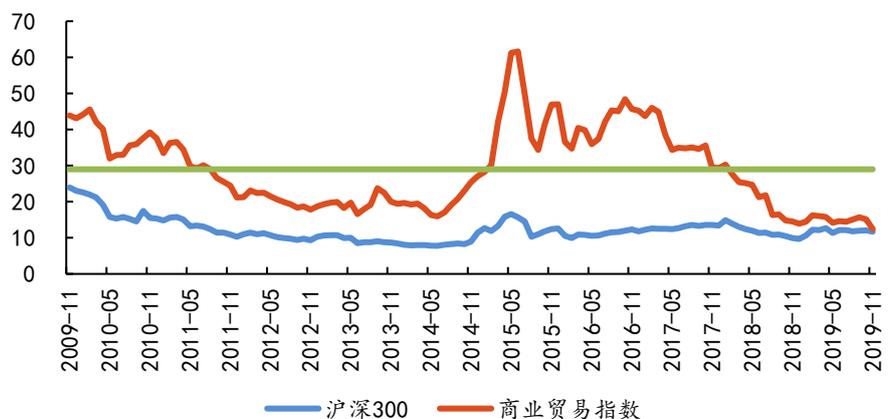
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 年初以来子版块涨跌(截至 2019-12-01)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 商贸行业市盈率

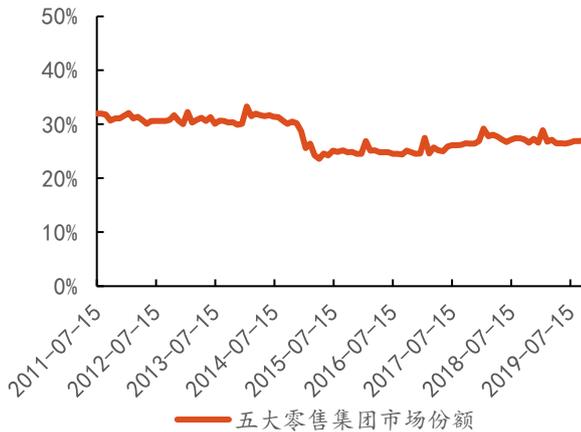


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



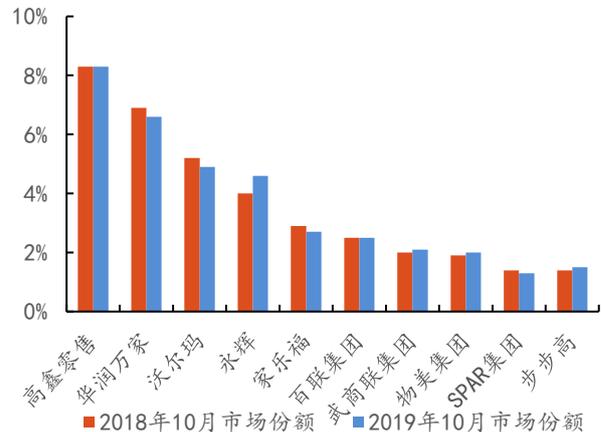
以来有大幅拉升，带动 CPI 温和上涨，从而对超市公司的营收增长有一定的推动作用。从上市公司的业绩来看，营收增速呈加快态势，2019 年前三季度，超市行业 9 家公司总营收 1298 亿元，同比增长 11.20%，增速有加快态势，主要得益于家家悦、红旗连锁营收增速的提升，以及永辉超市增速的稳定。行业总归母净利 24.57 亿元，同比增长 1.66%，主要是由于中百、新华都、人人乐利润表现不佳。而从毛利率、净利率和三费角度来看，行业今年与去年大致持平。

图表 30：前五大快消零售商市场份额



资料来源：凯度，东方财富证券研究所

图表 31：截至 10 月线下前十大快消零售商份额



资料来源：凯度，东方财富证券研究所

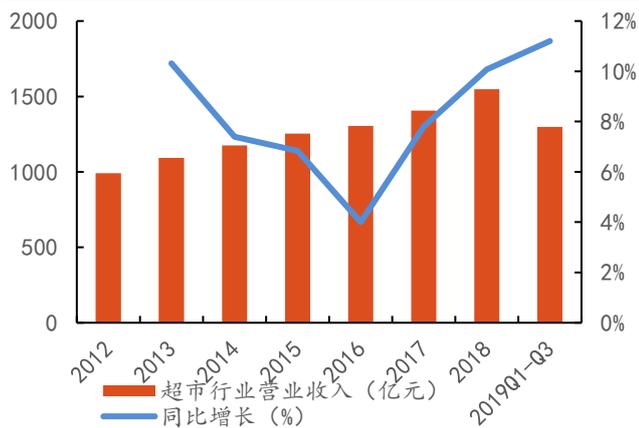
图表 32：CPI 与猪价



资料来源：choice，东方财富证券研究所

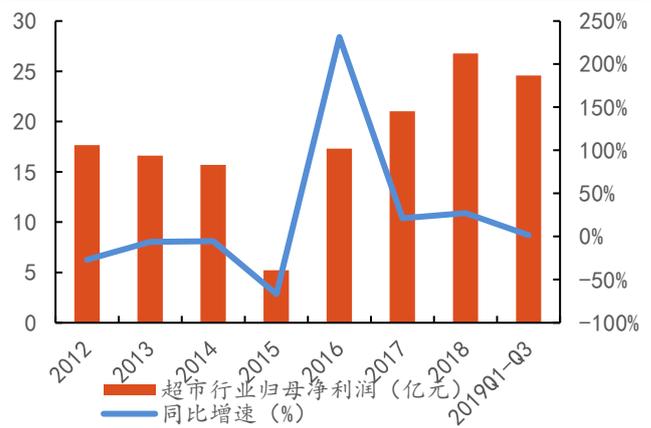
行情方面，超市行业今年整体表现不甚乐观，除 5、6 月份略跑赢沪深 300 以外，其余时间表现较为乏力。截至 11 月底，超市行业相较于年初涨幅不足 4%，而沪深 300 涨幅约 30%。市盈率方面，今年超市行业 PE 相较于去年有所下行，当前行业 PE 约 43，今年全年基本处于五年平均线之下。

图表 33: 超市行业上市公司营业收入及增速



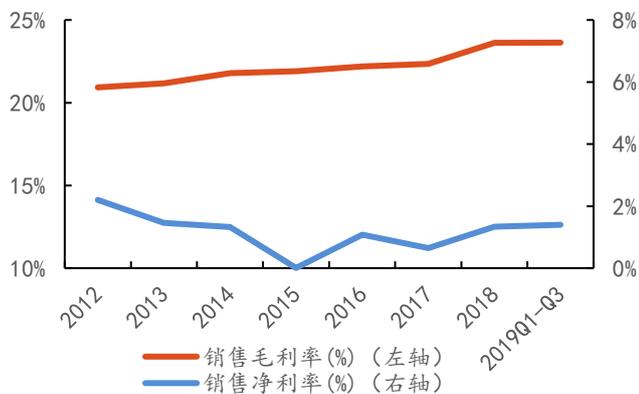
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 34: 超市行业上市公司归母净利润及增速



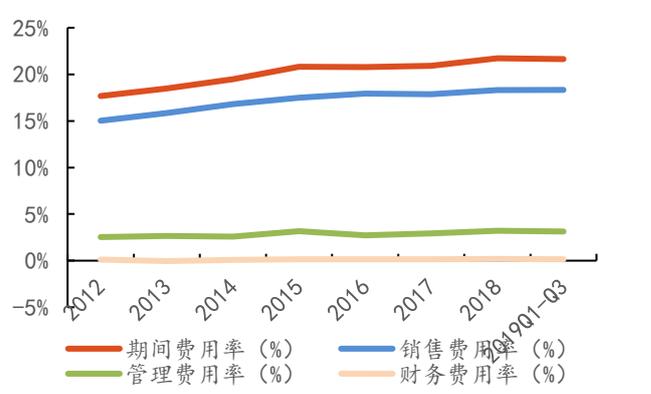
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 35: 超市行业上市公司毛利率及净利率



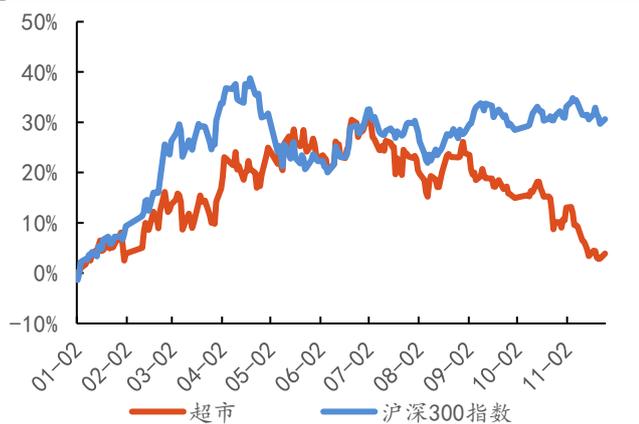
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 超市行业上市公司三费情况



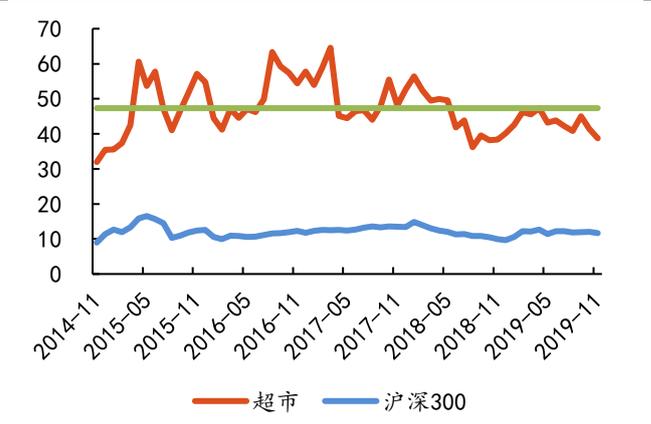
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 37: 超市行业今年涨跌幅



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 38: 超市行业市盈率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

超市行业主营必选消费品, 在未来宏观大环境不甚明朗的条件下, 超市公司业绩稳定性较强, 叠加 2020 年猪价继续上涨带动的 CPI 上涨预期, 新的一年超市行业特别是龙头上市公司营收增速有望继续维稳。从今年苏宁收购家乐福(中国)、物美收购麦德龙(中国)等大型收并购项目可以看出, 线下零售整合正在加速, 未来随着市场集中度的提升, 龙头公司向上游的议价能力有望不断增强。

## 2.2. 重点个股——永辉超市

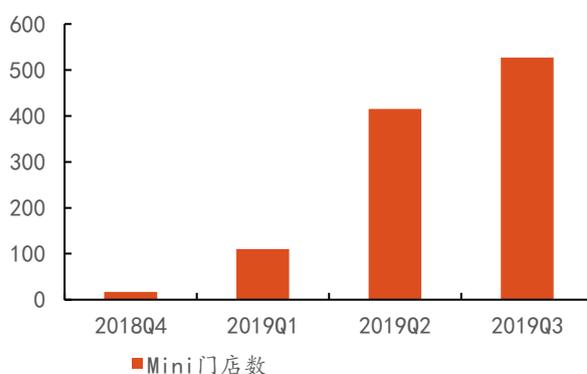
永辉超市 2019 年前三季度实现营业收入 635.43 亿元，同比增长 20.59%；实现归属于上市公司股东的净利润 15.38 亿元，同比增长 51.14%。单三季度公司实现营收 223.67 亿，同比增长 22.26%，增速快于前两个单季度。截至 9 月末，公司共经营约 825 家云超门店，相比于去年同期增加约 179 家门店，同比增长 27.7%，展店速度逐渐加快。永辉 Mini 店从年初开始试水，至今已开约 500 家门店。前三季度公司零售业务占营收比重 92.6%，毛利率 16.24%，比上年同期降低 0.79pct，毛利率较高的服务业占比由 2015 年的 4.6%，逐步提升至 7.4%，前三季度服务业毛利率达 92.15%，比上年同期提升 4.04pct。前三季度公司销售费用率下降 0.23pct 至 15.72%，管理费用率下降 1.36pct 至 2.88%，主要是由于上年同期计提的股权奖励费用较高。财务费用率上升较多主要是本期银行借款增加，使得利息支出增加。总体来看，公司期间费用率下降 1.34pct。净利率同增 0.99pct。

图表 39：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 40：永辉超市 Mini 门店数



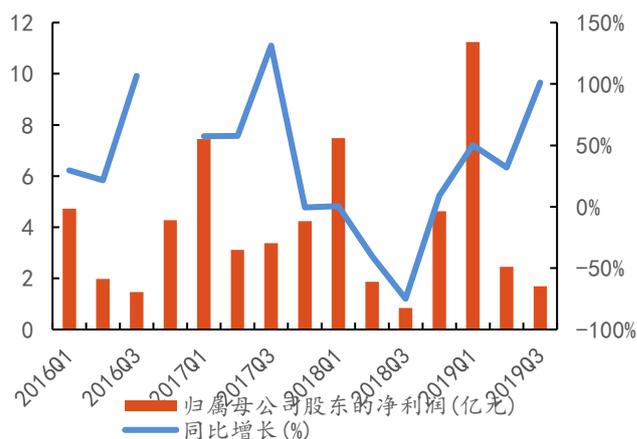
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 41：永辉超市单季度营收及增速



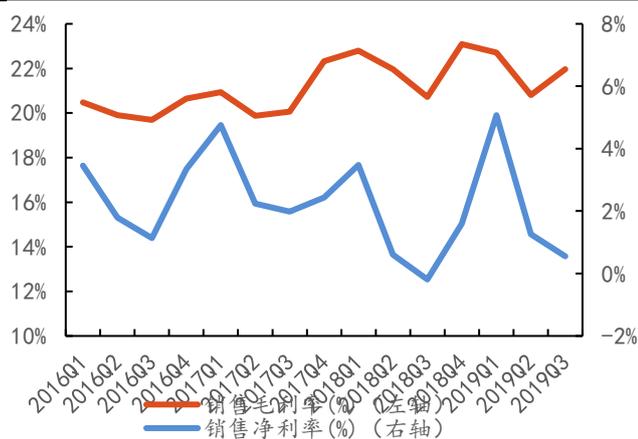
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 42：永辉超市单季度归母净利润及增速



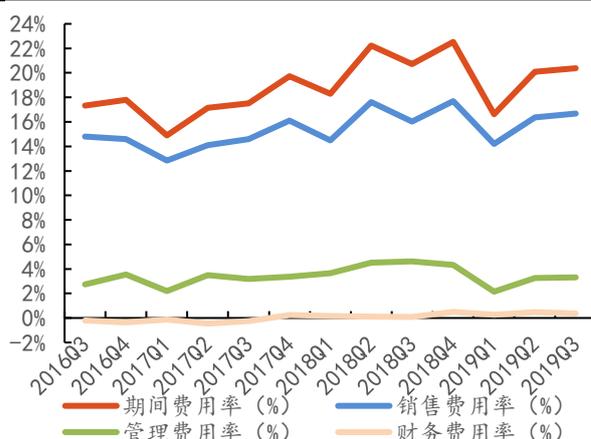
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 43: 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 44: 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

2019 年公司回归主业, 不断夯实国内国际供应链, 加强自有品牌建设, 与福盐集团、湘村股份等上游企业展开深度合作, 同时继续发力到家业务, 自建 app 永辉买菜上线, 与永辉 mini 店和前置仓协同, 聚焦社区近场零售。

2020 年, 公司自有门店数量有望加速扩张, 保证公司云超收入持续增长, 同时市占率的提升有利于公司向上游采购时议价能力的增强, 从而提升毛利率, 此外明年还将做好自有品牌的打造, 从而进一步提升利润水平和品牌形象。明年还将进一步加强 Mini 店和买菜 APP 的相互协同, 作为大卖场的补充业态, 服务 1.5 公里范围内的社区居民, 用以增加客户粘性和提供新的业绩增长点。

图表 45: 永辉超市 2019 年足迹回顾

时间	事件
01-18	永辉富平云商供应链管理有限公司与福盐集团达成战略合作, 将其旗下“闽盐”产品进行定制化包装, 该产品将通过永辉云商平台供应和销售, 此次战略合作, 有助于加持永辉品牌定制产品的多样性及专业性
06-17	由永辉超市、屈臣氏集团和腾讯三方联手打造的“百佳永辉 Bravo”超市首店在广州开业
07-15	公司发布公告称, 为深化供应链改革, 拟与福建交通集团、福州民天集团、怡和集团和谢香镇设立一二三国际供应链管理股份有限公司, 打造 1233S2B 全球消费品供应链服务平台。
08-19	为加快推动公司科技转型的步伐, 公司公告拟与第四范式(北京)技术有限公司设立合资子公司。
10-12	永辉超市与湘村股份签署战略合作协议, 双方将共同全力打造永辉超市自有战略性商品供应链
10-26	永辉买菜 APP 在北京上线, 永辉 mini 店以店仓的形式与之配合, 同时还会根据不同的品类为该平台设立独立的前置仓。
11-01	永辉超市与饿了么达成深度合作。此次合作将围绕全渠道运营、即时配送、数字营销等方面展开探索。
11-07	第二届进博会上, 永辉集团与澳大利亚 Woolworths(澳洲本土最大的连锁超市, 占据 32% 的澳洲市场份额) 签约, 成为 Woolworths 在中国首家线下全品类落地销售的零售渠道。

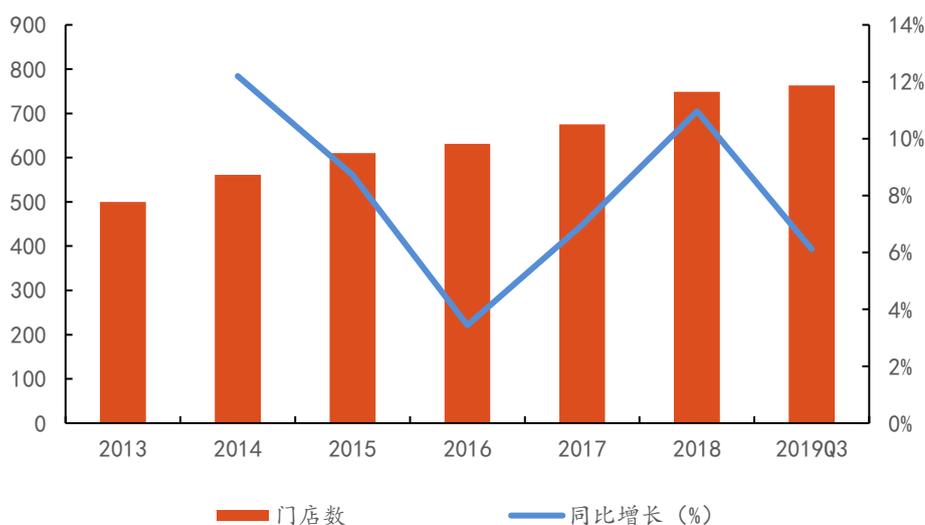
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

### 2.3. 重点个股——家家悦

家家悦 2019 年前三季度营收 112.65 亿元, 同比增长 17.89%; 实现归属

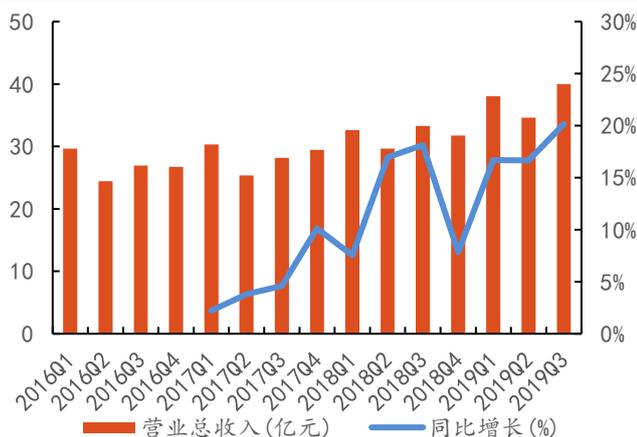
于上市公司股东的净利润 3.51 亿元，同比增长 16.70%。截至 9 月末，门店总数 763 家，相比于去年同期增加 44 家门店，同比增长 6.12%。单三季度营收达到 40 亿，同比增速 20.14%，增速环比有所加快。分业态来看，大卖场营收增速较快，达到 21.75%，综超也有 9.96% 的增长，便利店业态成长较快，同比增速近 30%。分区域来看，非胶东地区营收增幅较快，同比达 49.74%，胶东地区也有 10% 左右的增长。前三季度公司毛利率维持稳定水平，胶东地区毛利率提升 0.36pct 达到 17.83%，非胶东地区也有小幅增加，分业态来看，大卖场、综超毛利率均有所提升，百货业态毛利率提升最快，前三季度公司综合毛利率 21.52%，与前期基本持平。三费上来看，销售和管理费用率同比环比均有所下降，财务费用率同比有所上行，综合来看期间费用率同比微降 0.11pct。

图表 46：家家悦门店数及增速



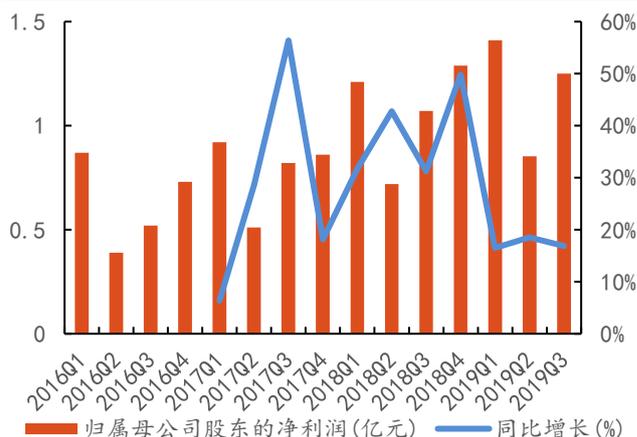
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 47：家家悦单季度营收及增速



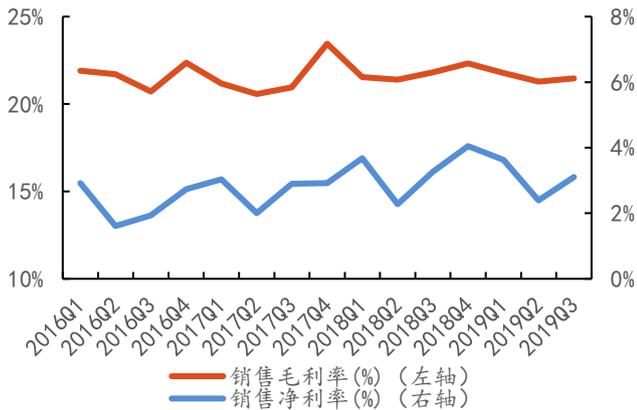
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 48：家家悦单季度归母净利润及增速



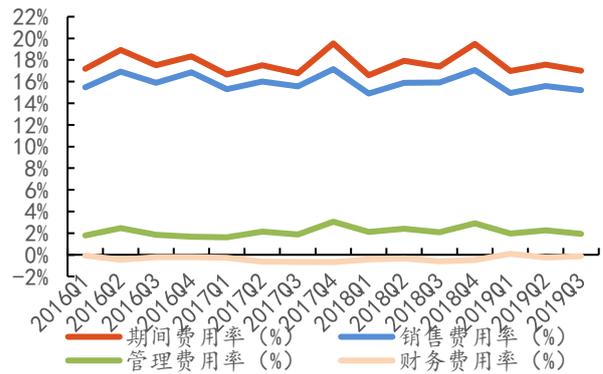
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 49：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 50：家家悦单季度三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2019 年公司一方面在传统优势区域山东省加密布局, 并收购华润在山东的全部门店, 进一步提升市占率和市场影响力, 另一方面也在积极开拓省外区域。年初收购的张家口超市截至三季度末大部分门店已调改完成, 预计年底全部更新完成, 此外, 江苏连云港、内蒙古等区域也有望在今年进驻。11 月底, 公司拟收购乐新商贸 75% 股权, 交易完成后将会把公司版图进一步扩张到安徽省, 公司全国性扩张的步伐势不可挡。此外, 公司还与 IBM 合作, 推进数字化转型, 力图打造平台型、供应链技术型零售集团。

2020 年, 在门店扩张方面, 新开门店数计划与 2019 年相当。无论是自有门店的扩张还是通过资本方式整合, 公司已具备良好的复制能力, 营收有望继续稳步增长。公司对供应链体系和自有品牌的持续打造, 有望助力毛利率和营运效率的提高。

图表 51：家家悦 2019 年足迹回顾

时间	事件
03-01	公司发布公开发行 A 股可转换公司债券预案, 6 月公司调整可转债方案, 修订后, 公司拟发行不超过 6.45 亿可转换债券, 用于连锁超市改造、威海物流改扩建、烟台临港综合物流园项目以及补充流动资金。
06-12	公司与 IBM 达成合作, 由 IBM 为其提供整体数字化建设规划, 迈开向平台型公司转型第一步
08-25	公司发布公告, 孙公司张家口万全区福祥物流配送有限公司委托代建家家悦张家口综合产业园项目, 项目占地 11 万平方米, 包括仓储设施、生鲜加工中心、中央厨房、配套设备设施等, 总投资约 5.7 亿, 项目建成后, 有利于夯实公司供应链, 提升公司的核心竞争力和持续盈利能力。
09-24	公司以 3120 万元受让山东华润万家生活超市有限公司 100% 股权, 涉及华润万家在山东开设的 7 家超市门店。
11-21	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。标的公司在安徽省北部的淮北市, 拥有 31 处门店, 并自建了支撑超市业务发展的物流中心和食品加工厂。这标志着家家悦加快在全国的连锁网络布局, 积极拓展新的区域市场 (安徽省)。

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

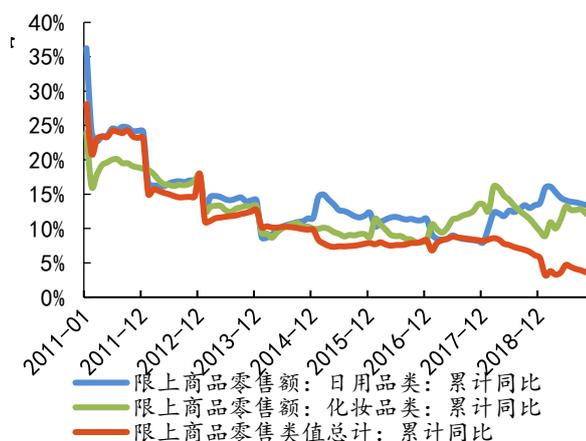
### 3. 关注点二：国货美妆，受益行业快速发展

#### 3.1. 国货品牌在年轻化和下沉化方面成果显著

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增速远超整体商品零售额增速，从 2019 年前十个月来看，日用品、化妆品累计增速分别为 13.4%和 12.1%，位居各品类增速的前两名。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。分渠道来看，随着我国电商行业的发展，化妆品线上渗透率也在飞速提升，2018 年，化妆品电商渠道市场份额超过 KA 渠道升至首位，占比接近 28%。互联网、电商购物在中国市场的普及对善于抓住机遇的本土品牌来说是一次极好的崛起机会，2013 年前后成长起来的一批基于电商平台发展起来的品牌（如淘品牌“御泥坊”），依托流量红利和成本优势迅速在整个市场中占据有利份额。近几年国产品牌则通过日益流行的社交、内容电商途径，利用花式营销手段营造爆点和话题度，从而占领消费者心智。2018 年我国美妆市场中本土品牌约占 30%的市场份额，低于欧洲+美国品牌（34%），高于日韩品牌（13%）。

值得注意的是，目前国产品牌仍主要集中在大众产品市场，提升品牌调性、发力高端市场尚有一定难度，且容易面临欧美大牌的降维打击。在“双十一”等折扣力度较大的节庆期间，欧美中高端品牌对消费者的吸引力整体上更为显著，今年双十一当天，美妆个护排名 top5 全部为国际品牌。但是从细分人群上来看，国货品牌其实有其独特的吸引力。根据贝恩咨询与天猫的联合统计，今年双十一天猫“小镇青年”榜单中，国货护肤品牌在会员总量和活跃度等指标均排名第一。新势力人群（如高线城市 95 后）和蓝海人群（都市蓝领、小镇中老年等人群）共贡献了国货美妆 6 成的销售额增量，可见国货品牌在年轻化和下沉化方面成果显著。

图表 52：限额以上日用品、化妆品累计增速



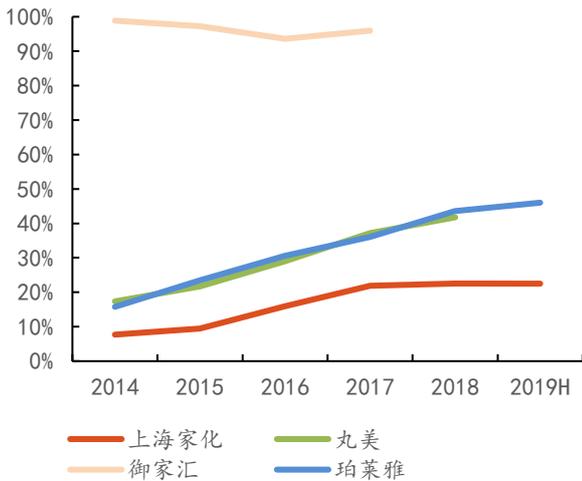
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 53：天猫双十一当天护肤品排行

排名	2017年	2018年	2019年
1	百雀羚	兰蔻	玉兰油
2	自然堂	玉兰油	兰蔻
3	兰蔻	欧莱雅	SK-II
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	SK-II	SK-II	欧莱雅
6	玉兰油	百雀羚	百雀羚
7	欧莱雅	自然堂	HomeFacialPro
8	一叶子	HomeFacialPro	自然堂
9	悦诗风吟	薇诺娜	薇诺娜
10	资生堂	悦诗风吟	一叶子

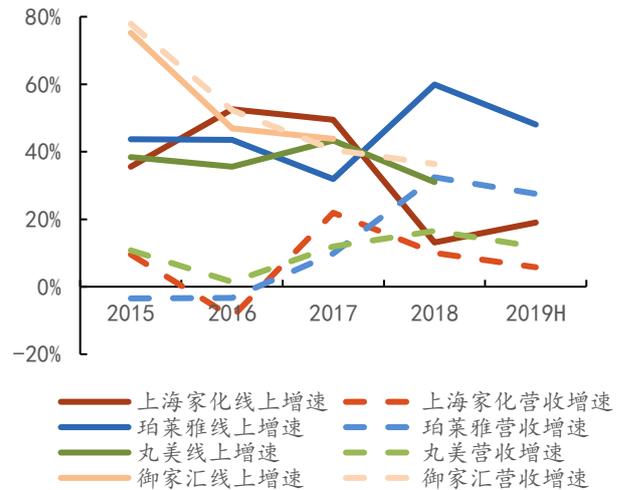
资料来源：亿邦动力，东方财富证券研究所

图表 54: A 股美妆公司线上收入占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 55: A 股美妆公司线上收入增速与总营收增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

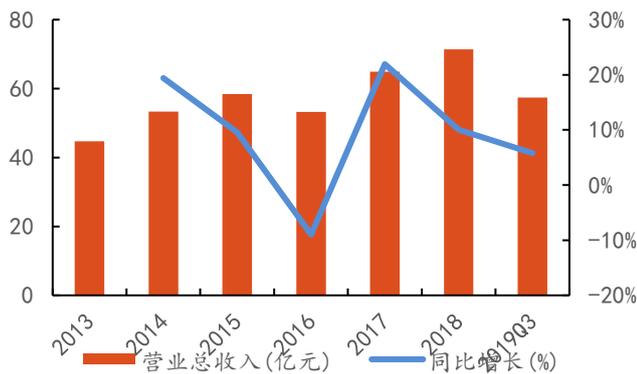
当前国内国际品牌都在加强线上渠道的建设, A 股美妆公司对电商渠道也格外重视, 线上收入占比日益提高, 线上收入增速也对整体营收增速起到很好的带动作用。此外, 美妆品牌对线上营销的力度也在不断增强。以完美日记举例来说, 2016 年诞生, 至今短短三年时间, 就取得了今年 618、双十一美妆榜第一名的好成绩, 这离不开其在小红书、微信公众号等平台的精准投放和精细运营。完美日记在推出新品和 KOL 投放上非常有节奏和策略, 一般都会会在 618、双十一等大促节点之前的一个月上线新品, 然后在小红书、微博、抖音这样的种草平台进行为期一个多月的爆款运营, 最后通过大促节点, 彻底引爆销量增长。今年 7 月, 珀莱雅泡泡面膜也是通过线上营销的手段火爆全网, 以其“贴上出泡泡”的可视化卖点为基础, 辅以抖音“搞笑测评”、“剧情反转”等年轻人喜闻乐见的新奇有趣视频, 最终夺得“天猫面膜月销量排行榜”第 1 名。

2020 年, 下沉市场、男性用户、年轻群体的国货美妆渗透率有望进一步提升, 高端化、功效化的趋势已势不可挡, 社交电商、“种草营销”迅猛发展, 这些都为国产品牌的爆发提供了很多宝贵的机会。当前国货龙头在打造爆品、线上营销等方面已积累了比较丰富的经验, 新的一年这些龙头除了继续抢占大众市场的份额以外, 也会不断向高端化迈进。

### 3.2. 重点个股——上海家化

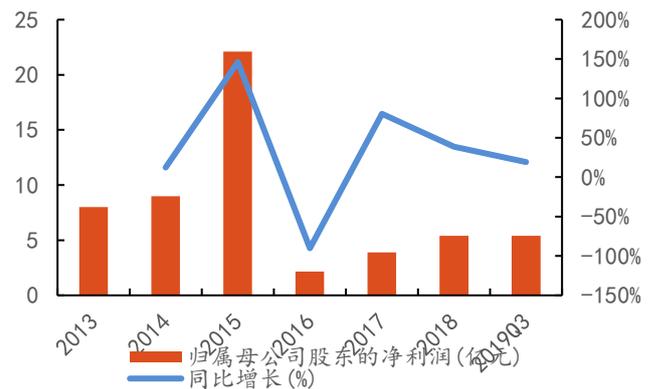
上海家化 2019 年前三季度公司实现营业收入 57.35 亿元, 同比增长 5.81%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.40 亿元, 同比增长 19.09%。上半年百草集通过冻干面膜引流, 下半年主推升级后的太极系列, 成果较好, 三季度销售同比基本持平, 预计全年实现正向拐点。六神增速有所放缓, 主要是今年气温影响产品销量, 新品沐浴露面临较强竞争, 以及电商促销对线下渠道有所冲击所致。其他品牌如启初、家安、玉泽、片仔癀等都实现了较快的成长速度。前三季度公司毛利率相较于上年同期下降 1.16pct, 而单三季度毛利率同比有所提升, 主要是由于高毛利美妆产品的占比增加。1-9 月份公司销售费用率同比升高 0.28pct, 主要是由于新品推广加强线上线下营销活动。管理费用率和财务费用率同比下降, 总体来看公司期间费用率同比下降 0.44pct, 费控良好, 净利率 9.42%, 比去年同期上升 1.05pct。

图表 56: 上海家化营收及增速



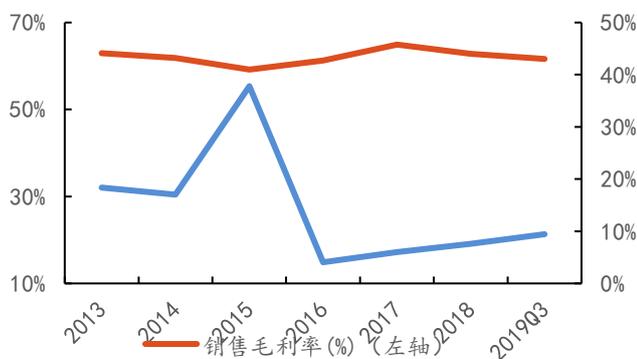
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 57: 上海家化归母净利润及增速



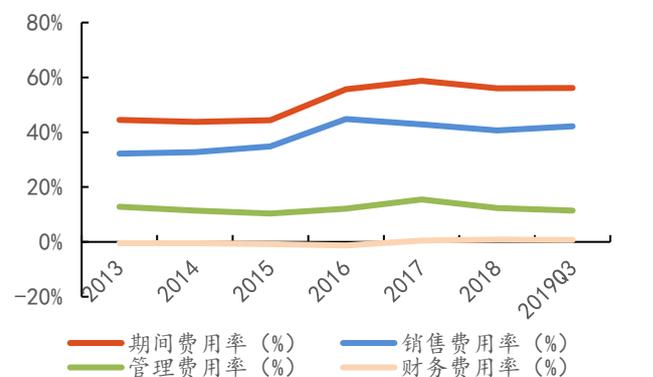
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 58: 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 59: 上海家化三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

公司 2016 年确立“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”的方针。以品牌为驱动，知名品牌向年轻化方向发展，新兴品牌聚焦细分市场，高端品牌科技赋能，提升体验，外延品牌扩充版图，完善日化生态圈。

2019 年公司继续知名品牌“年轻化”战略和跨界 IP 合作，3 月樱花季，美加净×晨光樱花限定礼盒以及美加净×顾村公园樱花节主题活动，以粉嫩的色调戳中少女心，获得不错的反响。六神则与 Heart Panda 的跨界推出熊猫形象限量礼盒，与餐饮品牌沪小胖携手打造流量热点。据统计，90、95 后的年轻人是联合跨界的主要消费者，也是消费额增速最快的群体，公司通过此类营销能够比较有效地实现拉新和提升关注度。

新兴品牌“启初”、“家安”等也在持续推出突破性新品。比如启初 2019 年推出的新品感官启蒙系列将洗护、玩乐、早教融为一体，通过多种表情互动、温控变色、专利气味来激发 1.5 岁宝宝视觉嗅觉感官。2019 年家安除了对原有的产品（果蔬餐具净系列）进行升级以外，也切合细分领域的增长趋势，推出酵素多功能魔力去渍泡和空净香氛系列等新品。

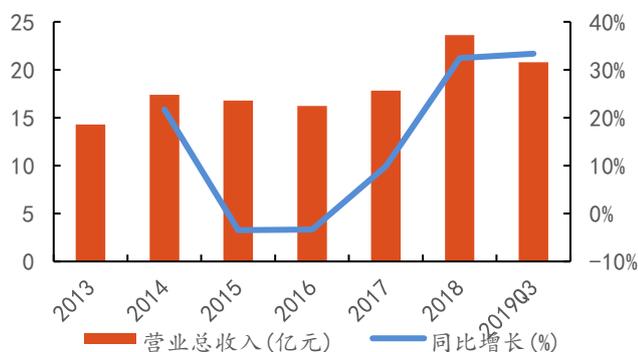
高端品牌“佰草集”则坚持科技赋能战略。2019 年上半年通过口碑营销将佰草集冻干面膜打造成爆款，提升品牌的话题度，下半年主推全新太极系列，采用“优质内容+多渠道传播”的营销方式，推出充满话题性和传播性的“变美是最好的复仇”病毒视频，发起“太极与街舞 battle”项目等，获得超高点击量和关注度。升级版太极日月精华一经推出，销售表现就超出公司预期。此外，佰草集 9 月与中免集团达成合作，成为首批进入渠道的国货化妆品。

2020 年,佰草集将牵手敦煌研究院进行跨界 IP 合作,推出敦煌限量礼盒,同时更加强化全渠道曝光率,线下会在北上深机场、以及部分城市的地铁、火车站等投放广告,线上会继续利用多重平台和多种传播手段提高品牌的声誉和认可度。佰草集品牌的回暖有望整体提振公司的营收和毛利水平,随着多品牌矩阵进一步的完善,公司整体市占率有望进一步提高。

### 3.3. 重点个股——珀莱雅

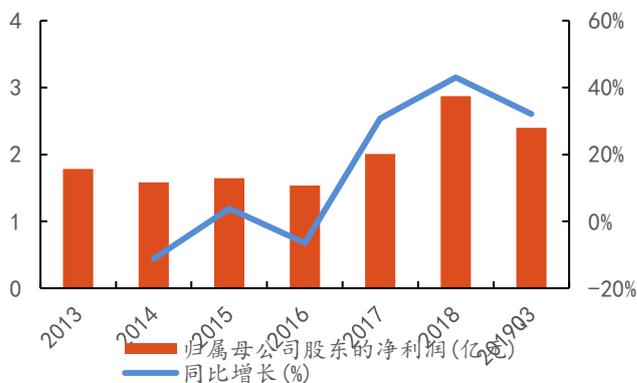
2019 年前三季度珀莱雅在维持主品牌高增速的情况下,持续推新品、打爆品。上半年推出四大新品系列,涉及精华、保湿原液、修护面膜、彩妆等多个品类,丰富了产品结构,此外在产品营销方面,运用多种手段,如跨界营销,冠名热门综艺,借力粉丝经济等,均取得了不俗的效果。公司线上渠道占比进一步提升,线下渠道维持稳健增速。上半年电商渠道营收 6.11 亿,占比 46%,同比大增 48%。线上的高速增长得益于公司持续精细化的运营。例如在天猫平台上与头部直播红人深度合作,在京东平台上提前布局爆款商品的引爆工作,重视分销和社群渠道并进行拉新和推广等。线下方面,CS 店、商超、单品牌店也都维持 10%以上的成长。公司前三季度公司毛利率 63.85%,较去年同期提升 0.7pct,费用方面,期间费用率微增,主要是销售费用方面公司加大营销力度,形象宣传推广费用率增加较多,以及在管理费用方面有股权激励摊销以及职工薪酬增加较快。综合来看,三费同增 0.2ct,净利率微降 0.4pct。

图表 60: 珀莱雅营收及增速



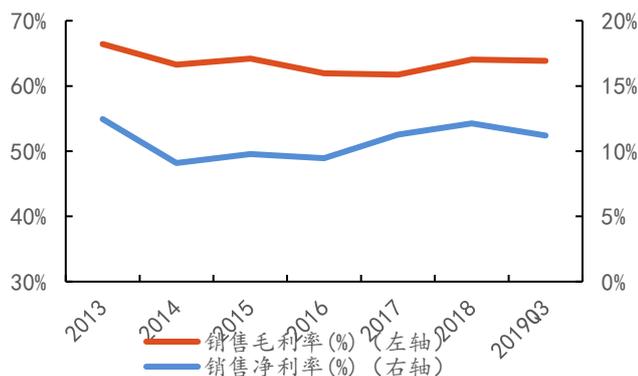
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 61: 珀莱雅归母净利润及增速



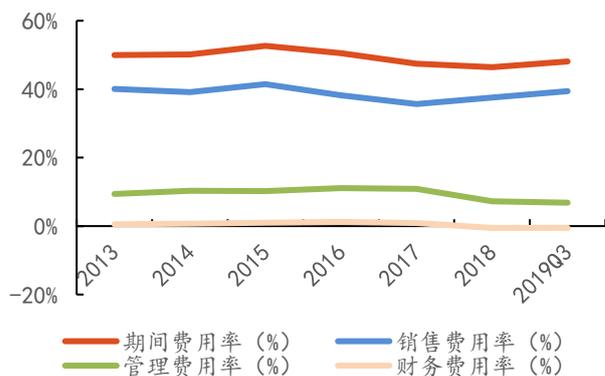
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 62: 珀莱雅毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 63: 珀莱雅三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

2019 年，公司积极进行品牌升级，与法国著名研究机构联合发布全新精华家族，主打科技、品质、功效。7 月，黑泡泡 SPA 面膜火爆全网，累计销售超过 100 万盒，一举拿下“抖音美容护肤榜”第 1 名和“天猫面膜月销量排行榜”第 1 名。11 月珀莱雅又与西班牙著名护肤品牌 SingulaDerm 达成战略合作，成立合资公司，共同探索抗衰老产品，也有利于公司进一步提升综合研发实力。

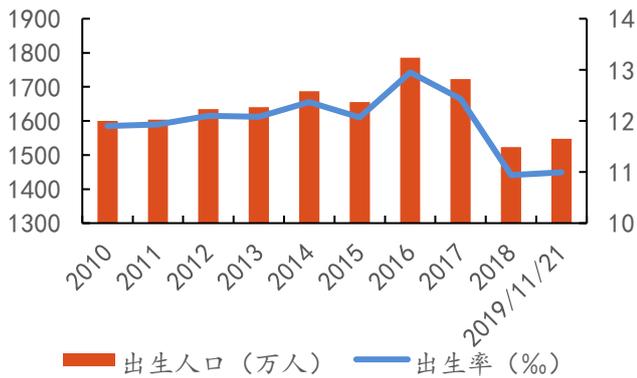
2020 年公司将继续年轻化战略，加强线上渠道的重视和内容、社群营销手段，品类方面，公司将利用泡泡面膜的爆品方法论，继续通过极致大单品+爆品相结合的方式营销，例如高增长、高毛利的精华类产品等。在彩妆方面，公司将通过自己培育+外部代理的方式逐渐构建完整的彩妆矩阵。通过不断向多品牌、多层次进行布局，公司一方面可以有效降低单一品牌风险，另一方面有助于提升品牌调性，扩大目标客群规模。公司的营收和利润有望实现稳步增长。

## 4. 关注点三：母婴专业店，市场空间广阔

### 4.1. 受消费升级趋势影响，母婴行业规模增速较快

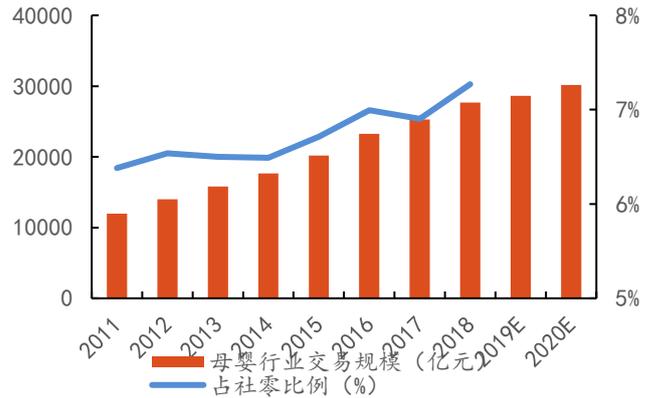
从上世纪末开始各省份相继开放了“单独二胎”的试点，到 2013 年 11 月正式启动“单独二胎”的政策，再到 2016 年 1 月 1 日，全面放开二胎政策，一系列生育政策的调整使得之前积蓄下来的二胎生育意愿逐渐得到释放，为维持生育率的稳定奠定了基础。11 月初，十九届四中全会通过《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》，提出要“优化生育政策，提高人口质量”，未来我国有望进一步取消生育的行政限制，并完善产假、生育津贴等生育配套政策，为民众创造更为良好的生育环境和生育文化。根据联合国经济和社会事务部预测，未来 5 年，我国年均新生人口仍能达到约 1540 万的水平。尽管新生人口数有放缓趋势，但随着“4+2+1”家庭日益成为家庭结构的主流，人们对新生儿的养育重视程度在逐步提升，逐渐崛起的 80、90 后消费新势力对于个性化、高端化的母婴产品、服务有着更为强烈的需求，与此同时科学育儿观念也逐渐向线城市和农村普及，一系列趋势推动母婴行业规模继续较快速扩张。根据易观数据，2018 年中国母婴市场规模已达 2.77 万亿，占社零总额比重接近 7.3%，而凯度最新数据显示，2019 年上半年母婴产品消费市场同比增长 14.2%，快于整体快消品市场平均水平（5.4%）。分渠道来看，线下母婴店仍是母婴快消品市场最大的销售渠道，其占比达到 32%，占比同比提升 3.5pct。电商渠道也不甘示弱，占比已达 31%。而对于消费者购买渠道数量的调查显示，多数消费者会选择电商+母婴店两种渠道购买所需商品。2020 年，这两种渠道有望分庭抗礼，并继续挤占超市大卖场以及其他渠道，随着 95 后初为父母走向人生阶段，母婴消费的体量有望进一步提升。

图表 64：我国新生儿人口和出生率



资料来源：国家统计局，联合国经济和社会事务部，东方财富证券研究所

图表 65：母婴行业市场规模及占社零比例

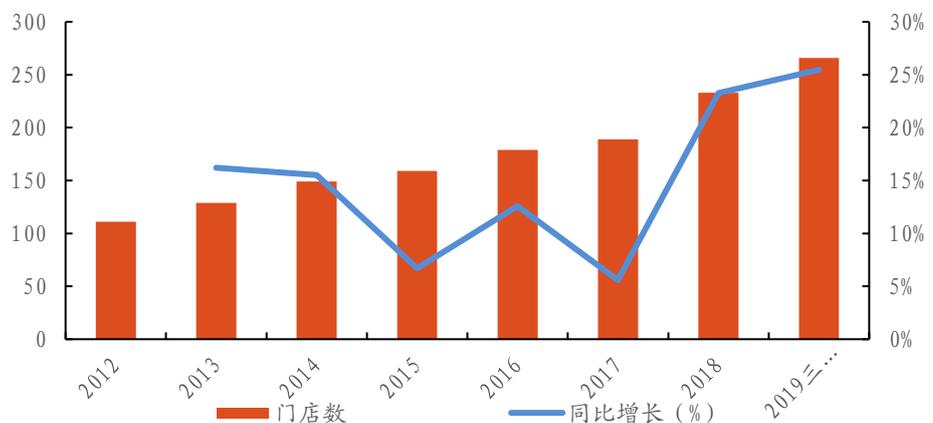


资料来源：易观国际，东方财富证券研究所

## 4.2. 重点个股——爱婴室

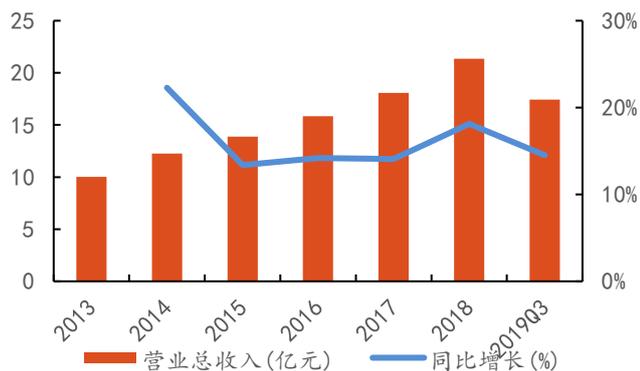
爱婴室 2019 年前三季度营收 17.41 亿元，同比增长 14.52%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.87 亿元，同比增长 32.95%。公司线下门店收入增长稳定，前三季度，线下门店共新开 39 家，关闭 13 家，截至三季度末达到 266 家门店，门店总体销售收入同比增长 15.65%。电商业务继续延续较高增长势头，同比增速达 78%，收入占比相较于去年同期提升约 1pct。分品类来看，毛利率较高的棉纺类、玩具类等营收增长较高，食品类、奶粉类更是实现了营收和毛利率的同步较快提升。分地区来看，上海地区的营收占比依然超过 50%，浙江地区营收增速较快，相比于 2018 年上半年，营收占比提升约 2.3 个百分点，毛利率同比也增加了 3.19 个百分点，居各地区之首。整体上看，公司三季度毛利率相比于去年同期上升 2.22 个百分点，创历史新高。尽管三费也有所增加（一方面是销售费用率同比提高 1.44 个百分点，主要为次新店房租及物业管理费、人力成本增加较快所致，另一方面管理费用率提高 0.55pct，主要为公司增加股权激励限制性股票费用摊销、员工绩效、新办公室增加所致）总体前三季度期间费用率增加约 1.45 个百分点，综合来看公司净利率提高 0.71pct。

图表 66：爱婴室门店数及增速



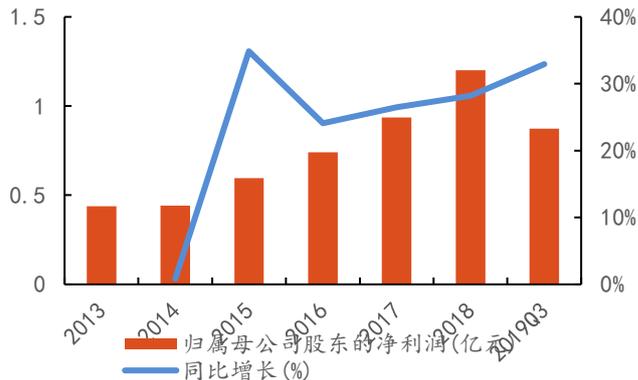
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 67: 爱婴室营收及增速



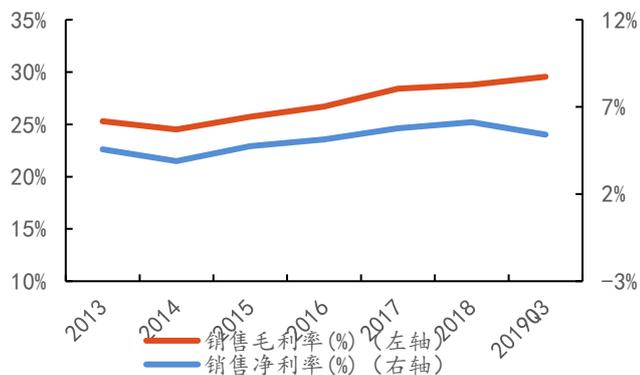
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 68: 爱婴室归母净利润及增速



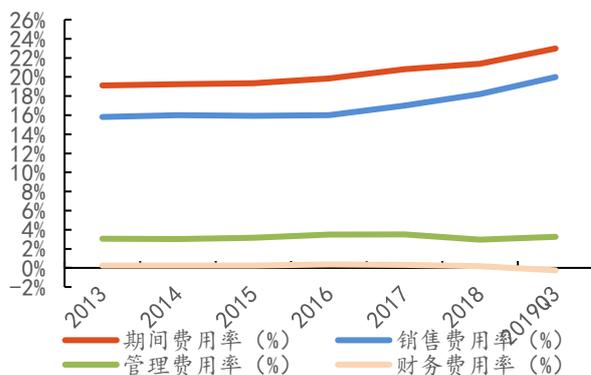
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 69: 爱婴室毛利率及净利率



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 70: 爱婴室三费情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

未来几年公司预计在原有优势区域进一步加密布局, 并逐渐开拓西南、华南等地市场, 随着街边店调整基本完成, 关店率有望进一步下降, 门店数量的增长将推动营收规模持续增长; 商品组合的优化, 自有品牌的打造以及直供品牌的增加, 也有望进一步提升公司毛利水平。

## 5. 子版块及重点关注公司盈利预测

图表 71: 子版块 choice 一致盈利预测

子版块	净利润增速		PE	
	2019E	2020E	2019E	2020E
贸易	-39.74%	7.35%	9.99	9.30
百货	0.61%	8.68%	9.11	8.39
超市	66.88%	28.64%	33.65	26.15
多业态零售	-10.85%	12.78%	13.24	11.74
专业连锁	28.68%	-44.73%	9.45	17.09
专业市场	-20.93%	8.95%	11.35	10.42
日用化学产品	14.32%	10.01%	31.05	28.22

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 72: 重点关注公司盈利预测 (截至 12 月 1 日)

股票代码	股票名称	总市值	净利润增速		PE		EPS		评级
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
601933.SH	永辉超市	708.21	46.52%	31.64%	32.30	24.77	0.23	0.30	买入
603708.SH	家家悦	139.99	20.89%	10.91%	27.32	24.44	0.85	0.95	买入
600315.SH	上海家化	202.11	14.27%	16.89%	32.61	27.78	0.92	1.08	增持
603605.SH	珀莱雅	171.09	32.31%	26.82%	44.43	35.14	1.89	2.39	增持
603214.SH	爱婴室	42.61	22.73%	18.54%	28.97	24.42	1.45	1.72	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。