

二季度规模增长如期回落，业绩受去年股权转让收益促成高基数有所下滑，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2020 年上半年公司实现营业收入 23.45 亿元，同比增长 11.94%；实现归属母公司净利润 0.85 亿元，同比减少 24.67%；实现归属母公司扣非净利润 0.72 亿元，同比增长 12.63%；实现经营现金流量净额 0.44 亿元，较上年增长 33.66%。

2. 我们的分析与判断

(一) 上半年规模增速环比如期回落，业绩受去年股权转让高基数影响同比下滑，看好聚焦生鲜与门店改造战略提升店效

2020 年上半年公司实现总营业收入 23.45 亿元，较上年同期增加 2.50 亿元；其中零售业作为主营业务贡献 22.60 亿元，较上年同期增加 2.64 亿元，同比增加 13.41%，贡献营收增量的 105.42%；其他非主营业务 2020 年上半年共计实现 0.85 亿元，较去年同期减少 0.14 亿元，实现同比增长-13.73%，由此可见公司上半年总营收增量主要源自于主营业务零售板块，而包含供应商服务费等收入在内的服务型收入受疫情影响尚未恢复至去年同期水平。若扣除 2019 上半年杭州浙海转让的影响因素，其余主营业务收入实际同比增长 19.52%，主要是受益于年初爆发的新冠疫情致使一季度居民消费场景集中于家庭内使得承担生活必需消费品供应的超市需求大幅提升以及在二季度国内疫情防控进入常态化阶段后超市在必需消费品零售渠道中的地位并未出现明显回落，致使公司主营业务于上半年实现较快增长。

按季度拆分，2020Q1/Q2 公司分别实现总营业收入 13.58/9.88 亿元，分别较去年同期变动 2.15/0.35 亿元，分别实现同比增长 18.80%/3.71%，Q2 单季度同比增速较 Q1 出现环比大幅回落主要是由于在国内疫情防控进入常态化阶段后居民消费场景由先前的集中化转变为分散化所致，符合预期，预计下半年疫情防控对超市同店表现以及新店培育期缩短起到的催化作用或将进一步减弱，推动公司规模增长的核心驱动力将回归同店坪效改善、展店加速以及线上业务拓展等常规因素。

从上半年公司门店角度出发，截止 2020 年上半年公司共计拥有门店 214 家，新开 7 家门店，较年初净增门店 7 家，较去年同期净增门店 12 家，展店进度与去年同期新开 6 家水平大致持平。按业

三江购物 (601116.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯董

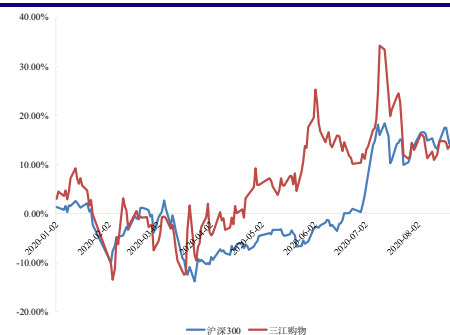
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间 2020.08.28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司 2019 年报点评_零售行业_三江购物(601116.SH)_门店升级改造成效甚佳，新零售转型战略发力有望推动规模业绩持续增长_20200416

态进行拆分，截止 2020 年上半年，公司分别拥有超市（含创新店）/小业态店 124/90 家，分别较年初新增 5/2 家，分别较去年同期新增 1/11 家；按地区划分，截止 2020 年上半年末公司分别在宁波市/宁波以外地区开设门店 187/27 家，分别较年初新增 7/0 家，分别较去年同期新增 11/1 家。基于上述数据可见，公司上半年的展店重点仍是在强势区域宁波市内开设主力业态的超市门店，截止 2020 年 8 月 28 日，公司于宁波市内新开设一家创新店，预计未来公司仍将在持续推进老店改造进程的同时，加大宁波市内超市门店的拓展，巩固自身品牌在市内影响力。

按业态拆分公司主营业务，截止 2020 年上半年公司超市（含创新店）/小业态店分别实现营收 20.32/2.28 亿元，分别较去年同期变动 2.04/0.59 亿元，分别实现 11.19%/35.04%的同比增长，分别贡献主营业务营收增量的 77.58%/22.42%，由此可见公司上半年主营业务营收增量主要源自于超市业态在疫情期间承担生活必需用品的重任实现销售额的高速增长所致。进一步拆分，宁波市内以外地区超市门店较去年同期出现下滑的主要原因是由于公司于 19 年上半年完成对杭州浙海全资子公司的股权转让造成可比口径出现差异所致；至于宁波市以外地区小业态门店出现的负增长主要是由于疫情期间居民外出活动大幅减少且小业态门店较难负担疫情期间保供应重任致使客流与客单价均出现回落所致。

按地区拆分公司主营业务，公司位于宁波/宁波大市外的门店分别实现营收 20.11/2.49 亿元，较去年同期分别变动 3.56/-0.93 亿元，同比增加 21.52%/-27.12%，营收占比分别为可见公司是持续以宁波市区为主力战区，营收占比分别为 89.00%/11.00%，分别较去年同期变动 6.09/-6.09 个百分点，预计未来公司仍将以宁波市内地区作为重点发展区域，营收占比或有望进一步提升。

按商品品类拆分公司主营业务，2020 上半年年各类门店中食品/生鲜/日用百货/针纺产品分别实现 11.93/8.01/2.45/0.21 亿元，较去年同期分别变动 1.78/1.89/-0.93/-0.10 亿元，分别实现同比增长 17.49% /30.88% /-27.53% /-31.82%，分别贡献营收增量的 67.38%/71.63%/-35.23%/-3.79%，由此可见 2020 年上半年主营零售业务营收增量主要是由于 2020 上半年疫情期间居民消费场景集中于家庭内致使其对生鲜等民生产品需求加大，在此基础上公司加大线上业务发展，最终促成食品和生鲜类产品于上半年保持高速增长；至于本以遭受电商冲击的日用百货及针织品类等标准化商品，面对此次疫情冲击表现呈加速下滑趋势，预计未来公司大概率持续推进门店内部商品结构，聚焦与能够与电商进行差异化竞争的生鲜与食品等品类。**从各类产品的销售额占比情况来看**，截止 2020 年上半年末，公司食品/生鲜/日用百货/针织产品销售额占主营业务比重分别为 52.81%/35.42%/10.82%/0.95%，较去年同期分别变动 1.92/4.78/-6.08/-0.63 个百分点，透过公司生鲜品类销售额占比的大幅提升可见公司自去年开始推进的以满足居民“一日三餐”所需的商品结构转型在疫情的催化与加持下取得了一定阶段性成效，预计未来公司还将继续提升门店内生鲜类商品的销售额占比，并围绕生鲜构建自身竞争力。

至于业绩表现方面，公司 2020 上半年共计实现归母净利 0.85 亿元，较上年同期减少 0.28 亿元，实现同比下滑 24.67%；实现归母扣非净利为 0.72 亿元，较上年同期增加 0.08 亿元。本期公司共确认非经常性损益 0.12 亿元，较上年同期减少 0.36 亿元，主要是由于去年同期公司收到杭州浙海华地网络科技有限公司股权转让款 3940.06 万元而今年并未有相应款项所致；本期非经常性损益主要包括计入当期损益的政府补助 0.17 亿元以及非流动资产处置损失 4.28 万元。**按季度拆分**，2020 上半年公司 Q1/Q2 分别实现归母净利 0.75/0.10 亿元，较上年同期分别增加 0.22/-0.49 亿元。Q1/Q2 分别实现扣非归母净利 0.71/0.01 亿元，较上年同期分别增长 0.23/-0.15 亿元，二季度单季出现扣非业绩环比大幅下滑主要是由于公司于 19Q2 转让杭州浙海股权使得门店减少拖累同店表现，叠加上半年公司新开门店数量略低于去年同期，以及疫情进入防控常态化阶段后居民消费场景由集中化转变为分散化，致使公司作为疫情期间保障生活必需品供应的职责减弱造成营收端 Q2 单季同比增速出现环比回落所致，预计下半年公司业绩在展店为出现加速或同店店效未明显改善的情况下或将保持与去年同期相近水平，难以实现超预期增长。

(二) 上半年综合毛利率下降 0.99pct，期间费用率下降 0.36pct

公司 2020 上半年综合毛利率为 23.71%，较去年同期下降 0.99 个百分点；其中**主营零售板块**毛利率达到 20.83%，较上年减少 0.14 个百分点。按商品类别拆分，截止 2020 年上半年公司食品/生鲜/日用百货/针纺产品毛利率水平分别为 22.07%/17.58%/24.41%/32.71%，分别较上年同期变化 0.85/0.22/-1.21/-0.70/-0.14 个百分点；按地区及业态划分，公司宁波市内超市门店/小业态门店分别实现毛利率 21.30%/22.48%，分别较去年同期变动-0.25/1.47 个百分点；公司宁波市以外地区超市门店/小业态门店毛利率分别为 15.82%/19.91%，分别较去年同期变动-2.49/-0.49 个百分点。基于上述数据分析，2020 年上半年公司主营业务毛利率下降一方面是由于毛利率相对较低的生鲜类商品销售额占比有所提升而毛利率水平较高的针纺产品与日用百货出现明显下降造成主营业务出现结构化下降，另一方面是由于包含高毛利的服务型收入在内的其他收入于上半年受疫情影响出现下滑所致。

公司 2020 上半年全年销售净利率为 3.60%，同比下滑 1.75 个百分点；期间综合费用率为 19.14%，相比上年同期下降 0.36 个百分点。具体来看，2020 年上半年销售/管理/财务费用率为别录得 18.07%/3.14%/-2.07%，较上年同期变化-0.90/0.24/0.29 个百分点。至于销售费用率，公司 2020 上半年销售费用较上年大幅提升 0.27 亿元 (YOY6.64%) 至 4.24 亿元，主要是由于门店全渠道改造增加的包装物及低值易耗品增加、系统服务费与线上配送费的增加所致；至于管理费用率，公司 2020 上半年管理费用同比增加 0.13 亿元 (YOY21.20%)，主要是由于目前正处于转型升级的关键时期，不断提升项目实施模式，增加人才储备，管理费用相应增加所致；至于财务费用率，公司 2020 年上半年财务费用净收入较去年同期减少 92.29 万元 (YOY1.86%)，主要是由于金融机构手续费有所增加所致。

(三) 创新零售门店改造持续推进，数智化升级助力拓展线上到家业务

尽管新冠疫情对全社会经济生产造成较大负面影响，但全公司凝结全员力量持续推进创新零售门店改造，截止 2020 年上半年末，公司共计完成门店改造 45 家，一方面使得顾客购物环境有了质的提高，另一方面也通过门店改造升级让广大群众对公司品牌形象有所改观。截止上半年末，公司已有 48 家门店达到新零售 1.0 门店标准，预计下半年公司将持续推进门店改造进程，以此实现同店店效的提升与改善。在逐步落实门店改造的同时，公司还积极借助数字化手段对商品结构进行优化，通过 NPS 顾客问卷调查、数据分析，引进各类网红商品，丰富品项尤其是生鲜、准生鲜商品，并开展多个试点项目，如零食铺项目，水产破冰项目，短保商品破冰项目，水产、面点、熟食品项大大增加，助力公司完成围绕居民“一日三餐”场景需求的商品结构转型。在线下门店持续改造与优化的同时，公司还借助线上 APP、小程序功能，完成线上直播带货功能扩展等方式与手段支持线上渠道销售，报告期内公司成功新开发“三江会员团小程序”，支持社区团的业务模式，并完成“饿了么”渠道接入。我们预计公司可比门店店效与客流量或将在门店改造升级、店内商品结构优化以及线上渠道拓展的三重利好加持下得到进一步提升，为公司规模端增长持续贡献增量。

(四) 引进“饿了么”实现全渠道统一管理，全方位挖掘与阿里之间合作潜力

自 18 年中成功完成引入阿里巴巴集团作为战略股东的定增方案后，公司在运营资金、门店数字化、商品供应链、线上业务以及创新业态等多个领域均与阿里展开全方位的深度合作。首先，从门店数字化角度来看，公司在门店内增添在盒马鲜生新零售门店内培育成熟的自助结账柜机与门店商品条形码信息数字化等技术，实现了门店高度数字化升级的同时，大大提高了顾客的消费体验与员工工作效率。其次，对于商品供应链方面，公司自引入阿里巴巴集团作为战略股东后，阿里巴巴集团已经成为公司第一大采购供应商，采购总额占比由 2018 年的 4.67%进一步提升至

5.36%，可见公司对阿里所搭建的全球商品供应链以及国内生鲜商品供应链进行了充分利用，丰富门店商品品类的同时，提高了中高档商品的占比，完成了供应链的品质升级。另外，公司在线上到家业务领域同样积极地与阿里展开合作，借助公司在宁波市内开设的盒马鲜生门店与阿里旗下的淘鲜达体系配合公司自有 APP 三种方式拓展线上到家业务，充分满足不同消费群体的各类需求。2020 年上半年，公司进一步扩大了“淘鲜达”的送货门店，截止报告期末共有 52 家门店已上线该服务，与此同时公司自研的改版“三江云菜”APP 在去年正式接入阿里中台后迎来二次优化，并且公司在报告期内还成功引进“饿了么”平台，实现了全渠道统一管理，一定程度上改善了顾客线上购物体验。长期来看，我们认为未来公司与阿里之间在零售领域内的合作大概率仍将进一步深入发展，为公司在数字化技术、供应链乃至门店业态等多个领域赋能，帮助公司实现规模与业绩的可持续发展。

3 . 投资建议

公司坚持围绕浙江省内布局，以宁波地区为核心向周边地区进行延伸拓展，截止报告期末省内门店已达到 214 家门店。结合公司 2020 上半年已新开门店 7 家以及公司 19 年收效甚佳的门店改造计划大概率将在 20 年得以延续，综合考虑到 2020 上半年公司规模与扣非业绩已经实现较快增长的事实，我们预计公司 2020/2021/2022 年将分别实现营收 44.15/46.98/48.97 亿元，归母净利润 1.51/1.58/1.75 亿元，对应 PS1.77/1.66/1.59 倍，对于 EPS 0.28/0.29/0.32 元/股，对应 PE 为 52/49/45 倍，维持“推荐评级”。

4 . 风险提示

消费市场竞争分流的风险；零售行业竞争加剧的风险；展店不及预期的风险。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（单位：百万元）	4133.15	3978.69	4414.79	4698.49	4896.97
增长率(%)	9.64%	-3.74%	12.34%	6.43%	4.22%
归属母公司股东净利润(单位：百万元)	111.61	160.50	151.30	157.86	174.66
增长率(%)	22.42%	43.80%	-5.73%	4.33%	10.64%
EPS（元/股）	0.24	0.26	0.28	0.29	0.32
销售毛利率	24.03%	24.47%	24.54%	24.66%	24.77%
净资产收益率(ROE)	3.58%	5.07%	4.80%	4.97%	5.46%
市盈率(P/E)	63	51	52	49	45
市净率(P/B)	1.89	2.29	2.47	2.45	2.43
市销率(P/S)	1.46	1.91	1.77	1.66	1.59

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价）

表 2：可比公司最新估值情况

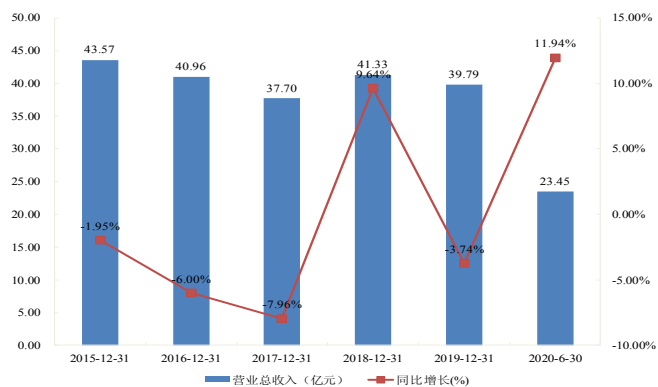
境内可比公司							
	家家悦	永辉超市	步步高	红旗连锁	中百集团	均值	中位数
PE	61	45	138	26	-24	67	53
PB	10.01	4.32	1.59	4.64	1.42	4.40	4.32
PS	1.79	0.98	0.62	1.79	0.29	1.09	0.98
境外可比公司							
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	莫里森	均值	中位数
PE	24	36	-22	15	17	14	17
PB	5.37	8.13	1.33	2.93	1.29	3.81	2.93
PS	0.69	0.85	0.16	0.21	0.32	0.45	0.32

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

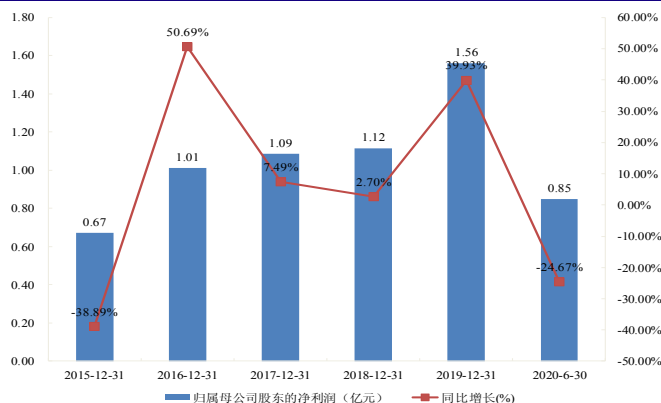
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2020H1 年营业收入(亿元)及同比(%)

图 2：2015-2020H1 年归母净利润(亿元)及同比(%)

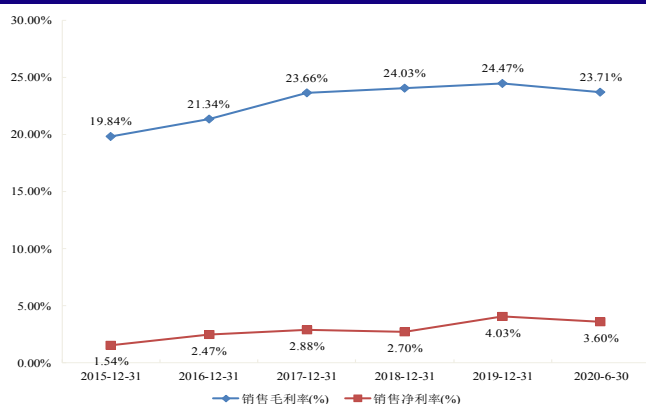


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

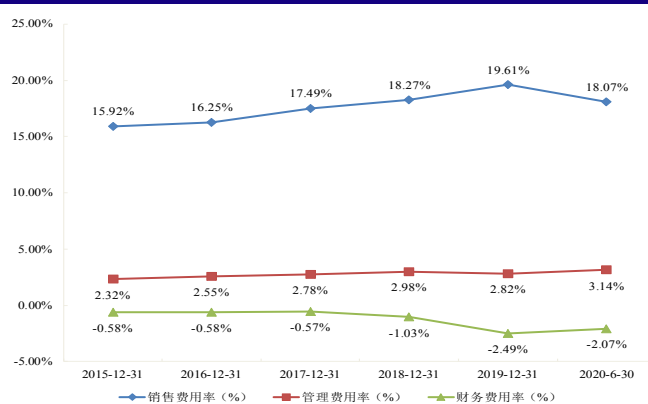
图 3: 2015-2020H1 年毛利率(%)和净利率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2020H1 年 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况

图 4: 2015-2020H1 年期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：三江购物 2020H1 营收拆分情况

分行业	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率(%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
零售业	22.60	17.89	20.83	13.21	13.41	减少 0.14 个百分点
合计	22.60	17.89	20.83	13.21	13.41	减少 0.14 个百分点
分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)

食品	11.93	9.30	22.07	17.49	16.22	增加 0.85 个百分点
生鲜	8.01	6.60	17.58	30.88	30.52	增加 0.22 个百分点
日用百货	2.45	1.85	24.41	-27.53	-26.34	减少 1.21 个百分点
针纺	0.21	0.14	32.71	-31.82	-31.10	减少 0.70 个百分点
分地区	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
宁波	20.11	15.80	21.42%	21.52	21.64	减少 0.08 个百分点
宁波大市外	2.49	2.09	16.07%	-27.12	-25.04	减少 2.33 个百分点
合计	22.60	17.89	20.84%	13.21	13.40	减少 0.13 个百分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 4:三江购物 2020 年第二季度至今重大事项进展

事件类型	内容
2019 年年度权益分派实施公告	公司于 2020 年 5 月 26 日发布 2019 年年度权益分派实施公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 5.48 亿股为基数，每股派发现金红利 0.20 元（含税），共计派发现金红利 1.10 亿元。本次利润分配方案经公司 2020 年 5 月 12 日的 2019 年年度股东大会审议通过，现金红利发放日为 2020 年 6 月 1 日。
关于第四期员工持股计划完成股票购买的公告	2020 年 6 月 12 日到 6 月 24 日期间，公司第四期员工持股计划已通过集合竞价在二级市场购买本公司股票 76.09 万股，占公司总股本的 0.14%，成交均价为 14.28 元/股，成交总额 1086.42 万元（不含交易费）。截止本公告日，公司第四期员工持股计划已完成公司股票购买，上述购买的股票将按照规定予以锁定，锁定期为 2020 年 6 月 24 日起的 36 个月。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 5:三江购物 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	战略目标：通过八年思考、五年探索、最近三年密集试点，公司决定：从 2019 年开始实施“快速转型，三年升级”的战略发展目标，力争三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。	战略目标：深入实施“快速转型，三年升级”的发展战略，力争今年实现新零售 1.0 门店 100 家以上的攻坚目标，确保三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。
经营计划	<p>1. 募投项目的推进。仓储物流基地升级建设项目、超市门店全渠道改造项目推进进度较慢，其中仓储物流基地升级建设项目有效期已到，公司将进行建设期延长；为加快募集资金使用进度，超市门店全渠道改造项目将根据实际情况略作调整。</p> <p>2. 商品工作。加快应季商品的快速引进；落实源头采购，强化基地商品，精准选择畅销品，快速淘汰滞销</p>	<p>1. 2020 年是公司实现战略目标的最重要的攻坚之年，为完成公司转型升级攻坚任务，适应 VUCA 时代环境，开始启动组织变革，打造市场化生态组织（MOE），把培养干部作为干部的本职工作，列入日常工作目标检核，争取在近二年能胜任创新转型的干部不断涌现。</p> <p>通过文化引领、利益分享、中台支持、创新突破、人才培养、协同共享，努力使企业原有的科层制组织逐</p>

品；提升商品品质，保证商品安全；提高公司加工商品的竞争力；通过施行项目小组来保证商品工作的落地执行，精准选择门店的必备商品，满足顾客需求。

3.人才培养。公司已经启动第三期员工持股计划，经公司董事会、股东会批准后实施。

4. 数据驱动精细化管理。大力推行数据驱动工作方法，应用系统、科技、工具提升以商品、服务、人员为重要内容的运行效率，进一步降低成本，不断扭转粗放经营方式。

5. 推进配送中心仓库改造。利用非公开发募集资金，加快仓储物流基地升级项目，构建多级多仓的物流平台，努力打造成满足新零售社区生鲜超市、高效运营、数据化、自动化程度较高的区域大物流中心。

6. 有序推进门店改造工作。让顾客在愉悦的环境下购物；制定宁波大市区网点布局规划，实现数据选址能力，100%门店透过数据选址，全公司争取达到新开门店 40 家。（实际：14 家，未完成）

步改造成为一个市场化生态型组织。

2.门店全面推广使用手持终端，商品、营运动作数字化，做到人、时间点、物理位置的追踪，以实现员工个人多劳多得；试行以门店为单位的店长利润分享制度，在完成规定目标前提下，以店为单位进行年度利润分享奖金。

3.持续提升物流服务能力，启动 AI 驱动机器人实现智能仓储作业自动化，实现仓储货物分拣配送的全自动化；实现全品项拆零配送、笼车配送到店、冷冻商品全面进仓配送、活水产自配送等；升级仓储管理 WMS 系统，满足常规库与生鲜仓的作业需求。

4.继续推动供应链升级，加大自有品牌商品的覆盖率，产地持续开发，提升核心竞争力。

5.有效利用非公发行的募集资金，推进仓储物流中心升级改造项目，继续升级改造公司门店；争取全面达成社区生鲜超市 1.0 版本 100 家以上，积极探索和思考 2.0 版本，让顾客在愉悦的环境下购物；2020 年，全公司争取达到新开门店 16 家。

风险提示 1、经济增速放缓以及消费疲软的风险；

2、财务、信息技术和物流以及运营效率等方面存在的潜在风险；

3、公司在创新中转型过程中面临的风险。

1、经济增速放缓以及消费疲软的风险；

2、财务、信息技术和物流以及运营效率等方面存在的潜在风险；

3、公司在创新中转型过程中面临的风险。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

5.公司前十大股东情况跟踪

表 6：三江购物前十大股东情况（更新自 2020 年半年报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内持股数量变动 (万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	上海和安投资管理有限公司	不变	19401.20	-	35.42	-	境内非国有法人
2	杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司	不变	17525.71	-	32.00	-	境内非国有法人
3	上海和安投资管理有限公司—2017 年非公开发行可交换公司债券质押专户	不变	1643.36	-	3.00	-	境内非国有法人
4	陈念慈	不变	926.94	-	1.69	-	境内自然人
5	MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.	减少	823.84	-1	1.50	-0.002	未知
6	黄跃林	减少	778.01	-3	1.42	-0.01	境内自然人

7	郭光文	增加	547.05	10	1.00	0.02	境内自然 人
8	田开吉	增加	423.81	5	0.77	0.01	境内自然 人
9	中国建设银行股份有限公司—交 银施罗德阿尔法核心混合型证券 投资基金	新进	282.92	283	0.52	0.52	未知
10	中国农业银行股份有限公司—交 银施罗德瑞思三年封闭运作混合 型证券投资基金	新进	259.99	260	0.47	0.47	未知
合计			42612.83		77.79		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。甄唯莹，商贸零售行业分析师。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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、

特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区: 耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn