

Q3单季受展店放缓与同店增速环比回落影响略微承压，回购方案凸显管理层信心，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2020年前三季度公司实现营业总收入726.70亿元，同比增长14.36%；实现归属净利润20.28亿元，同比增长31.86%；实现归母扣非净利润15.19亿元，同比增长19.75%；实现经营性现金流净额为60.70亿元，较去年同期增长165.87%。

2. 我们的分析与判断

（一）Q3单季规模受展店步伐放缓与同店增速回落略微承压，线上业务表现依旧亮眼维持高增长，看好Q4动销旺季表现

2020年前三季度公司实现总营业收入726.70亿元，较去年同期增加91.26亿元，实现同比增长14.36%。按行业拆分，截止2020年前三季度公司零售业务实现营收673.56亿元，较去年同期增加85.35亿元，实现同比增长14.51%，贡献总营收增量的93.52%；截止2020年前三季度，公司服务业收入实现总营收53.13亿元，较去年同期增加5.91亿元，实现12.52%的同比增长，贡献总营收增量的6.48%，由此可见2020年前三季度公司营收规模实现双位数增长主要是受益于主业超市卖场零售业务在年初爆发的新冠疫情催化下拉长了居民居家生活时间，使得消费场景趋于家庭化，并且在此基础上公司自19年下半年起便加快了线上到家渠道的拓展为公司规模增长提供新动力，最终在上述三者的共同努力下促成公司主业零售业务实现明显增长。

按季度拆分总营收，2020Q1/Q2/Q3公司分别实现单季度总营收292.57/212.59/221.54亿元，分别较去年同期变动70.21/23.19/-2.14亿元，分别实现同比增长31.57%/12.24%/-0.95%，可见公司在国内疫情防控进入常态化阶段以及二季度和三季度传统消费淡季的影响下，单季规模增速逐季回落，符合我们前期判断。结合公司以往各季度营收表现，我们认为公司上半年在受益于疫情催化的利好下营收实现高增长已基本奠定公司全年亮眼表现的基础，考虑到四季度为进入年内传统消费旺季，预计Q4增速环比将明显改善，但公司全年增速或依旧较Q3末水平略微下滑，全年望维持低双位数增长。

至于门店扩张方面，由于年初爆发的新冠疫情一定程度上扰乱了公司原先制定的展店节奏，截止2020年前三季度，公司在全国范围内已开业超市门店总数达到965家，较去年同期新增门店140家，

永辉超市 (601933.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130517040001

甄唯董

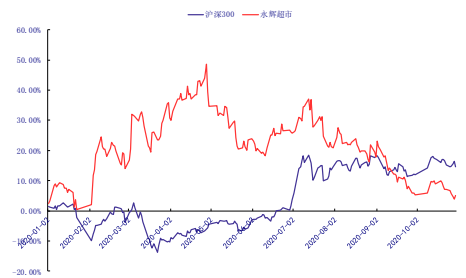
✉：zhenweixuan_vj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间 2020.10.30



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2020半年报点评_零售行业_永辉超市(601933.SH)_上半年业绩受益到家业务高速增长及Q1的亮眼表现维持较快增长，符合预期并继续推荐_20200829

【中国银河研究院_李昂团队】公司2019年年报暨2020一季报点评_零售行业_永辉超市(601933.SH)_19年业绩受股权投资拖累低于预期，20Q1疫情期消费家庭化趋势致经营超预期_20200428

【中国银河研究院_李昂团队】公司深度报告_零售行业_永辉超市(601933.SH)_仍处加速扩张期的超市业全国龙头公司，维持推荐2019.12.22

较19年末新增门店54家。截止2020年前三季度，公司在全国范围内新开超市门店54家，较去年同期新开118家（剔除百佳永辉并表影响新开72家）的水平减少18家，展店进度明显放缓。**分季度来看**，2020Q1/Q2/Q3公司分别新开门店16/15/27家门店，分别较去年同期变动-5/-48/-7家，二季度剔除百佳永辉并表影响净变动-10家；至于公司自19年初开始尝试拓展的MINI店业态，截止2020年前三季度，公司共计拥有永辉MINI门店405家，三季度单季新开8家门店，关闭61家门店，前三季度累计新开MINI门店24家，闭店149家，三季度末公司MINI门店较去年同期净减少105家。**综合来看**，2020年前三季度公司云超门店在展店方面受疫情影响节奏较去年同期明显放缓，但三季度开始公司已经逐步加快展店步伐，至于公司19年初提出的新业态永辉MINI店在经历了19年末以及2020年上半年的门店调整后依旧未能重启加速扩张之势，可见公司当前的主要精力已逐步由去年的加速展店与粗放式扩张转移至精细化管理，预计公司或将在明年或四季度完成对当前门店经营效率与模式的提升与理清后重新考虑加快展店节奏。**截止2020年10月30日**，公司官网显示全国范围内共计拥有门店970家门店，较年初新增59家，完成年初制定的新开门店130家目标的45.38%。

按线下与线下渠道划分，截止2020年前三季度公司线上/线下零售业务分别实现销售额65.35/608.21亿元，分别较去年同期增加42.01/43.34亿元，分别实现同比增长180.00%/7.67%，分别贡献49.22%/50.78%的主营业务增量，分别占主营业务收入比重达到9.70%/90.30%，相较于上半年末环比变动-0.01/0.01个百分点，较去年同期变动6.60/-6.60个百分点，由此可见公司前三季度内零售业务实现的高速增长虽然依旧是以线下门店为核心驱动力，但得益于疫情实现超高速增长线上业务未来或将在公司对线上到家业务的重视程度显著提升的加持下进一步提升在零售业务中的营收占比。**分季度来看**，2020Q1/Q2/Q3公司线上收入分别实现20.90/24.71/19.74亿元，分别较去年同期变动大约14.57/17.73/10.03亿元，分别实现同比增长230.00%/254.57%/158.36%，证明公司在疫情防控进入常态化阶段后到家业务扩张并未在居民需求有所回落的情况下出现下滑，主要是受益于公司在顺利度过疫情爆发期内需求爆棚的压力测试后，积极通过建立总部线上运营中心，统筹线上业务开展，助力标杆战区等手段与方法大力拓展线上销售致使线上销售额实现迅猛增长。**按线上平台拆分**，截止2020年前三季度公司永辉生活APP/其他平台分别实现33.13/32.22亿元，占比分别为50.70%/49.30%，环比二季度末分别变动1.37/-1.37个百分点，永辉生活APP占据公司线上业务过半份额。我们认为未来在公司掌控“永辉生活APP”运营团队主导权后，公司线上到家业务模式的优化与效率提升或将更为明显，助力其拉开与京东到家以及其他第三方平台之间的差距，从而更好地掌握第一手数据为后续线上到家业务发展奠定基础。

按地区拆分公司主营业务，2020年上半年公司一区（福建、江西）/二区（北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林）/三区（浙江、江苏、上海、安徽）/四区（重庆、湖北、湖南、贵州、云南）/五区（四川、陕西、甘肃、宁夏）/六区（广东、广西）/七区（河北、河南、山西）分别实现营收112.78/71.23/149.20/148.36/100.25/37.56/54.18亿元，分别较去年同期变动7.03/2.65/20.23/19.65/13.20/12.87/9.71亿元，分别实现6.65%/3.87%/15.69%/15.27%/15.16%/52.11%/21.82%的同比增长，分别贡献营收增量的8.24%/3.11%/23.71%/23.03%/15.46%/15.08%/11.37%，较去年同期大约变动-2.34/-1.89/0.52/-0.53/-0.13/0.01/1.24亿元，可见公司2020年前三季度主业零售业务的增量主要来自于2020年表现优异的三区（江、浙、沪、徽）、公司优势与竞争力最强的四区（渝、湘、鄂、黔、滇）及逐步成长为新发力点的五区（四川、陕西、甘肃、宁夏），而三季度单季的零售业务负增长主要是受一区、二区以及四区影响所致，我们预计缩减战区设置将有利于公司加强对各个战区的管控力度提升，并且有利于公司在区域采购与管理上进行更加便利的统筹与安排，有助于提升各战区效益。

至于业绩方面，截止2020年前三季度，公司共计实现归母净利润20.28亿元，较去年同期增加4.90亿元，实现同比增长35.36%；实现归母扣非净利润15.19亿元，较去年同期增加2.51亿元，实现同比增长19.75%。其中，非经常性损益共计5.09亿元，主要包括政府补助2.39亿元以

及其他符合非经常性损益定义的损益项目 2.84 亿元，较去年同期增加 2.39 亿元。按季度拆分，2020Q1/Q2/Q3 公司分别实现归母净利润 15.68/2.86/1.75 亿元，分别较去年同期变动 4.43/0.41/0.06 亿元，分别实现同比增长 39.47%/16.56%/3.45%；分别实现归母扣非净利润 12.90/1.05/1.25 亿元，分别较去年同期变动 2.90/-0.58/0.19 亿元，分别实现同比增长 28.99%/-35.82%/18.05%，公司二季度单季度归母扣非净利润出现负增长主要是由于政府补助到账以及其他符合非经常性损益定义的损益项目较去年大幅增加所致。考虑到公司于 8 月初完成对云创 20% 的股份收购使得持股比例提升至 46.60%，结合永辉云创上半年受益于出让蜀海供应链股权确认投资收益 11.27 亿元致使永辉云创 2020 年上半年归母净利润达到 5.02 亿元，该笔交易截止 2020 年前三季度促使公司投资收益同比增加 1.35 亿元，其中三季度单季较去年同期增加 3.16 亿元。

（二）2020 年前三季度综合毛利率上浮 0.17pct，费用率下降 0.12pct

公司 2020 年前三季度综合毛利率达到 22.05%，较去年同期增加 0.17 个百分点。其中，公司主业零售业毛利率分别为 16.60%，分别较去年变动 0.36 个百分点；按公司重新划分的七大战区划分，公司一区/二区/三区/四区/五区/六区/七区主营业务毛利率分别为 16.63%/16.95%/16.09%/17.23%/17.12%/16.99%/14.52%，分别较去年变动 0.34/1.81/0.33/0.28/0.04/0.03/-0.53 个百分点，由此可见受益于公司在上半年受疫情影响居民消费场景家庭化趋势明显，使得公司销售规模大幅增长，与此同时促销让利略有减少致使公司毛利率在各大战区均录得不同程度的增长，最终推动公司综合毛利率实现微增。

2020 年前三季度公司销售净利率为 2.79%，较去年同期增加 0.45 个百分点。2020 年上半年综合费用率 18.85%，较去年同期减少 0.12 个百分点。其中，销售/管理/财务费用率分别为 16.19%/2.40%/0.27%，分别较去年同期变动 0.47/-0.48/-0.10 个百分点。截止 2020 年前三季度，公司各项费用率保持稳定，其中销售费用率略有增加主要是由于新开门店及销售增长带来的人力、房租、疫情导致的门店内保洁费用以及与到家业务关联的平台服务费等项目明显增长致使公司销售费用总额同比增加 17.78 亿元（YOY 17.80%），涨幅高于规模增速致使费用率有所提升；而管理费用率的下降主要是由于本期计提的股权激励费用较上期同比减少致使管理费用总额较去年同期微减少 0.92 亿元（YOY -5.02%），涨幅不及规模增速致使费用率有所降低；至于财务费用率，受益于利息收入增加较去年同期减少 0.44 亿元（YOY -18.66%），涨幅不及规模增速致使费用率有所降低。

（三）线下渠道精细化管理有序推进，战区整合与拓展新业态节奏调整促提质增效

2020 年前三季度，尽管公司展店远不及去年同期水平，但公司在此期间并未将精力与资源闲置，而是主动开始对去年加速扩张过后产生的问题进行一一梳理与解决。今年 4 月，公司对 19 年初刚刚重新规划完成的十大战区进行缩编，将原先的八区（安徽、江西）、九区（贵州、云南、广西）、十区（陕西、宁夏）三大新拓展地区并入邻近省份，缩减至七大战区，一方面利于公司分摊更多地精力与资源到各个战区，另一方面也利于战区内部形成更加强大的合力，从而在供应链建设与使用效率上享受规模效益，助力公司新开门店与老店实现提质增效。与此同时，公司还自去年年末至今年三季度末接连关闭 149 家 MINI 店，对这一新拓展的业态进行战略调整，以此实现及时止损以及纠偏，尽管由于闭店调整对公司上半年业绩造成一定拖累，但从长远发展角度来看，公司对新业务的战略调整更有利于公司确保长期战略发展目标不发生改变。除了从管理架构与新业务领域寻求提质增效的机遇外，公司还于上半年通过组织结构调整，提高源头厂商渗透率，优化供应链效率。截止上半年末，由公司总部平台供货占比 46%，剩余 54% 为省区自采，充分发挥省区的灵活性与机动性，打造立体的供应链、商品结构与品类结构重塑，以实现供应链服务多渠道 C 端的能力。

(四) 重获永辉云创主导权后完成线上业务整合，促到店+到家一体化加速推进

为了更好地应对社会与行业发展趋势,公司于19年初便开始着手布局到家业务体系的搭建。尽管公司原先对于“新零售”的尝试结果并不理想,但公司本次涉足到家业务可谓是顺势而为。基于我们对生鲜电商未来发展前景的分析与判断,“到家-前置仓”与“到店+到家”运作模式未来大概率将成为主流,而这两大模式的共同点便是均需要依托线下实体门店/仓储设施进行发展,而公司多年来深耕的到店业务已经完成在全国25个省份532个城市内的渠道网络铺设工作。截止2020年9月30日,公司共计拥有云超门店965家,MINI店405家,合计达到1370家门店,并且无论是公司的云超门店还是MINI店都大多处于商业圈内与社区之间。建立在强大的线下门店布局优势之上,未来公司如若将全国范围内的门店全部改造成为“店+仓”一体化的形式,那么将直接省去建造前置仓或打造供到家板块开展业务的线下网点的时间与资源,为公司开展到家业务奠定了成功的基础。其次,公司已经拥有了强大的供应链体系,而这无疑也将省去公司为开展到家业务再去重新对接供应链所需的成本与时间。最后,公司的智能化仓储物流体系、苛刻的品控标准以及严格的员工培训机制将为公司开展到家业务的货品品质提供强有力的保障。为了更好地贯彻上述战略布局以及更好地利用公司现有的资源,公司于8月1日发布公告称,公司成功收购永辉云创20%股份,持股比例达到46.60%,再度成为其第一大股东,而此举将使得公司重新获得对永辉生活APP运营管理团队的主导权,利于公司进一步凭此平台发展到家业务。截止2020年前三季度,公司线上到家业务销售额实现65.35亿元,占主营收入9.70%,同比增长180.00%,预计未来公司仍将继续通过永辉生活、京东到家等多渠道拓展到家业务。

3. 投资建议

在我国超市行业未来景气度持续抬升,公司的供应链体系持续巩固自身龙头地位以及出色的公司治理能力为公司未来保持良性发展保驾护航这三大优势层层叠加之下,我们看好公司未来业绩兑现能力,并且我们认为公司相较于行业内竞争对手理应享有一定溢价。考虑到公司2020年上半年表现已基本奠定全年高增长基础,我们预计2020-2022年公司可以实现营收982.74/1167.77/1309.08亿元,实现归母公司净利润24.11/31.38/40.50亿元,对于EPS 0.25/0.33/0.43元,对应PE 31/24/18倍,对应PS 0.76/0.64/0.57倍,维持“推荐评级”。

4. 风险提示

CPI表现不及预期的风险;新开门店不及预期的风险;行业竞争加剧的风险。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

单位: 亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	705.17	848.77	982.74	1167.77	1309.08
增长率	20.35%	20.36%	15.84%	18.83%	12.10%
归属母公司股东净利润	14.80	15.64	24.11	31.38	40.50
增长率	-18.52%	5.63%	54.16%	30.15%	29.08%
EPS (元/股)	0.15	0.16	0.25	0.33	0.43
销售毛利率	22.15%	21.56%	21.80%	21.73%	21.95%
净资产收益率(ROE)	7.65%	7.78%	12.46%	16.22%	20.93%
市盈率(P/E)	52.22	46	31	24	18
市净率(P/B)	3.89	3.21	2.19	2.13	2.06
市销率(P/S)	1.11	1.26	0.76	0.64	0.57

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 10 月 30 日收盘价)

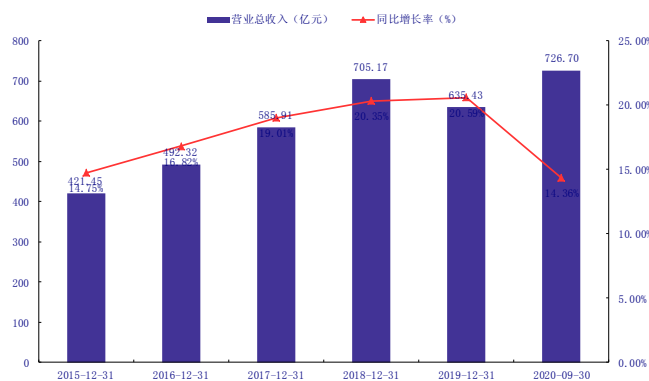
表 2: 可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	家家悦	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团	均值	中位数
PE	42	50	100	21	(44)	34	42
PB	7.09	1.68	1.25	3.47	1.34	2.97	1.68
PS	1.27	0.70	0.46	1.36	0.29	0.82	0.70
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	41	-22	13	17	14.6	17
PB	5.37	9.15	1.33	2.94	1.29	4.02	2.94
PS	0.69	0.96	0.16	0.22	0.32	0.47	0.32

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

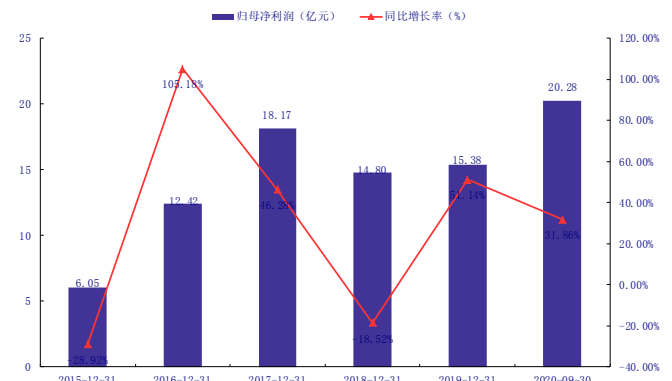
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2015 年-2020Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



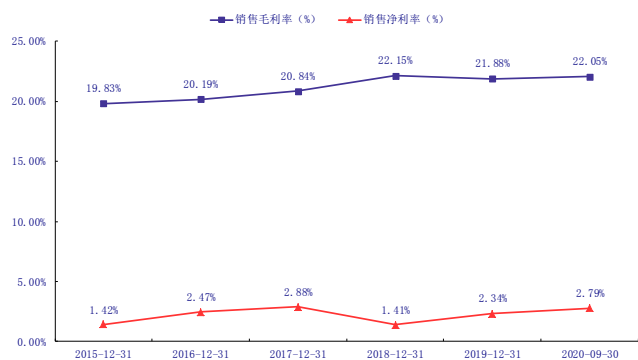
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2015 年-2020Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



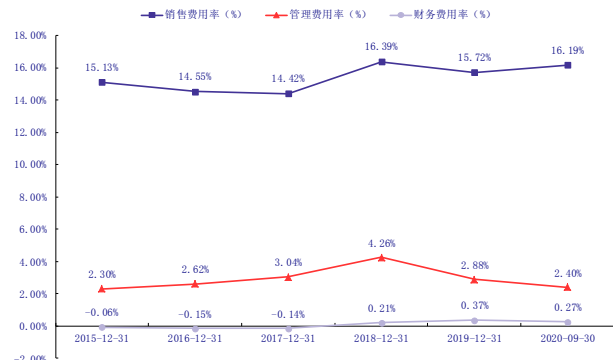
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2015 年-2020Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



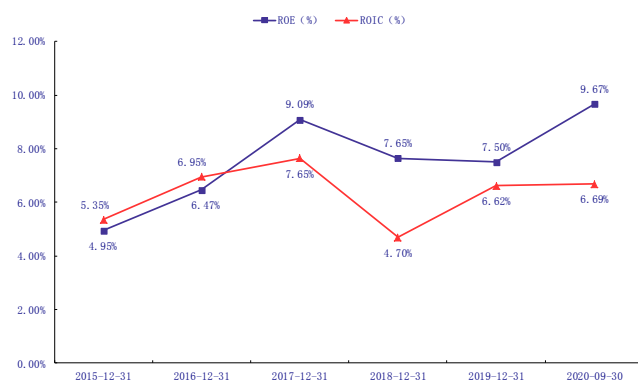
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2015 年-2020Q3 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

图 5: 2015 年-2020Q3 ROE(%)及 ROIC(%)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: 永辉超市 2020 年前三季度按战区划分主营业务表现 (%)

大区	主营收入	主营收入同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动
一区	112.78	6.65%	16.63%	增加 0.34 个百分点
二区	71.23	3.87%	16.95%	增加 1.81 个百分点
三区	149.20	15.69%	16.09%	增加 0.33 个百分点
四区	148.36	15.27%	17.23%	增加 0.28 个百分点
五区	100.25	15.16%	17.12%	增加 0.04 个百分点
六区	37.56	52.11%	16.99%	增加 0.03 个百分点
七区	54.18	21.82%	14.52%	减少 0.53 个百分点
总计	673.56	14.51%	16.60%	增加 0.36 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: 永辉超市 2020 年第三季度重大事项进展

事件类型	内容
关于集中竞价回购股份方案公告	2020 年 10 月 31 日, 公司发布了关于以集中竞价交易方式回购股份的方案, 本次回购股份将作为未来股权激励或员工持股计划的股票来源, 回购数量在 1.5-3 亿股区间内或不超过 27 亿元, 回购价格不超过 9 元/股, 回购期限为董事会审议通过之日起不超过 12 个月。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 5: 永辉超市 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
发展战略和经营计划	<p>战略目标：成为中国零售业线下前三强；线上线下一双轨发展，以满足大众消费和部分差异化消费群的日常所需。</p> <p>战略核心：食品供应链公司、共享平台、业务流程优化</p> <p>资源建设：1、国内大供应商 300 家，国际核心供应商 30 家。</p> <p>2、自有品牌：销售占比 15%-20%。（19 年实际：2.48%）</p> <p>3、大型自有物流基地 5 个（含现有），合作物流 5 个，生鲜供应商物流 30 个，冷链物流体系基本完整。（19 年实际：19 个常温仓、11 个冷链仓）</p> <p>4、中央厨房 5-10 个。（19 年实际：未提及）</p> <p>5、IT 技术基本满足零售业务，基本保持行业领先。</p> <p>6、财务共享中心 8 个模块。（19 年实际：未提及）</p> <p>7、核心区域基本建成检验检测体系，实现“放心的永辉”。（19 年实际：基本完成）</p>	<p>2020 年是“2016-2020 年公司战略发展纲要”的最后一年，公司将努力发展商品资源优势、打造食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力，拓进 2B 端业务，形成规模效应递进循环，保有更大的市场占有率。永辉作为传统零售企业，跻身激烈的零售竞争中，须以品质与服务为基础核心，打造 S2C、S2B 的全方位供应链体系，以系统为支撑，以市场为导向，打造与时俱进的超市型服务平台。</p> <p>1、供应链：深度贯彻“融合共享，成于至善”的理念，与供应商形成长期的合作伙伴关系，共同成长，以品质为基础，以服务为附加增值；在已经搭建的食品供应链平台上，继续深度挖掘消费者的需求；以市场为导向，以食品安全云网、生鲜手机支付网、智能周转箱“三网合一”为全面监控、透明、数字化雏形，搭建永辉数字化或物联网体系；培植健康有序的自有品牌，通过供应链新流程，形成产品的不断迭代与循环更新，全面搭建未来供应链体系，全面巩固加强品牌认同感。</p> <p>2、运营：线上 app 与线下门店全面协作，全面助力板块的精细化打造，打造线下体验门店和特色项目试点，以平台化思想服务和满足消费者的需求，转客流为会员。</p> <p>3、系统：完成系统性的数字化搭建，为亿级的会员平台打下坚实基础，充分联动供应链、财务、人资、物流、后台，利用战略联盟优势，共享采购、管理、经营、服务、金融等资源，达到降低成本、提高效率，进而增强企业竞争能力的目的。</p> <p>4、管理：预防性地建立大科技部与业务部门的链接考核机制，预防“堵增”，形成技术与经营利益相关体，杜绝“两张皮”，扭转业务优先技术的观点，在机制上强化“科学技术是第一生产力”；干部培养要从“重使用向重培训”平衡；战区总和任何业务部门的负责人，以目前的业务考核为主，必须兼顾基本科技素养、管理技巧、沟通技巧。</p> <p>5、2025 年，力争销售净利率达到 4-6%。</p>
经营计划	<p>1、开店计划：新开门店 150 家，进行新业态“Mini 店”的探索；（实际：205，MINI 店 527 家，超预期完成目标）</p>	<p>1、2020 年计划开店 130 家；</p> <p>2、计划实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户；</p>

- 2、全国、省区供应链互补，区域自采权限下放（涵盖一村一乡一县一品）；扩大海外直采，打造自有品牌和品质定制产品，聚焦核心项目和单品；建立供应商分级管理体系，加强完善供应商引入、退出评估机制；
- 3、整合原一、二集群原有制度、流程、分享及评价机制，形成统一的系统化、标准化、流程化的人力体系，结合Mini店等新业态发展情况，整合人力资源，提前做好机制建设及人员需求储备，重点关注新省新区人才储备培养情况；
- 4、组建大科技部，重构到店体系、新建到家体系，统一办公门户入口；
- 3、mini店板块，实现老店快速调整升级、新店发展盈利；
- 4、成立专项管控小组，清晰“牵头管理”“专项管理”“现场管理”的职责分工，通过业务、战区一体化开展费用优化工作；
- 5、全面支撑全渠道数字化建设、供应链数字化转型及专项建设。

风险提示 1、新业态业务提速对业绩产生负面影响的风险。 1、新冠疫情变化对公司经营带来不确定性的风险。

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年新补充部分

5.公司前十大股东情况跟踪

表6：永辉超市前十大股东情况（更新自2020年三季报）

排名	股东名称	方向	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股东性质
1	牛奶有限公司		不变	191313.54	0.00	20.10	0.11
2	张轩松		不变	140725.02	0.00	14.79	0.09
3	张轩宁		不变	74381.12	0.00	7.82	0.05
4	江苏京东邦能投资管理 有限公司		增加	66638.06	1558.99	7.00	0.20
5	林芝腾讯科技有限公 司		不变	47852.31	0.00	5.03	0.03
6	江苏圆周电子商务有 限公司		不变	47852.31	0.00	5.03	0.03
7	香港中央结算有限公 司		增加	46055.51	340.84	4.84	0.06
8	兴业银行股份有限公 司—兴全趋势投资混 合型证券投资基金		减少	20940.69	-981.74	2.20	-0.09
9	兴业银行股份有限公 司—兴全新视野灵活 配置定期开放混合型 发起式证券投资基金		减少	16477.77	-7341.79	1.73	-0.76
10	谢香镇		新进	8087.50	8087.50	0.85	0.85
合计				660323.83		69.39	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：公司十大股东中持股数量不变但持股比例有所增加是由于公司于报告期内注销先前回购的社会公众股份，致使公司总股本有所降低导致的被动增加。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：商贸零售行业分析师，英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士，证券从业时间6年，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。

甄唯莹：商贸零售行业分析师，中央财经大学学士，澳大利亚悉尼大学硕士，证券从业时间2年，2018年5月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

评级标准

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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

北京西城区金融大街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：耿尤磊 010-66568479 gengyoulei@ChinaStock.com.cn