

春节期间预期出现消费的同比改善，维持推荐全渠道

发展的优质标的——1 月行业动态报告

核心观点

- **最新观点：**①从行业环境来看，境内含税消费主要关注社消走势，2020 年社会消费品零售总额的走势受疫情影响显著，总体的累计影响程度逐月放缓；其中仅有三季度出现了单月增速的加速提升改善，二季度与四季度均出现了增速环比放缓的趋势，当前环境下消费的回升依旧承压。一方面按在前期高基数的基础上社消同比增长相对承压，另一方面叠加气温转冷后出现部分北方地区（河北、吉林、黑龙江、北京等）小范围的疫情复发，线下等涉及到接触的主要场景内的消费再次受到影响。2021 年的春节出现在 2 月中旬，相较于 2020 年滞后了约半个月，但春节备货依旧从上年 12 月便提前开始，因此春节对于 1-2 月份的消费带动情况总体不会发生较大变化；随着疫情步入防控常态化，我们认为今年消费较上年会出现明显的同比改善。

②免税消费主要关注海南离岛免税消费情况，自 7 月以来，海南离岛免税共计实现销售额近 200 亿元，日均消费额突破 1 亿元，按旅客人次核算人均消费额突破 6500 元/人，消费额和旅客人次均出现逐月提升的趋势，在疫情影响出境游和出境消费的大环境下，免税消费的情绪高涨展现了长期不变的消费升级趋势，中高端消费需求旺盛。在外部条件不发生变化的前提下，2021 年上半年会延续上年 7 月开始的高增长趋势，凭借政策红利为整体离岛免税消费带来可观的销售额增量。

③从政策层面来看，国务院联防联控机制、卫健委等部门就“春节返乡”作出相关政策要求，同时多地为提倡“就地过年”推出响应补贴政策，其中既包括直接的现金奖励，也包括消费券、流量补贴、房租补贴、景点门票等消费补贴。我们认为在当前的疫情管控措施之下，更多的会对春运出行等流通环节造成影响，或是对人口流动较大的省市地区当地消费造成影响，但从全国整体范围内来看，消费环境较上年同期出现明显改善，消费水平应该会出现同比提升。长期来看，随着居民就业保持稳定，居民收入稳步增加，国内消费环境逐步恢复，疫情得到有效控制，后期整体消费有望持续复苏。

- **投资建议：**随着国内疫情的发展总体向好趋势，长期来看整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平，消费市场规模仍会持续扩张。在此背景下，我们继续维持前期全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持酒流通商、化妆品以及化妆品代运营电商服务中的优质标的（前期持续呈现出符合市场预期的表现）：珀莱雅（603605.SH）、华致酒行（300755.SZ）和丽人丽妆（605136.SH）。

核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE (TTM)	市值(亿元)
300755.SZ	华致酒行	-4.85	29.77	103.82
603605.SH	珀莱雅	4.49	85.47	374.08
605136.SH	丽人丽妆	8.95	43.64	123.20

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **风险提示：**政策推行效果不及预期的风险；疫情防控程度不及预期的风险；消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

零售行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯莹

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

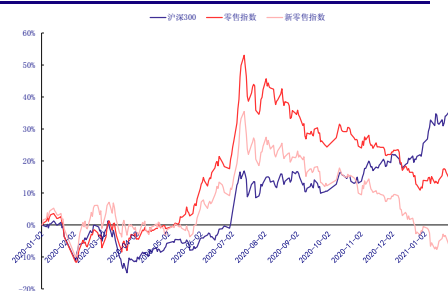
分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据

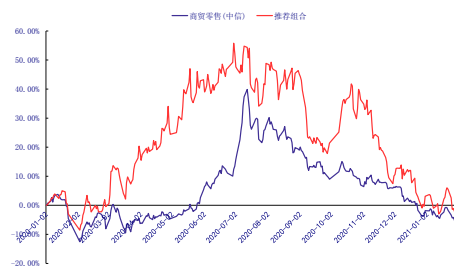
2020. 01. 31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2020. 01. 31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、零售行业景气度回暖趋势仍就缓慢，降速周期中仍具结构性亮点	4
（一）消费是个与经济同周期的行业	4
（二）消费增速下行阶段整体零售市场表现分化，但仍不乏积极因素	5
1. 汽车类商品拖累整体增速，食品粮油等必需品消费相对表现优异	5
2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待	5
3. 规模以下零售商市场庞大，增长潜力不容小觑	6
4. 人均可支配收入稳步上涨，消费者信心逐渐回升，购买力攀升	7
二、与发达国家的成熟消费市场相比，中国零售行业发展进程较快，行业集中度有待进一步发展	7
（一）线下门店渗透率较低，行业集中度提升尚处初级阶段	8
（二）线上行业发展高度集中，寡头垄断格局基本稳定	9
（三）行业财务分析：疫情拖累 2020Q3 行业规模与业绩增速大幅下跌，总资产周转率和销售净利率导致 ROE 下降	10
（四）“新零售”拉开数字化科技驱动大幕，“科创板”将重新定义未来零售	13
三、零售行业当前存在的问题及建议	14
四、零售行业在资本市场中的表现	16
（一）零售行业公司跑输整体市场但优于新零售企业，部分公司出现 PE 异常导致行业整体估值处于较低的历史百分位水平	16
（二）市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持	16
五、投资建议	19
（一）二月配置建议	19
（二）核心关注组合表现回顾	20
六、风险提示	21

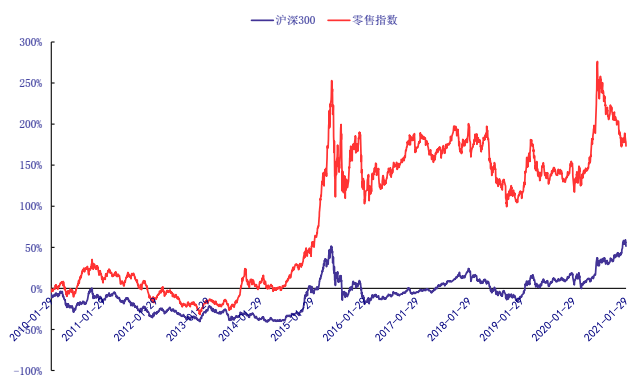
行业导语

零售行业在于向最终消费环节的购买者提供所需的商品或者服务,全产业链需要联合中游的交通运输物流将上游的农业工业产品逐步传导到消费者的手中。零售行业的重要性主要体现在以下几个方面中:首先,在拉动 GDP 增长的三驾马车中,除了消费会通过零售行业直接得以实现,投资和进口的部分也会逐步转化成销售额,间接的通过零售渠道展现价值;目前居民消费支出在国家总体 GDP 中占比极高,对于国民经济发展具有重大的影响力,社会经济发展和谐与否会首先表现在消费品流通市场中体现。

其次,消费零售行业作为一个劳动密集型行业,自身因为门店分散、渠道繁多、进入门槛低,对于人力的需求数量要求较高,对一个国家和地区的劳动就业也具有巨大贡献,社会劳动力得以相应的发展;此外,零售行业与居民的生活息息相关,零售的多业态发展与消费者多层次、多元化的消费需求相匹配,零售行业的发展与变革不仅仅是消费水平的提升,也是居民生活质量和生活方式的改变与进步。未来,随着经济水平以及居民消费水平的不断改善,消费者结构主力军更替交换,零售行业会与消费需求的改变共同发展。

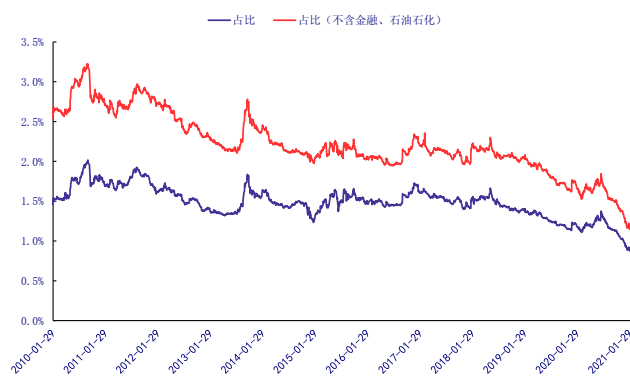
我们参照当前的中信行业分类,覆盖现有的一般零售、专营连锁、电商及服务、专业市场经营分类下的上市公司(仅包含 A 股),构建零售指数。目前 A 股共有零售行业上市公司 87 家,最新市值(2021.01.29)占比全市场市值比重为 0.89%,扣除金融行业与石油行业的影响后市值占比为 1.17%。美股中零售贸易分类(不含餐饮)共有上市公司 124 家,其中亚马逊占比零售行业市值的 67%左右,市值超过 1.60 万亿美元,对应 2019 年总营收 2805.22 亿美元;中国零售板块的市值龙头为苏宁易购,其市值占比零售板块比例为 7.96%,对应市值为 615.39 亿元人民币,2019 年营收 2692.29 亿元人民币。

图 1: 零售指数与上证综指的走势变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势



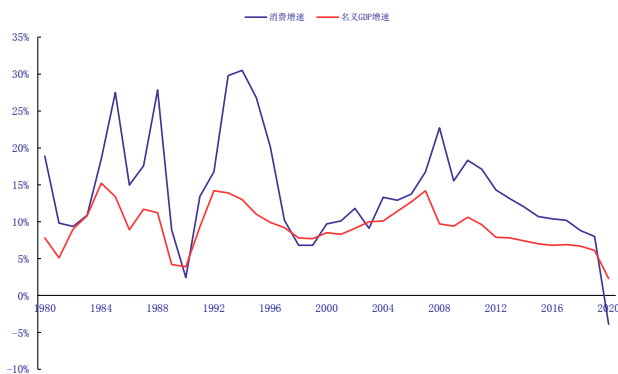
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

一、零售行业景气度回暖趋势仍就缓慢，降速周期中仍具结构性亮点

(一) 消费是个与经济同周期的行业

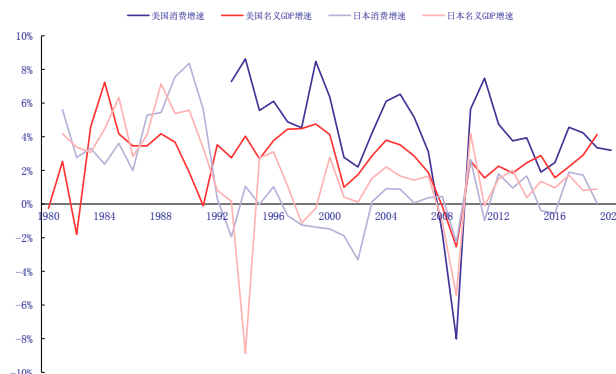
对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出，两者出现涨跌转折的时间点基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

图 3：中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势

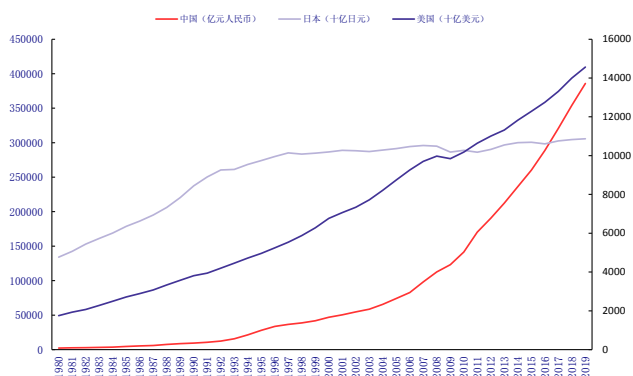


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

我们认为消费增速和 GDP 指标可以表现为相似的周期变动主要受到以下两个方面因素的影响：

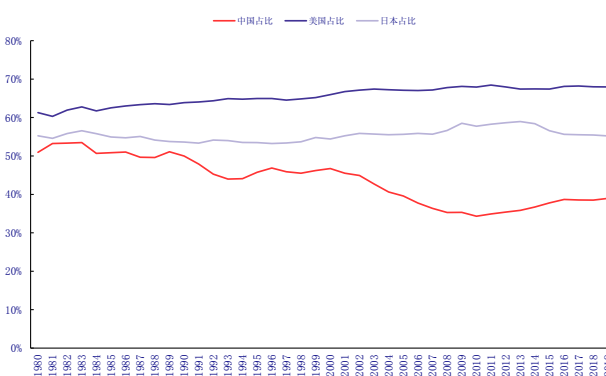
1. 居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平，并呈现出缓慢上升趋势，居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。

图 5：中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 人口对于经济发展和消费带来的影响结果相似：其数量的不断扩张不仅是劳动力和生产水平上升的基础，同时也是消费需求扩张的必要条件之一；近年来人口结构变化所带来的影响更为受到关注，老龄化趋势的加重一方面可能会拉低经济增长的潜力，另一方面会改变原有

的消费能力水平和偏好。

（二）消费增速下行阶段整体零售市场表现分化，但仍不乏积极因素

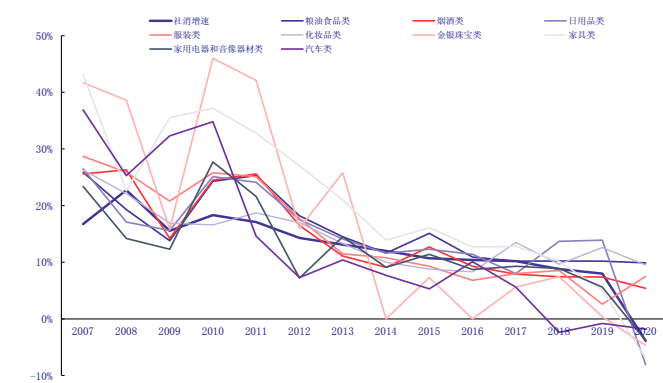
1. 汽车类商品拖累整体增速，食品粮油等必需品消费相对表现优异

从社会消费品零售的品类成分来看，各品类的零售额在 2009 年之后基本都表现为增速放缓趋势。其中，家具类产品持续保持增速高于总体增速水平；粮油、食品、日用品等必选品类表现次之，表现基本优于总体水平；金银珠宝类在 2008 年危机之后表现异军突起，避险优势凸显；烟酒、服装、化妆品、电器等可选品类从 2013 年开始走弱跑输整体增速；汽车类表现最弱，持续跑输整体社零增速。

从贡献占比情况来看，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大，占比逐年下滑至 2020 年占比为 27.5%；粮油、食品、日用品、化妆品和家具类商品的占比基本呈现上升趋势，烟酒、服装、黄金珠宝和电器类商品的比例自 2014 年开始便表现出下滑。

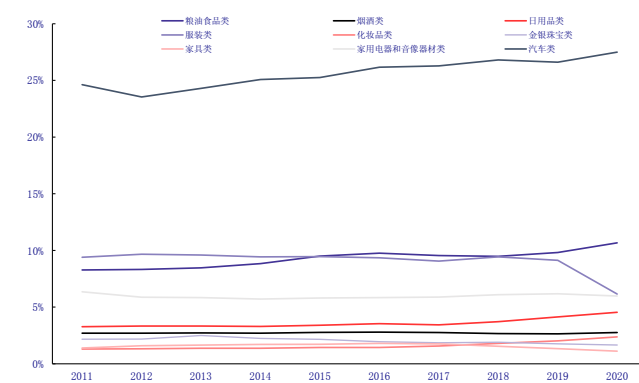
综合来看，一方面我国社零总体情况受汽车类产品拖累下滑，同时占比较高的日用品类（占比约 4.5%）和电器类（占比约 6%）表现亦不尽人意；另一方面，粮油食品类和服装类（分别占比超过 10%和 6%）虽表现相对优异，但难以撬动整体，拉升零售总额水平积极上涨。

图 7：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



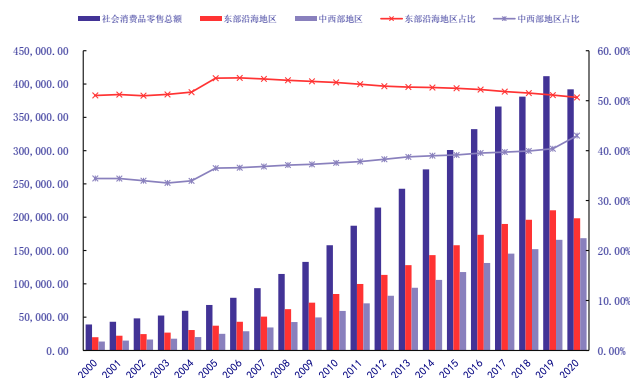
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待

从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50% 以上；浙江、福建、海南、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 58% 左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。

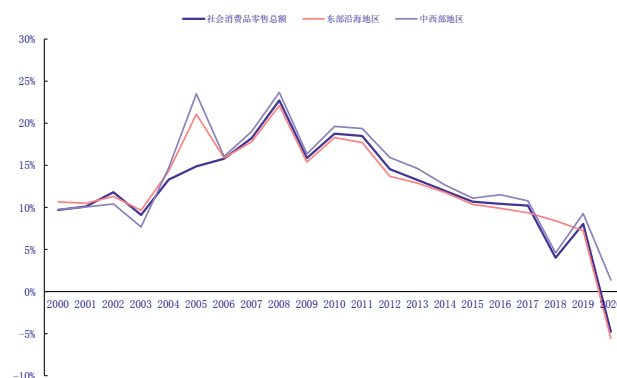
中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，2019 年的占比已超过 40%；其中中部地区占比约为 22%，西部地区占比剩余的 19%。中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川省的表现较为优异，2019 年同比增速高达 10.35%，贡献中西部地区约 12% 左右的零售额。（部分地区尚未公开 2020 年的社会消费品零售总额情况，故保留 2019 年的可比口径）

图 9：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



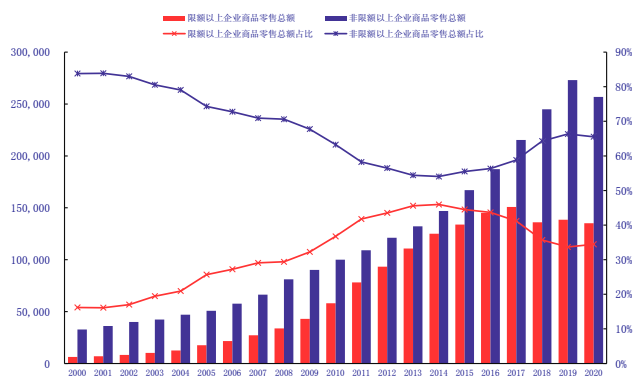
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 规模以下零售市场庞大，增长潜力不容小觑

从规模的角度来看，限额以上的单位（年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业）占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势，2020 年份额占比下滑至 34.46%，剩余的销售零售额贡献均来自于规模以下的单位企业。

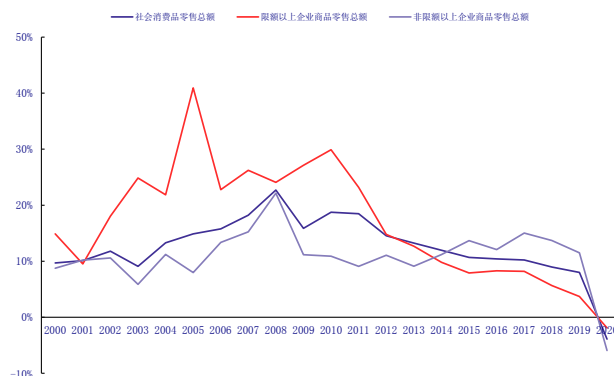
增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升。2020 年较之前出现差异，限额以上单位消费品零售额全年累计下降 1.9%，表现优于社零整体走势-3.9%，这可能源于规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风风险抗压能力更强。

图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)

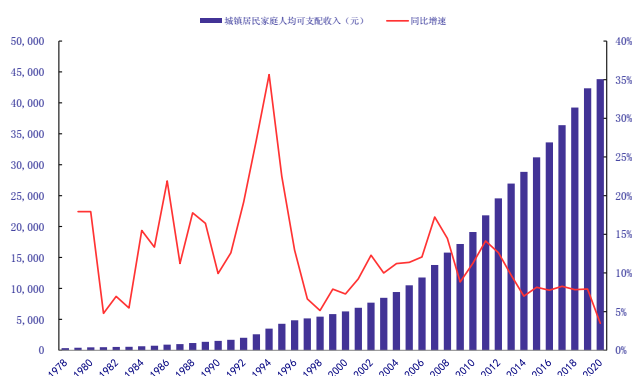


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 人均可支配收入稳步上涨, 消费者信心逐渐回升, 购买力攀升

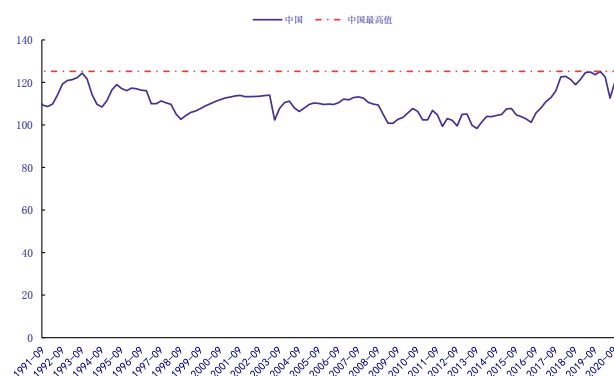
在物价水平平稳的环境之下, 人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用, 因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后, 中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升, 截至 2020 年 11 月的表现, 消费者信心指数在历史的最高值水平 (125.20) 附近波动, 9 月时或受国内部分地区疫情二次复发影响降至 120.5, 但 11 月后迅速回升至 124.0。由此可见, 消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势, 疫情并没有对整体消费者信心指数的走势形成剧烈波动影响, 依旧利于未来的长期消费发展。

图 13: 中国人均可支配收入变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 中国消费者信心指数变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、与发达国家的成熟消费市场相比, 中国零售行业发展进程较快, 行业集中度有待进一步发展

与美国相比，中国零售行业的发展进程较快。其中连锁经营兴起时与美国相差 125 年，而到无店铺销售兴起的两国相差时间仅仅 4 年，双方线下实体门店与线上网络零售的差距逐步缩小，中国出现反超。

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比

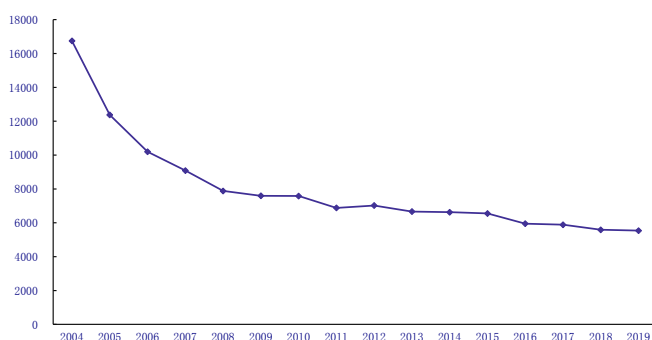
	美国兴起时间	中国兴起时间	中美兴起差距年限
连锁经营	1859	1984	125
超级市场	1930	1983	53
购物中心	1974	2000	26
无店铺销售（含电商）	1995	1999	4

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

（一）线下门店渗透率较低，行业集中度提升尚处初级阶段

从线下零售企业渗透率角度看，由于门店数量的增速超过人口总数的增速，渗透率逐年显示出上升的趋势，截止 2019 年，渗透率为 5541 人/个门店（门店种类包括专卖店、超市、大型超市、百货、便利店等），但未来人均保有量的上升空间仍大。

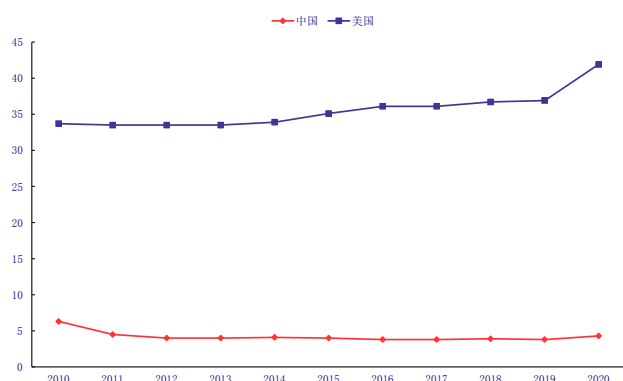
图 15: 中国线下零售店铺渗透率（人/个）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

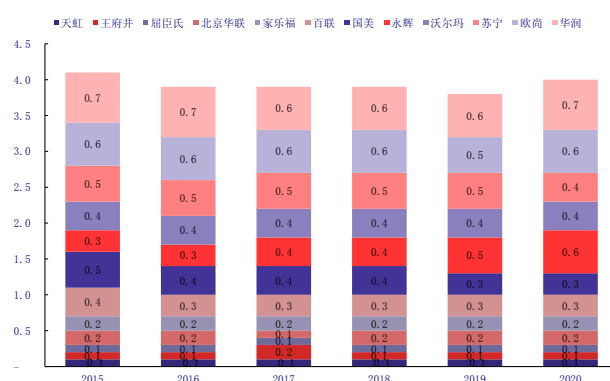
从行业集中度方面来看，目前中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大的差距，美国的 CR10 自 2015 年开始出现明显的提升，维持超过 35%，其中超市龙头沃尔玛优势明显，自 2010 年开始市占率稳定超过 13%，远超第二名克罗格（市占率约为 4%）；相比之下，中国的 CR10 持续在 5% 左右波动，龙头公司的表现差异不大，华润、欧尚（高鑫）、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。

图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

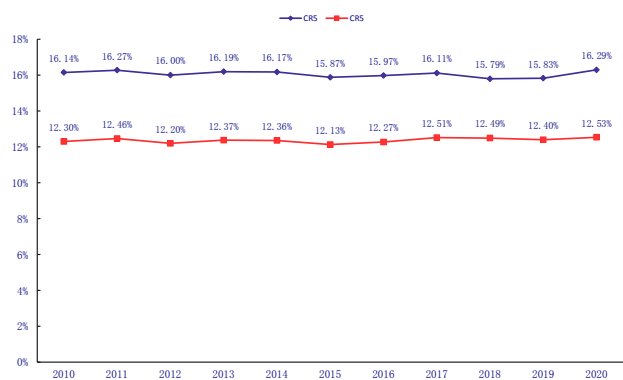
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

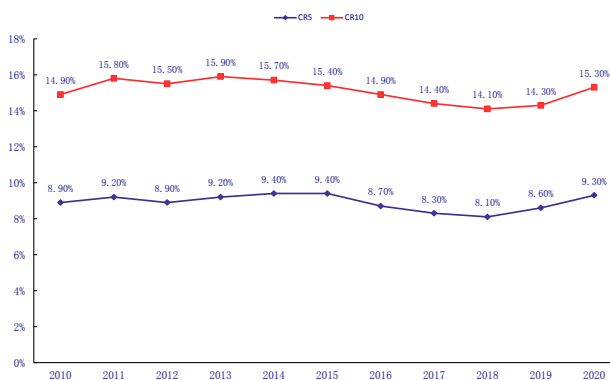
从不同的子行业角度来看,超市行业的集中度稳中有升,2020 年 CR5 和 CR10 分别为 16.2% 和 12.5%,头部公司的优势逐步显现但该项优势不够明显,超市行业占比市场份额最大的华润仅为 3.27%;百货行业的集中度 CR10 与超市行业相似, CR5 相对偏低,2020 年分别为 15.3% 和 9.3%,市占率最高的王府井占比为 2.4%。综合来看,在疫情的影响下,百货行业的集中度提升更为明显,头部企业面对黑天鹅事件冲击的抗压能力更强,在行业承压的大环境之下更容易享受资源聚拢、弱小落后企业出清带来的集中度红利。

图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现



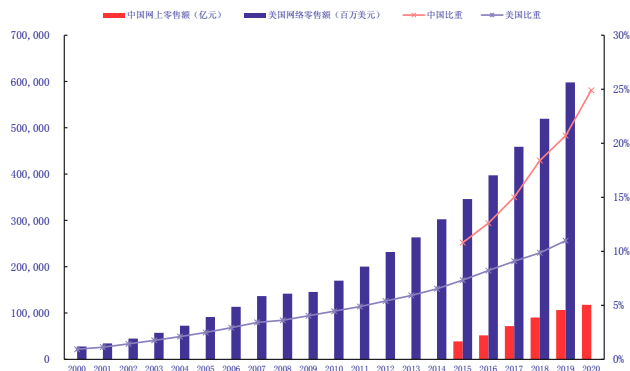
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(二) 线上行业发展高度集中,寡头垄断格局基本稳定

从零售总额的结构分析,中美市场线上渠道占比都在提升。2008 年美国网络零售总额占零售总额比例就达到 3.6%,相应的中国这一比例为 0.98%。到 2020Q3 美国的网络零售缓慢提升至近 13.5%的水平,中国这一数字将近 25%。美国虽然是网络零售新业态最早的引领者,中国却加速发展出现了行业发展的反超。从同比增速的角度来看,排除行业发展前期高增速的大规模增长,中国网络零售的同比增速维持在 20%以上,2020 年降至 10.9%;而截止 2020Q3,美

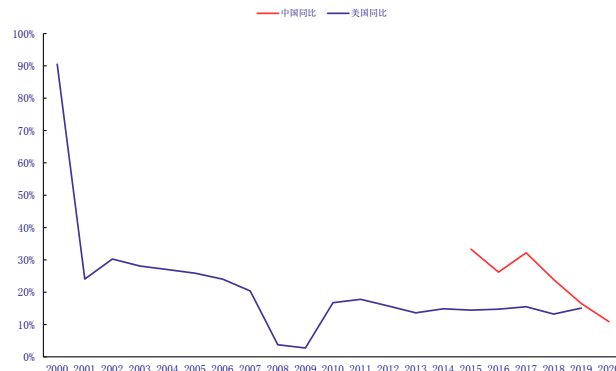
国当年同比增速达 33% 左右，二者差距明显。

图 20: 中国和美国网络零售额和占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

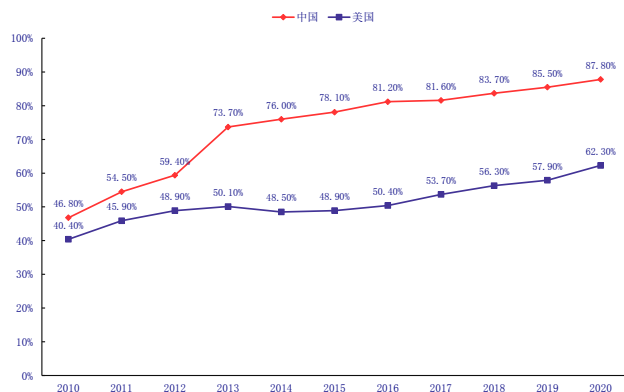
图 21: 中国和美国网络零售额同比增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

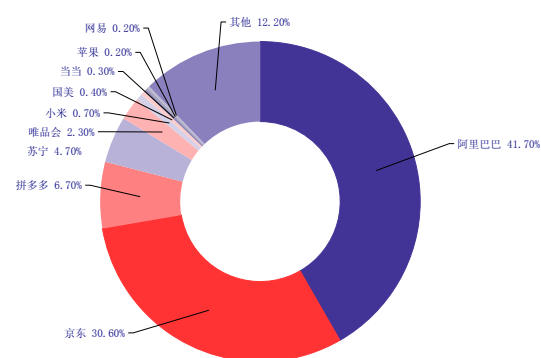
从竞争格局的角度来看，自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来，中美线上渠道的行业集中度提升已经进入后期，CR10 逐年稳步攀升，基本形成线上巨头垄断格局。美国 Amazon 一家独大，eBay、Walmart、Apple 等其他公司市占率仅为个位数；2020 年美国电子商务销售额 Amazon 占 33.5% 的市场份额，与占比 7.40% 的第二名沃尔玛拉开了极大差距，且近年来 Amazon 的市占率还处于波动上升趋势（沃尔玛作为线下起步的全渠道零售公司，线上销售份额占比自 2018 年开始超过 Ebay）。中国网络零售集中度更甚美国，线上渠道双寡头垄断的基本格局无可撼动，2020 年阿里巴巴和京东两巨头占据了超过 70% 的市场份额，拼多多、苏宁等第二梯队占比为 5%-7% 左右。

图 22: 中国和美国线上 CR10 对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2020 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司



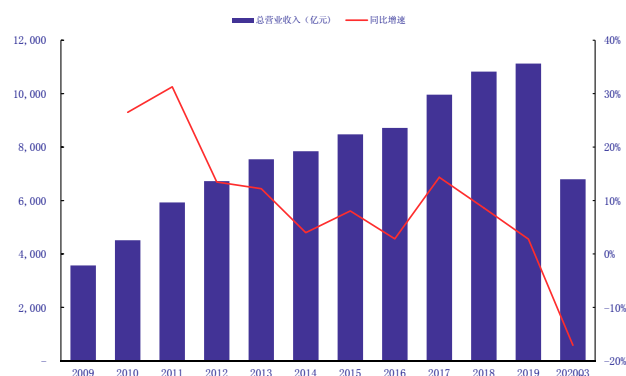
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(三) 行业财务分析: 疫情拖累 2020Q3 行业规模与业绩增速大幅下跌，总资产周转率和销售净利率导致 ROE 下降

1. 利润表: 2020Q3 受疫情拖累营业收入与净利增速大幅下跌，整体与社消增速走势趋同

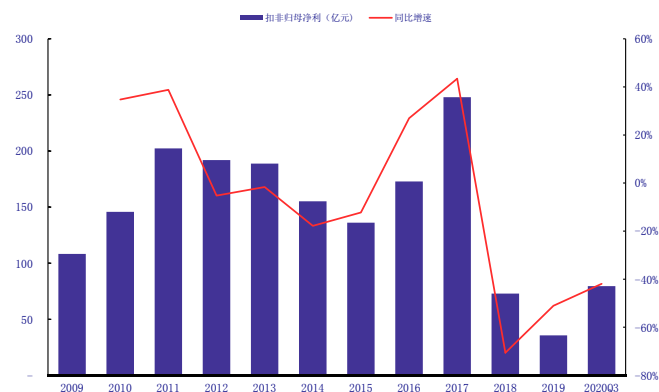
2019 年零售行业合计实现总营业收入 1.11 万亿元,同比增速 2.8%,行业总体增速自 2011 年开始呈现出逐步下滑的趋势,2016 年短期提振后再次延续降速扩张趋势;2020Q3 零售行业实现总营业收入 6794.4 亿元,受疫情影响,同比增速为-17.09%,近十年以来行业规模增速首次出现负值,其中主要系传统零售行业均以经营线下门店为主业,而疫情期间暂停营业、缩短营业时间,以及客流下滑等因素直接导致销售规模出现萎缩。2019 年行业合计实现归母扣非净利润为 42.36 亿元,同比增速为-41.88%,跌幅出现收窄改善,较多公司上一财年记账非经常性损益(实际净利润合计达到 270.29 亿元,同比下滑 11.60%);2020Q3 零售行业的扣非净利润为 79.50 亿元,同比下降 41.89%,下滑较为明显。从营业收入和净利润的表现来看,行业整体经营与社消保持同周期变化趋势,皆呈现出减速趋势;而 2020Q3 受疫情影响对应出现异常的偏离。分季度来看,2020Q3 环比上半年已经出现了经营的持续改善,较上年同期出现了降幅的环比收窄,由此可以看出疫情对于零售行业内公司的影响是逐级递减的;但是考虑到多数零售企业会在四季度加大促销力度,例如通过线上双十一活动,或是线下的年底店庆促销,因此四季度出现营收规模的改善、进一步填补全年的规模损失将符合预期,但盈利情况可能会承受较大的压力。

图 24: 零售行业公司历年营收(亿元)与同比增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 零售行业公司历年归母扣非净利(亿元)与同比增速(%)



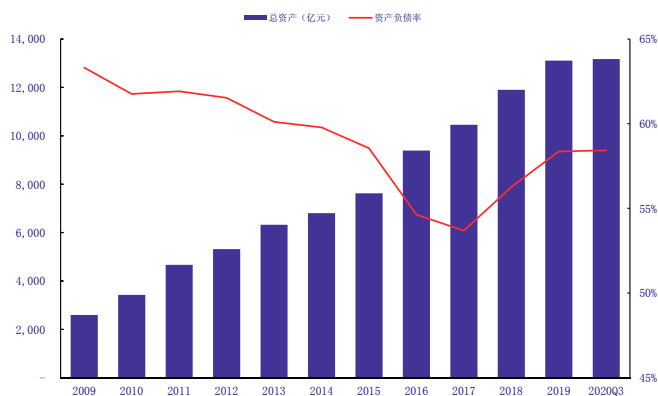
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 资产负债表: 资产结构逐步优化, 疫情后期存货经营管理效率亟待恢复

截止 2020Q3 零售行业公司总资产合计为 1.32 万亿元,较 2019 年底略有上升,排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响,整体保持稳定的水平,体现了零售行业的规模逐步扩大,门店、物流等线下建设日益完善稳步发展。行业总体的资产负债率从 2009 年开始逐渐呈现出下滑的趋势,尽管 2017 年至 2020Q3 出现回升,上浮至 58%左右,其距离 2009 年的最大值水平 63.31%依旧下滑了近 5 个百分点,行业整体资产结构得到优化,流动性有所提升。

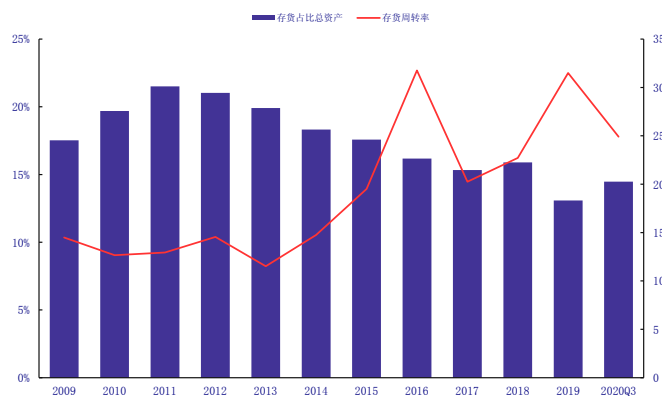
对于零售企业而言,存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看,存货占比总资产的规模自 2011 年达到 21.51%的峰值水平之后便开始逐年下滑,2016 年开始步入相对稳定的区间,2020Q3 仅为 14.47%,与之对应存货周转效率大幅下降,2016 年受华联股份、百大股份等个股周转率出现异常值的影响达到 30.73,随后回归正常区间;2020Q3 零售行业的年化周转率为 24.91,受疫情影响出现急剧下降,疫情后时代零售行业内的上市公司的销售效率有待进一步恢复。

图 26: 零售行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 零售行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)

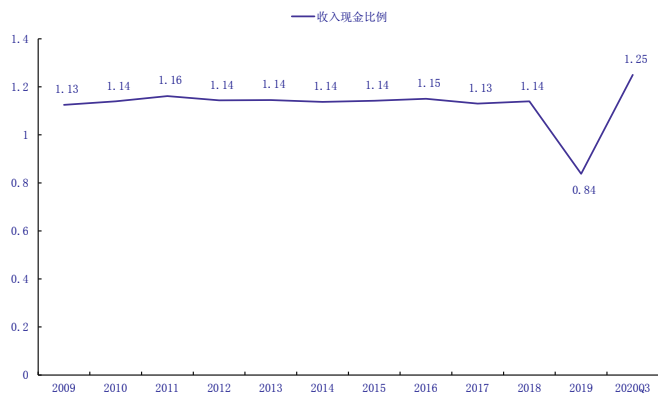


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 现金流量表: 经营回款效率下降, 收入现金比例下跌

零售行业的收入现金比例持续在 1.14 左右波动, 受疫情之后消费回暖、零售行业季节性备货、销售淡旺季的影响, 该比例 2020Q3 暂时回升至 1.25; 收入现金比例表现出零售行业剔除了应收账款带来的风险之后, 现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配, 行业整体应收账款规模缩小, 盈利质量提升。

图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况

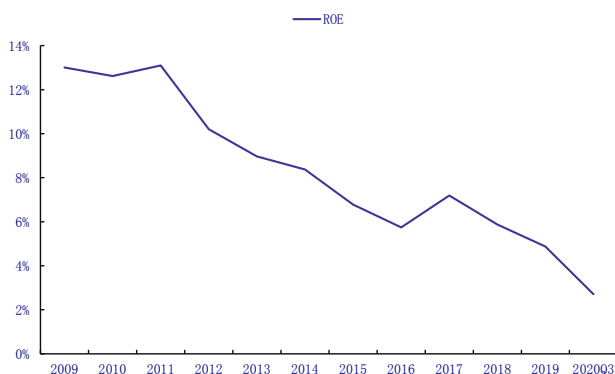


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 杜邦分析: 总资产周转率和销售净利率促使 ROE 下降

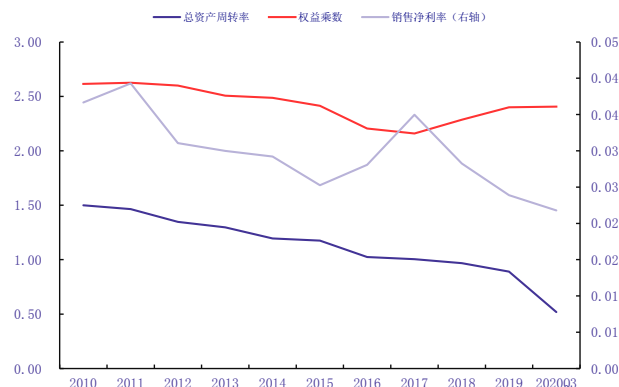
零售行业的 ROE 在波动中呈现下滑趋势, 2020Q3 期间所受影响尤为明显。将 ROE 进行拆分, 权益乘数情况表现的较为平缓, 并存在一定的上升趋势; ROE 的变动更多的受到总资产周转率和销售净利率的影响, 截止 2020Q3, ROE 波动下降至 2.7%, 其中权益乘数为 2.41 倍, 总资产周转率为 0.52, 销售净利率水平下降至 2.18%。

图 29: 零售行业公司历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) “新零售” 拉开数字化科技驱动大幕, “科创板” 将重新定义未来零售

2019 年政府工作报告中提出未来需要“发展消费新业态新模式, 促进线上线下消费融合发展。”目前零售行业对于这一概念的主要践行体现在“新零售”概念方面。新零售定义为企业以互联网为依托, 通过运用大数据、人工智能等先进技术手段, 对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造, 进而重塑业态结构与生态圈, 并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。在大数据时代, 零售企业偏向利用数据应对消费者个性多样的消费需求并协调供应链的高效运作, 目前较为普遍的运用主要体现在以下几个方面: 包括利用大数据分析对消费者进行精准营销, 协同线下门店发展线上商品的及时物流配送, 在实体门店通过科技手段和互联网技术提升消费者的购物体验等等。实体店受到电商的冲击, 网络零售的流量红利难以维系, 二者更加需要联手实现共赢发展, 优势互补。未来零售市场利用数字化技术将打破零售行业在时间和空间上的局限性, 为线上线下全客群提供渠道、商品服务品类的消费延伸。

2019 年 3 月提出的科创板同样利好零售行业, 支持商品服务型零售商将成为未来零售市场的主流。我们认为未来零售将会更加聚焦“软实力”的系统搭建, 由商品实物的生产、流通转型成为商品内容的生产、功能咨询、以及流量派发的泛社区型大零售体系; 而科创板旨在支持以科技创新为驱动的、领先型消费品制造或消费服务型企业。目前, 实物型零售领域巨头林立, 竞争极为激烈, 且其自身产品的发展主要依托上游制造业的供给, 很难形成难以逾越的科技壁垒; 商品服务型零售更看重对于消费者认知的提升, 在于对商品、特别是可选消费品的相关信息派发, 容易针对消费者多元化的认知基础和需求形成差异化, 同时需要科技发展作为支撑, 因此前景广阔, 将成为未来零售的主流形态。短期来看, 科创板落地, 有望疏通具备产业模式创新、大数据支持特点的商品服务型新零售企业二级市场直接融资障碍, 为公司的持续经营提供充足的资金支持。长期来看, 服务未来的科创板将推动未来零售的主流商品服务型零售企业的持续发展, 助力未来零售变革。

三、零售行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前零售行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理:

表 2: 零售行业当前存在的问题及建议

问题具体描述与解决建议	
1. 线下行业集中度低, 平行整合能力有待进一步激发 关键词: 行业集中度如何提升? 龙头未来如何扩大市场份额?	目前零售行业最主要的问题部分集中在线下环节, 其中最突出的问题是行业集中度偏低, 向上向下形成全闭环的能力还处于成长阶段, 龙头企业核心竞争力仍在验证期, 未来平行整合能力有待进一步的激发。目前我国线下的零售企业之中尚未出现全国性的垄断龙头, 更多的以区域性的巨头模式发展; 对比海外的行业发展模式, 国内的零售巨头一方面可以考虑不断的新开门店以进入新的市场, 打开地理隔离的屏障, 但这种方法对于企业的现金流要求较高, 需要有充足的资金和项目储备基础支撑公司的快速扩张; 另一方面公司可以考虑以收购或是合作经营的方式进行扩张, 巧妙利用当地原有零售企业的进货渠道以及消费者基础打开市场, 不断的进行行业整合。
2. 行业准入门槛较低, 小而美的公司天花板易见度极高 关键词: 潜在竞争对手或替代渠道的影响? 小而美的公司如何发展?	对于渠道零售和品牌零售而言, 传统模式下的消费门槛越来越低, 消费者新增的需求创造了很多小而美的公司, 以垂直品类或是专营专卖为主, 可以直击消费者的需求; 而且这类公司成长速度极快, 容易抢占某一特定需求的消费市场份额; 但同时由于特定消费需求的局限性而非全市场覆盖, 所以其自身很难做大, 天花板易见度极高。对于传统零售而言, 更多的需要反思所提供的商品和服务是否过于同质化, 大而全的规模效应不应该是针对性和差异化发展的障碍, 公司需要规划如何改善自身的产品结构和服务框架, 做到尽善尽美; 对于小而美的后起之秀而言, 更需要步步为营, 不断为消费者提供真正有价值的产品, 明确把握细分的消费需求, 获得忠诚稳定的顾客群体。
3. 零售企业与上游供应商和下游消费者的议价能力相比都处于弱势地位 关键词: 如何提升零售商的议价能力?	由于传统零售渠道的同质化过高, 对于上游的供应商而言, 同一类型的产品可以有诸多可供选择的销售渠道, 而且零售商和供应商之间通常不存在排他协议, 二者之间没有稳定的纽带绑定; 同时对于下游的消费者而言, 购买的商品同样具有同质性, 渠道之间的差别极小, 因为他们在各个渠道之间的转化成本极低。综合来看, 零售企业面对两端的议价能力都比较弱, 暂时只能通过让利于供应商和消费者的方式在激烈的竞争中获得一定的市场份额。我们认为改变和上游议价的局面一方面是减少对上游的依赖, 例如提供自有品牌商品或是减少经销商环节, 通过直采的方式进货; 另一方面是通过改善中游环节来提升整个链条的运作效率。对于和下游消费者的议价环节, 更多

的是依靠高性价比的商品和服务，或是通过会员制的方法来提升顾客的复购率和忠诚度。

4. 部分传统零售企业由于向全产业链蔓延发展而偏离本质的核心零售业务

关键词：零售行业公司如何排除外界因素影响坚守主营业务的发展？

目前零售行业的发展不再是一个孤立的商品销售环节，而是要依靠制造、物流、金融、科技等各个环节的支撑，形成系统性的全产业链。但是有些零售公司在自身零售业务发展尚不成熟稳定的时候就开始向其他行业蔓延，丰富自己的业务类型，反而会出现本末倒置的情形。例如有的公司主营从百货、购物中心等业态的经营逐渐转换成身为物业的“二房东”收取租金获利，或是重点发展消费金融和云计算业务而忽视了这些业务的初始目的只是为了给消费者提供更好的服务与体验。我们建议零售企业更多的还是应该关注主营零售业务，对应的其他业务更多的只是支撑和完善零售业态的更好发展。

5. 零售企业发展自有品牌更偏向关注短期毛利率忽视长期名牌构建

关键词：零售企业如何打造品牌影响力？

目前零售企业发展自有品牌主要出于提升利润的考虑，店内所售的自有品牌产品价格通常低于其他品牌的同类产品，自给自足的产品在质量上更易掌控，可以有效的提升公司的毛利率；企业通过售卖自有品牌产品还可以节约相关的通道费用以及广告推广所需的营销费用。简单的通过在符合自身要求的商品上“贴牌”将商品定义为自己的自有品牌，实际消费者购买的时候可能只是受到了相对低价的影响，对于零售企业长期的品牌构筑没有实质性帮助。公司更需要的是体现出商品差异化的竞争优势，强化高性价比、全范围覆盖的商品矩阵，树立品牌形象。

6. 无人零售难以取代传统零售，零售人才的培养有待挖掘

关键词：劳动密集型的零售企业为什么应该看重人力资源行业与人才培养？

我们认为无人零售难以取代传统零售中“人”发挥的重要作用，在消费环节中，服务和体验更多的还是依靠员工才能得以实现；机器可以在一定程度上提升效率，但购物体验的营造更需要人性化。未来更应该注重管理人员和专业人员，包括采购人员、门店经营人员的培养；目前许多零售企业为了应付季节性员工短缺会选择以临时工的方式雇佣许多较低学历的、未经过专业统一培训的员工，从成本端考虑这的确可以缓解企业在经营环节的员工薪酬等支出，但实际不利于公司的长远稳定发展。建议零售企业针对自身需求招聘和培养不同类型的稳定人才，用对的人比用便宜的人更有效，从源头上提高人效，降低经营压力。

7. 高租金的门店不应该是黄金选址的首要标准，权衡考虑顾客定位和实际收益

关键词：零售行业如何权衡成本与收益？

排除人力成本因素的影响，零售企业的主要经营压力来自于门店房租、水电、交通运输仓储等高额成本的问题，其中门店房租带来的影响极大。零售门店的扩张不容忽视，多数企业都希望在人流集中的繁华地带开设门店，但这样的选址通常伴

随着高昂的租金成本；同时普通区位的租金也会随着房地产市场的发展水涨船高。零售企业在选址门店的时候更多的应该考虑的是自身所瞄准的消费者群体定位，并考虑实际收益，以盈利为主要目的，而非一味的追求所谓的“黄金地带”可以带来的客流红利；建议零售企业规避不必要的额外租金支出，合理选址，更多的可以通过提高坪效和人效来实现营收的有效增长。

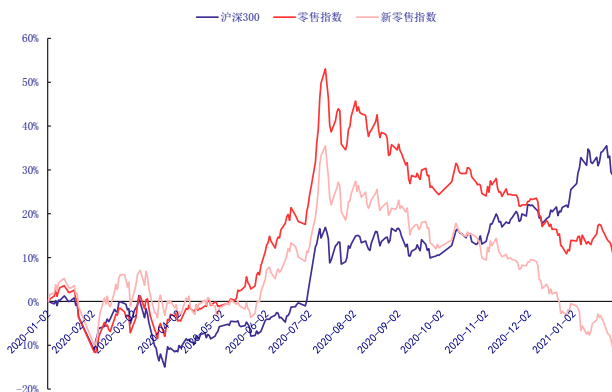
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、零售行业在资本市场中的表现

（一）零售行业公司跑输整体市场但优于新零售企业，部分公司出现 PE 异常导致行业整体估值处于较低的历史百分位水平

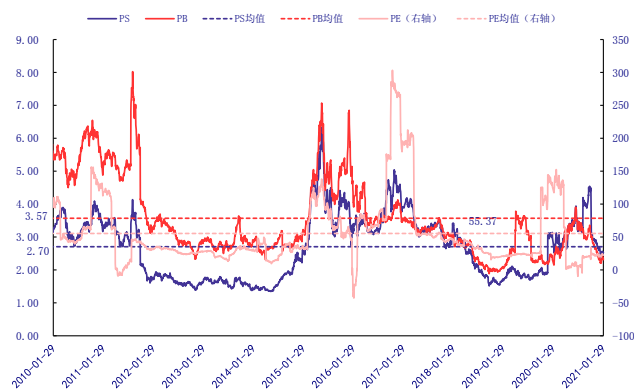
2020 年年初至今(2021.01.29)我们定义的零售指数上涨 11.16%，跑输沪深 300(28.89%)，跑赢新零售指数(-10.47%)。零售行业总体表现与 PE 变化趋势较为契合，目前 PE、PS、PB 行业三者低于历史均值水平；其中 PS 和 PB 持续震荡下行，而 PE 在行业净利水平回归正常区间后，同样回归 2019Q3 之前的走势情况。当前行业的 PE/PS/PB 分别处于 2010 年年初至今的 18.9/44.1/8.3 百分位点，PE 指标明显处于低估值区间，其主要原因在于多家公司由于盈利降至负值且持续未得到改善，加权平均后影响行业整体 PE 水平（如汉商集团、新世界、潮宏基、金一文化等）。

图 31：零售指数 2020 年年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32：零售行业指数与估值指标



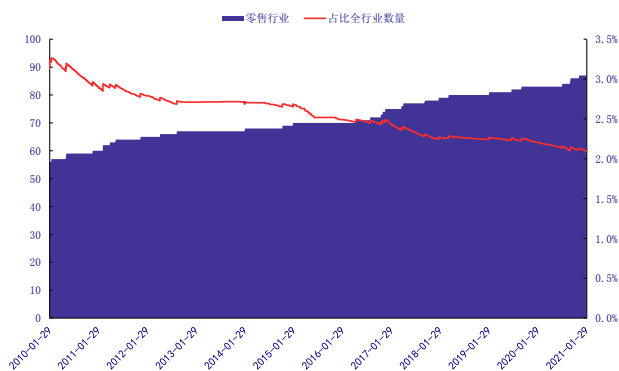
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持

零售行业的上市公司数量增长不及行业整体，因此零售行业的上市公司数量占比明显处于下滑趋势，截止 2021 年 1 月，零售行业上市公司为 87 家，占比全市场比例为 2.10%；零售行

业与全行业市值的比值分别为 0.89%，由此可知零售行业内的单个公司市值规模相对较小；零售行业目前处于偏低的历史百分位水平（低于一个标准差，属于 2010 年初至今的最低值区间），行业内公司合计市值占比全市场的比重不断收缩，板块规模持续下降。

图 33：零售行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：零售行业市值与全行业比例情况



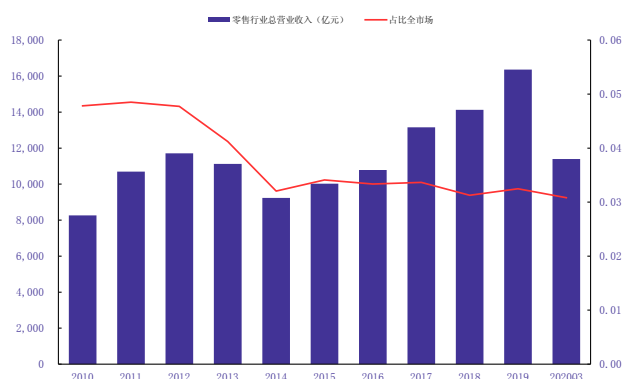
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

零售行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体保持稳定趋势，结合考虑市值占比的下滑，零售行业贡献营收比重呈现出下降态势；2019 年零售行业上市公司共实现营收 1.64 万亿元，贡献全市场营收比例为 3.25%；截止 2020Q3，零售行业实现总营收 1.14 万亿元，营收占比全市场比例为 3.08%，一方面是疫情冲击线下零售销售额带来的异常影响，另一方面存在季节性的波动因素，零售行业内的公司销售旺季通常出现在下半年尤其是四季度，其中线下门店集中以新店开业或是店庆的方式展开促销，而线上集中在 11 月的“双十一”线上大促，故前三季度的营收占比会相对偏低。零售行业净利润的贡献占比情况自 2016 年开始出现回升趋势，但由于营业收入占比下降且行业整体净利率水平较低，2017 年开始由升转降，截止 2019 年底零售行业上市公司合计贡献净利润 328.50 亿元，占比全市场仅为 0.88%；该比例在 2020Q3 下滑至 0.63%。

目前（2021.01.29）零售行业占全行业成交金额的比值为 0.90%，换手率与全行业的比值为 1.79 倍，二者和中位数水平相比处于较低的百分位水平。此外，我们将指数的 $1/PE$ 处理为投资收益率，由此通过比较 $1/PE$ 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益，当前零售行业的风险溢价为 -2.39%，略低于中位数和均值水平，自 2019 年 11 月开始行业的风险溢价水平步入底部区间波动，均值水平仅为 -0.49%；2020 上半年由于行业 PE 受异常的盈利影响出现剧烈波动（出现极小净利带来的异常高值，以及负盈利带来的负 PE），因此收益率同样出现剧烈波动。

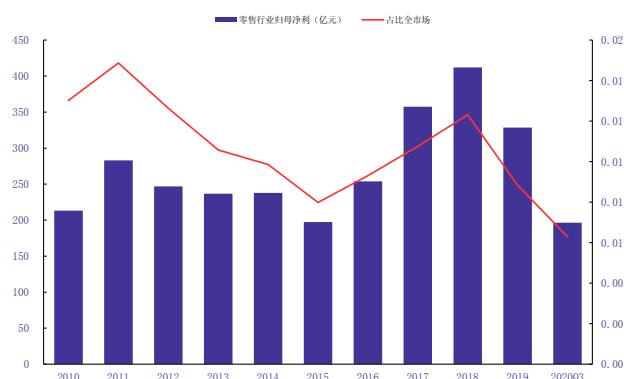
Beta 值衡量了零售行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。零售行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，均值为 0.92；板块前期风险偏高，但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势，今年有所回升。目前（2021.01.22）零售行业 and 全行业 beta 值的比值为 0.93，处于均值水平，板块内风险水平适中。

图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况



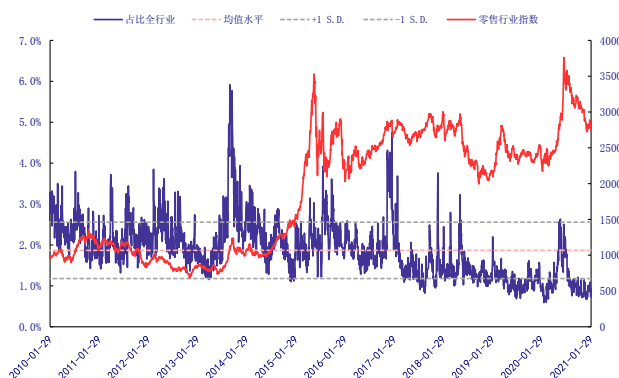
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况



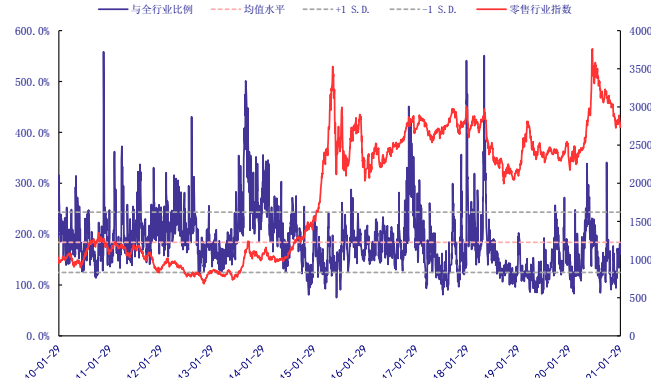
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况



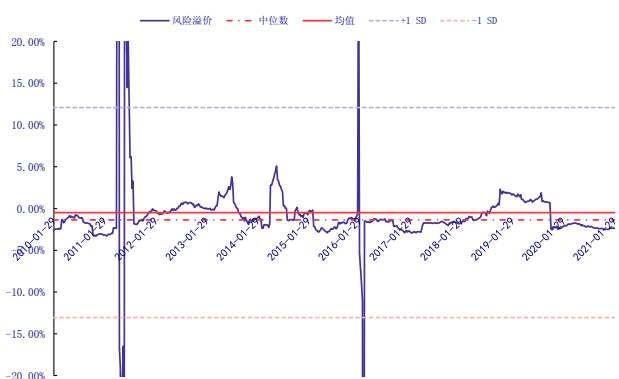
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况



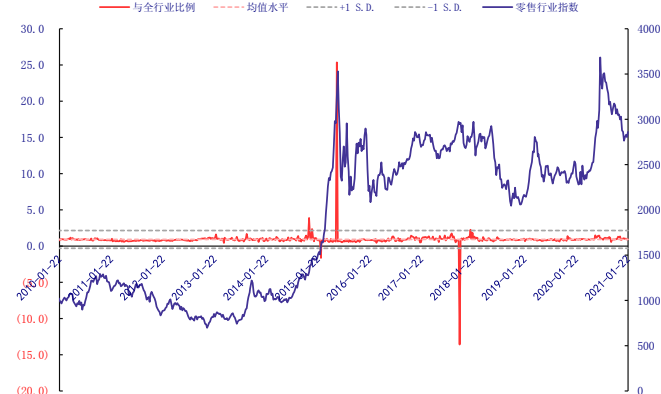
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 零售行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

（一）二月配置建议

从行业环境来看，境内含税消费主要关注社消走势，2020 年社会消费品零售总额的走势受疫情影响显著，总体的累计影响程度逐月放缓；其中仅有三季度出现了单月增速的加速提升改善，二季度与四季度均出现了增速环比放缓的趋势，当前环境下消费的回升依旧承压。一方面按在前期高基数的基础上社消同比增长相对承压，另一方面叠加气温转冷后出现部分北方地区（河北、吉林、黑龙江、北京等）小范围的疫情复发，线下等涉及到接触的主要场景内的消费再次受到影响。2021 年的春节出现在 2 月中旬，相较于 2020 年滞后了约半个月，但春节备货依旧从上年 12 月便提前开始，因此春节对于 1-2 月份的消费带动情况总体不会发生较大变化；随着疫情步入防控常态化，我们认为今年消费较上年会出现明显的同比改善。

免税消费主要关注海南离岛免税消费情况，自 7 月以来，海南离岛免税共计实现销售额近 200 亿元，日均消费额突破 1 亿元，按旅客人次核算人均消费额突破 6500 元/人，消费额和旅客人次均出现逐月提升的趋势，在疫情影响出境游和出境消费的大环境下，免税消费的情绪高涨展现了长期不变的消费升级趋势，中高端消费需求旺盛。在外部条件不发生变化的前提下，2021 年上半年会延续上年 7 月开始的高增长趋势，凭借政策红利为整体离岛免税消费带来可观的销售额增量。

从政策层面来看，国务院联防联控机制、卫健委等部门就“春节返乡”作出相关政策要求，同时多地为提倡“就地过年”推出响应补贴政策，其中既包括直接的现金奖励，也包括消费券、流量补贴、房租补贴、景点门票等消费补贴。我们认为在当前的疫情管控措施之下，更多的会对春运出行等流通环节造成影响，或是对人口流动较大的省市地区当地消费造成影响，但从全国整体范围内来看，消费环境较上年同期出现明显改善，消费水平应该会出现同比提升。长期来看，随着居民就业保持稳定，居民收入稳步增加，国内消费环境逐步恢复，疫情得到有效控制，后期整体消费有望持续复苏。

综合来看，随着国内疫情的发展总体向好趋势，长期来看整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平，因此对于社消增速的波动不宜过分担忧，消费市场规模仍会持续扩张。前期市场好看的超市行业、化妆品行业、电商及服务行业以及行业内的重点公司等均呈现出符合市场预期的表现。在此背景下，我们继续维持前期（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持酒类流通企业、化妆品以及电商服务中的优质标的：①当前中高端品牌推动白酒行业销售额的提升，进口葡萄酒拉动葡萄酒行业规模增长，二者均需要可信可靠的销售渠道链接消费者，十四五规划针对酒类流通企业制定了“酒类大商 1510 培育计划”，并对产业标准化体系及质量安全提出要求，具有品牌认知度和一定市场规模的流通企业更容易享受行业发展红利；②当前国内的化妆品公司主营以护肤品居多，彩妆占比相对较低，而个护品类与护肤品类必需属性相对较强，消费者的购买频次偏高且需求稳定，同时护肤品的毛利率水平亦相对较高，在当前的外部环境之下，化妆品公司可以极为有效的借助互联网渠道营销并落地销售，未来线上渠道也是触达更多消费者、拉动销售规模增长的核心动力之一；③疫情期间线上渠道相较线下的优势显现，电商渠道一方面不受经营场地和经营时间的限制，可以有效帮助更多的消费者接触更为广阔的消费选择，并提供更为精准匹配需求、物美价廉的商品服务筛选与推荐，同时伴随直播带货等新兴营销手段的发展，线上渠道的体验感逐步增强；可以为品牌商提供相

关服务以拉升其营收业绩的服务商获得广阔的前景。公司方面,我们继续维持前期的推荐组合:华致酒行(300755.SZ)、珀莱雅(603605.SH)和丽人丽妆(605136.SH)。

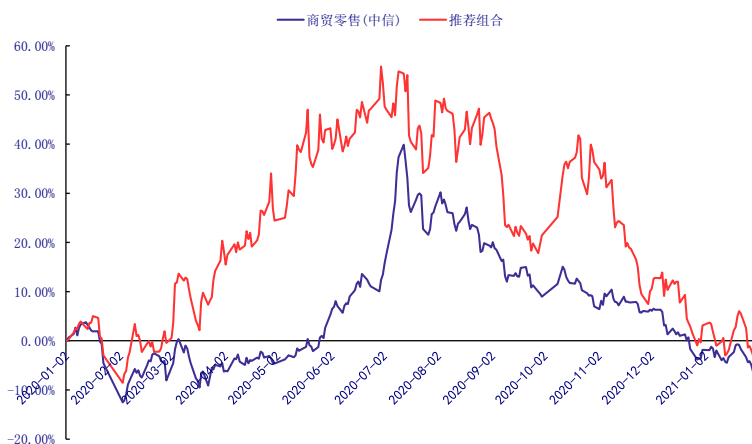
(二) 核心关注组合表现回顾

表 3: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今 累计涨跌 幅(%)	月涨跌幅 (%)	入选时间
603605.SH	珀莱雅	公司一方面在传统品牌(主品牌欧莱雅、核心品类护肤品)、传统渠道(线下日化渠道)上均保持持续增长,另一方面大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展战略,以消费者需求为导向,顺应渠道变革潮流,新品牌、美容彩妆品类、线上电商渠道增速亮眼。此外,公司持续科研创新夯实研发,推进生产与供应链建设完善供给,为前端销售提供坚实基础。	4.49	4.49	2020.05.01
300755.SZ	华致酒行	公司作为精品酒水营销和服务商,得到上游品牌商和下游客户、终端消费者的认可,具有一定的品牌优势,产业链中的议价能力和市场影响力。从产品的角度来看,公司主要销售的“茅五”品牌市场需求旺盛,未来伴随居民收入和消费水平的提升,公司的白酒类产品仍存在提升空间。从渠道的角度来看,公司线下营销网络正在逐步完善,同时搭配线上电商渠道触达更广的消费者人群,以公司的品牌形象为背书,可以在全国范围内全渠道的提供保真商品,打开终端的增长空间。	-4.85	-4.85	2020.10.01
605136.SH	丽人丽妆	考虑到受益于电商行业规模稳步扩张,互联网信息化渗透率不断提升,消费者网上购物的消费习惯逐步形成,我国网络购物用户数不断增加,社消中线上比重逐步提升,以及美妆类产品在消费中的普及度提升,使得线上电商逐步成为其销售的主要途径,我们认为美妆类品牌代运营行业整体尚处于行业红利期,而公司作为同时从事电商零售业务和品牌营销运营服务的龙头企业,既可以产生规模效应又可以通过优质专业的服务深度绑定服务核心客户。	8.95	8.95	2020.11.01

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 核心组合近两年收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

疫情恶化的风险; CPI 表现不及预期的风险; 政策推行效果不及预期的风险; 消费者信心不足的风险; 行业竞争加剧的风险。

插图目录

图 1: 零售指数与上证综指的走势变化趋势	3
图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势	3
图 3: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 4: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 5: 中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨	4
图 6: 中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升	4
图 7: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	5
图 8: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	5
图 9: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	6
图 10: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	6
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	7
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	7
图 13: 中国人均可支配收入变化趋势	7
图 14: 中国消费者信心指数变化趋势	7
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)	8
图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)	9
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势	9
图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现	9
图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现	9
图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况	10
图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况	10
图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比	10
图 23: 2020 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	10
图 24: 零售行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	11
图 25: 零售行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	11
图 26: 零售行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	12
图 27: 零售行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)	12
图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况	12
图 29: 零售行业公司历年 ROE	13
图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分	13
图 31: 零售指数 2020 年年初至今累计涨跌幅	16
图 32: 零售行业指数与估值指标	16
图 33: 零售行业上市公司数量与全行业比例情况	17
图 34: 零售行业市值与全行业比例情况	17
图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况	18
图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况	18
图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况	18
图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况	18
图 39: 零售行业风险溢价走势情况	18

图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况	18
图 41: 核心组合近两年收益率变动	21

表格目录

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比	8
表 2: 零售行业当前存在的问题及建议	14
表 3: 核心关注组合	20

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：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

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。未经银河证书面授权许可，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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

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 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn