

高速展店短期业绩承压，关注业态渠道创新成效

——2020 年年报&2021 年一季报点评

2020 年公司营收 166.78 亿元(yoy+9.27%)，归母净利润 4.28 亿(yoy-6.54%)。其中 Q4 单季度营收 39.03 亿元(yoy-3.77%)，归母净利润 0.39 亿(yoy-63.37%)。

2021 年 Q1 公司营收 47.15 亿元(yoy-4.12%)，归母净利润 1.28 亿(yoy-27.22%)。

核心观点

- **20 年业绩略低于预期，21 年 Q1 短期承压。**2020 年 Q1 在疫情催化下公司实现高增长，也对 21Q1 产生高基数效应影响，随着国内疫情防控进入常态化阶段后公司增长逐季下滑。公司全年同店-5.80%，但是综超业态同店仍保持 2.59%正增长。门店方面 2020 年净增加 114 家，整体扩张加速，2021 年计划新开 100 家，21Q1 已新开店 23 家，并表 26 家，关闭 11 家。
- **毛利率提升，净利率下降，主因为销售费用投入大幅增加。**20 年公司毛利率 23.48%(yoy+1.91pct)，净利率 2.56%(yoy-0.43pct)，费用率 19.76%(+1.88pct)，销售费用率增加的主要原因是公司加速省外扩张，且 20 年新开门店多集中于下半年，培育期间成本投入较高。21 年 Q1 公司盈利水平与 20 年接近，财务费用率变化较大受会计准则变化影响。
- **夯实供应链能力，业态渠道创新加注未来。**截至 2020 年，公司已投入使用常温物流中心 6 处、生鲜物流中心 7 处，烟台、济南、张家口、淮北四处物流中心陆续建成或投入使用。公司继续业态渠道创新，利用小程序家家悦优鲜平台、第三方平台，提供线上到家服务的门店达到 211 家，直播和社区团购业务实现全门店覆盖，线上销售增长迅速。

财务预测与投资建议

- 我们调整预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润净利润预测为 3.12/3.56/4.25 亿元(原为 6.57/7.71/-亿元)，EPS 为 0.51/0.59/0.70 元(原为 1.08/1.27/-元)。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 19.77 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动的风险、市场竞争的风险、门店拓展不及预期的风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,264	16,678	18,446	19,495	21,020
同比增长(%)	19.9%	9.3%	10.6%	5.7%	7.8%
营业利润(百万元)	607	585	404	458	544
同比增长(%)	18.3%	-3.6%	-30.9%	13.4%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	458	428	312	356	425
同比增长(%)	6.4%	-6.5%	-27.1%	14.2%	19.3%
每股收益(元)	0.75	0.70	0.51	0.59	0.70
毛利率(%)	21.8%	23.5%	22.7%	22.8%	22.9%
净利率(%)	3.0%	2.6%	1.7%	1.8%	2.0%
净资产收益率(%)	16.2%	14.4%	10.3%	11.4%	13.0%
市盈率	23.2	24.8	34.0	29.8	25.0
市净率	3.6	3.5	3.5	3.3	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

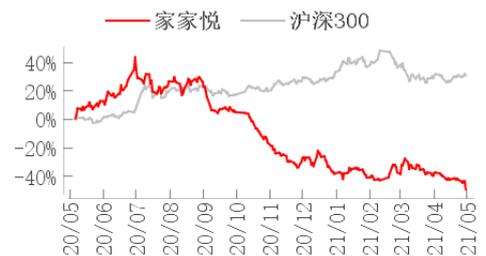


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	17.45 元
目标价格	19.77 元
52周最高价/最低价	49.37/17.44 元
总股本/流通A股(万股)	60,840/60,840
A股市值(百万元)	10,617
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2021年05月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-10.04	-18.93	-11.6	-49.08
相对表现	-7.79	-17.13	-8.63	-68.14
沪深300	-2.25	-1.8	-2.97	19.06



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

联系人 崔凡平
021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn

相关报告

线上增长加速，盈利短期承压：——2020 年 2020-11-02
三季报点评
同店高速增长，省内外多点扩张持续：—— 2020-08-27
2020 年中报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

20 年表现略低于预期，21 年 Q1 业绩承压.....	4
盈利能力稳定，新会计准则产生影响.....	7
持续推动物流建设，夯实供应链优势.....	8
盈利预测与投资建议	9
盈利预测	9
投资建议	10
风险提示.....	11

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速	4
图 2: 公司归母净利润及增速	4
图 3: 家家悦同店情况	5
图 4: 公司门店业态结构	5
图 5: 公司门店新增及关闭	5
图 6: 公司食品化洗业务收入及增速	6
图 7: 公司生鲜业务收入及增速	6
图 8: 生鲜业务收入占比持续提升	6
图 9: 公司胶东及其他地区收入占比（至 2019 年）	7
图 10: 公司山东省及其他地区收入占比（2019 年起）	7
图 11: 公司毛利率与净利率	8
图 12: 公司三费费用率	8
图 13: 分产品毛利率	8
表 1: 核心假设及盈利预测变动分析表	9
表 2: 主要财务数据变动分析表	10
表 3: 公司估值假设	10
表 4: 公司 FCFF 估值结果	11
表 5: 估值结构敏感性分析	11

20 年表现略低于预期，21 年 Q1 业绩承压

2020 年营收单位数增长，归母净利润小幅下滑，整体表现略低于预期。2020 年公司营收 166.78 亿元 (yoy+9.27%)，归母净利润 4.28 亿 (yoy-6.54%)。其中 Q4 单季度营收 39.03 亿元 (yoy-3.77%)，归母净利润 0.39 亿 (yoy-63.37%)。此外，2020 年公司执行新收入准则，联营经营模式按净额法确认收入，同期 2019 年原采用总额法确认。按总额法口径，2020 年公司商业营业收入应为 166.98 亿元，同比增长 17.75%。公司 2020 年 Q1 和 Q2 受益疫情营收利润实现高增长，但是同样由于疫情影响，新店主要延期至下半年开业，大量新店尚处于培育期，对于 Q4 利润存在一定拖累。

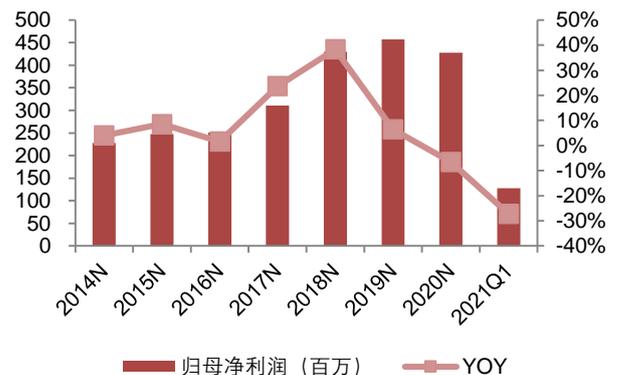
21 年 Q1 业绩受多重因素冲击，短期承压。2021 年 Q1 公司营收 47.15 亿元 (yoy-4.12%)，归母净利润 1.28 亿 (yoy-27.22%)。主要受四方面因素影响：1) 2020 年疫情导致同店销售增长较高，带来同期收入和利润增长较快，形成高基数效应。2) 2020 年、2021 年一季度新增门店数量相对较多，且因疫情影响 2020 年新店主要延期至当年下半年开业，大量新店尚处于培育期，前期培育期间毛利率相对较低、费用率较高。3) 2019 年开始，公司积极拓展山东省外市场，主要聚焦公司重点发展的城市，2020 年省外开店数量较多，新区域前期重点按公司战略扩大市场规模，提高品牌知名度，发展过程中不断改善提高新区域顾客服务能力，收入与盈利能力仍处于爬坡期。4) 本期适用新租赁准则，对利润有一定影响。

图 1：公司营业收入及增速



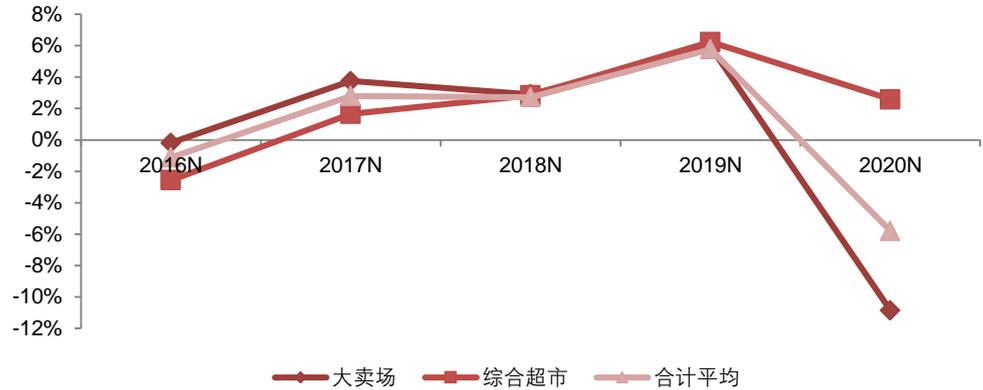
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速



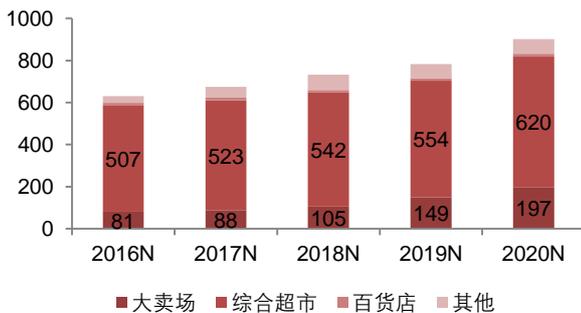
资料来源：公司公告，东方证券研究所

同店有所承压，综合超市表现依然稳定。2020 年公司主力业态大卖场与综合超市同店分别为-10.86%和 2.59%，带动同店合计平均-5.80%。若用本期、同期均按总额法收入进行统计，2020 年公司主力业态大卖场与综合超市同店分别为 0.19%和 6.38%，带动同店合计平均 2.47%。综合超市依旧保持稳定的增长。

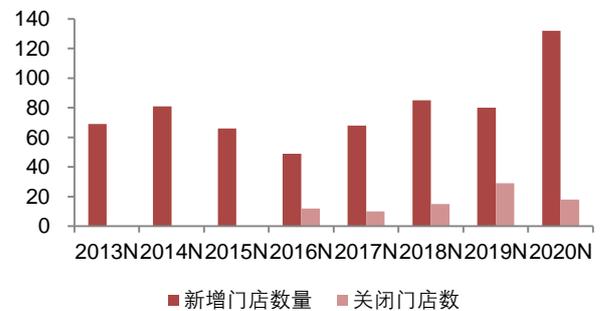
图 3：家家悦同店情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

20 年门店扩张加速，21 年预计新开 100 家。2020 年，公司继续保持较快的开店速度，同时调整优化区域内门店的网络布局、业态组合，关闭或搬迁了经营业绩不达标、布局不合理的门店。截止 2020 年，公司新增直营门店 132 家，其中 2020 年初安徽家家悦真棒纳入合并报表门店 31 家，新开门店 101 家，闭店 18 家，比期初净增加 114 家，净增加门店物业建筑面积约 39 万平米，截止 2020 年，直营门店总数 897 家。此外，截止 2020 年，公司在山东省新增加盟店 20 处。**2021 年 Q1**，公司新增直营门店 49 家，其中新开店 23 家（大卖场 9 家，综合超市 12 家，其他业态 2 家），新开大卖场的平均单店经营面积 2,926 平米，新开综合超市的平均单店经营面积 917 平米；合并日内蒙古维乐惠超市有限公司纳入合并报表的门店 26 家。2021 年 Q1 公司关闭门店 11 家。截止 2021 年 3 月，公司直营门店总数 935 家，加盟店 27 家。根据公司指引，2021 年预计新开门店 100 家，开店持续加码已有门店区域加密，全新区域拓展放缓。

图 4：公司门店业态结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司门店新增及关闭


资料来源：公司公告，东方证券研究所

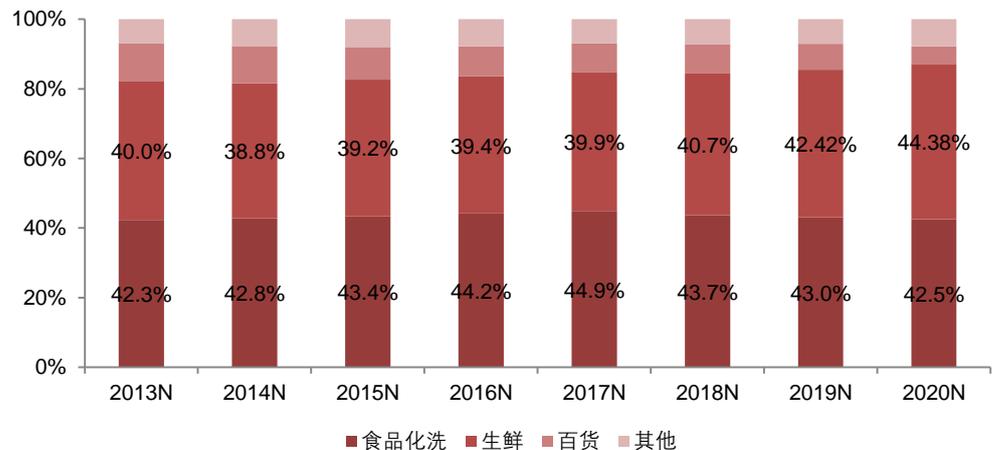
分产品看，2020 生鲜依然保持较高增速，收入占比提升至 44.38%。2012-2017，食品化洗增长速度高于生鲜，2018 年以来，两块业务出现增速切换。自 2017 年公司迎来新一阶段的成长以来，生鲜作为公司经营的特色，已经逐步成为增长的最主要动力，2020 年生鲜品类实现营业收入 74.03 亿元，同比增长 14.33%。与之相对应的，生鲜营收占比在过去 7 年中持续提升，2020 年占比达到 44.38%，与食品化洗占比差距进一步拉开。另外，由于会计准则调整，若均按总额法口径，2020 年生鲜类营业收入应为 80.73 亿元，同比增长 22.93%；食品化洗类营业收入应为 73.73 亿元，同比增长 13.88%；百货类营业收入应为 12.52 亿元，同比增长 9.93%。

图 6：公司食品化洗业务收入及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司生鲜业务收入及增速

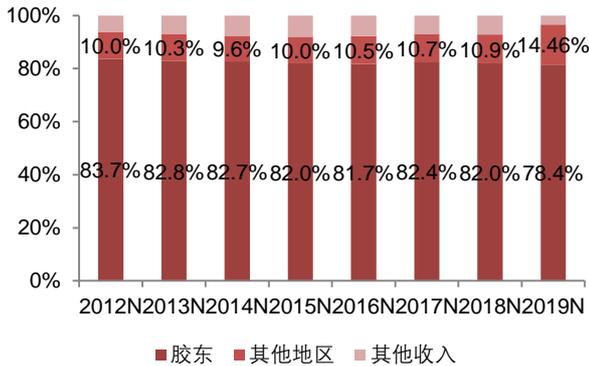

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：生鲜业务收入占比持续提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

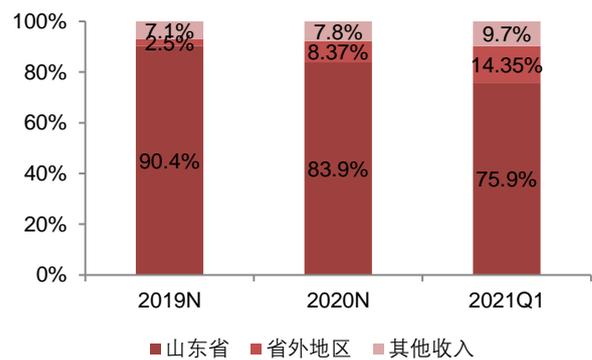
分地区看，公司省外扩张成效已经开始逐步显现。公司发展起源于胶东地区，深根细作为后续成长打下坚实基础。在经过长达十几年的省内发展后，公司于 2018 年收购张家口福悦祥后，正式开启全国扩张。2012-2017 年，公司胶东以外地区营收占比提升速度较为缓慢，6 年时间由 2012 年的占比 10.0% 达到了 2018 年的 10.9%。2019 年，这一占比达到 14.5%，较 2018 年提高 3.6 个 pct。2019 年起，公司调整披露口径，按照山东省内外区分区域收入。2020 年，省外收入占比达到 8.37%，2021Q1，这一比例继续提升至 14.35%。公司的省外扩张成效已显，展现出跨区域发展的巨大潜力。另外，由于会计准则调整，若均按总额法口径，2020 年山东省营业收入应为 152.09 亿元，同比增长 10.20%；省外地区营业收入应为 14.89 亿元，同比增长 292.28%。

图 9：公司胶东及其他地区收入占比（至 2019 年）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司山东省及其他地区收入占比（2019 年起）

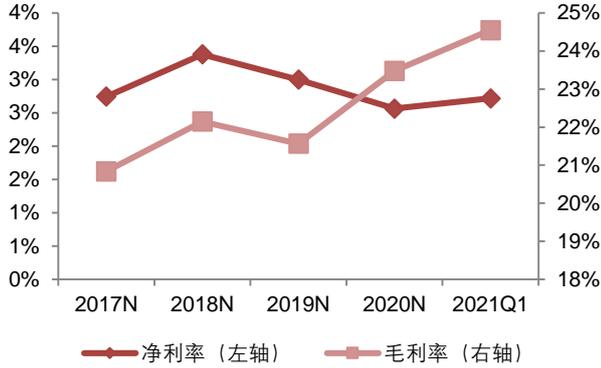


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利能力稳定，新会计准则产生影响

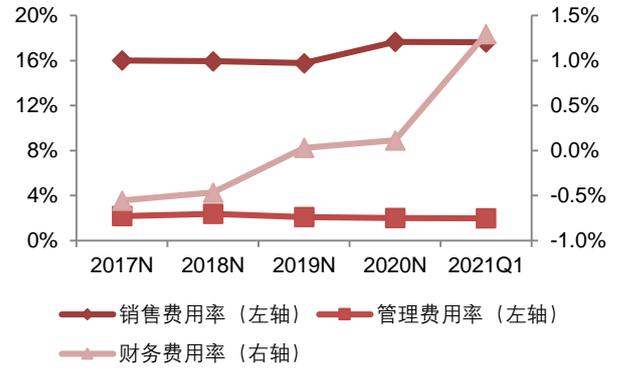
毛利率稳中有升，净利率小幅下降，新会计准则产生影响。2020 年公司毛利率、净利率、费用率分别为 23.48%、2.56% 和 19.76%，较去年同期增加 1.91、-0.43 和 1.88 个 pct，其中销售、管理、财务费用率分别为 17.65%、2.00%、0.11%，较去年同期增加 1.89、-0.09 和 0.08 个 pct。毛利率的大幅度提升主要是由于会计准则变动导致收入较原口径下降。销售费用率的大幅提升是毛利率提升情况下公司净利率仍承压的主要原因。公司销售费用率增加的主要原因在上文已经经过分析。2021 年 Q1 公司毛利率、净利率、费用率分别为 24.54%、2.72%、20.88%，较去年同期增加 1.50、-0.86 和 2.82 个 pct，其中销售、管理、财务费用率分别为 17.62%、1.97%、1.29%，较去年同期增加 1.97、-0.54 和 1.39 个 pct。财务费用率出现较大变化是由于新租赁准则下，部分房屋租赁费用计入财务费用。

图 11：公司毛利率与净利率



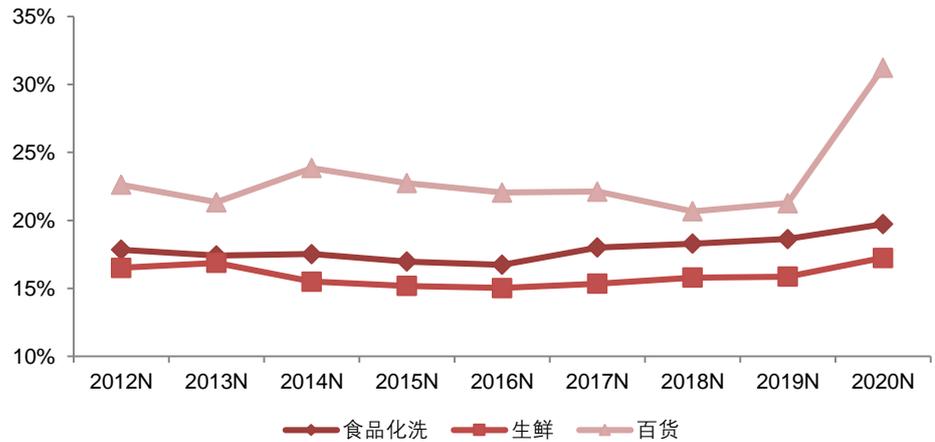
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：公司三费费用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：分产品毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

持续推动物流建设，夯实供应链优势

“发展连锁、物流先行”，公司保持对供应链建设的投入。截至 2020 年，公司已投入使用的常温物流中心 6 处、生鲜物流中心 7 处，总仓储面积约 27 万平米，分布在山东省的威海、烟台、济南、青岛，及河北省张家口、安徽省淮北等地，常温仓日均吞吐量约 27 万件，生鲜仓日均吞吐量约 3,000 吨。各物流中心配送车辆总计约 720 部，其中冷链运输车辆约 700 部。截至 2020 年，公司相关物流项目的建设情况：1) 烟台综合物流园项目常温物流中心、生鲜物流中心已投入使用，生鲜加工项目暂未投入使用；2) 济南莱芜生鲜加工物流中心项目部分投入使用；3) 张家口综合产

业园项目一期常温物流中心、生鲜物流中心已投入使用，生鲜加工项目尚未投入使用；4）报告期未淮北综合产业园项目一期常温物流中心约 2.2 万平米建设完成，并于 2021 年 1 月投入使用。

盈利预测与投资建议

盈利预测

调整的核心假设及依据：

- 1、为应对激烈的行业竞争环境，降低大量新开门店对公司利润的冲击，小幅降低开店速度，故调整 2021-2022 年新增门店数量，从 115、100 家调整为 91、81 家。
- 2、由于零售新业态的竞争加剧，同店增长承压，故调整 2021-2022 年两年期同店，从 3.5%、2.0% 调整为-5.7%、0.8%。
- 3、由于零售新业态的竞争加剧，减价是行业内普遍的竞争策略，对毛利率造成影响，同时由于会计准则调整对于毛利率有正向提升作用，故综合调整 2021-2022 年综合毛利率，从 22.40%、22.18% 调整为 22.71%、22.79%。
- 4、由于零售新业态的竞争加剧，企业营销费用普遍增加，故调整 2021-2022 年销售费用率，从 15.61%、15.19% 调整为 18.01%、17.87%。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
新增门店数量	115	100		91	81	76
变动幅度				-20.87%	-19.00%	
两年期同店	3.50%	2.00%		-5.70%	0.80%	2.70%
变动幅度				-9.20%	-1.20%	
综合毛利率	22.40%	22.18%		22.71%	22.79%	22.86%
变动幅度				0.31%	0.61%	
销售费用率	15.61%	15.19%		18.01%	17.87%	17.73%
变动幅度				2.40%	2.68%	
盈利预测						
超市业务						
收入	20,426	22,996		18,446	19,495	21,020
变动幅度				-9.69%	-15.23%	
毛利率	18.46%	18.56%		18.69%	18.77%	18.85%
变动幅度				0.23%	0.21%	

资料来源：wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,426	22,996		18,446	19,495	21,020
变动幅度				-9.69%	-15.23%	
营业利润	893	1,048		404	458	544
变动幅度				-54.75%	-56.28%	
归属母公司净利润	656	770		312	356	425
变动幅度				-52.46%	-53.78%	
每股收益（元）	1.08	1.27		0.51	0.59	0.70
变动幅度				-52.49%	-53.81%	
毛利率(%)	22.40%	22.18%		22.71%	22.79%	22.86%
变动幅度				0.31%	0.61%	
净利率(%)	3.21%	3.35%		1.69%	1.83%	2.02%
变动幅度				-1.52%	-1.52%	

资料来源：wind，东方证券研究所

投资建议

我们调整预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润净利润预测为 3.12/3.56/4.25 亿元（原为 6.57/7.71/-亿元），EPS 为 0.51/0.59/0.70 元（原为 1.08/1.27/-元）。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 19.77 元，维持“买入”评级。

表 3：公司估值假设

参数	数值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	2.00%
无风险利率 Rf	3.21%
无杠杆影响的 β 系数	0.65
考虑杠杆因素的 β 系数	0.97
市场收益率 Rm	9.90%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
债务比率 D/(D+E)	40%
债务利率 rd	6.31%
股权投资成本 (Ke)	9.70%
WACC	7.71%

资料来源：wind，东方证券研究所

表 4：公司 FCFF 估值结果

项目	数值（百万元）
FCFF 折现	3970.64
终值折现	8016.71
企业价值	11987.35
权益价值	12029.40
每股价值（元）	19.77

资料来源：东方证券研究所

表 5：估值结构敏感性分析

	永续增长率 Gn(%)					
	19.77	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC (%)	5.71%	22.65	26.09	31.39	40.59	60.56
	6.21%	20.63	23.38	27.44	34.03	46.58
	6.71%	18.92	21.15	24.34	29.25	37.77
	7.21%	17.44	19.29	21.84	25.60	31.70
	7.71%	16.16	17.70	19.77	22.73	27.27
	8.21%	15.04	16.34	18.04	20.41	23.89
	8.71%	14.05	15.15	16.58	18.50	21.24
	9.21%	13.17	14.11	15.31	16.90	19.09
	9.71%	12.39	13.20	14.22	15.54	17.32

资料来源：东方证券研究所

风险提示

● 宏观经济波动的风险

宏观经济的增速放缓，国际贸易不确定因素，消费者对未来收入的信心等多种因素，会影响消费者的需求和购买力，进而对零售业和公司经营业绩产生影响。

● 市场竞争的风险

零售业面临新理念、新思维带来的变革挑战，新业态和新场景不断涌现，新技术、新模式不断迭代升级，行业竞争会更加剧烈。

● 门店拓展不及预期的风险

公司连锁网络向新区域拓展，相对成熟区域，需要一定的培育期；公司物流等基础设施建设，相应增加资本性支出；以上对公司经营业绩的影响存在不确定性。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,703	2,083	2,214	2,339	2,522	营业收入	15,264	16,678	18,446	19,495	21,020
应收票据、账款及款项融资	38	68	59	63	74	营业成本	11,929	12,763	14,256	15,052	16,214
预付账款	358	453	450	487	537	营业税金及附加	53	58	64	68	73
存货	2,118	2,083	2,281	2,408	2,594	营业费用	2,406	2,944	3,322	3,484	3,727
其他	297	276	271	288	299	管理费用及研发费用	319	333	387	400	420
流动资产合计	4,514	4,964	5,274	5,586	6,026	财务费用	5	19	63	81	87
长期股权投资	210	211	211	211	211	资产、信用减值损失	(1)	16	1	1	1
固定资产	2,387	2,725	3,565	3,917	4,136	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	147	294	445	595	746	投资净收益	29	13	17	20	16
无形资产	188	392	370	349	327	其他	24	27	36	29	31
其他	1,059	1,212	861	717	567	营业利润	607	585	404	458	544
非流动资产合计	3,991	4,835	5,452	5,789	5,987	营业外收入	10	14	11	12	12
资产总计	8,505	9,798	10,726	11,375	12,014	营业外支出	11	16	13	13	14
短期借款	160	526	1,564	1,713	1,816	利润总额	606	583	403	457	542
应付票据及应付账款	2,905	2,691	3,150	3,388	3,550	所得税	158	181	101	114	136
其他	2,295	2,731	2,777	2,906	3,126	净利润	448	402	302	343	407
流动负债合计	5,360	5,948	7,490	8,007	8,492	少数股东损益	(10)	(25)	(10)	(13)	(18)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	458	428	312	356	425
应付债券	0	558	0	0	0	每股收益(元)	0.75	0.70	0.51	0.59	0.70
其他	75	70	0	0	0						
非流动负债合计	75	628	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	5,435	6,575	7,490	8,007	8,492		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	153	198	188	175	157	成长能力					
实收资本(或股本)	608	608	608	608	608	营业收入	19.9%	9.3%	10.6%	5.7%	7.8%
资本公积	1,163	1,054	1,163	1,163	1,163	营业利润	18.3%	-3.6%	-30.9%	13.4%	18.6%
留存收益	1,146	1,269	1,277	1,422	1,593	归属于母公司净利润	6.4%	-6.5%	-27.1%	14.2%	19.3%
其他	1	93	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,071	3,223	3,236	3,368	3,522	毛利率	21.8%	23.5%	22.7%	22.8%	22.9%
负债和股东权益总计	8,505	9,798	10,726	11,375	12,014	净利率	3.0%	2.6%	1.7%	1.8%	2.0%
						ROE	16.2%	14.4%	10.3%	11.4%	13.0%
						ROIC	14.6%	11.1%	7.7%	8.2%	9.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	63.9%	67.1%	69.8%	70.4%	70.7%
净利润	448	402	302	343	407	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	299	286	455	550	620	流动比率	0.84	0.83	0.70	0.70	0.71
财务费用	5	19	63	81	87	速动比率	0.44	0.48	0.40	0.39	0.40
投资损失	(29)	(13)	(17)	(20)	(16)	营运能力					
营运资金变动	125	107	323	181	123	应收账款周转率	401.4	318.7	294.3	321.9	310.1
其它	(175)	(73)	149	1	1	存货周转率	6.9	6.0	6.5	6.4	6.4
经营活动现金流	673	727	1,275	1,136	1,222	总资产周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
资本支出	(949)	(1,030)	(1,290)	(888)	(818)	每股指标(元)					
长期投资	(90)	(2)	0	0	0	每股收益	0.75	0.70	0.51	0.59	0.70
其他	(1)	172	(76)	20	17	每股经营现金流	1.11	1.20	2.10	1.87	2.01
投资活动现金流	(1,040)	(860)	(1,366)	(868)	(802)	每股净资产	4.80	4.97	5.01	5.25	5.53
债权融资	(20)	558	(558)	0	0	估值比率					
股权融资	0	(108)	108	0	0	市盈率	23.2	24.8	34.0	29.8	25.0
其他	(146)	50	670	(142)	(237)	市净率	3.6	3.5	3.5	3.3	3.2
筹资活动现金流	(166)	499	221	(142)	(237)	EV/EBITDA	11.4	11.7	11.2	9.5	8.3
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.0	17.2	22.2	19.2	16.4
现金净增加额	(533)	366	130	126	183						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn