

双业态、跨区域经营战略稳步推进，外部竞争加剧与内部结构调整短期影响业绩

核心观点:

● 事件

2021年上半年公司实现营业收入73.09亿元,同比减少14.14%;实现归属母公司净利润2.08亿元,同比增长25.11%;实现归属母公司扣非净利润-1.31亿元,同比降低196.94%。经营现金流量净额为16.27亿元,较上年同期增加117.55%。

● 湖南地区依旧是公司的优势市场，主营超市业态受上年同期高基数、疫情防控常态化和社区团购竞争加剧等因素的冲击影响较大

表1: 2021H1 营业收入情况

	营业收入 (亿元)	增量(亿 元)	同比增减 (%)	营收占比 (%)	增量占比 (%)
总营业收入	73.09	-12.04	-14.14%	100.00%	100.00%
主营业务收入	61.67	-13.35	-17.80%	84.38%	110.90%
其他业务收入	11.42	1.31	12.99%	15.62%	-10.90%
按产品划分					
超市	56.58	-9.74	-14.68%	77.41%	80.87%
家电	0.25	-4.46	-94.66%	0.34%	37.01%
百货	3.36	0.68	25.38%	4.60%	-5.65%
批发	0.42	0.10	29.65%	0.58%	-0.80%
物流	1.06	0.06	6.42%	1.45%	-0.53%
按地区划分					
湖南	42.59	-10.19	-19.31%	58.28%	84.66%
外省	19.08	-3.16	-14.21%	26.10%	26.24%
按季度划分					
第一季度	42.38	-3.92	-8.47%	57.99%	32.57%
第二季度	30.70	-8.12	-20.91%	42.01%	67.43%

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

分行业看, 批发零售业是公司最主要的业务, 报告期内该业务占比84.38%。从细分产品角度来看, 自公司采取聚焦于超市业务策略后, (同时考虑会计准则变更的影响), 超市业务收入占比达到77.41%, 上半年该业务的营收主要受疫情防控常态化影响和社区团购的冲击, 尚未完全恢复。其他业务中, 百货、批发、物流等业务在报告期内均实现了正增长。其中, 百货业务收入同比增长25.38%, 复苏态势明显, 得益于公司继续关闭业绩亏损严重的门店, 同时根据市场需求, 优化门店场景体验及业态品类组合。家电业态营收较去年同期下降了94.66%, 主要系家电业务从2020年7月转由五星电器联营导致按净额法核算口径下营收较去年同期大幅下降, 但该

步步高(002251.SZ)

谨慎推荐 首次覆盖

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

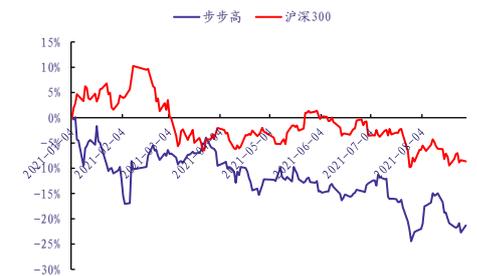
甄唯莹

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间

2021.08.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

业务营收规模较小，对公司总营收影响有限。

表 2: 2021H1 公司数字化建设

		到家门店数量			自助收银门店	社群覆盖门店
better 购	京东	饿了么	美团	多点		
371		234	325	260	6	371
						374

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3: 2021H1 公司超市与百货门店数量情况

地区	超市门店		百货门店	
	门店数量	建筑面积(万平方米)	门店数量	建筑面积(万平方米)
湖南省	236	148.58	31	162.35
外省	133	101.40	17	67.75
合计	369	249.98	48	230.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4: 2021H1 公司分区域超市与百货新开/关闭门店数量

地区	新开门店			关闭门店	
	超市门店数量	百货门店数量	建筑面积(万平方米)	超市和百货	建筑面积(万平方米)
湖南省	8	-	3.55	7	11.00
外省	7	-	3.44	8	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5: 2019-2021H1 公司超市与百货新开/关闭门店数量

	2021H1			2020			2020H1			2019		
	新增	关闭	净增 加	新增	关闭	净增 加	新增	关闭	净增 加	新增	关闭	净增 加
超市	15	15	0	33	15	21	17	10	9	63	5	58
百货	0		0	2		-3	1		-2	2		3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分地区看销售收入，湖南市场仍为公司的主要市场，报告期内实现收入占比达 58.28%。报告期内公司在湖南地区新开门店 8 家，关闭门店 7 家，门店净增加速度较上年同期出现放缓，由于缺少直接的增量市场，同时同店经营承压，因此营收规模下滑符合预期；而在外省市场中，公司新开门店 7 家，关闭 8 家，主营业务收入同样出现一定程度的下滑。

从季度的角度来看，以疫情前（2007-2019 年的历史数据）分季度收入情况看，一季度为公司的传统旺季，单季销售额占比约为全年的 28%，二季度销售额通常为全年最低（均值水平约 22%），是传统的销售淡季。在上年高基数的基础上，本年 Q1 所受冲击反而较 Q2 更小，从侧面印证了疫情防控常态化和社区团购的冲击等因素的影响逐季提升，该表现也符合行业的整体趋势。

表 6: 2021H1 公司利润情况

	现值	增量	增速 (%)
归母净利润(亿元)	2.08	0.42	25.11%
扣非归母净利润(亿元)	-1.31	-2.67	-196.94%
非经常性损益(亿元)	3.39	3.09	1000.60%
非流动资产处置损益(亿元)	4.78	4.78	-
政府补贴(亿元)	0.54	0.16	43.11%
其他营业外收支(亿元)	-0.62	-0.64	-3193.73%
股东权益影响(万元)	-8.92	-5.88	194.00%

所得税影响 (亿元)	1.30	1.22	1464.82%
------------	------	------	----------

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

2021H1 公司实现归属上市公司股东的净利润为 2.08 亿元, 较上年同期增加 25.11%, 扣非归母净利润为-1.31 亿元, 较上年同期降低 196.94%。归母净利润的增长主要受益于报告期内公司完成金星路步步高广场不动产资产证券化项目的发行, 并取得投资收益。由于报告期内执行新租赁准则确认的费用同比增加较大, 新店的促销费用投入较大, 及从筹备期间开办费直接计入当期损益, 对公司净利润影响较大。在疫情防控常态化背景下, 居民消费倾向降低, 社区团购冲击下, 实体零售业承压较大, 公司总体盈利水平有所下降。

● **会计准则变更后 2021 年上半年综合毛利率提升 2.29pct, 期间费用率增加 6.08pct**

表 7: 2021H1 公司毛利&净利率情况

毛利率情况	现值 (%)	增量 (bps)
销售毛利率	29.98%	2.29
分行业		
批发零售业	19.30%	-0.41
分产品		
超市	15.89%	-2.52
百货	76.49%	-0.37
分地区		
湖南省	20.66%	0.35
外省	16.28%	-2.02
净利率	2.85%	0.89

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

报告期内公司实现综合毛利率 29.98%, 由于本报告期内按净额法核算的营业收入、营业成本均下降, 使得计算得到的毛利率水平较去年同期有小幅的提升。在可比口径下, 分产品看, 百货业务毛利率达到 76.49%, 与去年基本持平, 高毛利的百货业务营收占比提升, 导致公司整体毛利率水平出现结构性增长。主营的超市业务毛利率水平较去年同期下降 2.52 个百分点, 主要系超市业务收入下滑幅度高于成本下降幅度; 分区域看, 公司在湖南本省的毛利率水平高于外省, 在核心优势区域的盈利水平与议价能力更高。

表 8: 2021H1 公司费用情况

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
期间费用	232309.25	14829.86	31.43%	6.08
销售费用	185569.60	5490.91	25.22%	4.19
管理费用	18142.31	-90.10	2.47%	0.34
财务费用	26186.70	8921.73	3.56%	1.54
研发费用	1340.34	-88.73	0.18%	0.01

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

公司上半年期间费用率水平同比上升 6.08 个百分点, 主要由于销售费用和财务费用变动较大。其中, 销售费用中, 公司在广告和促销费用上投入加大, 报告期内同比增加投入 0.31 亿元至 0.87 亿元, 同时折旧与摊销同比增加 1.65 亿元至 4.85 亿元, 但伴随会计准则的变更, 租金及物业管理费用同比下滑 1.16 亿元至 3.10 亿元。财务费用中, 由于报告期内执行新租赁准则, 使得公司确认的利息费用增加 9073.76 万元, 总体财务费用增加 8921.73 万。

● **加速数字化运营转型智慧零售, 供应链改革持续, 提效成果明显**

公司在报告期内强化数字化运营，以“前端场景、中台能力、后台策略融合，打造平台化、一体化协同作战能力”为蓝图展开数字化能力建设。截至报告期末，公司数字化会员 2771 万，会员交易金额占总销售 71.5%，2021H1 线上 GMV 达到 30.37%，数字化运营初显成效。公司力图通过数字化会员的模式，将线下客户转换为线上线下一体的全渠道用户，打造自身的私域流量并充分挖掘客户价值。公司 2021 年新升级上线的“小步乐购”、“better 购”小程序等为主的线上业务全面提速，加强会员营销，做优自有流量平台 better 购，实现了非食全品类经营。

供应链改革持续，中台框架搭建不断完善，在实现完善商品配置的同时，公司提升了管理效率和便捷性。以订货为源点，全链条在线化协同执行，用流程任务渠道及异常业务预警，改善整体供应链效率。在生鲜产品的供应上，凭借后端采购、中台统筹、前台运营的供应链模式，为消费者提供及时、优质的生鲜产品，推动收入增长。

● **发挥区域优势深度渗透提升份额，双业态经营下谨慎开店，继续汰换亏损门店**

在布局上，公司以湖南为大本营，发展广西、江西、四川三省。立足于上述地区中小城市的发展策略，通过密集式开店形成网络布局优势、供应链整合优势，以实现超市和百货业务的稳健增长，通过深度渗透策略，市场份额仍有提升空间。公司积极拓展江西、四川区域市场，报告期内公司在江西省吉安市城市中心区投资开发建设和运营“步步高吉安新天地”项目，进一步巩固自己在区域市场的优势。

在业务上，公司继续保持双业态经营的优势。报告期内继续关闭了亏损严重获扭亏无望的 15 家门店，同时更加谨慎地进行开店，重点聚焦社区邻里中心业态，并大力发展团购业务，不断提升公司的竞争力。百货业务上，公司对多家门店进行物业升级及商品结构调整，优化门店场景体验及业态品类组合，同时在数字化运营与营销创新的加持下，公司业绩恢复明显。

● **投资建议**

从门店布局的角度来看，公司湖南、广西为主导，同时覆盖江西、四川等地区市场，坚持密集式开店的发展策略，确定了以中小城市作为公司零售业务主要目标市场，辐射周边农村市场，形成网络规模优势，在当地市场内树立一定的渠道品牌影响力。从业态的角度来看，公司以百货、超市双业态灵活组合，不断丰富、完善业态功能，努力提升消费者的购物体验，并搭配电商进行全渠道协同发展。长期来看，公司不断完善供应链建设，形成稳定、充足的商品供给；同时注重数字化转型，积极探索智慧零售。综上，我们预测公司 2021/2022/2023 年将分别实现营收 164.51/177.21/194.21 亿元，净利润 137.09/165.85/215.19 亿元，对应 PS 为 0.36/ 0.33/0.30 倍，对应 EPS 为 0.16/0.19/0.25 元/股，PE 为 43/35/27 倍，首次覆盖，予以“谨慎推荐”。

● **风险提示**

消费需求波动的风险，零售市场行业竞争加剧的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 9：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位: 百万元)	19,725.08	15,735.58	16,451.46	17,721.38	19,420.81
增长率(%)	6.88%	-20.23%	4.55%	7.72%	9.59%
归属母公司股东净利润(单位: 百万元)	172.81	111.72	137.09	165.85	215.19
增长率(%)	11.09%	-35.35%	22.71%	20.98%	29.75%
BPS(元/股)	0.20	0.13	0.16	0.19	0.25
销售毛利率	24.11%	30.14%	31.75%	32.03%	32.37%
净资产收益率(ROE)	2.29%	1.53%	1.79%	2.15%	2.76%
市盈率(P/E)	40	68	43	35	27
市净率(P/B)	1.03	0.99	0.77	0.76	0.75
市销率(P/S)	0.41	0.37	0.36	0.33	0.30

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 2021 年 8 月 30 日收盘价）

表 10：可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	永辉超市	家家悦	中百集团	百联股份	红旗连锁			
PE	32	28	87	47	14	41	32	
PB	3.09	3.75	1.16	1.75	1.96	2.34	1.96	
PS	0.69	0.66	0.29	0.81	0.78	0.65	0.69	
	境外可比公司						均值	中位数
	沃尔玛	开市客	家乐福	克罗格	莫里森			
PE	33	39	-22	11	12	73	12	
PB	5.10	10.87	1.33	2.87	1.01	21.18	2.87	
PS	0.71	0.95	0.16	0.21	0.26	2.29	0.26	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

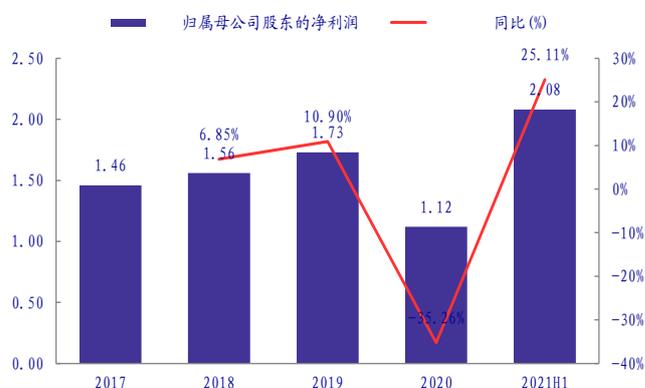
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2017-2021H1 营业收入(亿元)及同比增长率



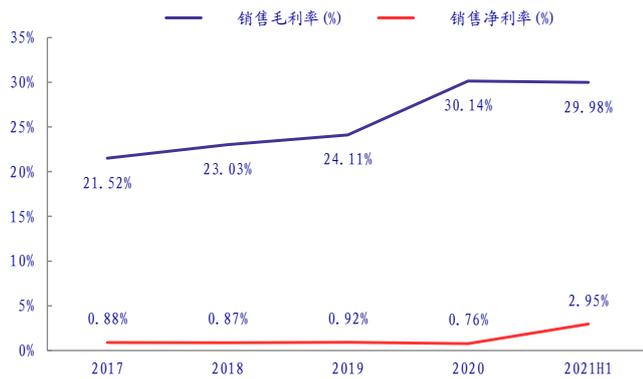
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 2：2017-2021H1 归母净利润(亿元)及同比增长率



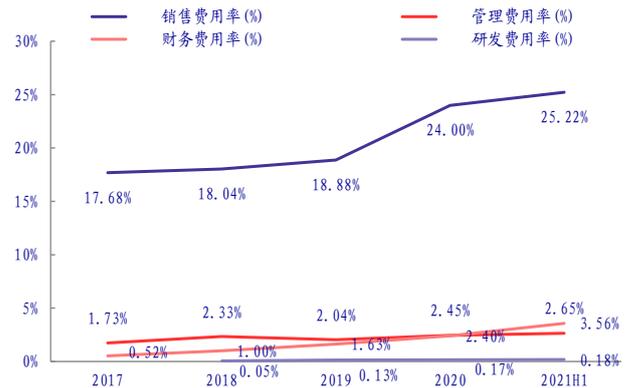
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021H1 毛利率和净利率变动情况



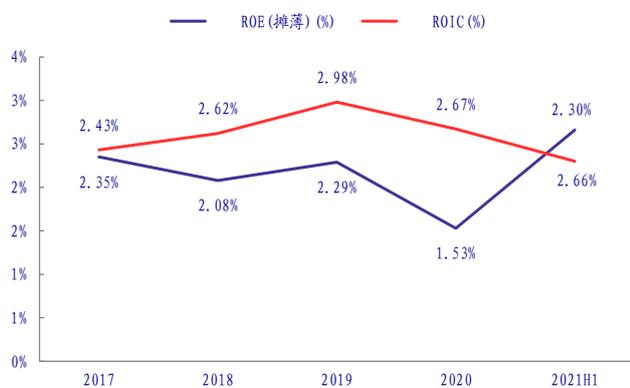
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2021H1 期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2017-2021H1 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 11: 步步高 2021H1 重大事项进展

事件类型	内容
股份回购	截至 2020 年 12 月 31 日, 公司通过回购专用证券账户, 以集中竞价方式实施回购公司股份, 本次回购股份计划已实施完毕, 公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份 2368.53 万股, 占公司总股本的 2.74%, 成交均价 12.66 元/股, 最高成交价 14.74 元/股, 最低成交价 9.20 元/股, 成交总金额为 3.00 元 (含交易费用)。
借贷担保	2021 年 1 月 13 日, 全资子公司广西南城百货有限责任公司在中国建设银行股份有限公司南宁朝阳支行申请 2 亿元综合授信业务, 公司提供最高额保证担保。
董监高变动	2021 年 2 月 2 日, 董事王敬先生因个人原因, 申请辞去公司第六届董事会董事职务, 王敬先生辞职后不在公司担任任何职务。董事会提名委员会拟提名冯轶女士为公司第六届董事会非独立董事候选人, 冯轶女士此前担任过京东集团副总裁、京东零售集团大商超全渠道事业群总裁, 深圳市京地达供应链管理有限公司董事长、厦门见福连锁管理有限公司董事、苏州易卖东西信息技术有限公司董事, 腾讯电商副总裁, 沃尔玛中国副总裁等
股份回购	2021 年 2 月 20 日, 公司拟使用自有资金通过集中竞价的方式回购公司部分 A 股股份, 本次回购的资金总额不超过人民币 2 亿元 (含) 且不低于人民币 1 亿元 (含), 回购价格不超过人民币 12.19 元/股。按回购金额上限人民币 2 亿元、回购价格上限

	12.19 元/股测算, 预计可回购股数约 1640.69 万股, 约占公司总股本的 1.90%; 按回购金额下限人民币 1 亿元、回购价格上限 12.19 元/股测算, 预计可回购股数约 820.34 万股, 约占公司总股本的 0.95%。回购股份的实施期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 3 个月。
借贷担保	2021 年 2 月 25 日, 全资子公司江西步步高商业连锁有限责任公司向九江银行股份有限公司渝水支行申请 1.5 亿元贷款, 公司提供最高额连带责任保证担保
借贷担保	因公司经营发展需要, 公司拟向中国农业银行等 4 家银行申请使用综合授信额度共 19.7 亿元。
对外投资	2021 年 3 月 6 日, 公司为巩固和加强公司在优势地区的竞争力, 公司拟使用自有资金约 9.8 亿元在江西省吉安市城市中心区投资开发建设和运营“步步高吉安新天地”项目, 公司拟将该项目打造成一个复合型、多功能商业区域, 集“购物、休闲、娱乐、文化纪念”为一体的综合性城市地标级商业中心。拟新建建筑面积约 14.37 万平方米的购物中心(含超市), 项目计划 2021 年 4 月开始开工建设, 2022 年 9 月完工并投入试营业。
补充更正	因新收入准则, 明确了零售业联营经营模式应按净额法确认收入, 公司对 2020 一季度、2020 年半年报以及 2020 年第三季度报告中相关经营数据进行更正, 三者营业收入分别从 55.42 亿元调整为 46.56 亿元、从 104.03 亿元调整为 85.64 亿元、从 47.55 亿元调整为 36.71 亿元。
商誉减值	2021 年 4 月 21 日, 公司计提梅西商业、广西南城百货两家公司商誉减值准备 2061.07 万元, 该项减值金额计入公司 2020 年度损益, 相应减少了公司 2020 年净利润, 导致公司 2020 年度合并报表归属于母公司所有者的净利润减少 2061.07 元。
股份回购	截至 2021 年 5 月 7 日, 公司通过回购专用证券账户, 以集中竞价方式实施回购公司股份, 2021 年 2 月 8 日审议通过的回购股份计划已实施完毕, 公司累计回购股份 1257.85 万股, 占公司总股本的 1.46%, 成交均价 7.96 元/股, 最高成交价 8.39 元/股, 最低成交价 7.45 元/股, 成交总金额为 1.00 元(含交易费用)。
利润分配	公司 2020 年度权益分配方案, 以现有总股本剔除已回购股份后的 8.28 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派 1 元人民币现金(含税), 共计分配现金红利 8276.40 万元, 分红率为 74.44%。
借贷担保	2021 年 6 月 17 日, 公司向华夏银行等 5 家银行申请综合授信额度共计不超过 17.15 亿元。
其他融资	2021 年 7 月 1 日, 公司拟将公司位于湖南省长沙市金星中路 428 号金星路步步高广场实施不动产资产证券化(REITs)项目, “建信资本-招商创融-步步高资产支持专项计划”发行规模 7.8 亿元, 其中优先 A 类 3.35 亿元, 优先 B 类 2.1 亿元, 中间级 1.6 亿元, 次级 7500 万元, 公司预计将获得投资 5 亿元。

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 12: 步步高 2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略	公司的发展战略为双业态区域领先, 以双业态、跨区域、密集式开店并结合数字化智慧零售实现线上线下的全覆盖。	公司的发展战略为双业态区域领先, 以双业态、跨区域、密集式开店并结合数字化智慧零售实现线上线下的全覆盖。
经营计划	1、快速扩张能力(线上+线下) 线下规模扩张, 超市湖南、百货湖南业务单元将深化规模优势, 继续保持卓越运营指标并推动核心业务增长; 超市江西、超市广西则强调卓越执行能力和团队的充分授权; 对于身处高潜力市场的超市四川、百货广西、百货江西、百货川渝则通过总部赋	2021 年公司将以“前端场景、中台能力、后台策略融合, 打造平台化、一体化协同作战能力”为蓝图展开数字化能力建设。 1、供应链管理 供应链执行体系化, 进入供应链在线运营新起点。以订货为原点, 全链条在线化协同执行, 用流程任

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

能和资本化运作推动爆发式增长。2020年公司聚焦于填补省区空白区域，发展县级城市，预计至2022年，湖南省县城覆盖率将达到100%，四川省20%，江西省40%，广西省40%。

线上裂变式发展，线上业务的发展正成为公司新的业绩增长来源，在前期数字化及供应链变革的基础上，公司线上前端业务主要体现在数字化会员、线上O+O到家、围绕门店的社群，以及新上线的小步优鲜业务。随着线上业务占比逐渐增大，2020年集团总部还将从顶层设计到前端获客、履约能力等整体不断优化，以及调整公司资源配置来支持线上业务的爆发式发展。

2、数字化能力

公司将通过数据驱动的智能互联，实现网络协同和资源动态分配，核心特点为：1)以用户为中心，即深耕会员；2)数据驱动，全面落地数字化会员、数字化商品和数字化运营，并完成数据中台和业务中台框架的搭建；3)差异化劳动密集型，员工与用户间建立一对多的关系，强调服务创造价值。具体前端业务形式上依然分为大会员项目、大运营项目和业务中台项目。

3、供应链能力

在2019年变革成果的基础上，2020年公司供应链能力需落地在毛利/毛收入、销售和门店来客数关键指标的提升上。2020年，超市采购大类的合同规划为销售增长20%+，综合毛利率提升2%，全司覆盖百大品牌及3000只共同经营单品（统一进价&统一合同条款），三年内推行80%的带板运输。2020年百货业态则将通过严格按预算签订合同、深耕品牌战略（覆盖率从58%提升至68%）、坚持管控+运营转型（架构创新+智慧零售）、百货+生活广场门店转型、加速空柜解决、严控成本管理（尤其是新店经营预算）等6大关键举措实现毛收入增长、总毛利率提升的供应链管理目标。

4、组织能力

公司组织能力核心聚焦于构建更具创造力、更加敏捷灵活的组织模式，从组织形态、管理机制及领导力等维度助推企业创造更大价值。

务驱动及异常业务预警，改善整体供应链效率。

2、新店拓展

新开门店方面，公司将谨慎开店，重点聚焦社区邻里中心业态。通过“彩虹计划”，用心服务链接顾客，增强顾客黏性。并继续大力发展公司的团购业务，不断提升公司市场竞争力。

3、财务预算方案

根据公司2021年度公司战略目标、业务经营和市场拓展计划，在考虑经济环境、市场竞争等多种不确定因素的基础上，经过公司管理层研究讨论，公司2021年度财务预算方案如下：2021年度收入及营业利润较2020年保持稳定增长。该目标并不代表公司对2021年度的盈利预测，能否实现取决于市场、政策等多种因素影响，存在不确定性。

风险提示

- 1、消费需求波动的风险；
- 2、市场竞争的风险；
- 3、跨地区经营的风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 13: 步步高前十大股东情况（更新自 2021 年半年报）

排名	股东名称	方向	期末持股	报告期内持	占总股	持股比	股本性质
			数量 (万股)	股数量变动 (万股)	本比例 (%)	例变动 (%)	
1	步步高投资集团股份有限公司	增加	30224.11	863.90	34.99%	1.00%	境内非国有法人
2	张海霞	不变	5195.83		6.01%		境内自然人
3	林芝腾讯科技有限公司	不变	5183.42		6.00%		境内非国有法人
4	江苏京东邦能投资管理有限公司	不变	4319.52		5.00%		境内非国有法人
5	中国人寿资管-中国银行-国寿资产-优势甄选1930保险资产管理产品	不变	2530.47		2.93%		其他

6	陕西省国际信托股份有限公司 - 陕国投·升恒单一资金信托	不变	2294.11		2.66%		其他
7	香港中央结算有限公司	减少	1935.39	-308.53	2.24%	-0.36%	境外法人
8	钟永利	不变	1803.09		2.09%		境内自然人
9	步步高商业连锁股份有限公司 - 第一期员工持股计划	不变	1460.71		1.69%		其他
10	红塔红土基金 - 红塔证券股份有 限公司 - 红塔红土鑫益 1 号单一 资产管理计划	新进	960.25	415.00	1.11%	0.48%	其他
	合 计		55906.91		64.72%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

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：现任消费品零售与化妆品行业团队负责人。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。

甄唯萱：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn