



回归零售本质，多业态发展打造第二增长曲线 ——高鑫零售（6808.HK）深度报告

核心观点

回归顾客需求和零售本质，盈利能力回暖。高鑫零售是中国领先大卖场及多业态零售商，以大润发/大润发 Super/M 会员店经营大卖场/中超及会员店业务。基于对新零售共同理解和认知的基础上，17 年公司与阿里巴巴达成战略同盟，后续公司旗下大润发和欧尚两个品牌全面整合，叠加阿里技术赋能传统零售的增量价值，经营上公司实现全面打通，全国门店均已实现线上线下一体化。在历经零售行业不断变革的当下，线下门店仍然是公司的核心资产和竞争力。截至 24 年三季度，公司在全国共有 466 家大卖场、30 家中超及 6 家会员店。后续公司将借助大润发沉淀多年的零售基因，回归顾客需求和零售本质，积极重塑价格竞争力和商品力，探索多业态全渠道发展，为公司创造第二增长曲线。25 上半年财年公司营收 347.08 亿元，同比-2.96%，但客单价及来客数有所增长，若不考虑供应链业务收缩和闭店影响，收入增长约 0.6%，呈回升向好态势。利润端，低价策略初步显效，通过供应链优化和费用把控，归母净利润 2.06 亿元，扭亏为盈，同比+157.38%。

零售行业聚焦社区化、仓储化、全渠道融合发展。后疫情时代，消费成为拉动经济增长的主引擎，伴随国家促消费政策力度加大，扩内需需求提升，消费总体呈恢复态势，其中食品烟酒等刚需消费占比提升。23 年中国百强超市拥有近九千亿元规模，其中沃尔玛稳居首位，永辉超市、高鑫零售次之，商贸实体店通过改善消费环境、提升消费体验上持续发力，多数业态经营稳定恢复。而在同业激烈竞争和电商平台的冲击下，商超行业衍生出四大发展趋势：传统零售商线上线下融合的全渠道发展、仓储会员制超市运营、便民生活圈社区商业打造，布局折扣零售以及开发自有品牌开发作为经营突破。

核心竞争力：1)聚焦商品力，回归低价策略。通过生鲜引流，公司打造自有品牌及低价口碑，力争做到“同等品质下价最优，同等价格下质最优”。同时，降本增效，通过提升营运/供应链效率、优化用人结构和模式，保障公司盈利能力。**2)多业态全渠道发展。**依托大润发供应链优势，公司打造中超业态作为第二增长曲线，根据消费者需求和偏好进行零售规划、选品组货和产品精选，完成从“无限货架”向“最优货架”演变。叠加定位中产家庭 M 会员店作为补充业态，其在区位布局上先以江苏省为轴心，再依托公司资源优势向长三角地区拓展，打开二三线城市的会员业态市场，有望在会员争夺战中收获流量和口碑，成为更适合中国消费者的本土会员制商店。

投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。公司作为商超行业龙头，一方面聚焦商品力和价格竞争力，借助生鲜引流，打造自有品牌和爆款单品的同时，借助降本增效，保障公司盈利价值。另一方面重点开拓定位社区生活型超市的大润发 Super，对标山姆、Costco 的 M 会员店，以及拥有私域流量的自有 APP 和不断拓展第三方合作的线上销售渠道等业态，通过夯实第二增长曲线，有望打开公司成长空间。综上，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 761.36/799.77/840.30 亿元，同比增长 4.92%/5.04%/5.07%，预计归母净利润分别约为 6.88/12.28/14.88 亿元，同比增长 142.89%/78.40%/21.15%。

风险提示

中超铺设进度不及预期；会员店经营不及预期；消费复苏不及预期；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72567	76136	79977	84030
年增长率 (%)	-13.26%	4.92%	5.04%	5.07%
归属于母公司的净利润	-1605	688	1228	1488
年增长率 (%)	-1572.48%	142.89%	78.40%	21.15%
每股收益 (元)	-0.17	0.07	0.13	0.16
市盈率 (X)	-9.18	24.81	13.90	11.48

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 3 月 26 日收盘价）

买入(首次)

行业： 商贸零售
日期： 2025年04月03日

分析师： 彭毅
E-mail: pengyi@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523090003
分析师： 吴昱迪
E-mail: wuyudi@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523020001
分析师： 张洪乐
E-mail: zhanghongle@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524110002

基本数据

3 月 26 日收盘价(元)	1.79
12mth 价格区间(元)	1.10-2.61
总股本(百万股)	95.40
流通市值 (亿元)	170.77

最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

正文目录

1. 高鑫零售：转型升级推动盈利能力回暖	4
1.1. 基本情况：回归顾客需求和零售本质，多业态全渠道发展	4
1.2. 股权架构：德弘资本收购股权，管理层成员经验丰富	5
1.3. 财务分析：扭亏为盈，客单价和来客数回升向好	6
2. 零售行业：需求端温和修复，供给端推陈出新	9
2.1. 中国消费市场的韧性与潜力同在	9
2.2. 历经变革，零售行业聚焦社区化、仓储化、及 O2O 融合发展	12
3. 核心竞争力：多渠道发展+物美价廉的低价策略	20
3.1. 多业态全渠道发展：发力社区化与仓储会员化	20
3.2. 聚焦商品力和价格竞争力	27
4. 盈利预测与估值分析	30
4.1. 盈利预测	30
4.2. 投资建议	31
5. 风险提示	31

图目录

图 1: 公司发展进程	4
图 2: 公司股权架构图（截至 2024 年 9 月 30 日）	5
图 3: 营业收入	7
图 4: 归母净利润	7
图 5: 销售货物收入	8
图 6: 租金收入	8
图 7: 毛利及毛利率情况	8
图 8: 费用情况	8
图 9: 同店销售增长率	9
图 10: 期间费用率情况	9
图 11: 存货、应付周转情况	9
图 12: GDP 增幅	10
图 13: 消费对经济增长贡献	10
图 14: 社零变动	10
图 15: 2019&2024 前三季度居民人均消费支出及构成	10
图 16: 2024 年前三季度限额以上各品类累计零售额	11
图 17: 2024 年各品类限额以上商品零售额变化	11
图 18: 中国消费者节省开支策略	11
图 19: 中国未来消费意向变化	12
图 20: 零售业发展历程	12
图 21: 零售产业链	13
图 22: 2024 年前三季度限额以上零售业细分领域增速	15
图 23: 2022-2024 年线上线下零售额情况	15
图 24: 2019-2023 年中国超市行业百强规模	15
图 25: 2019-2023 年中国超市行业百强门店数量情况	15
图 26: 商场行业 5 大发展趋势	16
图 27: 中国仓储会员超市行业市场规模及预测	18
图 28: 中国百强超市自有品牌销售占比情况	20
图 29: 线下成员	21
图 30: 线上成员	21
图 31: 各城市层级店铺分布	21
图 32: 截至 2024 年 9 月 30 日店铺区域分布（家）	21
图 33: 公司大卖场店铺数情况	22

图 34: 公司中超店铺数情况.....	23
图 35: 公司会员店的店铺数及会员数情况.....	24
图 36: B2C 业务日均单量	26
图 37: 大润发生鲜服务特色.....	26
图 38: 大润发 e 路发服务保障	27
图 39: 大润发价格力商品矩阵.....	28
图 40: 爆款单品.....	28

表目录

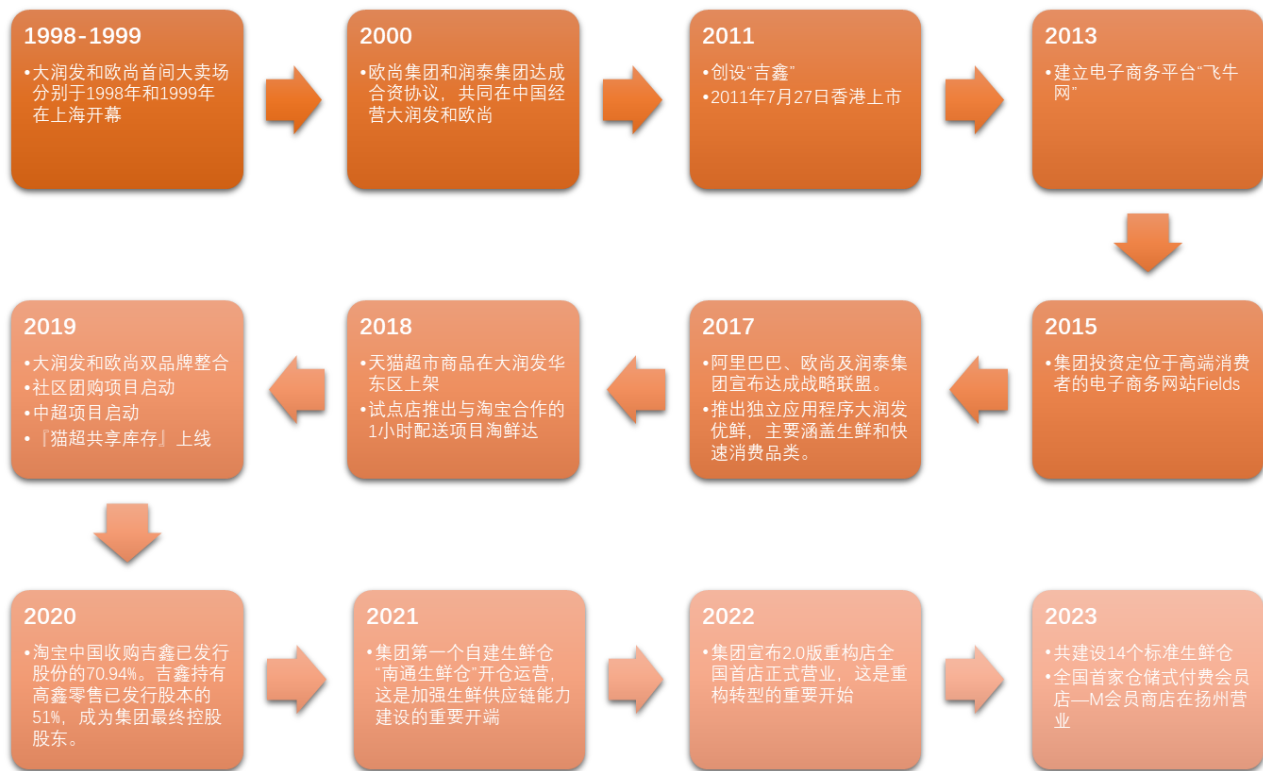
表 1: 管理层情况.....	6
表 2: 零售业政策梳理.....	14
表 3: 2023 年中国百强重点超市销售规模及门店情况.....	16
表 4: 即时零售行业主要商业模式比较.....	17
表 5: 传统超市与仓储超市对比.....	18
表 6: 折扣零售商业模式对比.....	19
表 7: 自有品牌商品案例.....	20
表 8: M 会员店与其他仓储超市对比	25
表 9: 公司收入拆分.....	30

1. 高鑫零售：转型升级推动盈利能力回暖

1.1. 基本情况：回归顾客需求和零售本质，多业态全渠道发展

高鑫零售是大卖场及多渠道电商业务的中国领先零售商，以大润发、大润发 Super、M 会员店品牌经营大卖场、中型超市以及会员店业务。公司基于大润发和欧尚的潜在协同效应于 2000 年合营组建，2011 年 7 月香港上市。在对新零售拥有共同理解和认知的基础上，2017 年公司与阿里巴巴集团达成战略同盟，认为互联网和实体零售融合能创造更多的客户和商业价值。2019 年为了使大润发和欧尚品牌间更为互通、提升效益和业绩表现，公司旗下两个品牌开始全面整合，叠加阿里技术赋能传统零售的增量价值，经营上公司实现全面打通，全国门店都已实现线上线下一体化。在历经大卖场的高速成长期、电商的崛起、新零售的数字化变革以及社区团购兴起的如今，线下门店仍然是高鑫零售的核心资产和核心竞争力，截至 2024 年三季度，公司在全国共有 466 家大卖场、30 家中型超市及 6 家会员店。后续公司将借助大润发沉淀多年的零售基因，回归顾客需求和零售本质，积极重塑价格竞争力和商品力，继续探索多业态全渠道发展，包括 M 会员店的打磨、中润发的拓展、线上 B2C 渠道提升，为集团创造第二增长曲线。

图1:公司发展进程

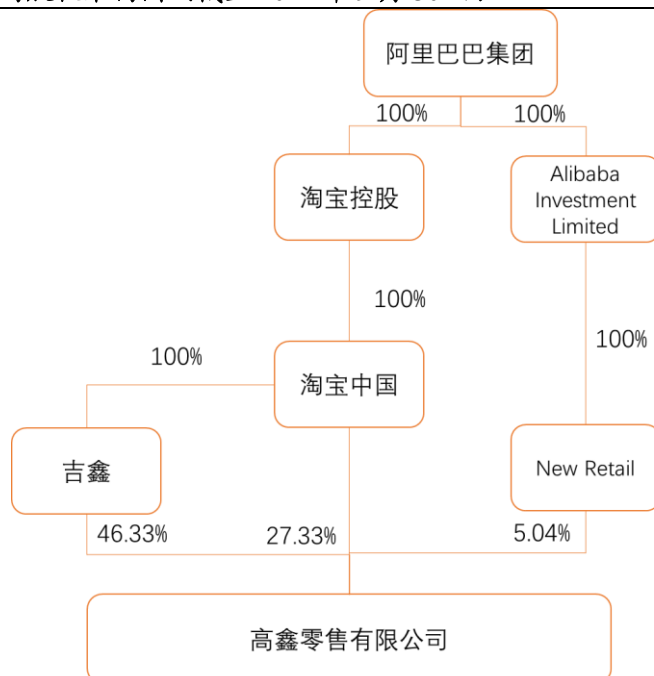


资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

1.2. 股权架构：德弘资本收购股权，管理层成员经验丰富

德弘资本预计从阿里集团收购全部股份，将成为公司实控人且长期看好公司发展。自 2017 年入股高鑫零售后，阿里巴巴集团持续增持其股份，截至 2024 年 9 月 30 日，阿里巴巴直接和间接通过吉鑫、淘宝中国、New Retail 分别持有公司 46.33%、27.33%和 5.04%的股权，合计持有 78.70%，为公司实际控制人。2025 年 1 月 1 日，阿里巴巴集团发布公告，宣布子公司及 NewRetail 与德弘资本达成交易，以最高约 131.38 亿港元出售所持高鑫零售全部股权。但据联商网，高鑫零售 CEO 沈辉于同日发布的《致大润发全体员工信》表示，公司与阿里的合作不会中断，公司整体经营决策、战略方向、核心管理层稳定且基本保持不变。德弘核心团队曾经主导过很多国内头部消费及零售领域投资项目，其长期看好公司发展。

图2:公司股权架构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

管理层变动，成员经验丰富。目前公司董事会由执行董事 1 人，非执行董事 3 人，独立非执行董事 3 人，共计 7 名成员组成。2024 年公司管理层发生变动，其中，沈辉先生于 2024 年 3 月 27 日加入，曾参与欧尚品牌进入中国的筹备与建设，在中国零售行业积累了超过 20 多年的丰富管理经验。秦跃红女士自 2024 年 5 月 21 日起为公司非执行董事，参与多项阿里巴巴集团的资本运作项目，现为阿里巴巴集团企业融资部负责人。近年来公司不断迭代创新，经验丰富的新管理团队将带领公司回归零售本质，迎接挑战。

表1:管理层情况

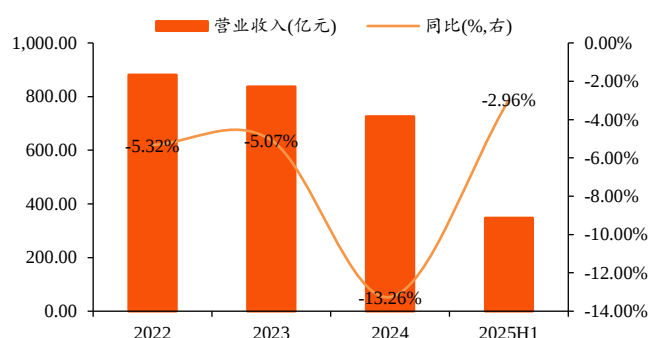
职位	姓名	任职时间	持股数	经历
首席执行官 执行董事	沈辉	2024/03/27	0.26%	在中国零售行业积累了超过 20 多年的丰富管理经验。于 1999 年作为部门经理加盟本集团，参与「欧尚」品牌进入中国的筹备建设工作，陆续担任了门店总经理及至欧尚中国的人力资源总监。2010-2013 年期间在法国欧尚工作，担任门店总经理职务。2016-2017 担任本集团旗下「欧尚」品牌营运大卖场的总经理。2017-2018 年担任复星旅游文化集团副总裁兼下属公司美托公司董事总经理。2024/3/27 起为公司执行董事兼首席执行官。
董事会主席 非执行董事	黄明端	2020/10/17	0.71%	多年来一直参与本公司的业务及营运策略。2001 年加入本集团之前，曾任润泰全球股份有限公司的总经理，担任大润发流通事业股份有限公司的总经理。2011-2018 年-期间担任高鑫零售有限公司董事，2019-2021 年-期间担任高鑫零售有限公司首席执行官，2020 年 10 月 17 日至今获委任为高鑫零售有限公司董事会主席。现任高鑫零售有限公司非执行董事。
非执行董事	韩彦	2021/11/01		在物流及供应链管理方面拥有超过十年经验。曾就职于京东，自 2024 年 4 月起至今担任 阿里巴巴集团控股有限公司饿了么的首席执行官 ，自 2022 年 3 月起至今担任蜂鸟即配的总裁，及自 2022 年 6 月起至今担任杭州顺丰同城实业股份有限公司的非执行董事。
非执行董事	秦跃红	2024/05/21		现为 阿里巴巴集团企业融资部负责人 。于 2023 年 5 月至今于亚博科技控股有限公司担任非执行董事。于 2019 年 5 月加入阿里巴巴集团担任企业融资部副总裁，参与阿里巴巴集团的资本运作项目，涵盖阿里巴巴集团于联交所第二上市、美元债券发行、银团贷款等，以及阿里巴巴集团不同业务单位(包括本地生活集团、菜鸟集团、阿里健康集团及其他阿里巴巴集团子业务)的融资项目。
独立非执行董事	张挹芬	2011/06/27		零售及消费者界行家。于狼爪贸易(上海)有限公司担任非执行董事两年后，于 2017 年 8 月至 2022 年 3 月担任首席执行官。2007 年 10 月至 2015 年 12 月期间，担任自然美生物科技有限公司行政总裁，以及担任宝胜国际(控股)有限公司大中华区领先体育用品零售商的首席财务官，首席执行官及执行董事。此外，自 1992-2006 年曾任职于毕马威会计师事务所驻美国华盛顿及洛杉矶办事处以及怡富、美林、瑞士信贷驻上海及香港办事处，拥有多年管理咨询及投资银行经验。
独立非执行董事	叶礼德	2019/12/11		为香港、英格兰及威尔斯、新加坡及澳洲之认可执业律师，是香港郭叶陈律师事务所的合伙人，其执业范畴专注于企业融资、资本市场、证券及监管合规。
独立非执行董事	陈尚伟	2021/01/31		在企业融资、财务规范及风险管理方面拥有超过四十年经验。
首席财务官	万伊文	2021/01/31		在财务管理及战略发展领域拥有丰富经验。先后于百胜中国、Gensler Design Co.,Ltd、C&A China、YiguoE-Commerce Co.,Ltd 及星巴克任职，负责监督整体财务管理。于 2019 年加入阿里巴巴集团。自 2020 年起，于大润发中国担任财务部副总经理。自 2021 年起，获委任为本集团首席财务官及大润发中国财务部总经理。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

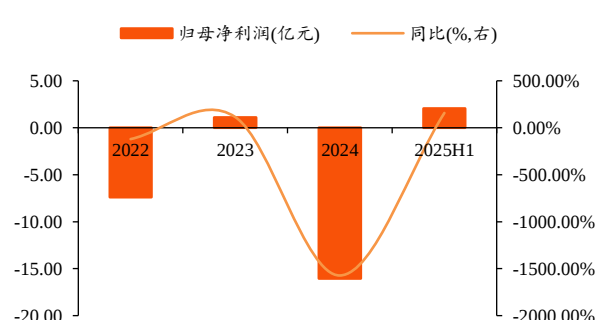
1.3. 财务分析：扭亏为盈，客单价和来客数回升向好

公司近年来业绩承压，但客单价和来客数回升向好。收入端：公司收入主要来自销售货品、会员费及大卖场楼宇内的店铺租金。由于阿里巴巴财年年底结算日为 3 月 31 日，为了便于更好的实现营运配合及其作为附属公司入账，2021 年起公司财政年度结算日由 12 月 31 日更改为 3 月 31 日。作为变更后第一个正常计算的财年，截止 2022 年 3 月 31 日年度，公司实现总营收 881.34 亿元，同比减少 5.32%，主要是线下业务销售受疫情反复影响，但线上 B2C 及阿里社区团购供给业务的大幅增长缓解了线下业务下滑带来的压力。至 2024 年 3 月 31 日年度，线下客流有所回暖，但公司关闭长期亏损门店、保供业务收缩、叠加客户囤货心智消退导致平均客单下滑，致使公司实现营收 725.67 亿元，同比减少 13.26%。2025 上半年财年，公司营收达 347.08 亿元，同比下滑 2.96%，主要是由于一方面关闭长期亏损门店导致业绩损失，对收入影响约 1.1%，另一方面，淘菜菜及天猫共享库存业务等供应链业务收缩，对收入影响约 2.5%。但上半财年客单

价有所增长，来客数下滑趋势收窄，若不考虑供应链业务收缩和闭店影响，收入增长约 0.6%，呈回升向好态势。**利润端：**受疫情及渠道组合毛利下滑影响，2022 财年公司归母净利润为-7.39 亿元，同比减少 120.69%。2023 年财年，虽然收入下行，但通过降本增效和资产管理，公司实现了利润的大幅提升，归母净利润 1.09 亿元，同比增长 114.75%。2024 年财年受供应链业务收缩、营销及价格竞争影响，归母净利润回落，但 2025 上半年财年，公司低价策略显效，通过优化供应链和降本增效，归母净利润 2.06 亿元，扭亏为盈，同比增长 157.38%。

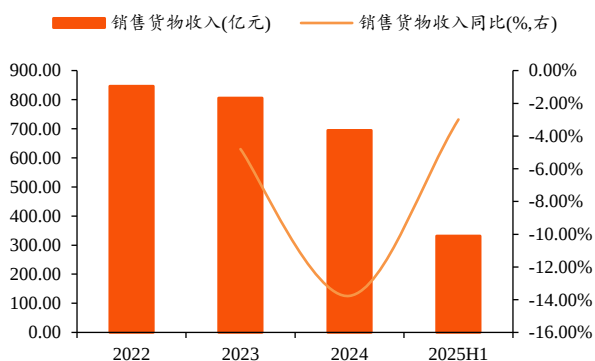
图3:营业收入


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

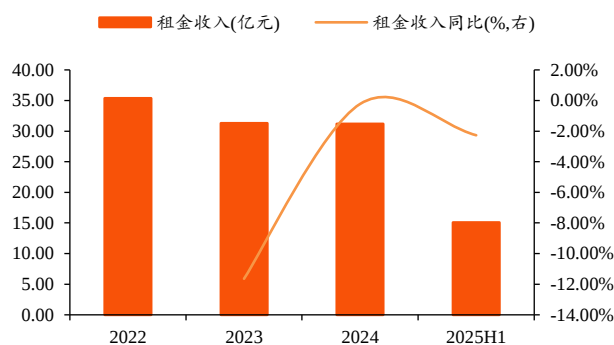
图4:归母净利润


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

销售货物收入是营收主要贡献来源。从收入来源拆分看，销售货物收入是公司营收重要来源，主要由线下实体卖场及线上销售渠道贡献，近3年来占比约为 96%。而租金收入源自公司向营运商出租综合性线下实体卖场的商店街空间，疫情期间大卖场若干租户暂停运营导致租金收入承压，2023 财年，公司关闭长期亏损门店，叠加为支持商店街租户而给予的租金减免政策进一步减少了租金收入。2024 财年，闭店继续拖累租金收入，但会员店的开设增加了会员费作为新收入来源，达 0.16 亿元，体量尚小。2025 上半年财年（截至 2024 年 9 月 30 日），受上一财政年关店导致商店街出租面积减少以及租户结构调整影响，带动租金收入下降 2.3%。我们认为，随着 24 年客单增长、来客数回暖，公司销售货物收入有望呈上行趋势。从而带动公司整体营收上涨，会员费及租金收入更多则为收入的锦上添花。

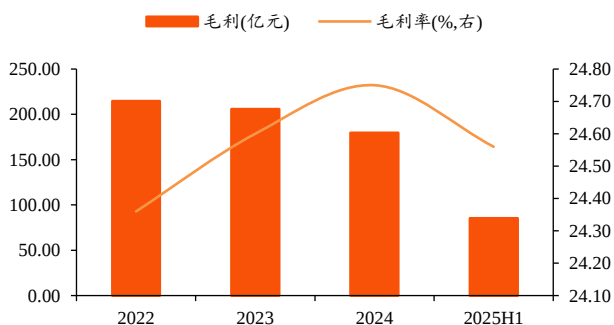
图5:销售货物收入


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

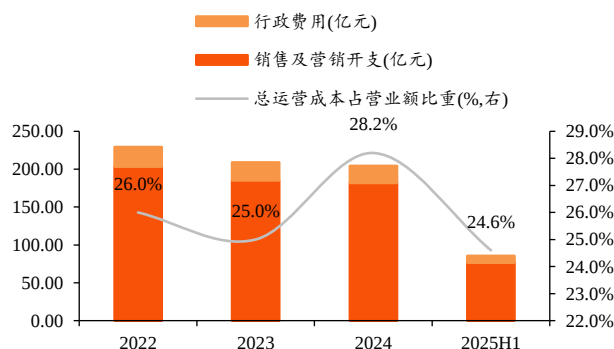
图6:租金收入


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

低价策略带动毛利率略微下行，期间费用稳中有降。2022-2024 财年公司毛利因商品销售收入减少而减少，但整体毛利率由 2022 财年的 24.36% 上行至 2024 财年的 24.75%，主要是营销投入放缓、数字化运营以及生鲜供应链稳步发展所致。但 2025 上半财年，由于公司推动低价策略落地执行，重塑价格竞争力，带动毛利率略微下行至 24.6%，较 24 上半财年减少 0.3pct。另外，公司费用控制能力提升。近年来高鑫零售加速降本增效，优化门店及员工用人结构，提升行销费用投资效率，2025 上半财年，费用较同期减少 10.9 亿元，运营成本总费用率较同期减少 2.3pct。

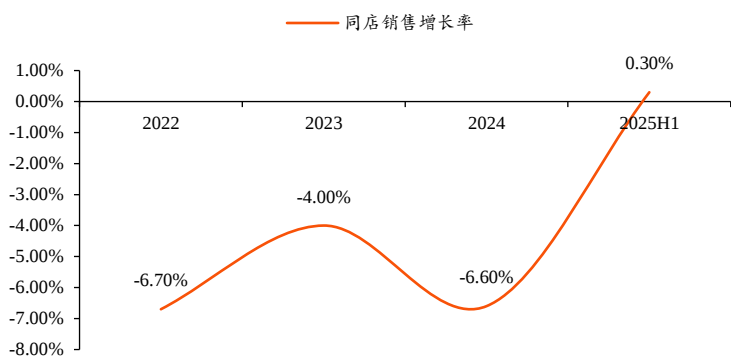
图7:毛利及毛利率情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图8:费用情况


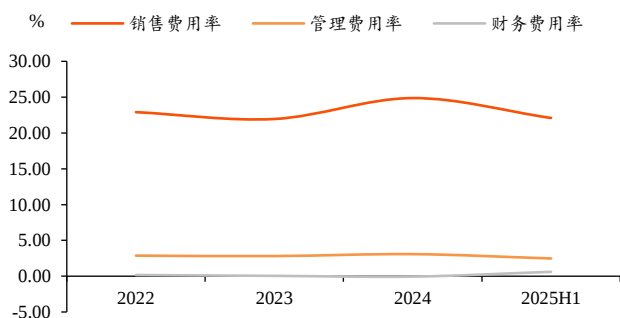
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

同店销售企稳回升。2022 财年，由于行业竞争加剧以及疫情反复，公司线下同店销售承压，去除家电品类的门店销售额同比减少 6.7%。2023 年略有好转，但 2024 财年尽管线下客流有所回暖，平均客单价下滑依然拖累线下营收。2025 上半财年（截至 2024 年 9 月 30 日），公司低价策略初见成效，低价策略及商品策略驱动客单价增长，用户黏性提升，线下营收企稳回暖，同店销售转正，同比增长 0.3%。

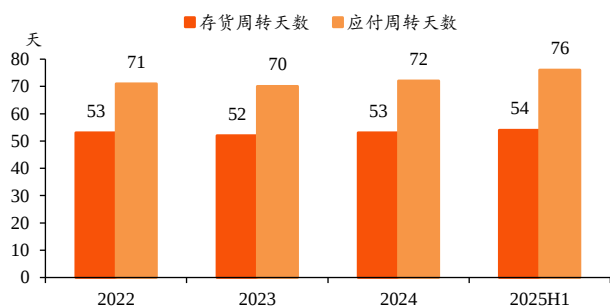
图9:同店销售增长率


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

期间费用率下行，营运资金保持稳定。公司期间费用率企稳回落，销售费用率由2024年的24.87%，下降至2025上半财年的22.09%，管理费用率下降至2.47%，达十年以来最低。另外，公司营运资金保持稳定，2025上半财年，存货周转天数为54天，应付周转天数为76天，近年来变动不大，利于公司的流动性管理和营运销量的提升。

图10:期间费用率情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图11:存货、应付周转情况


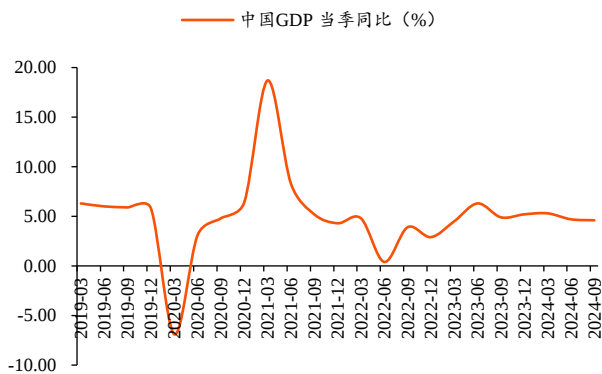
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

2. 零售行业：需求端温和修复，供给端推陈出新

2.1. 中国消费市场的韧性与潜力同在

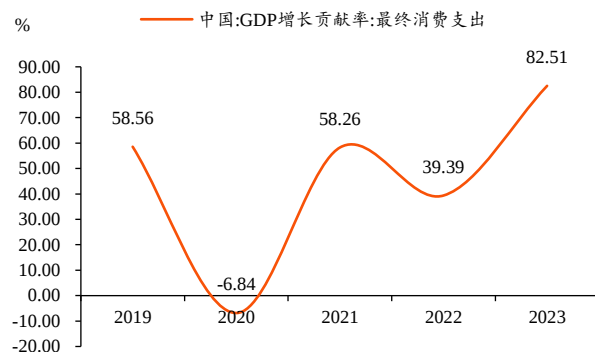
经济回升向好，消费成为拉动经济增长的主引擎。据国家统计局，2023年我国顶住外部压力、克服内部困难，国民经济回升向好，全年国内生产总值1260582亿元，比上年增长5.2%。2024年以来，国民经济运行总体上保持稳中有进的发展态势，前三季度GDP总值949746亿元，同比增长4.8%。消费对国民生产总值增长贡献由2020年的-6.84%，回升至2023年的82.51%，成为拉动经济增长的主要贡献点。

图12:GDP 增幅



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

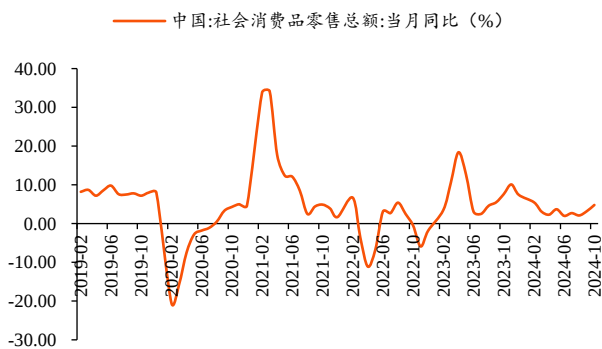
图13:消费对经济增长贡献



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

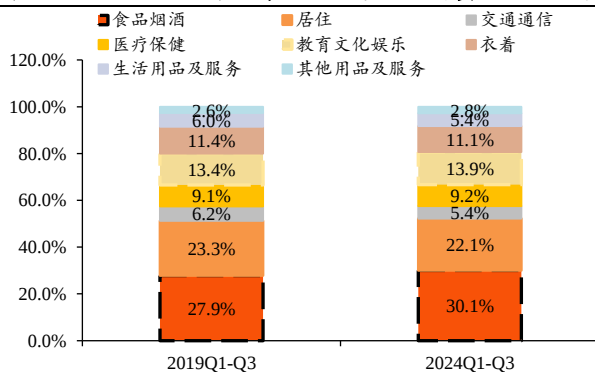
社零总额温和修复，食品烟酒、医疗保健等刚需消费占比提升。伴随国家促消费政策力度加大，消费需求总体延续恢复态势，2024 年前三季度社会消费品零售总额 353564 亿元，同比增长 3.3%。其中，市场销售保持增长，基本生活类和部分升级类商品销售向好。限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、日用品类商品零售额分别增长 9.9%、4.5%、6.8%、2.2%；通讯器材类、体育娱乐用、家用电器品类商品零售额分别增长 11.9%、9.7%、4.4%。从居民人均消费支出看，食品烟酒、医疗保健等刚需品类占比分别由 2019 年的 27.9%、9.1%，提升至 30.1%、9.2%。后疫情时代，刚需品类生活品类消费优于可选品类，利于商超行业修复。

图14:社零变动



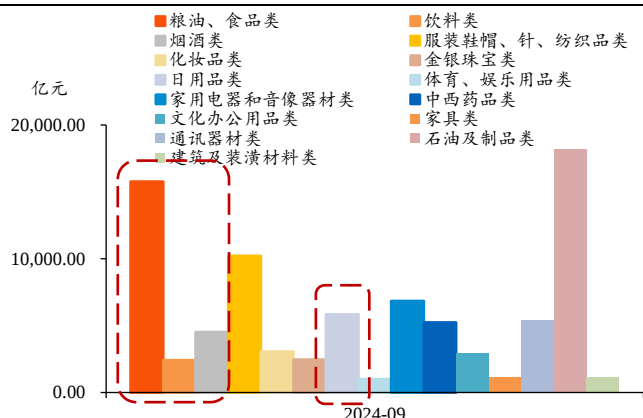
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:2019&2024 前三季度居民人均消费支出及构成



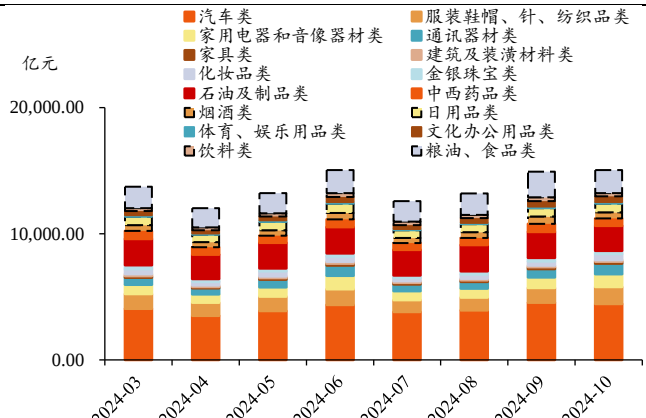
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:2024 年前三季度限额以上各品类累计零售额



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

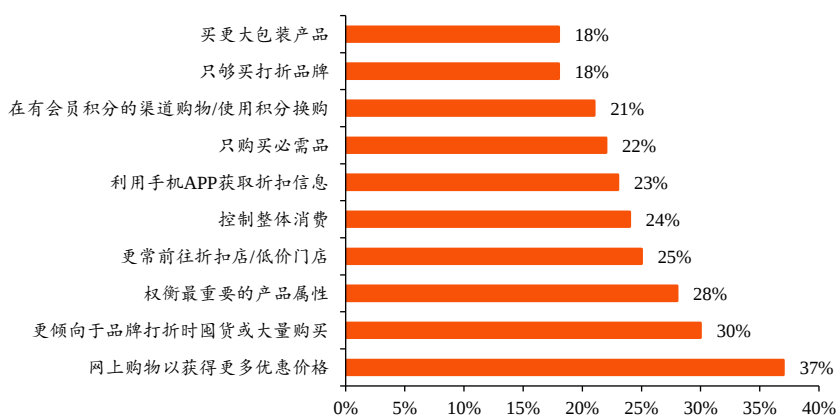
图17:2024 年各品类限额以上商品零售额变化



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

聚焦性价比，消费者期待物有所值。据 NIQ《2024 中国消费者展望》，精打细算的理性消费成为中国消费市场的主流。历经多年变化，中国消费者在注重产品性能、质量和品牌声誉的同时，也愈发关注价格的合理性，中国零售业已经进入“性价比时代”。此外，在购买方式上，86%的中国消费者改变了购买快消品的方式以控制支出，37%的中国消费者选择在网上购物以获得更多优惠，30%的受访者会在商品打折时会大量囤货，25%的受访者会更多的前往折扣店和低价门店购物。对于快消品零售商及品牌商而言，需要在消费者的不同感知中发掘机遇，根据不同品类的性能与价格增长趋势制定更为精准的定价和促销策略，寻求新的增长机遇。

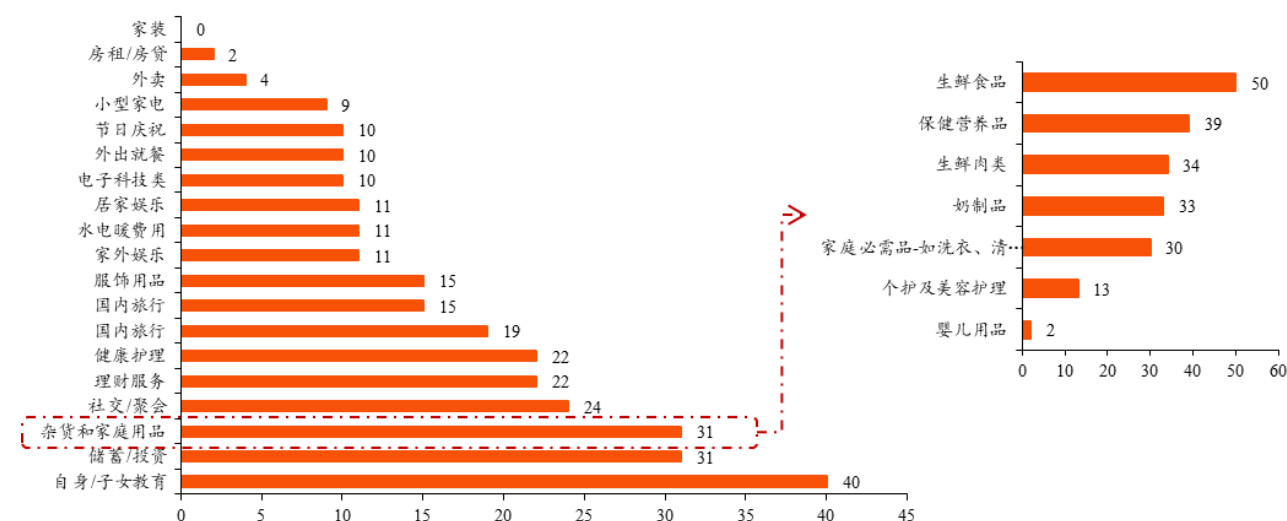
图18:中国消费者节省开支策略



资料来源：NIQ《2024 中国消费者展望》，甬兴证券研究所

新鲜食品和保健品在预期支出中占据重要地位。在消费行为上，中国消费者对健康、自我提升及家庭幸福的关注度攀升至首位，自身及子女教育为中国消费者最愿意消费的领域。同时，在新鲜食品和保健品上的支出意愿依然强劲，36%的中国消费者计划增加杂货和家庭用品的支出，其中，生鲜食品和保健营养品和生鲜肉类位列前三。

图19:中国未来消费意向变化



资料来源: NIQ《2024 中国消费者展望》, 甬兴证券研究所

2.2. 历经变革, 零售行业聚焦社区化、仓储化、及 O2O 融合发展

零售行业历经变革, 在拉动内需方面持续做出贡献。据火烧联赢&胡润百富联合出品的《2023 中国新零售白皮书》, 作为一个传统和稳健的行业, 零售行业一直是全球企业家财富来源的 Top5 行业, 在拉动内需方面的贡献不可小觑。19 世纪以来, 世界零售业先后爆发了百货商店、连锁商店、超级市场、无店铺销售“四次革命”, 历经工业革命、城市化进程、互联网崛起、全球化趋势、疫情冲击和复苏等时代背景, 先后出现了百货、邮购、连锁、自选超市、大卖场、折扣店、购物中心及电商等多种业态。

图20:零售业发展历程



资料来源: 艾媒咨询, 甬兴证券研究所

请务必阅读报告正文后各项声明

零售行业涉及的多项细分领域。零售行业上游主要是多个行业的产品供应商，覆盖食品饮料、日用品、家电等供应环节。中游为不同零售模式下的销售业态，包括超市、百货、会员店以及网络零售商等，涉及众多企业，例如，线下的大润发、永辉超市、山姆、王府井，以及电商中的淘宝、京东等。下游则是终端消费者。

图21:零售产业链



资料来源：前瞻产业研究院，甬兴证券研究所

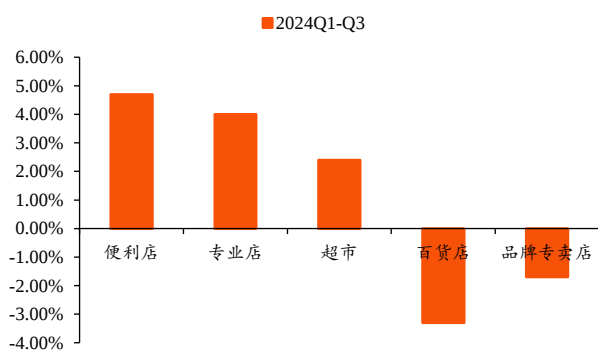
政策端：数字化、智能化、绿色化为发展重点，便民生活圈是重要载体。内需市场一头连着经济发展，一头连着社会民生，是经济发展的主要依托，也是应对国际环境深刻变化的必然要求。坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，是加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的必然选择。国家通过出台政策，持续提升传统消费，提高吃穿等基本消费品质；加快培育新型消费，支持线上线下商品消费融合发展；建设现代流通体系，加快物联网、人工智能等技术与商贸流通业态融合创新；积极发展绿色低碳消费，推进过度包装治理，倡导消费者理性消费等方式，推动零售行业向数字化、智能化、绿色化转型。同时，聚焦补齐基本保障类业态、发展品质提升类业态，优化社区商业网点布局，改善社区消费条件，创新社区消费场景，提升居民生活品质，全面推进便民生活圈建设也是国家重点发展的方向之一。

表2:零售业政策梳理

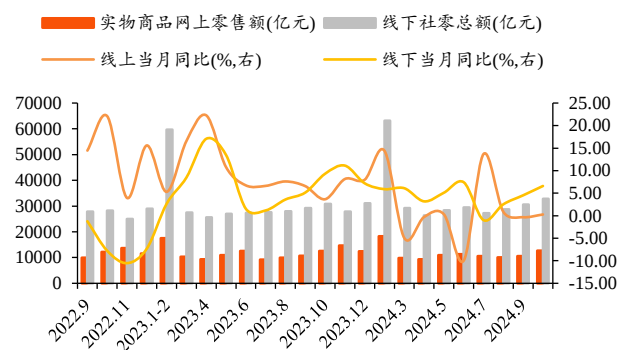
时间	政策	主要内容
2023 年 7 月	《商务部等 13 部门关于促进家居消费若干措施的通知》	通知涵盖大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四方面 11 条具体措施。
2023 年 7 月	《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》	发展新型商业模式。支持发展线上线下融合的即时零售模式(平台下单+就近门店配送,就近门店下单+即时配送), 赋能实体门店, 拓展服务半径。支持净菜进社区、进超市, 发展“中央厨房+冷链+餐饮”模式, 提升预制菜产品质量品质。
2023 年 7 月	《关于恢复和扩大消费的措施》	六个方面、20 条政策举措, 希望通过优化政策和制度设计, 进一步满足居民消费需求、释放消费潜力。《措施》将与各领域、各品类重点政策形成促进消费的一揽子政策体系。
2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要(2022—2035 年)》	加快培育完整内需体系。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来, 按照生产、分配、流通、消费和投资再生产的全链条拓展内需体系, 培育由提高供给质量、优化分配格局、健全流通体系、全面促进消费、拓展投资空间等共同组成的完整内需体系。提高吃穿等基本消费品质。加强引导、强化监督、支持创新, 推动增加高品质基本消费品供给, 推进内外销产品同线同标同质。
2022 年 4 月	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	优化国有物业资源出租管理, 适当延长租赁期限, 更好满足超市、便利店等消费场所用地用房需求。
2021 年 11 月	《关于推进内外贸产品“同线同标同质”工作的通知》	因地制宜引导和鼓励连锁超市、便利店、电商平台销售“三同”产品, 设立“三同”专区更好满足市场多样化需求。
2021 年 7 月	《智慧商店建设技术指南(试行)》	推动门店场景数字化、供应链智能化、实现服务精准化等建设内容。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	深入推进服务业数字化转型, 培育众包设计、智慧物流、新零售等新增长点。
2021 年 1 月	《关于推动电子商务企业绿色发展工作的通知》	鼓励电商企业参与快递包装循环利用新技术、新产品研发并积极推广应用, 与便利店企业等创新合作, 建立可循环快递包装回收渠道, 建立上下游衔接跨平台互认的运营体系。
2020 年 5 月	《国家发改委牵头 17 个国家部门发起“数字化转型伙伴行动倡议”为零售企业数字化建设赋能》	国家发改委牵头 17 个国家部门发起“数字化转型伙伴行动倡议”, 旨在共同构建“政府引导-平台赋能-龙头引领-机构支撑-多元服务”的联合推进机制, 在更大范围、更深程度推行普惠性“上云用数赋智”服务, 加快打造数字化企业, 构建数字化产业链培育数字化生态共同体, 支撑经济高质量发展。
2020 年 4 月	《关于进一步完善定点零售企业联系制度的通知》	各地商务主管部门要加强与重点联系零售企业的联系, 密切关注其创新发展和示范带动作用, 及时协调解决企业发展中遇到的困难问题, 为企业创新发展提供保障和支撑。各重点联系零售企业要顺应数字化、网络化、智能化发展趋势, 加快创新转型, 增强竞争力、创新力、影响力, 切实发挥好示范引领带动作用, 履行社会责任。

资料来源: 各部委, 新华社, 前瞻产业研究院, 甬兴证券研究所

线上消费呈现韧性, 实体店铺稳步增长。据国家统计局, 从零售业业态看, 商贸实体店铺在改善消费环境、提升消费体验上持续发力, 多数业态经营稳定恢复。2024 年前三季度, 限额以上单位便利店、专业店、超市商品零售额分别增长 4.7%、4%、2.4%, 其中, 开展即时零售较多的便利店表现亮眼, 品质服务好、消费体验佳的仓储会员店零售额保持两位数增长。另外, 实物商品网上零售额同比增长 7.9%, 增速快于社会消费品零售总额 4.6 个百分点, 直播带货、即时零售等电商新模式快速发展, 拉动线上消费增长作用明显。我们认为, 电商新模式拉动线上消费快速增长, 叠加实体店铺经营总体企稳回升, 零售业有望迎来回暖。

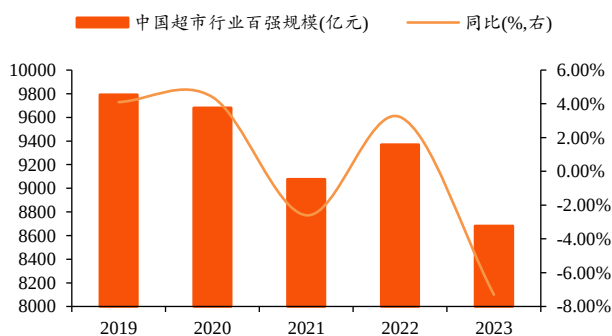
图22:2024 年前三季度限额以上零售业细分领域增速


资料来源：国家统计局，甬兴证券研究所

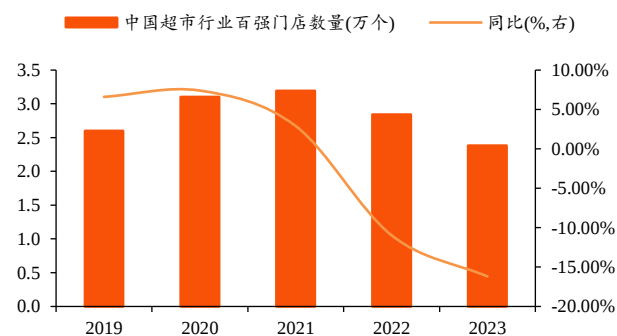
图23:2022-2024 年线上线下零售额情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

2023 年中国百强超市规模近九千亿元，企业表现分化。据中国连锁经营协会(CCFA)，受疫情等不利因素影响，中国 Top100 超市企业客流量和客单价总体呈下降态势，同店可比销售减少，库存周转天数延长，百强规模从 2019 年的 9792 亿元下行至 2023 年的 8680 亿元，百强企业门店总数从 2.6 万个下降至 2.38 万个。2023 年，百强超市中销售额 100 亿元以上的企业有 13 家，500 亿元以上的企业 7 家。门店数量情况表现分化，2023 年有 33 家企业的门店数增加，20 家企业的门店数持平，还有 47 家企业的门店数减少。总结来看 2023 年百强企业经营情况：1) 在一二线城市，会员店、折扣店的销售以及门店数增长显著；2) 低线区域超市发展稳健，2023 年 44 家销售同比为增长百强企业中，有 27 家企业来自低线城市。

图24:2019-2023 年中国超市行业百强规模


资料来源：CCFA，智研咨询，甬兴证券研究所

图25:2019-2023 年中国超市行业百强门店数量情况


资料来源：CCFA，智研咨询，甬兴证券研究所

竞争格局：销售规模沃尔玛稳居首位，永辉超市、高鑫零售次之。2021 年以来，沃尔玛(中国)一直居于超市 Top100 首位，受益于山姆的增长，2023 年实现销售 1202 亿元，同比增长 10%，门店数达 365 家，同比增长 3.7%，成为唯一一个含税销售额超过千亿元的企业。永辉超市销售额常年位居第二，“学习胖东来”调改为公司注入新动力，据永辉同道公众号，截止 2024 年 11 月 25 日，永辉全国已开业 17 家调改门店，2025 年春

节前调改店总数量预计会达到 40-50 家。而高鑫零售 2020 年销售规模位列中国百强超市第一，2022 年下跌至第三，2024 财年在新管理团队的带领下，回归价格力和品牌力，持续投入大润发 super 和 M 会员店，力争打开第二增长曲线，未来有望实现业绩企稳，回归健康发展。另外，值得注意的是，相比于其他超市的上百家的门店数目，依托于 Costco 仓储式会员的模式和胖东来优质的服务，Costco 和胖东来仅用 5 家和 12 家的门店跻身中国超市百强。

表3:2023 年中国百强重点超市销售规模及门店情况

排名	企业名称	超市品牌	销售规模(万元)	销售额同比(%)	门店总数(家)	门店数同比(%)
1	沃尔玛(中国)投资有限公司	沃尔玛、山姆	12021700	10.0	365	3.7
2	永辉超市股份有限公司	永辉	8555149	(12.7)	1009	(3.4)
3	高鑫零售有限公司	大润发、大润发 Super、大润发 Mini、M 会员店	7720746	(13.8)	528	(9.3)
4	华润万家(控股) 有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	6253300	(9.7)	2694	(13.9)
5	盒马(中国)有限公司	盒马鲜生等	5900000	(3.3)	2694	20.0
6	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	5656290	(8.6)	1122	6.1
7	联华超市股份有限公司	联华、华联	5256936	(8.5)	3356	0.1
26	开市客中国 (Costco)	COSTCO WHOLESALE	550000	83.3	5	150.0
31	许昌市胖东来商贸集团有限公司	胖东来	460000		12	

资料来源：CCFA，甬兴证券研究所

商超行业四大发展趋势。总结来看，超市作为零售行业的重要组成部分之一，在消费者日常生活中占据重要位置。商超行业市场竞争激烈，企业数量众多，不仅面临同行业的竞争对手，还要应对电商平台的冲击。近年来，为了在传统大卖场阵线收缩的局势下存活，商超行业不断创新零售业态，注重多元化经营和差异化竞争。当前，商超行业有 5 大发展趋势：

图26:商场行业 5 大发展趋势


资料来源：中研网，头豹研究所，艾媒咨询，商务部流通产业促进中心，甬兴证券研究所

(1) 线上线下融合 (O2O) + 即时零售

随着电商的崛起，线上购物成为消费者的重要选择。超市行业也积极应对这一趋势，加速线上线下融合，提供便捷、个性化的购物体验。许多超市企业通过自建电商平台、与第三方电商平台合作等方式，拓展线上销售渠道，满足消费者的多元化需求。

即时零售与传统零售商超可以在客群、场景、渠道三方面优势互补，互相促进。即时零售主要分为两种商业模式：1) 平台模式：不直接拥有商品，通常依托互联网能力将线下的商家商品和线上的消费需求形成链接，部分提供线下即时配送运力服务。2) 自营模式：属于重资产运营的模式，一般为平台在社区/商圈周边布局门店或前置仓，商品均为平台自营，消费者下单后，配送员取货并在 1 小时内配送给消费者。自营即时零售电商商品一般为直接在品牌商或供应商处采购，对商品的品控能力较强。于品牌商而言，即时零售模式能通过流量、渠道以及营销优势助力品牌商精准触达消费者，为线下零售门店和品牌商带来新增量。

表4:即时零售行业主要商业模式比较

	平台模式	自营模式	
		垂直自营模式	传统商超自营模式
商业模式	互联网平台对接线下商家和消费者，多数提供即时配送能力，也支持商家自配送	深耕生鲜果蔬、鲜花蛋糕、医药健康、酒水饮料等品类中一个产品领域，平台内商品一般为自营，负责整个进货、销货、配送环节	大型商超或零售门店通过自营 APP 或者微信小程序，为消费者提供送货上门服务，平台一般负责整个进货、销货、配送环节
优势	1. 运营模式较轻，商家入驻后可将商品搬到线上门店，通过平台流量对接消费者需求，多方联动性强，容易形成规模效应 2. 商家类型较多，可满足消费者在蔬菜水果、家居日用、医药健康、鲜花绿植等多品类即时消费需求 3. 消费者选择更广，用户习惯培养更快	1. 更关注细分领域，可精准挖掘客户需求 2. 自营产品易把控商品质量及拣货速度	1. 上线自营到家业务的零售商一般在行业内排名位居前列，拥有自己的核心用户，具有品牌优势 2. 实体门店可以同时承担仓储功能
不足	难以把控商品质量及拣货速度	供应链、仓储投入较大；可提供的即时配送到家服务的商品品类相对较少；覆盖范围相对平台模式来说相对较小	受到网点布局限制，消费者选择范围相对较窄，最后一公里配送成本较高
代表企业	 	 	 

资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所

(2) 会员制和仓储式超市运营

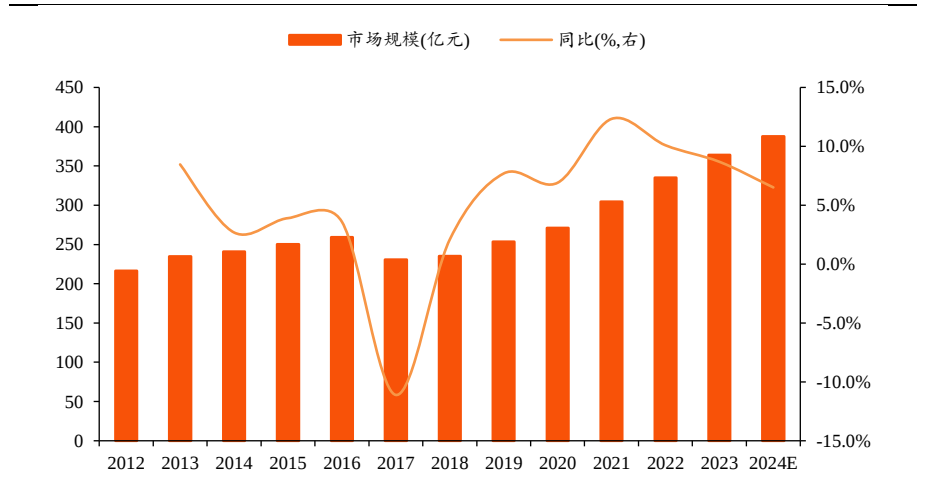
仓储超市是基于传统超市的经营模式上加以改革创新。仓储超市多采用会员制筛选消费群体，经营模式则是类似“大卖场”，鼓励消费者进行批发式购物。其商业模式的精髓在于紧紧围绕“服务消费者”来运作，帮助公司筛选出高价值用户，形成长期用户黏性，构建起竞争壁垒。与传统超市相比，仓储超市具有成本较低、消费群体稳定以及精简 SKU 等优势。

表5:传统超市与仓储超市对比

	传统超市	仓储超市
定义	通常为连锁式大型零售商店，售卖大量不同品牌、价格、种类的生活必需品	又称仓储会员店，是传统超市的新型经营模式，部分采用会员制度进场购物，与传统超市不同的是仓储超市多具有批发性质
选址	客流量较大的区域，如居民区、商场、商业中心附近	多在交通方便的城乡结合处，大部分仓储超市选址地点远离市中心
营业面积	标准超市约为 500-1500 平方米	10,000 平方米以上
商品结构	食品饮料、新鲜果蔬、干粮杂货术富日用品等	食品饮料、家用品、服装、家用电器傍、室外用品等
目标客户	个人消费者	个人客户:个人消费者 (拥有交通工具为主) 专业客户:中小型零售商、酒店、集团
经营模式	主要经营模式为零售，以高客流量带动利润	储存销售一体化、鼓励顾客批量购买、采用“大卖场”式销售方式、价格低廉
SKU	2-3 万	3,000 左右
成本占比	22%	8.5%

资料来源：头豹研究院，甬兴证券研究所

2024 年中国仓储会员超市行业市场规模有望近 400 亿。据艾媒咨询，2023 年中国仓储会员超市行业市场规模达 364.1 亿元，2012-2023 年中国仓储会员超市行业市场规模始终保持在 200 亿元以上，2023 年同比增长 8.7%，预计 2024 年将达 387.8 亿元。中国仓储会员超市行业在众多市场参与者的推动下有望获得持续增长。

图27:中国仓储会员超市行业市场规模及预测


资料来源：艾媒咨询，甬兴证券研究所

（3）便民生活圈的社区商业

据商务部流通产业促进中心，社区商业的连片成群推动便民生活圈由雏形到日渐完善，对保障和改善民生、促进消费、畅通城市经济微循环等具有重要意义。便民生活圈是指伴随社区商业发展而产生，以社区居民为服务对象，以满足居民生活日常消费和品质消费等目标的业态。过去社区商业市场主体以自然形成的传统零售小店、夫妻店为主，市场主体规模小、经营灵活、分布分散。随着近几年大型商业企业加速在社区布局，社

区型商业综合体、购物中心、便利店、超市日渐增多，市场主体出现规模化、集中化、连锁化的特点。

(4) 布局折扣零售

随着消费者对性价比的持续关注以及市场竞争的加剧，折扣零售作为新兴零售业态迅速崛起，市场规模持续增长。折扣零售以低于其他零售渠道同类商品的价格销售商品，其核心是低价，本质是效率。这种零售业态通过优化供应链、缩短流通环节、销售临期、过季/反季商品等方式，实现低价销售。根据商业模式和盈利模式，折扣零售可分为硬折扣和软折扣两种模式。其中，硬折扣指通过优化供应链、减少中间环节、压低毛利率、简化运营成本等方式实现的低价模式。这种折扣与商品质量无关，最终可能实现更多自有品牌的销售。据智研咨询，从市场规模来看，2023 年中国折扣零售市场规模约 1.79 万亿元，约占社会零售总额 3.8%。未来，随着消费者对性价比的持续关注，折扣零售市场规模有望持续扩大。

表6:折扣零售商业模式对比

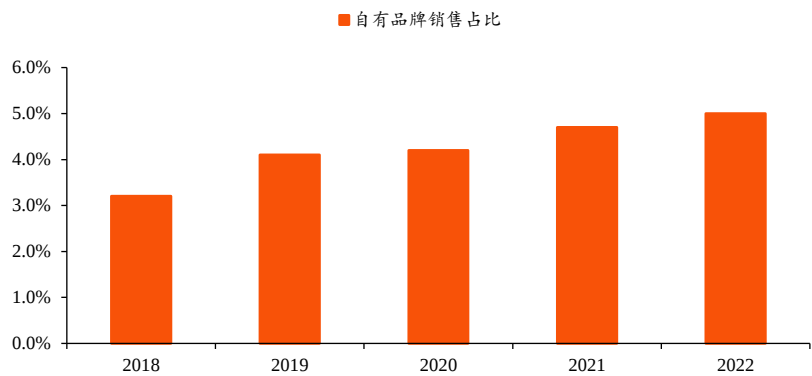
	硬折扣	软折扣
低价来源	硬折扣零售模式通常依靠高效的供应链管理、规模经济和成本控制来实现降本增效，从而实现低价销售。	以折价出售临期商品、尾货、微瑕品等为主要特征的商业模式，是品牌商或厂家清理库存的重要渠道也是消费者寻找低价好货的目的地
商业模式	减少中间环节，直达产地或自有加工厂；降低 SKU 的数量，增加自有品牌占比；降低价格的同时保证相同品质。	上游为非知名品牌，品牌商、渠道商生存需要一定的毛利空间，去中间商；有相当一部分来自于尾货，整体的尾货市场在中国国内有限。
代表企业	奥乐齐、利德尔、麦德龙	TJX、堂吉珂德、唯品会、零食很忙、好特卖
供给稳定性	自己主导，相对稳定	终端不掌握供货，相对不稳定
SKU 数目	较少	较多

资料来源：智研咨询，甬兴证券研究所

(5) 发展自有品牌

近年来，受经济环境和生活成本支出的影响，消费者消费愈发谨慎理性，购买高性价比的产品意愿增强，不少国家和地区的自有品牌市场占有率得到提升。目前，自有品牌开发作为零售企业寻求经营突破、创造自身价值的重要途径，被越来越多的中国零售企业所重视。据中国连锁经营协会发布的 2019-2022 年的中国超市 TOP100 数据显示，百强超市的自有品牌销售占比从 2018 年的 3.2%提升至 2022 年的 5.0%，呈逐年上升趋势。

图28:中国百强超市自有品牌销售占比情况



资料来源: CCFA, 甬兴证券研究所

表7:自有品牌商品案例

代表企业	自有品牌开发情况	未来计划
唐久便利	截至 2022 年底唐久便利店拥有自有商品 SKU200 个。自有商品的销售占比为 28%(其中, 完全自有品牌商品的占比为 20%, 联合研发自有商品的占比为 8%)	自有品牌销售占比达 60%, 其中 FF 日配商品占 50%, 非日配商品占 10% 左右
罗森中国	2022 年, 自有商品销售占比达 36.4% 左右	-
天虹数科	天虹自有品牌销售占比近 10%	自有品牌销售占比达 20%-30%
永辉超市	永辉超市 2024 年上半年, 自有品牌实现销售额达 12.8 亿元, 占总营收的比重达 3.4%。	未来 5 年, 永辉超市自有品牌商品在货架上的占比能够达到 10%-20%
盒马	截至 2022 年 10 月底, 盒马自有品牌商品类目已经达到 1200 多种, 销售占比达到 35%。	自有品牌销售占到 2025 年, 比达 50%
山姆	山姆自有品牌的销售占比达 30% 左右	-
Costco	2021 财年, Costco 旗下自有品牌“Kirkland Signature”的销售额超过 590 亿美元, 同比增长 13.4%, 占其总收入的 31%	-

资料来源: CCFA, 甬兴证券研究所

3. 核心竞争力：多渠道发展+物美价廉的低价策略

3.1. 多业态全渠道发展：发力社区化与仓储会员化

高鑫零售以多业态全渠道作为发展战略，旗下家族成员有线下的大润发（大卖场/大型超市）、大润发 Super（中型超市）、小润发（小型超市）和 M 会员店；线上 TOC 的“大润发优鲜”和 TOB 的“大润发 e 路发”。

图29:线下成员



资料来源:大润发消息,甬兴证券研究所

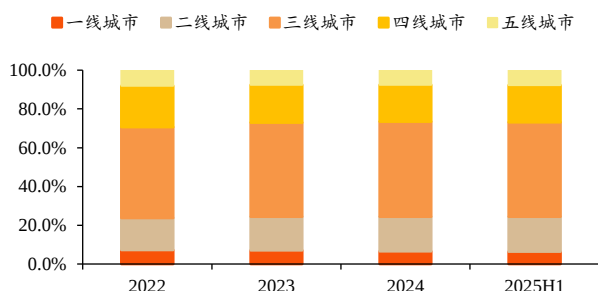
图30:线上成员



资料来源:大润发消息,甬兴证券研究所

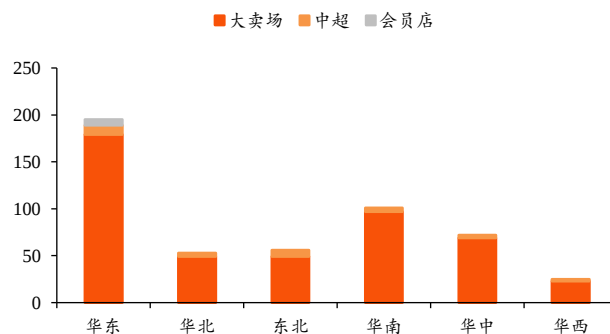
华东及中线城市是主要发展区域。从地区看,华东是公司主要发展区域,所有的M会员店以及大卖场和中超铺设数量的大幅领先都在华东地区。2025 上半财年,华东区拥有店铺数占总数的 39%。其次店铺数较多的是华南和华中,华西地区目前铺设数量最少,仅占 5%。从城市看,二三四线城市是公司主要发力点。其中,大卖场及中型超市中约 6.4%位于一线城市, 18.1%位于二线城市, 48.6%位于三线城市, 19.2%位于四线城市, 7.7%位于五线城市。

图31:各城市层级店铺分布



资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图32:截至 2024 年 9 月 30 日店铺区域分布 (家)



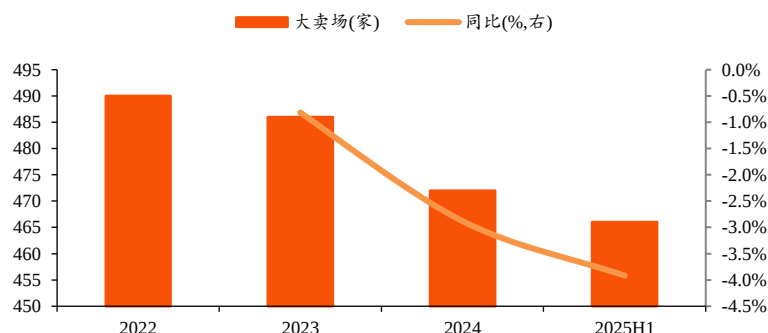
资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

3.1.1 线下: 发力社区化与商品精选化

(1) 大润发: 线下体验中心+线上履约中心

大润发以新鲜、便宜、舒适、便利为经营理念,主营产品包括产地直送的蔬果、肉品、水产、自制烘焙、熟食、米面点等各式生鲜商品,以及酒水、图书、日用品、服饰、纺织、家电等商品区。大润发凭借高鑫零售全球化联合采购优势,2001 年增加的进口及自营商品,2019 年引进的淘宝心选、苏宁易购等家用及数码生活,以及大润发严选的自创品牌商品,在大幅提高商品种类与服务品质的同时,确保同商圈内提供充足质优价廉的商品。2023 财年,公司在对传统大卖场重构的基础上重构了 2.0 版,即,未来的每个门店,都将是“线下体验中心+线上履约中心”。其中,线上履约中心是在门店后场配套面积 7500 平的仓库,为“一小时达”和“半日达”提供共用快检仓,以满足来自大润发优鲜 APP,淘鲜达,饿了么,天猫超市等线上渠道顾客的

到家服务需求。重构后，大润发突破原大卖场单一的买卖场景，转变成满足消费者“购物、体验、服务、社交”的多元化场景。大卖场作为公司最传统和主要的门店类型，近年在公司业绩承压下，关闭多家亏损店铺，数量由2022年的490家下降至2025上半财年的466家，但作为基本盘，公司不会放弃大润发的发展，截至2024年9月30日，通过签订租约或收购地块的方式，公司已物色并取得了三个地点开设新的大卖场。

图33:公司大卖场店铺数情况


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

（2）大润发 Super：社区型生活超市，商品聚焦“宽类窄品”与“长期低价”

大润发 Super 作为承担公司第二增长曲线的中超业态，截至2025上半财年已在全国10个省市开设了30家门店，依托大卖场的商品资源及运营标准化提升，中超业务表现亮眼，同店销售实现中高单位数增长。据零售商业财经，大润发 Super 的商品逻辑是以社区供需适配的最优解为基本视角，满足的是顾客对精益求精、精打细算、精神满足的“三精”需求，这要求企业在商品结构与经营策略上作出更加精细化的布局。所以，在保证品类完整性的基础上，大润发 Super 尤其注重提升选品精准性，通过“宽类窄品（大类小品）”策略，在商品池中精选结构性商品、区域特色商品、差异化商品（情绪价值提供品）等多种品类商品，以此契合大众更为成熟理性的消费观。

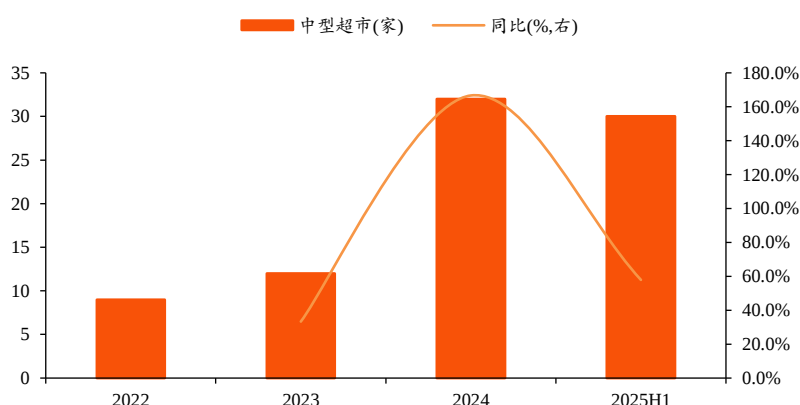
从“无限货架”向“最优货架”演变。精选商品最直观的成效是提升坪效。大润发“宽类窄品”策略的本质，其实是实现从“无限货架”到“最优货架”的商品管理演变，根据消费者需求和偏好进行零售规划、选品组货和产品精选，以确保每个品类都能与顾客产生共鸣。

力争做到“同等品质下最便宜，同等价格下品质最优”。在精打细算层面，大润发 Super 推出了约1000款用以打造“长期低价”口碑的商品矩阵，其中涉及“大润发必买”“加量不加价”“天天便宜”以及自有品牌“超省”系列。依托公司长期深耕的供应链和精益管理的优势，大润发 Super 力争做

到“同等品质下最便宜，同等价格下品质最优”，让门店与物美价廉真正画上等号，回归商品零售本质。此外，大润发 Super 积极打造“社区食堂”，为社区居民提供平价快餐，未来有望成为其重要商业配置。

效率提升作为核心策略。大润发 Super 已经实现展店标准化、商品标准化、人员标准化、营运标准化。即，在拓店层面，公司已经形成了模块化设计、快速可复制的经营风格。相较于大润发 2 万平方米左右的门店面积，大润发 Super 以 1500-3000 平方米的营业面积，在提升品类规划合理性和商品竞争力的基础上，能做出比大卖场更高的坪效，拓店性价比更高。模块化复制的模式也有助于大润发 Super 在短时间内快速扩大市场份额，灵活展店。从展店情况看，大润发 Super 店铺数已由 2022 年的 9 家增长至 2025H1 的 30 家。据中新网，2024/12/25，大润发 Super 亳州金桥店、太和翰林广场店线下开业，海口海秀中路店也将在 1 月 4 日正式亮相。加上海口海秀中路店，大润发 Super 在全国的数量达到 34 家，覆盖 11 个省市，拓店速度有所加快。

图34:公司中超店铺数情况



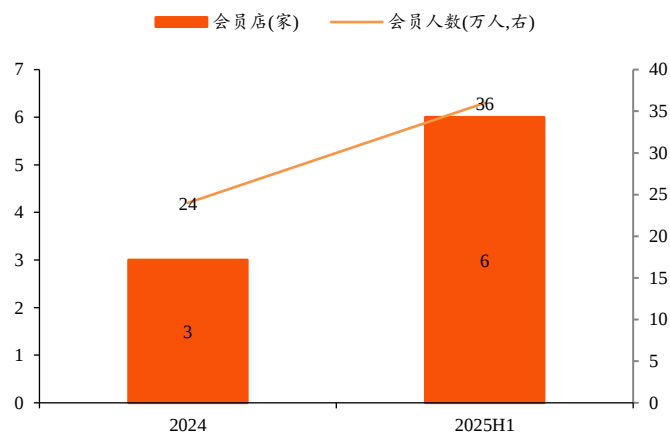
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

（3）M 会员店：“高质低价”的商品力+中低线城市拓展

M 会员店于 2023 财年开始组建，公司通过重建原大卖场，充分发挥大润发“大”的优势和公司自有物业的资源，以全新的供应链体系打造差异化商品力，为会员创造价值。M 会员店汇聚了全球近 30 个国家和地区超过 4,000 款商品，每月超过 200 款新品上市，自有品牌销售占比超过 30%。M 会员店新进推出“全球购”服务，商品种类涵盖美妆护肤、个人护理、母婴、营养保健等约 600 款商品，顾客可线上下单，由保税仓直发全国。同时，M 会员店还提供最快 1 小时送货到家服务，扬州及常州店已开通半日达服务，线上订单占比有很大提升空间。2024 财年，首家扬州 M 会员店的付费会员总数破十一万，新增的常熟及嘉兴店亦已启动会员招募。2024 财年内，会员总数已接近二十四万。截至 2025 上半财年，公司已运营 M 会员店 6 家，

拥有会籍数超 36 万。

图35:公司会员店的店铺数及会员数情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

“高质低价”的商品力叠加“立足江苏、深耕长三角”战略布局。2020年以来，伴随会员制超市市场释放，各企业纷纷涌入中国会员制超市赛道。据零售商业财经，高鑫零售的M会员店在供应链体系优化和商品力构建两个维度均有不错表现。除长期低价、持续推出适量装商品外，公司还在商品、会籍两方面下功夫，由此形成发挥供应链优势、主抓商品创新、本土化、差异化（定制化）服务突围的核心竞争力。“高质低价”的商品力是M会员店在供应端“硬实力”的体现，会员服务则是其“软实力”的舞台。另外，纵观店铺扩张轨迹，M会员店在区位布局上先以江苏省为轴心，再依托高鑫零售的资源优势涟漪式向长三角地区拓展。这一方面是因为大润发重点发力华东区相关，另一方面避开了和山姆、Costco等正面相撞，也契合会员业态的下沉趋势。我们认为，后续M会员店凭借高鑫零售既有资源基础和中低线市场拓展及本土化策略的执行，有望在这场会员争夺战中持续收获流量和口碑，成为更适合中国消费者的会员制商店。

表8:M 会员店与其他仓储超市对比

	M 会员店	山姆	Costco	盒马 X 会员店
Logo				
所属公司	高鑫零售	沃尔玛	开市客 Costco	阿里巴巴集团
会员费	黑金会员 680 元/年 普通会员 260 元/年	卓超会员 680 元/年 普通会员 260 元/年	199 元/年	258 元/年
毛利率	-	25.4%	11.2%	14%
门店数	6	27	2	3
分布地区	江苏（扬州、常州、南京、常熟、无锡）、浙江（嘉兴）	江苏、广东、北京、浙江上海、福建、辽宁、湖北湖南、江西、四川、天津	江苏、上海	北京、上海
主要优势	依托大润发资源基础 中低线城市拓展 打造自有品牌“M 甄品”系列 聚焦本土化 极速达/半日达全城配送	深耕中国 25 年 门店分布地区广 上游议价能力强 社交平台流量最多 云仓弥补门店差额	海外经营经验丰 分批订货降低库存 资本市场风评极佳 供应链管理能力强	阿里在华强大资本 X 会员基数大 中式特色鲜食商品 低毛利率、高汰换率 盒马系共享供应链

资料来源：头豹研究院，M 会员店公众号，零售商业财经，甬兴证券研究所

（4）小润发：正在调整，方案未确定

小润发于 2021 年开设，依托大超现有规模和供应链优势，逐步发展成为大润发复盖周边社区和乡镇的渠道，满足顾客生活半径的缩小、便利性需求的提升。截至 2023 财年，公司拥有小润发门店 84 家。而自 2024 年财年起公司再未披露小润发动态，据界面新闻及大润发消息公众号，高鑫零售于 2024 年 6 月曾回应小润发运营状态为“正在调整，方案未确定，并未放弃小润发”。

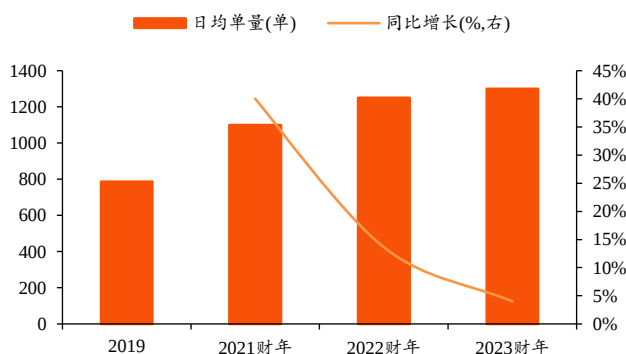
3.1.2 线上：自有 APP 与线上新渠道驱动业绩增长

（1）B2C 线上业务——大润发优鲜&第三方合作

自有 APP 扩充私域流量，第三方平台扩充用户范围。大润发优鲜 APP 是公司自有 APP，于 2017 年在大润发所有门店推出，2018 年起大力扩张。顾客通过该 APP 订购商品，最近的门店为顾客提供从相关门店一小时内配送到家的服务，提供的商品包括生鲜、快速消费品及日用百货。其中生鲜品类，除了传统生鲜食品如蔬菜及水果、海鲜、乳制品、肉品及蛋品以外，还提供烘焙食品、点心及熟食产品。大润发优鲜 APP 的生鲜食品范围不只专注于高端生鲜食品，亦专注于普通生鲜食品，致力于所有顾客提供网上生鲜食品的购买解决方案。与阿里巴巴的结盟使公司得以加速向 O2O 业务转型，通过大润发优鲜，以及阿里的淘鲜达、饿了么、天猫超市等渠道，公司顺利开展线上线下互联业务，可服务门店周边 5 公里范围内客户。B2C 业务开

展后，日均单量不断提升，由 2021 财年的近 1100 单，增长至 2023 财年的近 1300 单，客单价提升至 75 元。截至 2024 财年，线上业务销售占公司总收入约 29%，其中 B2C 业务销售占比约 22%，公司自有 App 销售额占 B2C 业务的约 36%。自 2024 财年第四季度起，公司加快拓展第三方平台销售。2025 上半财年，公司 B2C 业务通过商品结构的持续优化以及价格竞争力的持续提升，笔单件增加带动客单价高单位数增长，线上 B2C 业务同店销售实现中单位数的增长。

图36:B2C 业务日均单量



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图37:大润发优鲜服务特色



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

（2）B2B 线上业务——大润发 e 路发

“大润发 e 路发”是大润发旗下，为企业商户及加盟店商户提供商品和服务的一站式 B2B 平台，创建于 2017 年，客户涉及企业、零售、母婴、批发、娱乐及餐饮。通过将门店作为 B2B 业务的仓库，叠加优质的供应链优势，公司将优质低价的产品输送至三线城市及四线城市，帮助小杂货店全面高效进货。2017 年当年，B2B 业务销售贡献 24.6 亿的交易总额。截至目前，

平台拥有近2万个商品,累计合作超16万企事业单位,提供企业福利定制、办公耗材采购、食堂供货、加盟店供货等服务,多维度满足B端商户的需求。

图38:大润发e路发服务保障



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

3.2. 聚焦商品力和价格竞争力

消费者更多考量商品实用价值和性价比。据麦肯锡与CCFA打造的《2022年中国零售数字化白皮书》,中国消费者在日常生活必须开支方面更注重性价比。新榜研究院《2024消费趋势报告》显示,在当前社会经济环境下,消费者更多是崇尚经济理性,从物欲满足转向对物品实用价值与性价比的深度考量,力求让消费行为回归需求本身。消费者对于价格的敏感度普遍较高,尤其在日常消费品生活用品等领域,价格往往是影响购买决策的重要因素,但这并不简单等同于一味追求最低价格,而是追求性价比,在低价购买的同时,获得较高的商品力。

商品力是商超企业通过“差异化”增强粘性、提升毛利的重要抓手。商品力是拉新和提升客户忠诚度的天然利器,尤其是生鲜产品,往往自带流量。单纯“以补贴换增长”的模式是不可持续的,留住用户最终还要靠回归零售本质,即提升商品竞争优势。同时,商品力的增强能够有效拉动客单价和毛利,进而优化单位经济效益,加快单店盈利速度。例如,增加毛利更高的包装菜、预制菜商品,加强自有品牌商品的开发等,均可有效助力商超提升盈利能力。传统商超的全渠道订单平均毛利约为15%,而自有品牌占比高的新零售企业毛利可达25%-29%。考虑到自有品牌还是零售企业进行差异化竞争、提升盈利的有利抓手,当前零售商纷纷加大对于自有品牌产品的投入。

生鲜引流,打造自有品牌及低价口碑。据公司公告,2024年以来,高鑫零售积极重塑价格竞争力,并快速调整不同价格带的商品入选,加强堡垒商品。近期推出的“超省”系列,主要是由自有品牌团队自行研发、结合用

户需求和对标竞争对手，致力于推出商圈品类最低价商品。除此之外，集团还推出“大润发必买”、“加量不加价”、“天天便宜”等系列超过 1,100 款单品，持续打造低价口碑，塑造价格心智。此外，生鲜作为公司引流及差异化品类，供应链已初具规模。公司通过全链路优化，在“鲜”上和时间赛跑。通过仓、全链路和门店的效率提升，公司提供给顾客丰富的商品、稳定的品质、确定的服务体验。顾客满意度持续提升，获得顾客良好的口碑。

图39:大润发价格力商品矩阵



资料来源：大润发消息，甬兴证券研究所

开发热门单品引流。此外，公司还着力于开发更多销售额破亿的大单品系列，聚焦线下来客数的增长。例如，热门单品“润发脆脆蛋挞”，4 元每个的价格，平均每秒卖出 7 个，预期年度此单品销售额可破亿。随着低价策略及商品策略的稳步推进，2025 上半财年，公司门店的线下来客数逐步企稳，客单价稳定，笔单件小幅增长。

图40:爆款单品



资料来源：大润发消息，甬兴证券研究所

➤ 借鉴永辉自有品牌：永辉农场

据 CCFA，作为民生超市的代表企业之一的永辉超市，“生鲜”一直是其核心竞争力所在，如此强有力的渠道化品牌的塑造背后有三个逻辑：

1) 找到消费者心智产品

“永辉农场”是永辉旗下的自有品牌之一，以新鲜蔬菜、水果、鱼肉、水产品类为主，开发全年性产品和季节性热门产品，打造强产业化地带、发掘核心产地核心产区、开发极具辨识度的地标性产品。

从永辉自有品牌开发的经验来看，做好生鲜自有品牌，首先要洞察消费者心智，筛选品类。比如在不同的季节时令，找到消费者想要吃的水果，并锁定核心产区，选取最优产品。例如，“永辉农场”洞察到消费者希望能够常年吃到蓝莓，而不是只在特定季节才能吃到。因此，永辉自有品牌开发团队会选择在不同时间段，锁定核心产区，为消费者提供最优质的应季蓝莓。比如，4-6 月为消费者提供来自云南的高原蓝莓，6-9 月转移采购地点，提供鲜枝蓝莓，12 月则是通过永辉全球供应链，采购来自智利的蓝莓。目前永辉在全国各地有超过 800 个直采点，及多个自建产地仓，遍布全国 31 个省。

2) 保证品质稳定

为了保证产品品质和供应的稳定性，“永辉农场”通过订单农业+源头直采方式，选择与业内 TOP 排名前列的果品合作社合作开发，与产地种植户签订种植协议，就产品的品种、品质、规格、采收时间提出要求，并全程跟踪种植生长过程。

3) 数字化生鲜供应链降本增效

“永辉农场”在打造生鲜产品时，极为强调和突出“源头鲜”的概念，目的是让消费者能够在最短时间内，品尝到从源头运输到门店的高品质、新鲜的生鲜产品。得益于近年来在数字化技术的创新运用，在采购生鲜产品时，永辉不仅可通过 AI 算法预测订货，进行销量预测，还能指导门店订货，降低库存周转天数，降低缺货率。此外，永辉生鲜供应链还将上游采购、物流运输、冷链系统、门店到家等全环节打通，打造了高效的供应链体系。

生鲜作为核心品类，精细化、数字化管理利于降本增效。据公司公告和《2022 年中国零售数字化白皮书》，由于购买频次高，部分消费者有线下比较质量和价格的习惯，使得生鲜产品成为商超赖以引流的核心品类。同时，生鲜毛利低、效期短，涉及标品和散装的存储、包装问题，天然及人为的损耗高，容易拉低商超整体盈利能力，通过数字化，从进、销、存多个环节实现精细化运营，提升动销，降低损耗，进行精细化管理尤为必要。自阿里巴巴入股高鑫零售，公司持续性进行数字化转型和改造，未来有望实现会员系统、支付、库存、营销、物流及供应链一体化。在技术及数据的推动下，公司不但可提高实体店的效率，同时可获得更清晰的顾客形象，为将来的个性化及精准营销建构坚实基础。

4. 盈利预测与估值分析

4.1. 盈利预测

1、销售货物收入：

截止 2024/9/30，公司客单价增长，来客数回暖。除基本盘大润发外，公司重点发展大润发 Super，依托大卖场的商品资源、供应链优势及运营效率提升，中超业务表现亮眼，同店销售实现中高单位增长，未来随着中超的不断铺设，公司销售货物收入有望企稳回升。我们预计 2025-2027 年公司销售货物收入为 761、800、840 亿元。

2、租金收入：

租金收入源自公司出租线下实体商场的商店街空间的收入，近年来由于关店导致商店街出租面积减少以及租户结构调整，租金收入表现为负增长，但考虑到随着中超铺设增多，对周边店铺可以带来流量反哺，公司存在租金商讨余地。未来随着亏损门店的调整，公司租金收入虽将维持下行趋势但下行量不会太大。我们预计 2025-2027 年公司租金收入分别为 30/29/28 亿元。

3、会员费收入：

会员费收入来自经营 M 会员店的入会费用，当前占比较少，2023 财年仅 0.16 亿元。随着会员店扩充至 6 家，M 会员店拥有的会籍数也由 2024 年的 24 万人攀升至 2025 上半财年的 36 万人。后续随着会员店的扩张、会员人数的增加，会员费收入具有增长潜力。我们预计 2025-2027 年公司会员费收入分别为 0.17/0.18/0.19 亿元。

毛利率：考虑到 1)公司重塑低价心智，实施低价策略，2)降本增效，提升营运、营销及供应链效率，3)优化用人模式和结构，我们预计 2025-2027 年公司毛利率基本保持在 25%。

表9:公司收入拆分

单位：亿元	2023/3/31	2024/3/31	2025/3/31E	2026/3/31E	2027/3/31E
营业总收入	836.62	725.67	761.36	799.77	840.30
YOY	-5.07%	-13.26%	4.92%	5.04%	5.07%
毛利率	24.60%	24.70%	25%	25%	25%
一、销售货物收入	805.35	694.31	731.46	770.59	811.81
YOY	-4.80%	-13.80%	5.35%	5.35%	5.35%
二、租金收入	31.27	31.2	29.73	29.01	28.29
YOY	-11.60%	-0.20%	-4.70%	-2.45%	-2.45%
三、会员费收入	-	0.16	0.17	0.18	0.19
YOY	-	-	6.26%	6.26%	6.26%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4.2. 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。公司作为商超行业龙头，一方面聚焦商品力和价格竞争力，借助生鲜引流，打造自有品牌和大单品，以物美价廉的优选商品，打造商品及价格矩阵的同时，借助降本增效，保障公司盈利价值。另一方面通过多业态全渠道发展，发力社区化与仓储化，依托大润发供应链优势，重点开拓定位社区生活型超市的大润发 Super，对标山姆、Costco 的 M 会员店，以及拥有私域流量的自有 APP 和不断拓展第三方合作的线上销售渠道，通过夯实第二增长曲线，有望打开公司成长空间。综上，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 761.36/799.77/840.30 亿元，同比增长 4.92%/5.04%/5.07%，预计归母净利润分别约为 6.88/12.28/14.88 亿元，同比增长 142.89%/78.40%/21.15%。

5. 风险提示

- 1、**中超铺设进度不及预期：**公司将中超作为公司第二增长曲线，若大润发 Super 开店进度不及预期，会对公司业绩产生影响。
- 2、**会员店经营不及预期：**近年来会员店的竞争加剧，且行业具有山姆、Costco 等龙头存在，若公司会员店经营不及预期，会影响公司收入表现。
- 3、**消费复苏不及预期：**公司所有营收皆来自国内，若消费复苏不及预期，会影响同店收入，从而影响公司营收及利润。
- 4、**行业竞争加剧风险：**零售行业市场竞争者众多，如果线上消费对商超的冲击加剧，可能会导致线下实体客流量下滑从而对公司业绩产生影响。

资产负债表

单位：百万元

至 3 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,360	30,198	32,991	34,819
现金	11,908	9,867	12,082	13,409
应收账款及票据	647	679	809	900
存货	7,691	8,079	8,331	8,848
其他	10,114	11,573	11,769	11,662
非流动资产	30,355	31,232	31,383	32,278
固定资产	22,532	23,311	23,397	24,236
无形资产	55	61	52	55
其他	7,768	7,860	7,934	7,988
资产总计	60,715	61,429	64,374	67,097
流动负债	33,500	33,655	35,154	36,514
短期借款	1,749	2,624	2,898	3,240
应付账款及票据	10,312	10,745	11,176	11,834
其他	21,439	20,286	21,080	21,440
非流动负债	5,421	5,346	5,569	5,445
长期债务	0	0	0	0
其他	5,421	5,346	5,569	5,445
负债合计	38,921	39,001	40,723	41,960
普通股股本	10,020	10,020	10,020	10,020
储备	11,338	12,026	13,254	14,742
归属母公司股东权益	21,403	22,091	23,319	24,807
少数股东权益	391	337	331	331
股东权益合计	21,794	22,429	23,651	25,138
负债和股东权益	60,715	61,429	64,374	67,097

利润表

单位：百万元

至 3 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,567	76,136	79,977	84,030
其他收入	524	637	607	589
营业成本	54,609	57,102	59,983	63,023
销售费用	18,178	17,498	17,504	18,240
管理费用	2,251	1,890	1,870	1,950
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-44	-73	-7	14
除税前溢利	-1,434	823	1,581	1,704
所得税	234	188	359	217
净利润	-1,668	635	1,222	1,487
少数股东损益	-63	-54	-6	-1
归属母公司净利润	-1,605	688	1,228	1,488
EBIT	-1,478	750	1,574	1,719
EBITDA	1,920	3,939	4,823	5,032
EPS (元)	-0.17	0.07	0.13	0.16

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表

单位：百万元

至 3 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	926	2,580	5,314	5,249
净利润	-1,605	688	1,228	1,488
少数股东权益	-63	-54	-6	-1
折旧摊销	3,398	3,189	3,249	3,313
营运资金变动及其他	-804	-1,244	843	449
投资活动现金流	-52	-5,081	-2,954	-3,818
资本支出	-1,297	-3,974	-3,326	-4,155
其他投资	1,245	-1,107	372	336
筹资活动现金流	-1,358	460	-145	-105
借款增加	-202	875	275	342
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-401	-415	-419	-447
其他	-755	0	0	0
现金净增加额	-500	-2,041	2,216	1,326

主要财务比率

至 3 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-13.26%	4.92%	5.04%	5.07%
归母净利润增长	-1572.48%	142.89%	78.40%	21.15%
获利能力				
毛利率	24.75%	25.00%	25.00%	25.00%
净利率	-2.21%	0.90%	1.54%	1.77%
ROE	-7.50%	3.12%	5.27%	6.00%
ROIC	-7.30%	2.31%	4.58%	5.28%
偿债能力				
资产负债率	64.10%	63.49%	63.26%	62.54%
净负债比率	-46.61%	-32.29%	-38.83%	-40.45%
流动比率	0.91	0.90	0.94	0.95
速动比率	0.55	0.53	0.58	0.60
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.25	1.27	1.28
应收账款周转率	74.35	114.80	107.45	98.34
存货周转率	5.01	5.42	5.47	5.48
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	0.07	0.13	0.16
每股经营现金流	0.10	0.27	0.56	0.55
每股净资产	2.24	2.32	2.44	2.60
估值比率				
P/E	-9.18	24.81	13.90	11.48
P/B	0.70	0.77	0.73	0.69
EV/EBITDA	2.46	2.50	1.64	1.37

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。