

“618 大促”将至或加速内需回暖，维持推荐线下高韧性与线上高弹性的优质标的

核心看点：

1. 4 月社消总额同比下滑 7.5%，跌幅环比收窄 8.3PCT；CPI 回落与消

费场景多元化或致必选渠道 Q2 表现回归正常，可选品中化妆品表现突出

4 月社消总额单月同比下滑 7.5%，疫情防控初见成效，致使 4 月消

费环比继续改善。4 月 CPI 同比增速 3.3%，呈持续回落趋势，料 Q2 必

选渠道表现略弱于 Q1；4 月各可选商品品类增速表现继续保持环比改善，

其中化妆品 4 月同比已率先实现由负转正。

2. 商贸零售指数 5 月上涨 7.61%，零售行业 PE 估值已高于历史中枢水平

5 月份商贸零售指数上涨 7.61%，大幅跑赢上证综指（-0.27%）、沪

深 300（-1.16%）以及深证成指（0.23%）。新零售指数上涨 3.82%，跑

输商贸零售指数。商贸零售各子行业中，电商及服务板块（16.68%）、

一般零售板块（8.25%）走势领先，表现优于商贸零售行业整体水平。关

注核心组合本月上漲 11.41%，年初至今累计上涨 33.25%。零售行业整

体 PE 估值水平高于历史中枢水平，其中电商、超市等行业 PE 处于相对

高位。

3. 六月投资建议：维持全渠道配置，推荐高韧性超市与高弹性线上渠道

我们认为 5 月份的社消增速表现将延续 4 月的趋势进一步出现改善。

一方面随着疫情防控取得阶段性成效，一方面基于新冠疫情防控取得阶

零售行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

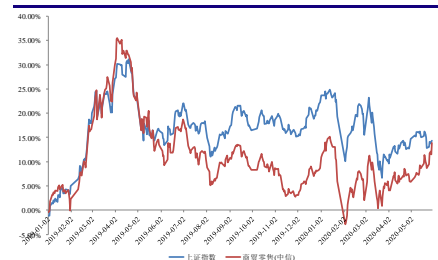
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

时间 2020.5.29



资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

相关研究

《行业月报_消费环境逐步改善，可选品二季度有望反弹，维持推荐业绩表现稳定的优质标的_20200501》

《行业月报_4 月关注消费券与促消费政策的拉动效应，维持推荐韧性凸显的超市渠道_20200401》

《行业月报_3 月疫情短期影响整体零售消费，维持推荐抗冲击的必须超市渠道_20200301》



《行业月报：2月客观环境短期波动较大，维持疫情韧性及重要性凸显的超市赛道》(603002.SH)
《行业月报：1月春节消费旺季已至，建议重点关注超市、购物中心及化妆品板块》(20200402)

阶段性成功，各地逐步放宽管控力度，线下各渠道门店也基本实现正常营业，客流量逐步回升；另一方面，考虑到5-6月份陆续出现五一、端午等附带小长假的重点节假日，能够有效地拉动消费市场活力回升；此外6月还将迎来“618线上大促”(各大电商平台于5月底已经陆续开始预售、预热)，随着线上销售在社消中的重要性逐步提升，线上大规模促销活动有望使得社消总额在5-6月期间维持前期加速回暖的趋势。基于此，我们继续看好超市、化妆品、电商及服务等行业以及行业内的重点公司，公司方面维持推荐组合：家家悦(603708.SH)、珀莱雅(603605.SH)与壹网壹创(300792.SZ)。

表：核心组合5月表现

股票代码	股票简称	权重	月涨跌幅(%)	累计涨幅(年初至今, %)	绝对收益率(入选至今, %)	相对收益率(入选至今, %)
603708.SH	家家悦	33.33%	12.91	61.16	132.93	139.50
603605.SH	珀莱雅	33.33%	25.09	82.65	25.09	17.48
300792.SZ	壹网壹创	33.33%	25.21	98.67	25.21	17.60

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4. 风险提示

疫情恶化的风险；政策推进不达预期的风险。

目 录

一. 行业情况	4
（一）行业总体情况：4 月社消总额同比下滑 7.5%，跌幅环比大幅收窄 8.3PCT	4
（二）必选消费：4 月 CPI 同比增速 3.3%，20Q1 超市渠道亮眼表现二季度或随 CPI 回落略微放缓	7
（三）可选消费：4 月化妆品同比增速转正领衔其余可选品持续回暖，20Q1 可选渠道营收规模萎缩在二季度有望环比改善	9
二. 市场行情	13
（一）商贸零售指数 5 月上涨 7.61%，子行业中电商及服务板块领涨	13
（二）零售行业整体 PE 估值水平略高于中枢水平，其中电商及服务、超市等行业 PE 处于相对高位	16
（三）电商服务商与百货公司受到市场关注，涨幅表现与资金流入量表现持续领先	19
（四）核心关注组合表现	20
三. 五月份核心组合公司经营情况跟踪	22
（一）家家悦（603708.SH）	22
（二）珀莱雅（603605.SH）	22
（三）壹网壹创（300792.SZ）	22
四. 六月份配置建议	22
五. 风险提示	24

一. 行业情况

(一) 行业总体情况：4 月社消总额同比下滑 7.5%，跌幅环比大幅收窄 8.3PCT

2020 年 4 月份社会消费品零售总额 2.82 万亿元，同比名义下滑 7.5%（扣除价格因素实际下滑 9.1%）。其中，限额以上单位消费品零售额 1.06 万亿元，同比下滑 3.2%；除汽车以外的消费品零售额为 2.51 万亿元，同比下降 3.0%。2020 年 1-4 月社会消费品零售总额达到 10.68 万亿元，同比名义下降 16.2%；除汽车以外的消费品零售额为 9.74 万亿元，同比下降 15.5%。其中，食品粮油以及日用品等必选品在 2020 年 1-4 月累计同比增速分别 13.8%和 6.3%，保持相对优势的表现，符合预期，抗风险的弱周期优势显现。受疫情催化渗透率得以提升的线上渠道表现同样优异，2020 年前 4 月实物商品网上零售额为 2.58 万亿元，同比增长 8.6%，占社会消费品零售总额的比重为 24.1%，份额占比进一步提升。短期疫情对于零售行业的冲击严重，整体零售市场表现分化，食品粮油、饮料、日用品、化妆品等表现较为优异的品类所占零售额份额较小，难以撬动社消总额整体走势发生质的改变；同时从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额 2020 年前 4 月累计下降 14.7%，表现不及社零整体走势，证明当前规模以下的零售商市场依旧贡献主要增长。

随着国内疫情防控工作取得阶段性的成功，全国各地逐步下调应急响应等级，截止 5 月 2 日，全国 31 个省份均宣布解除一级响应，由此居民在外出消费的机会上获得适当宽松，叠加二季度内清明节、五一、端午等附带假期的重点节假日，为消费者提供了限制相对较少且充裕的消费场景。与此同时，全国各地地方政企积极出台各类促消费政策助力内需市场持续回暖，截止 5 月中旬全国 170 余城市已累计发放消费券共计超过 190 亿元，根据消费券的主要发放平台蚂蚁金服统计，自今年 3 月份以来通过消费券拉动消费的杠杆倍数平均达到 8 倍以上；4 月

28 日至 5 月 10 日的“双品网购节”期间电商线上总销售额达到 1825.1 亿元人民币，较上年首届活动增长 1.37 倍，消费潜力不断激发，短期内持续实现消费回补。综上所述我们维持认为，社消总额增速的放缓属于短期异常现象，随着我国疫情管控效果的显现，社会生产生活逐步恢复正常，社消增速将回归疫情前的趋势走向，趋近于 2019 年 8%左右的均值水平，并延续增速的惯性滑落。

5 月初的五一小长假全国市场人气明显回升，消费呈现积极回暖态势。线下渠道中，5 月 1 日-5 日，商务部重点监测零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，同比下降 6.7%，其中家电、日用品、化妆品、服装日均销售额比清明假期分别增长 71.1%、53.7%、38.8%和 31.2%，商品销售额出现大幅的反弹恢复。尽管消费增速表现与往年同期存在加大差距，但环比情况呈现出逐步改善的明朗态势，6 月的端午假期消费表现可期。此外，线上渠道中，双品网购节等活动切实发力，带动同期全国网络零售额超 4300 亿元，同比增长 20.8%，其中实物商品网络零售额超 3800 亿元，同比增长 33.3%，截止 4 月份实物商品网上零售额占比社消的比重已经提升至 24.12%，其对于社消的积极促进程度逐步扩大。

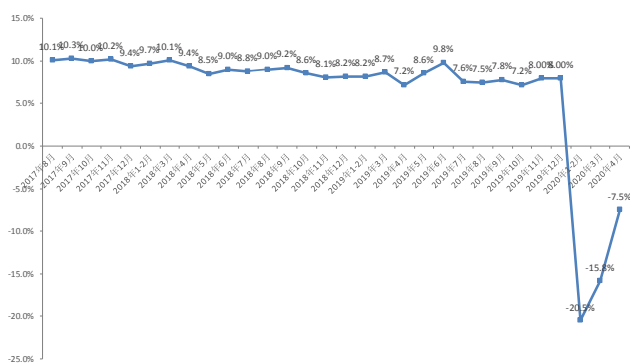
表 1：2020 年 4 月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	4 月		1-4 月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	28178	-7.5	106758	-16.2
其中 :除汽车以外的消费品零售额	25095	-8.3	97357	-15.5
其中 :限额以上单位消费品零售额	10588	-3.2	37608	-16.3

其中：实物商品网上零售额	-	-	25751	8.6
按经营地分				
城镇	24558	-7.5	92413	-16.3
乡村	3620	-7.7	14345	-15.4
按消费类型分				
餐饮收入	2307	-31.1	8333	-41.2
其中：限额以上单位餐饮收入	505	-27.9	1786	-38.6
商品零售	25871	-4.6	98425	-13.1
其中：限额以上单位商品零售	10083	-1.5	35822	-14.7
粮油、食品类	1154	18.2	4996	13.8
饮料类	166	12.9	635	6.3
烟酒类	261	7.1	1109	-9.8
服装鞋帽、针纺织品类	799	-18.5	3057	-29
化妆品类	224	3.5	876	-9.4
金银珠宝类	155	-12.1	583	-32.5
日用品类	471	8.3	1787	-1.2
家用电器和音像器材类	607	-8.5	2002	-24.5
中西药品类	433	8.6	1644	4.3
文化办公用品类	261	6.5	923	-0.8
家具类	115	-5.4	359	-23.1
通讯器材类	386	12.2	1451	0.1
石油及制品类	1386	-14.1	4998	-21.1
汽车类	3083	0.0	9400	-22.6
建筑及装潢材料类	129	-5.8	405	-18.9

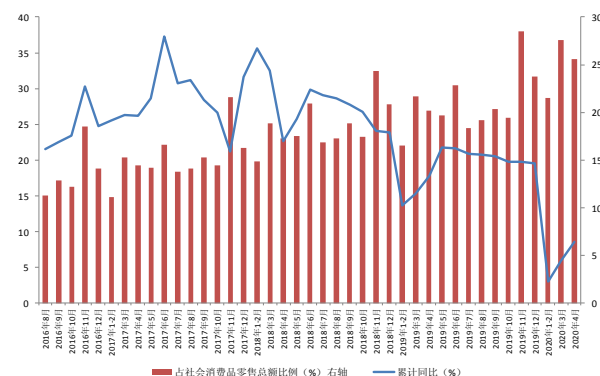
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 1：社会消费品零售总额分月同比增长



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 2：网上实物零售额增速及占社会消费品零售总额比重



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

(二) 必选消费：4月CPI同比增速3.3%，20Q1超市渠道亮眼表现二季度或随CPI回落略微放缓

4月CPI同比增速较上月的4.3%滑落1.0个百分点至3.3%，维持在相对高位水平；CPI单月同比增速自2019年初开始一路走高，2020年1月达到过去8年（自2012年1月以来）的峰值，但自今年2月开始已经呈现逐步回落趋势。其中4月单月食品价格上涨14.8%，涨幅回落3.5个百分点，影响CPI上涨约2.98个百分点。食品中，猪肉价格上涨96.9%，伴随生猪产能恢复，猪肉供给增加，其价格涨幅回落19.5个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨8.2%-20.5%，涨幅均有所回落；鸡蛋价格由上月上涨2.1%转为下降3.4%；由于天气转暖，应季果蔬供应量提升，鲜果和鲜菜价格分别下降10.5%和3.7%，降幅分别扩大4.4和3.6个百分点。

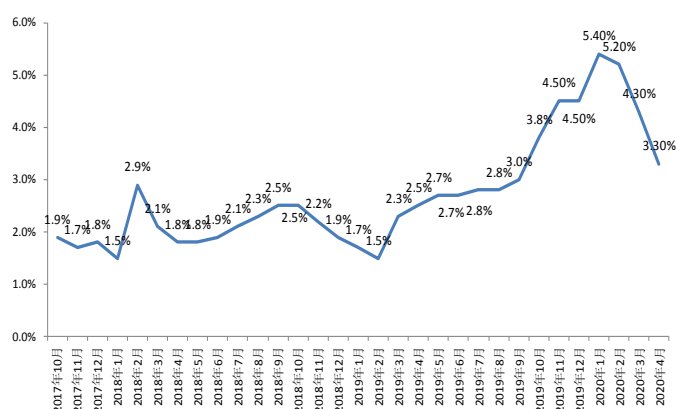
从渠道来看，超市、便利店等必选渠道作为居民生活必需品的主要供给渠道，所受疫情冲击相对较小，行业内上市公司的单季总营收同比增速走势与CPI增速的变化趋势相似。2019Q4超市及便利店板块内的公司实现营业收入合计572.32亿元，同比增长10.73%；2020Q1超市及便利店板块内的公司实现营业收入合计653.41亿元，同比增长5.88%。短期来看，自春节假期以来餐饮行业复工进程缓慢，且消费者卫生安全意识较强，在公共场合就餐意愿不比往期，因此对应原属于餐饮行业的资金流入转移至提供食品、生鲜原材料的超市板块，而超市企业在此次疫情期间，充分利用到家配送的线上服务优势，配合社区周边密集布局的线下优势，获得了客流量与客单价的双重提升，有效拉动业绩增长；长期来看，此次疫情之后，消费者将进一步意识到超市等专业卖场与传统的农贸市场相比具有源头可追踪、售后有保障等服务优势，“农改超”的进程将进一步加速，为未来超市企业加速展店、推进下沉整合提供有利的发展环境。

表2：2020年4月份居民消费价格指数（CPI）主要数据

	环比涨跌幅	同比涨跌幅	1-4 月同比涨跌幅
居民消费价格	-0.9	3.3	4.5
其中：城市	-0.8	3.0	4.2
农村	-1.0	4.0	5.5
其中：食品	-3.0	14.8	18.9
非食品	-0.2	0.4	0.9
其中：消费品	-1.3	4.7	6.6
服务	0.0	0.9	1.0
其中：不包括食品和能源	0.0	1.1	1.2
其中：不包括鲜菜和鲜果	-0.6	3.8	4.7
按类别分			
一、食品烟酒	-2.1	11.3	14
粮 食	0.4	1.2	0.8
食 用 油	-0.1	5.6	5.5
鲜 菜	-8.0	-3.7	5.9
畜 肉 类	-5.5	66.7	77.2
其中：猪 肉	-7.6	96.9	116
牛 肉	-1.4	20.5	20.9
羊 肉	-1.0	11.5	11.3
水 产 品	-0.1	2.3	2.9
蛋 类	-1.9	-2.7	0.7
奶 类	0.0	0.9	0.7
鲜 果	-2.2	-10.5	-6.8
烟 草	0.0	0.8	0.7
酒 类	0.0	2.8	2.8
二、衣着	-0.1	-0.4	0.1
服 装	0.0	-0.3	0.2
衣着加工服务费	0.1	2.3	2.5
鞋 类	-0.2	-1.1	-0.5
三、居住	-0.2	-0.3	0.1
租赁房房租	0.0	-0.3	0.1
水电燃料	-0.7	-1.0	-0.2
四、生活用品及服务	-0.1	0.1	0.2
家用器具	-0.3	-2.0	-1.7
家庭服务	0.3	3.2	2.7

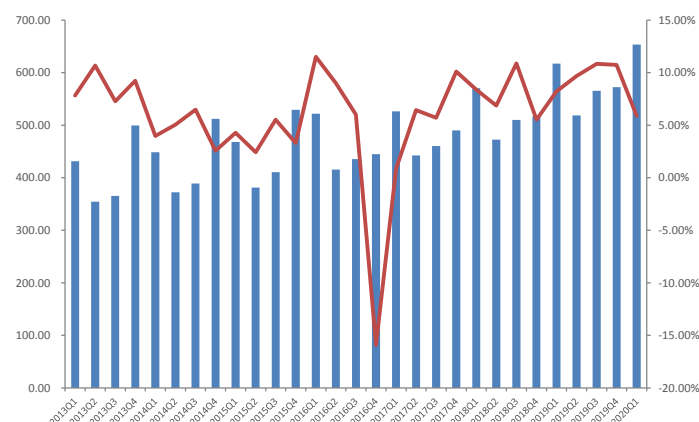
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 3：居民消费价格指数（CPI）当月同比



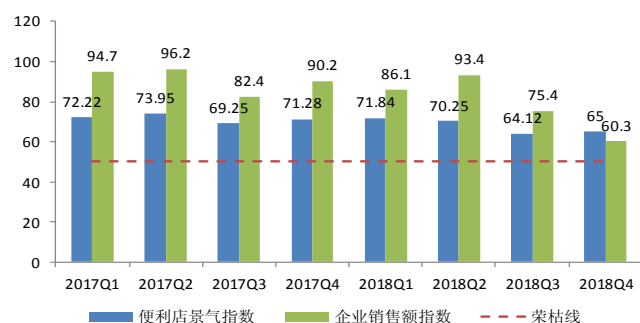
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 4：超市及便利店营业收入（亿元）及当季同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：便利店景气指数与便利店企业销售额指数



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

（三）可选消费：4 月化妆品同比增速转正领衔其余可选品持续回暖，20Q1 可选渠道营收规模萎缩在二季度有望环比改善

从产品品类来看，服装鞋帽销售额单月同比下滑 18.5%，较上年同期大幅滑落 17.4 个百分点，环比上月大幅改善 16.3 个百分点，1-4 月份累计跌幅收窄 3.2 个百分点至 29.0%，成为各品类中最晚出现环比改善的商品；CPI 中衣着品类 4 月同比增速较上月进一步下降 0.1 个百分点至-0.4%的水平，与其他分类相比涨幅偏低，由此可见其销售额的改善主要受到销售量的提振促进。化妆品销售额单月同比增长 3.5%，较上年同期滑落 3.2 个百分点，但环比表现

向好转跌为涨，增速较上月大幅提升 15.1 个百分点，1-4 月份累计跌幅进一步收窄 3.8 个百分点至 9.4%。至于家电以及家具类产品，4 月销售均出现显著回暖迹象，同比降幅分别较上月收窄 21.2/17.3 个百分点，一方面是受益于夏季空调消费旺季将至拉动家电消费回暖，另一方面是受益于年内住宅地产竣工面积同比回暖趋势拉动家具与家电零售市场回升所致。随着线下百货、购物中心等门店逐步恢复正常运行，叠加较为密集的重点节假日与消费券的主动与被动因素，共同推动线下客流回暖，使得可选品在线下消费市场整体复苏的环境中实现销售额环比的大幅改善；此外，可选消费品在线上渠道持续发力，4 月底至 5 月初的“双品购物节”、“母亲节”、“520”等重要消费假日节点均可以实现有效的节假日促销。根据商务部披露的数据，“双品购物节”期间一是新老国货表现亮眼，消费者特别是年轻消费者对国货认同感明显提升，500 多家老字号的成交额超 10 亿元，二是直播带货持续火热，各商家与电商平台加快营造直播等消费新场景，全网直播场次超过 70 万场，观看人数超过 29 亿。我们在 3 月份的政策点评中已经充分的解释了国产品牌崛起以及直播带货等新兴互联网营销手段对于化妆品等可选品的利好，当前环境之下，线上电商渠道将持续促进化妆品等商品的销售额快速增长。

从渠道来看，百货、购物中心等可选渠道短期承压；其面临的主要问题集中在开业率低、经营时间短、客流量低、人工成本与租金成本较高、库存高、资金周转困难等方面。尽管可选渠道的百货和购物中心正在逐步恢复正常运行，但其中的客流主要来自于商场内的超市、药店等门店，并受到消费者主观避险心理减少外出的影响，客流量较往年同期明显下滑。近日，商务部办公厅发布关于推动步行街加快恢复正常运行秩序的通知，其中提出，鼓励购物中心、百货店逐步恢复正常运行时间，加快推动小微商户、沿街店铺开门营业，争取尽快恢复消费氛围。2019Q4 百货、综合业态、珠宝首饰及钟表与其他连锁、电商及服务、专业市场板块内的公司

分别实现营业收入 447.26/350.15/363.21/743.00/140.29 亿元，分别对应同比增速-6.62%/

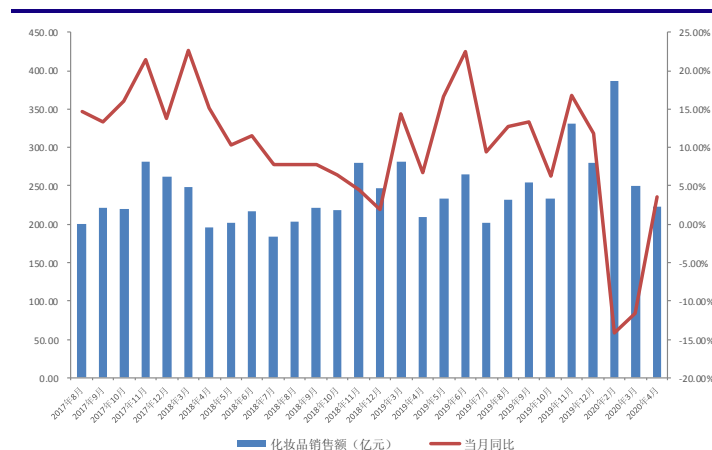
-1.86%/11.47%/-6.82%/64.05%；2020Q1 分别实现营业收入 178.63/248.94/322.85/633.48/

68.77 亿元，分别对应同比增速-59.71%/-37.13%/-5.72%/-6.69%/-5.33%。可以看出在疫情

的影响之下，各个可选渠道一季度均出现了营收的同比萎缩，但综合业态相较百货渠道的韧性

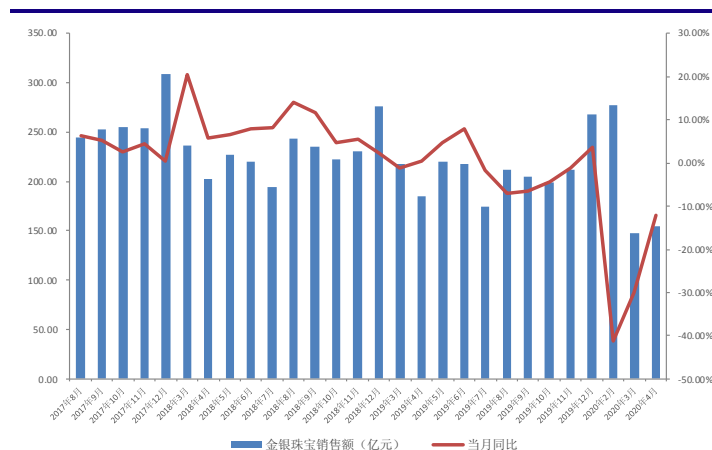
与抗风险能力更强，因此横向对比单季的表现均更为优异。

图 6：化妆品销售额（亿元）及当月同比（%）



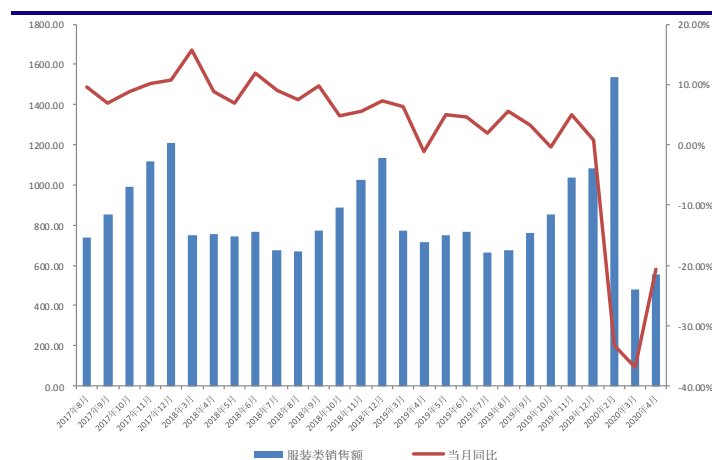
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：金银珠宝销售额（亿元）及当月同比（%）



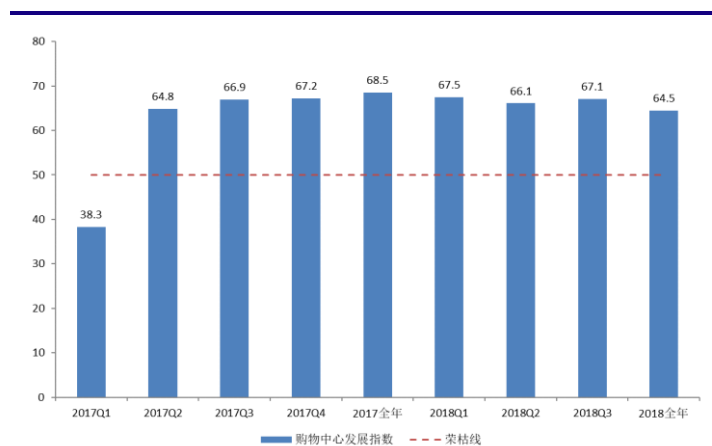
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：服装销售额（亿元）及当月同比（%）



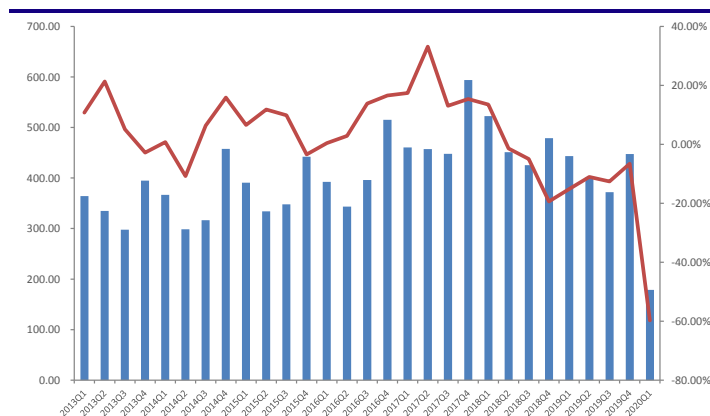
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：购物中心发展指数



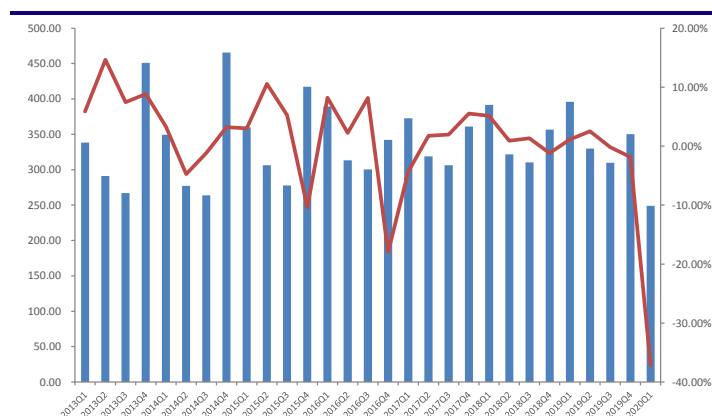
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：百货营业收入（亿元）及当季同比



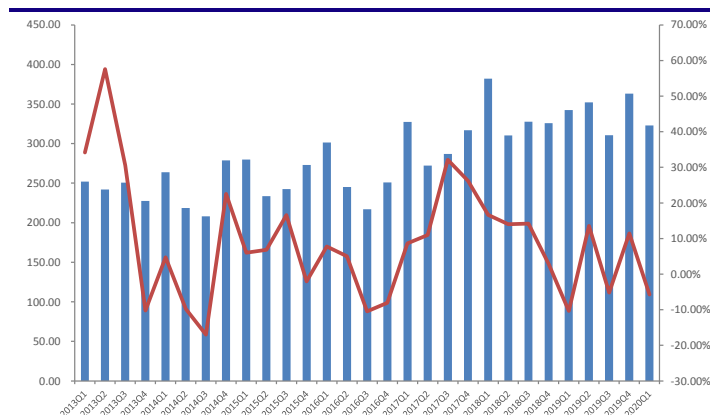
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：综合业态营业收入（亿元）及当季同比



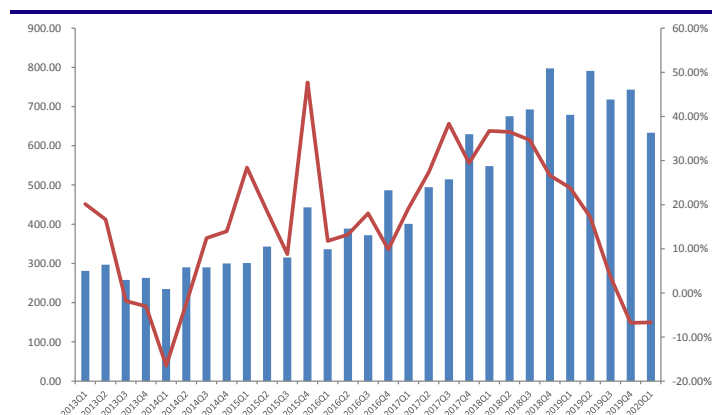
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：珠宝首饰及钟表与其他连锁营业收入（亿元）及当季同比



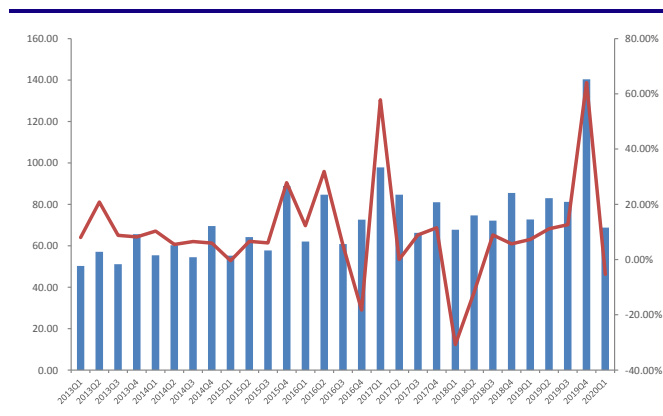
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：电商及服务营业收入（亿元）及当季同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：专业市场经营营业收入（亿元）及当季同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二. 市场行情

(一) 商贸零售指数 5 月上涨 7.61%，子行业中电商及服务板块领涨

5 月份商贸零售指数上涨 7.61%，跑赢上证综指（-0.27%）、沪深 300（-1.16%）以及深证成指（0.23%）。新零售指数上涨 3.82%，跑输商贸零售指数。商贸零售各子行业中，电商及服务板块（16.68%）、一般零售板块（8.25%）走势领先，表现优于商贸零售行业整体水平；专营连锁板块（4.58%）、专业市场经营板块（4.52%）与贸易板块（0.03%）均低于商贸零售行业整体水平。

电商及服务板块中，壹网壹创（300792.SZ，25.21%）于 5 月 27 日发布公告称公司以 3.62 亿元的价格收购“浙江上佰电子商务有限公司”51%的股权，并与收购方签订业绩承诺协议，浙江上佰承诺于 2020/2021/2022 年净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者计算）不低于 5500/7000/8500 万元。浙江上佰电子商务有限公司主要是从事家用电器等电子产品的电商代运营服务，而此次收购完成后将直接帮助公司从原先专精于化妆品领域电商代运营服务提供商转型成为跨品类电商代运营企业，实现多元化产业发展，提升业务规模的同时拓宽盈利来源。5 月 19 日，中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心联合发布《2020 年中国家电行业一季度报告》。报告指出，2020 年一季度，国内家电市场零售额累计 1172 亿元，同比下降 36.1%，其中苏宁易购（002024.SZ，4.16%）占比 25.3%，份额进一步扩大，领跑家电全渠道。在渠道布局方面，线上家电市场受疫情影响提速发展，苏宁易购占据了线上市场 33.2% 的市场份额；线下市场方面，苏宁以 17.6% 的线下市场份额排在首位。我们认为，疫情期间苏宁通过发展离店销售及到家业务、挖掘社群消费潜力、加快开放平台生态圈商户入驻，线上线下全渠道融合，充分彰显了全场景零售优势，领跑家电行业优势扩大。5 月 18 日，“苏宁&TCL 战略合作暨 618 启动会”成功举办，双方达成共识，将成立联合经营团队，在供应链效率提升、全渠道资源拓展、大数据运营合作、C2M 产品布局等领域展开全面合作，让双方的品牌力与产品力发挥最大的势能。5 月 20 日，苏宁易购正式发布达尔文小程序商家赋能开放平台，为商户提供一站式整合营销工具。我们认为，苏宁持续加码“双百亿补贴”活动对于自身打通线上线下全渠道销售的供应链具有积极影响，一方面积极相应政府号召深入贯彻促消费政策，另一方面不断升级的补贴力度可以实际惠及消费者，增加消费者黏性，提高消费者活跃度。苏宁与 TCL 合作的加深有利于借助双方的品牌力度合力突围家电市场，可凭借 TCL 的品牌影响力扩大市占率，加深在零售云、超市店等渠道的扩展下沉。达尔文小程序的发布有利于苏宁平台的商家降低销售成本，扩展营销场景，同时借助于苏宁的数据支撑，促进品牌精准营销，提升客户黏性，从而可有效提升销量。5 月 6 日下午，苏宁易购举行 2019 年度业绩网上说明会，董事长张近东表示公司已经完成智慧零售的转型与变革，从电器市场切换到全品类市场，从单一线下到双线融合，打开了未来增长的天花板，2020 年公司将立足创效，从布局层面转向运营层面，聚焦发展，精耕细作，提质增效。一方面，以“一小时场景生活圈”为理念核心，依托遍布全国

300多个城市的前置仓布局，苏宁易购上线“随时”即时配送服务产品，全品类“3公里1小时送达、1公里30分钟送达”成为服务标配。另一方面，“巩固家电、主攻快消、培育百货”的品类发展策略明确并持续推进。苏宁易购快速扩大自主产品的发展，自营业务进一步聚焦，同时通过打造更加开放的供应链生态体系，大力推动开放平台建设，二者相互补充，极大丰富了商品SKU。我们认为公司20年将聚焦提质增效，从布局层面转向运营层面，关注零售业务、物流业务以及后台能力建设，立足效率效益，强化业绩考核。尤其在供应链融合上，将按类目标针对性地强化能力建设，逐步推动全链路的打通，充分发挥资源整合效应，进一步降低成本。

“五一”假期，苏宁线下商业全面回暖，通过大力度满返、超值折扣、会员专享等活动，全面刺激消费，充分发挥苏宁全场景消费优势，客流销售大幅回升，五月一日当天，全国苏宁广场销售恢复率超120%，客流恢复率超100%，实现逆势增长。线上方面，苏宁广场小程序、APP、社群营销、直播带货拉力显著，其中徐州彭城苏宁广场总经理开启5G直播首秀，单场直播观看量达311万，销售突破52万。我们认为五一小长假既是经济回暖的信号，也是人们生活逐步恢复常态化的趋势前兆，二季度线下可选消费情况有望进一步提振。

一般零售-百货、综合业态两个板块中，5月20日，天虹股份（002419.SZ，9.07%）发布《关于拟变更公司名称的公告》，根据公司业务转型进展情况和未来发展方向，同意公司将中文名称由“天虹商场股份有限公司”变更为“天虹数科商业股份有限公司”，英文名称由“Rainbow Department Store Co.,Ltd”变更为“Rainbow Digital Commercial Co.,Ltd”。公司的证券简称和证券代码不变。近年来，公司为适应市场需求与竞争变化，积极进行业务转型，拥有全面数字化、体验式的购物中心、百货、超市、便利店等几种零售业态，以及多渠道整合业务系统，正成为一家线上线下一体化的消费服务平台。在新模式下，公司核心资产不再局限于物理空间的门店资产，同时包括数字化门店所产生的数据资产。公司拥有全国领先的零售数字化技术研发与运营能力，同时，2019年，公司投资成立子公司深圳市灵智数字科技有限公司，成功签订永旺和屈臣氏数字化建设项目，为其提供零售数字化技术服务。由于上述原因，公司名称已与公司的实际业务不符，也无法匹配公司业务未来发展方向。因此，此次变更名称能更准确、直观地体现公司业务和商业模式，并更好地与未来发展方向相匹配。5月18日，王府井（600859.SH，85.07%）发布2020年股票期权激励计划公告，首次授予128名激励对象供给762.5万份股票期权，行权价格为12.74元/股，本次激励对象主要为公司的高管以及中高层管理人员、骨干、核心人员；本次授予后主要会在2020-2024年合计产生约4600万元的管理费用摊销。五一期间，天虹股份全国百店联动，线上线下多渠道经营，并通过折扣、福利、丰富有趣的文化活动等吸引顾客。小长假首日，广东、江西、湖南、江苏、浙江、福建、北京、四川等占据核心地理位置的天虹门店，客流量大幅增长。根据公司官方微信号的披露，广东地区惠东天虹购物中心五一假期首日客流爆满，恢复了开业初期的火爆客流，观澜天虹迎来春节以来最大客流；湖南娄底天虹运动类商品人气火爆，家庭型顾客络绎不绝，宁乡天虹购物中心餐饮商户满座，沙湾天虹购物中心户外活动受到顾客好评；与此同时，天虹超市推出超市特价、折扣联袂等活动助力五一狂欢，有效助力经济回暖复苏。随着肺炎疫情的防控工作取得阶段性的成果，各地逐步下调应急响应等级，线下的购物中心、百货等门店的经营状况与时间逐步恢复正常，尽管客流量的恢复相对较为缓慢，但恰逢五一小长假的关键消费时点，适宜的消费场景与消费时机双重利好打开线下回暖的空间。

一般零售-超市及便利店板块中，5月30日，永辉超市（601933.SH，-8.27%）成都成华

招商花园城 Bravo 店与重庆鱼嘴镇社区店将双店起开,继春节后于 4 月底首次展店以来正式吹响全国布局的号角。我们认为尽管公司二季度整体展店步伐较去年同期已大幅放缓,但公司在此期间对 MINI 店以及公司门店与供应链管理方面的优化与提质增效将为公司未来加快展店步伐提供更为坚实的基础,实现稳定利润水平下的高质量扩张,增厚公司业绩。5 月 20 日,永辉超市启动“520 回家吃饭节”。在 5 月 20 日-5 月 24 日期间,永辉超市全国门店在线下开展促销活动,同时线上也开启了专区推出了一系列的让利活动。我们认为,永辉超市推出“520 回家吃饭节”活动,不同区域开展不同主题的活动,如北京区域主题是“简单的幸福就是回家吃饭”、上海区域主题是“520,有你有爱有家”等,可给消费者提供线上、线下超划算的购物体验,同时满足消费者构建美好家庭生活需求。5 月 20 日,永辉控股股东张轩松质押予“中信建投证券股份有限公司”的公司股份中的约 1.02 亿股办理了解除质押,该股份数量占公司总股本的比例约 1.07%;公司近一个月的日均成交量约为 0.78 亿股,且股东暂无公告交易减持预期,因此对公司股票的市场流动性短期不会产生过大影响。5 月 15 日,福建证监局发布了《关于对罗雯霞采取出具警示函措施的决定》。该决定显示,经查,罗雯霞作为永辉超市的股东、副总经理,于 2019 年 9 月 12 日通过集中竞价交易方式减持永辉超市股份 2,000 股,减持前未披露减持计划。福建证监局决定对罗雯霞采取出具警示函的行政监管措施,并记入证券期货市场诚信档案数据库。同时,福建省市场监督管理局披露 2020 年食品安全监督抽检信息公告,其中永辉超市的三批次食用农产品出现不合格情况。我们认为,食用农产品安全风险不容忽视,永辉超市应进一步加强源头监管,充分保障消费者的餐桌安全,避免因食品安全问题影响品牌信誉永辉超市。5 月 2 日,永辉超市与其参股公司国联水产联合直播,国联水产线上向广大网友推出生虾仁、挪威进口青花鱼等特色产品,线下则同步在广州、深圳、上海等十数家永辉超市开展劳动节大促活动。当晚直播两小时,观看人数峰值破十万,迅速掀起网上热卖风潮,并大幅带动了永辉超市的水产销量。此次直播是国联水产与永辉超市为落实年初双方高层在会晤中达成的“持续拓展综合水产品类,深化供应链协同,推进战略大单品战略”的共识,而做出的最新努力。永辉超市入股国联水产,一方面可以利好上游供应商的销售量增长以及市占率提升,同时通过双方在供应链层面的合作,永辉超市也可以有效提升自身作为必选渠道的核心竞争力,通过向消费者提供源头有保障、可追踪、高品质的放心生鲜,不仅可以使得公司与其他生鲜销售渠道、超市渠道形成差异化竞争,同时也可以带来稳定的客流量与消费粘性。

图 15：沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅（%）

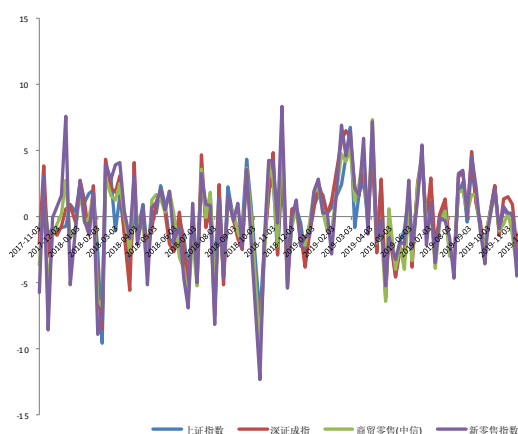
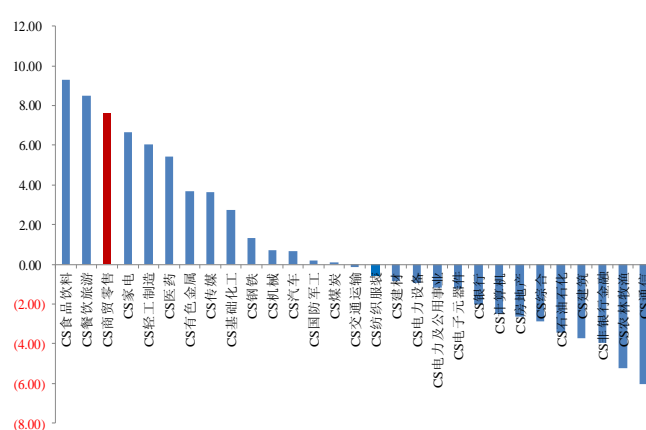


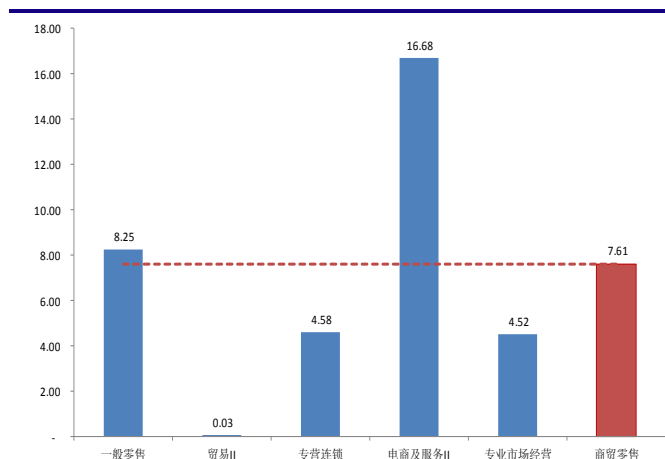
图 16：A 股市场各行业 5 月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

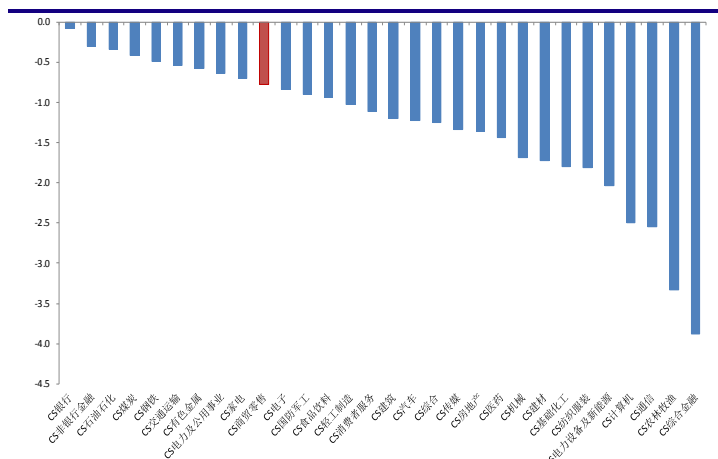
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17：商贸零售行业子行业 5 月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：5 月各行业资金流向占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）零售行业整体 PE 估值水平略高于中枢水平，其中电商及服务、超市等行业 PE 处于相对高位

商贸零售行业总体以及 CS 百货、CS 综合业态、CS 专营连锁以及 CS 专业市场经营行业表现与其 PB 和 PS 变化趋势较为契合，但除超市及连锁便利的 PS 和 PE 高于历史均值外，其余行业 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平，属于被市场显著低估的阶段。CS 电商及服务、超市及便利店板块表现与 PS、PE 呈现出一定的契合，上述两大板块截止 5 月末的 PE 和 PS 低于历史较高水平，呈现出被市场热捧的迹象。

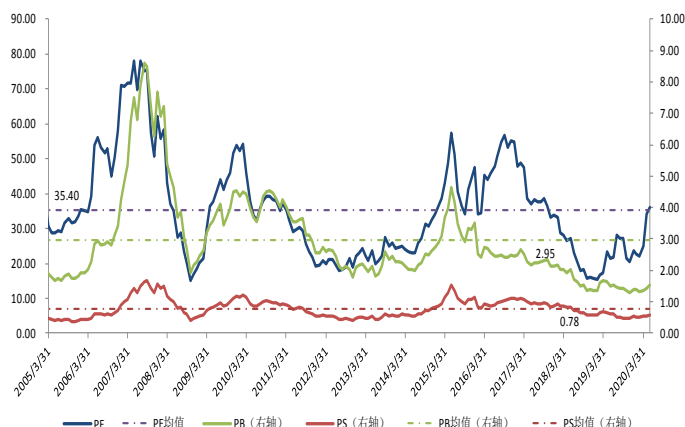
表 3：行业表现和估值指标情况汇总

		指数	PB	PS	PE
CS 商贸零售	2004.12.31 数据	1000.000	2.0470	0.5440	35.4957
		0			
	2020.5.29 数据	4196.596	1.5417	0.5880	36.1207
		0			
	当月数据对应历史百分位	54.00%	10.10%	34.20%	58.80%
	相对涨跌幅	319.66%	-24.68%	8.09%	1.76%
CS 百货	2004.12.31 数据	1000.000	1.7739	0.8368	53.4326
		0			
	2020.5.29 数据	3135.844	1.1368	1.1211	49.0888
		7			
	当月数据对应历史百分位	34.70%	4.80%	59.30%	74.30%
	相对涨跌幅	213.58%	-35.92%	33.97%	-8.13%
CS 超市及便利店	2004.12.31 数据	1000.000	1.7149	0.3466	29.1656
		0			
	2020.5.29 数据	4863.922	2.7629	0.8056	57.7771
		4			
	当月数据对应历史百分位	95.70%	64.70%	78.00%	85.00%
	相对涨跌幅	386.39%	61.11%	132.43%	98.10%
CS 综合业态	2019.11.29 数据	1000.000	0.0000	0.0000	0.0000
		0			
	2020.5.29 数据	1038.551	1.2532	0.4273	23.3152
		2			
	当月数据对应历史百分位	75.00%	75.00%	87.50%	87.50%
	相对涨跌幅	3.86%	-	-	-
CS 专营连锁	2019.11.29 数据	1000.000	0.0000	0.0000	0.0000
		0			
	2020.5.29 数据	965.2325	1.6893	0.5042	0.0000
	当月数据对应历史百分位	50.00%	87.50%	50.00%	12.50%
	相对涨跌幅	-3.48%	-	-	-
CS 电商及服务	2019.11.29 数据	1000.000	0.0000	0.0000	0.0000
		0			
	2020.5.29 数据	1197.825	1.7532	0.6023	21.9212
		4			
	当月数据对应历史百分位	87.50%	87.50%	87.50%	87.50%
	相对涨跌幅	19.78%	-	-	-
CS 专业市场经营	2019.11.29 数据	1000.000	0.0000	0.0000	0.0000
		0			

2020.5.29 数据	961.2134	1.3480	3.5472	13.4979
当月数据对应历史百分位	50.00%	87.50%	37.50%	37.50%
相对涨跌幅	-3.88%	-	-	-

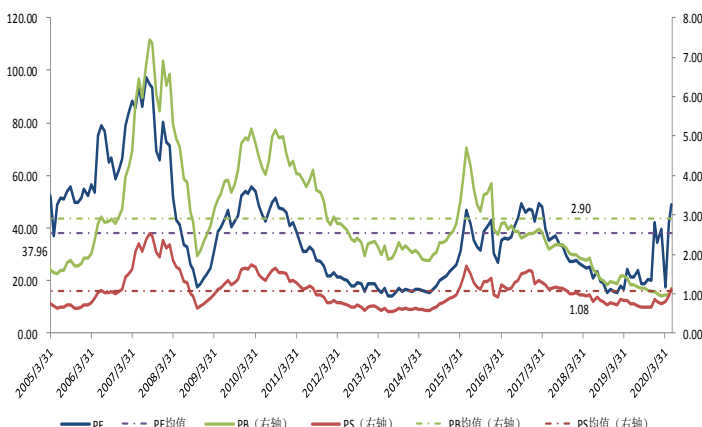
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：CS 商贸零售行业指数与估值指标



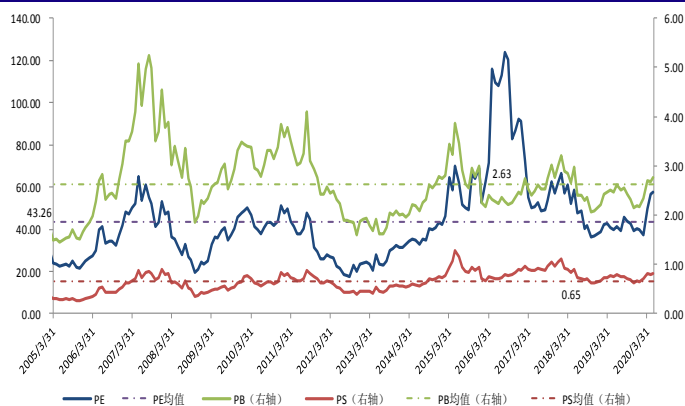
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20：CS 百货行业指数与估值指标



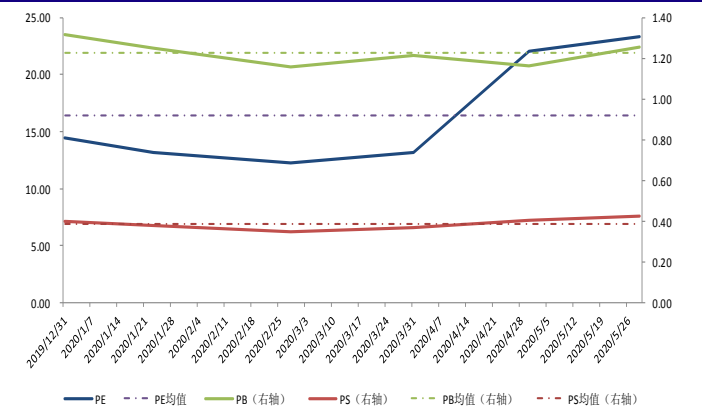
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 21：CS 超市及便利店行业指数与估值指标



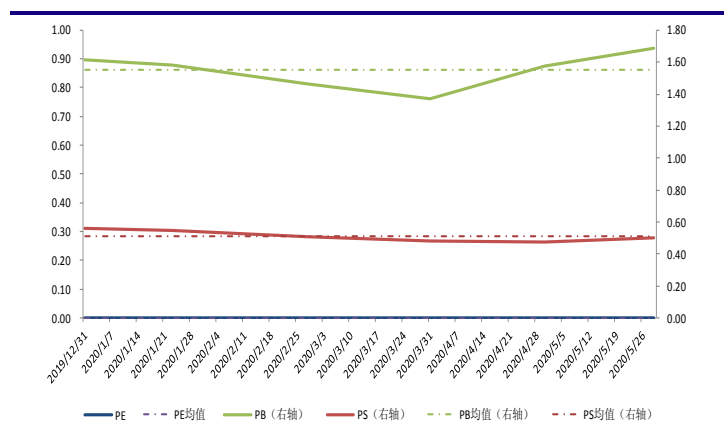
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22：CS 综合业态行业指数与估值指标



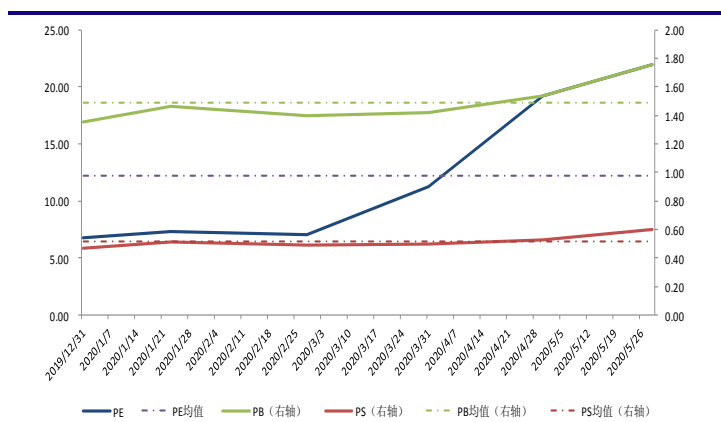
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 23：CS 专营连锁行业指数与估值指标



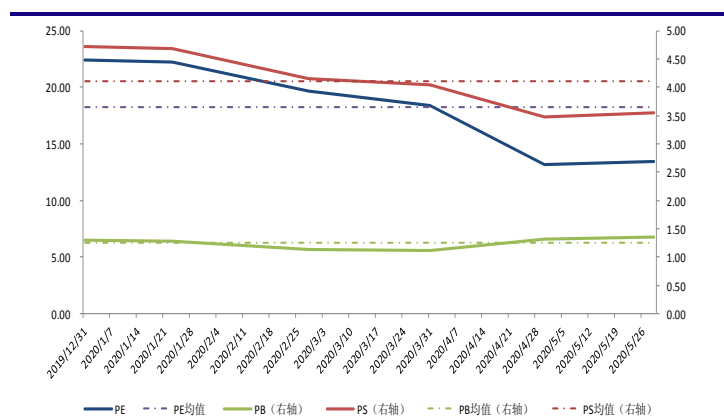
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 24：CS 电商及服务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

图 25：CS 专业市场经营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

（三）电商服务商与百货公司受到市场关注，涨幅表现与资金流入量表现持续领先

南极电商（002127.SZ）、永辉超市（601933.SH）、友阿股份（002277.SZ）、东方集团

（600811.SH）、鄂武商A（000501.SZ）、壹网壹创（300792.SZ）、爱施德（002416.SZ）、

苏宁易购 (002024.SZ)、华致酒行 (300755.SZ)、红旗连锁 (002697.SZ) 等资金持续较高净流入(至少两个月);王府井(600859.SH)、供销大集(000564.SZ)、北京城乡(600861.SH)、南极电商 (002127.SZ)、新华都 (002264.SZ)、华致酒行 (300755.SZ) 持续出现涨幅。

宁波中百 (600857.SH)、ST 天首 (000611.SZ)、ST 人乐 (002336.SZ)、ST 时万 (600241.SH)、中兴商业 (000715.SZ)、ST 商城 (600306.SH)、新华百货 (600785.SH)、ST 厦华 (600870.SH)、汇通能源 (600605.SH)、三木集团 (000632.SZ) 资金净流入占比总市值比重较低 (至少两个月); ST 金州 (000587.SZ)、东方金钰 (600086.SH)、ST 成城 (600247.SH)、ST 赫美 (002356.SZ)、ST 中商 (600280.SH)、ST 宏图 (600122.SH)、翠微股份 (603123.SH)、利群股份 (601366.SH)、爱迪尔 (002740.SZ) 持续出现涨幅的相对落后或是较大跌幅。

表 4：5 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名

证券代码	证券简称	月涨幅 (%)	证券代码	证券简称	资金净流入 (亿元)
600859.SH	王府井	85.07	002127.SZ	南极电商	24.49
000564.SZ	供销大集	49.81	000564.SZ	供销大集	14.41
600861.SH	北京城乡	42.11	601933.SH	永辉超市	12.75
002127.SZ	南极电商	37.99	600859.SH	王府井	12.49
600723.SH	首商股份	31.07	002277.SZ	友阿股份	8.29
300792.SZ	壹网壹创	25.21	600811.SH	东方集团	7.95
600827.SH	百联股份	23.36	000501.SZ	鄂武商 A	7.54
002187.SZ	广百股份	23.12	300792.SZ	壹网壹创	7.25
000679.SZ	*ST 友谊	20.61	002416.SZ	爱施德	7.07
600753.SH	东方银星	20.54	002024.SZ	苏宁易购	6.29

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

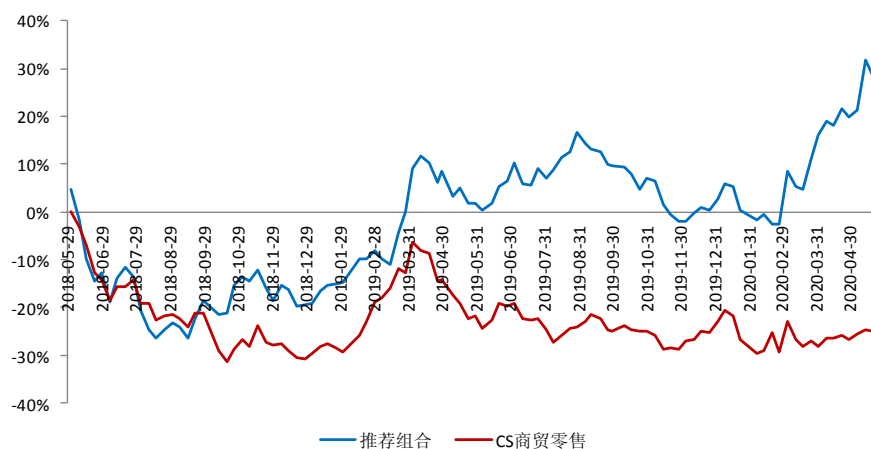
(四) 核心关注组合表现

表 5：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
603708.SH	家家悦	山东区域超市龙头，自有完善的生产加工产业链和供应链，看好其快速开店扩张能力和持续发力的大卖场、综合超市业务；同时公司开始推进全国性战略布局，进一步完善供应链和物流布局。	61.16	12.91	2018.7.23
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。	82.65	25.09	2020.4.30
300792.SZ	壹网壹创	公司主营的美妆类品牌代运营尚处于行业红利期，电商渠道在消费中的地位愈发重要，而且是美妆产品销售和快速营销的最有效渠道之一。此外，在传统业务拥有较为稳定的发展基础之上，公司通过扩品牌、扩品类、扩平台的方式进一步打开规模的增长空间，分散自身经营中的风险。	98.67	25.21	2020.4.30

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26：核心组合累计收益率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三. 五月份核心组合公司经营情况跟踪

(一) 家家悦 (603708.SH)

关于完成工商变更登记及《公司章程》备案的公告	修订后的工商登记经营范围中添加：纺织、服装及家庭用品、劳保用品、清洁用品、医疗企业的批发、零售以及雪茄烟的零售等内容。
关于控股股东部分股份质押的公告	公司控股股东“家家悦控股集团股份有限公司”持有公司股份 3.57 亿股，占公司总股本的 58.64%，本次质押后，“家家悦控股”累计质押公司股份 1490 万，占其持股总数的 4.18%，占公司总股本的 2.45%，本次质押所获资金为自身经营所需，不存在被用作重大资产重组业绩补偿等事项的担保或其他保障用途。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 珀莱雅 (603605.SH)

关于公司参与的投资基金完成私募基金备案的公告	公司与新沃股权投资基金管理（天津）有限公司、乐清乐盈贸易有限公司于 2019 年 6 月 18 日签订了《嘉兴沃永投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，共同出资设立嘉兴沃永投资合伙企业已于 2020 年 5 月 7 日在中国证券投资基金业协会完成备案手续。
关于持股 5% 以上股东部分股份质押的公告	公司第二大股东方玉友先生持有公司股份 4885.8 万股，占目前公司总股本的 24.27%；本次股份质押后，方玉友先生累计质押股份 1912 万股，占其所持公司股份总数的 39.13%，占公司总股本的 9.50%。本次质押所获资金是为满足个人投资需求。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(三) 壹网壹创 (300792.SZ)

关于收购浙江上佰电子商务有限公司 51% 股权的公告	公司于 2020 年 5 月 26 日与“宁波好贝企业管理咨询合伙企业（有限合伙）”签订了《杭州壹网壹创科技股份有限公司与宁波好贝企业管理咨询合伙企业（有限合伙）关于浙江上佰电子商务有限公司之股权转让协议》。公司将以支付现金的方式收购宁波好贝持有的“浙江上佰电子商务有限公司”51% 的股权，本次交易金额为人民币 3.62 亿元。本次交易完成后，公司持有目标公司 51% 的股权，浙江上佰成为公司控股子公司，将纳入公司合并报表范围内。本次收购标的公司的业绩承诺目标为 2020 年度、2021 年度、2022 年度净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）不低于 5,500 万元、7,000 万元以及 8,500 万元；
----------------------------	--

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四. 六月份配置建议

我们认为 5 月份的社消增速表现受益于“五一小长假”以及双品购物节等线上线下促消费活

动将延续 4 月的趋势进一步出现明显改善。上述判断一方面是基于新冠疫情防控取得阶段性成功，各地逐步放宽管控力度，线下各渠道门店也基本实现正常营业，客流量逐步回升，虽较历史往期仍存在一定差距，但环比的明显改善不容小觑；另一方面，考虑到 5-6 月份出现五一、端午等附带小长假的节日，在当前适当放开的消费场景叠加充足的消费时间的情况下形成双重利好，使得居民在节假日期间的消费热情高涨，从而有效地拉动消费市场活力的回升；此外 6 月即将迎来“618”的线上大促（各大电商平台 5 月底已经陆续开始预售预热），随着线上销售在社消中的重要性逐步提升，线上促销活动的提前预热同样将利于 5 月以及 6 月社消整体的加速回暖趋势得以延续。

政策层面，全国各省市依旧在通过发放消费券等形式持续对当地经济形成积极促进，最大限度促进消费回补和潜力释放。22 日政府工作报告中再次强调对于推动消费回升内容的关注，未来需要通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力，具体措施包括支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合；发展养老、托幼服务；改造提升步行街；支持电商、快递进农村，拓展农村消费等。并提出要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。我们认为全渠道的零售模式将持续深化，而线下门店和线上电商渠道也将更加注重对于消费者体验的维护，以更高品质的商品和服务满足更多元化的购物需求。

综合来看，此次疫情对于社消增速的阶段性冲击已在数据端充分显现，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，同时建议增持超市、化妆品以及

电商服务中的优质标的：①在经济环境与社会环境出现短期内波动较大的背景下，超市作为消费者购买必需品的渠道之一，将凭借其作为实体店“体验”和“服务”的基础定位，通过专业型布局、数字化改造和互联网营销管理扩大自身优势，加速实现线上线下渠道联动；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：家家悦（603708.SH）、珀莱雅（603605.SH）和壹网壹创（300792.SZ）。

五. 风险提示

疫情恶化的风险；CPI 表现不及预期的风险；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：社会消费品零售总额分月同比增长	6
图 2：网上实物零售额增速及占社会消费品零售总额比重	6
图 3：居民消费价格指数（CPI）当月同比	9
图 4：超市及便利店营业收入（亿元）及当季同比（%）	9
图 5：便利店景气指数与便利店企业销售额指数	9
图 6：化妆品销售额（亿元）及当月同比（%）	11
图 7：金银珠宝销售额（亿元）及当月同比（%）	11
图 8：服装销售额（亿元）及当月同比（%）	11
图 9：购物中心发展指数	11
图 10：百货营业收入（亿元）及当季同比	12
图 11：综合业态营业收入（亿元）及当季同比	12
图 12：珠宝首饰及钟表与其他连锁营业收入（亿元）及当季同比	12
图 13：电商及服务营业收入（亿元）及当季同比	12
图 14：专业市场经营营业收入（亿元）及当季同比	12
图 15：沪深指数、CS 商贸零售指数与新零售指数涨跌幅（%）	15
图 16：A 股市场各行业 5 月涨跌幅（%）	15
图 17：商贸零售行业子行业 5 月涨跌幅（%）	16
图 18：5 月各行业资金流向占比（%）	16
图 19：CS 商贸零售行业指数与估值指标	18
图 20：CS 百货行业指数与估值指标	18

图 21 : CS 超市及便利店行业指数与估值指标	18
图 22 : CS 综合业态行业指数与估值指标	18
图 23 : CS 专营连锁行业指数与估值指标	19
图 24 : CS 电商及服务行业指数与估值指标	19
图 25 : CS 专业市场经营行业指数与估值指标	19
图 26 : 核心组合累计收益率变动	21

表 格 目 录

表: 核心组合 5 月表现	2
表 1 : 2020 年 4 月份社会消费品零售总额主要数据	5
表 2 : 2020 年 4 月份居民消费价格指数 (CPI) 主要数据	7
表 3 : 行业表现和估值指标情况汇总	17
表 4 : 5 月份个股涨幅前十名及资金净流入前十名	20
表 5 : 核心关注组合	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 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%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 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。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 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。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。 本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，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）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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。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。客户不

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

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

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层 深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北 京 地 区 ： 耿 尤 繇 010-66568479

gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn