

永辉超市 (601933)

超市主业快速扩张，规模优势推业绩成长

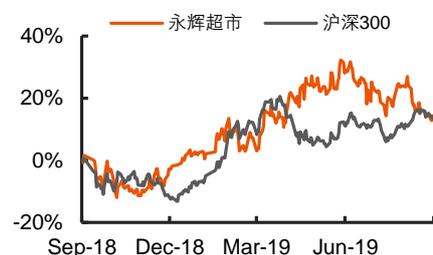
推荐 (首次)

现价: 8.96 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.yonghui.com.cn
大股东/持股	牛奶有限公司/19.99%
实际控制人	张轩宁
总股本(百万股)	9,570
流通 A 股(百万股)	9,404
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	858
流通 A 股市值(亿元)	848
每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	52.7

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **摘要:** 永辉超市是一家以生鲜经营为特色的全国性超市龙头。超市行业受宏观增速下行和电商冲击的影响，行业加快进入整合期，其中本土龙头企业有望突围而出。本土龙头中永辉生鲜经营、供应链&内部管理优于同业，快速扩大规模的动力充足。新零售时代下永辉站队腾讯，获得足够资本&主导权进行横纵向整合，进一步扩大规模优势。未来3年永辉或能保持营收&净利20%以上的年增长。
- **全国性超市龙头，上市后营收净利复合增20%。** 永辉超市以农改超起家，是一家特色为经营生鲜品类的全国性超市，已开设大卖场超800家&社区生鲜超市约500家。永辉在大卖场行业中市占率8.3%排名第四，2009-2018年间营收年复合增速达23.6%，归母净利润年复合增速达19.3%。
- **线下市场规模达4.5万亿，本土龙头份额持续提升。** 日常消费品线下市场规模达4.5万亿元，但由于宏观经济处下行通道+电商冲击，年增速下滑至2%左右。参照欧美零售经验，行业规模化、集中度将逐步提升，未来或将经历漫长的整合期。聚焦超市行业，电商崛起&CPI增速的下行，均推动行业加速整合。此外，因对国内零售新形势反应缓慢，部分外资大卖场开始退出国内市场，本土超市凭借更强的扩张能力以及更灵活的经营模式，持续提升市场份额。
- **门店快速扩张，由生鲜经营+供应链+管理改革支撑。** 本土超市龙头中，永辉的扩张欲望尤其强烈，其快速的门店扩张也成营收增长的主因。对比同业，永辉的逆势扩张首先归功于高占比的生鲜业务，生鲜创造了稳定而高频的流量入口。其次，多年积累的生鲜运营经验和完善的供应链，助永辉在扩张中保持毛利净利率稳定。永辉在扩张过程中也通过管理改革激发地方员工积极性，降低门店异地复制的困难，减少管理成本。三者均能为永辉提供更强大的现金流，助力进一步的扩张。
- **新零售时代试水新业态，资本运作得腾讯系协助。** 除超市主业的快速扩张外，永辉不断试水新业态，多维度增加触及不同消费者的机会，其中包括深入社区的Mini店、作为新零售试点的云创业务、京东&腾讯赋能的到家

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,591	70,517	88,466	107,080	128,892
YoY(%)	19.0	20.4	25.5	21.0	20.4
净利润(百万元)	1,817	1,480	2,312	2,846	3,688
YoY(%)	46.3	-18.5	56.2	23.1	29.6
毛利率(%)	20.8	22.1	20.4	21.3	21.8
净利率(%)	3.1	2.1	2.6	2.7	2.9
ROE(%)	9.3	7.5	11.6	13.4	16.3
EPS(摊薄/元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.39
P/E(倍)	47.2	57.9	37.1	30.1	23.2
P/B(倍)	4.3	4.4	4.2	3.9	3.7

业务等。新零售时代，永辉加入了以腾讯为首的阵营，腾讯在多起资本运作中，协助永辉通过参股、并购等方式实现市占率提升和供应链的持续整合，进一步加大永辉规模效应以提高其业绩。

- **主业扩张提升营收，剥离亏损业务促业绩大幅回升。**永辉超市门店现仍集中于东南、西南&华北，全国扩张大有可为。展望未来，永辉或能保持每年净增超市 100 家以上，充分利用在生鲜、供应链和内部管理优势，继续快速展店以推动成长。永辉也已剥离亏损业务，未来业绩回升具较大确定性。我们预测 2019-2021 年公司营收 884.7、1,070.8、1,288.9 亿元，同比增 25.5%、21.0%、20.4%；归母净利 23.1、28.5、36.9 亿元，同比增 56.2%、23.1%、29.6%，对应 EPS 0.24、0.30、0.39 元，PE 37、30、23 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济持续下行的风险：超市行业表现与宏观环境密切相关，若宏观增速持续下行，则公司发展或受负面影响；2、行业竞争加剧的风险：行业竞争或因互联网巨头、地产商等行业外公司的加入而将加剧；3、新业务模式不成功的风险：永辉 Mini 店、到家业务等仍在培育期，若无法得出盈利模式，持续投入或成公司一大负担；4、新门店的运营风险：永辉新开店速度较快，新门店各项条件或低于老门店水平，存在新门店运营困难、单店收入下降的风险。

正文目录

一、全国性超市龙头，上市后营收净利复合增 20%	6
二、市场规模达 4.5 万亿，本土龙头份额持续提升	9
2.1 线下零售市场规模庞大，行业进入漫长整合期.....	9
2.2 电商崛起&CPI 降速使超市行业加速整合，市场份额向本土龙头企业集中.....	10
三、门店快速扩张，由生鲜经营+供应链+管理改革支撑	11
3.1 超市主业快速扩张，推动永辉规模迅速扩大.....	11
3.2 生鲜创造流量入口，是永辉逆势扩张的基石.....	12
3.3 供应链完善+持续优化，扩张中保持毛利净利率稳定.....	13
3.4 激发地方员工积极性，降低快速扩张的管理成本.....	16
四、新零售时代试水新业态，资本运作得腾讯系协助	18
4.1 试水多种新业态，扩大消费人群.....	18
4.2 腾讯直接赋能或有限，但联合财团可助力扩大规模.....	19
五、主业扩张提升营收，剥离亏损业务促业绩大幅回升	21
六、风险提示	22

图表目录

图表 1	永辉主要零售业态	6
图表 2	永辉发展历程	6
图表 3	永辉超市大卖场分布图（截止至 19.09.25）	7
图表 4	我国线下日常消费品零售市占率前五（%）	7
图表 5	我国大卖场市占率前五（%）	7
图表 6	永辉十大股东（2019 年中报）	8
图表 7	永辉 1H19 营收 411.76 亿元，同比+19.7%	8
图表 8	永辉 1H19 净利 13.69 亿元，同比+46.7%	8
图表 9	2018 年线下日常消费品零售市场规模达 4.5 万亿元	9
图表 10	宏观增速呈下滑趋势（%）	9
图表 11	社零增速下滑至 10%以下（%）	9
图表 12	超市销售额与 CPI 高度相关（%）	10
图表 13	大卖场龙头企业市占率变化（%）	11
图表 14	超市总门店数持续上升	11
图表 15	成熟期超市的平均单店营收有所下降（亿元）	11
图表 16	永辉（所有业态）门店数量的增速大幅领先于同业	12
图表 17	生鲜网购渗透率较低	12
图表 18	2018 年我国生鲜各渠道占比（%）	13
图表 19	我国生鲜购买平均频次较高（次/周）	13
图表 20	永辉&家家悦生鲜营收占比较高	13
图表 21	永辉&家家悦营收增速维持高位（%）	13
图表 22	沃尔玛毛利率&净利率稳定（%）	14
图表 23	永辉毛利率&净利率稳定（%）	14
图表 24	永辉生鲜采购手册示例	15
图表 25	部分永辉入股的上游农产品企业	15
图表 26	牛奶国际旗下企业列表	15
图表 27	永辉物流中心数据（截止 1H19）	15
图表 28	物流费率&损耗率维持低位	15
图表 29	永辉同业参股部分案例	16
图表 30	永辉跨区域扩张路径	16
图表 31	永辉十大战区分布	17
图表 32	永辉合伙人制类似阿米巴模式	17
图表 33	实施合伙人制后人均创收大幅提升	17
图表 34	永辉人均创收（万元）较高（2018 年）	18
图表 35	永辉员工薪酬占总收入比例较低（2018 年）	18
图表 36	永辉大店&Mini 店对比	18

图表 37	超级物种高端超市	19
图表 38	永辉生活便利店	19
图表 39	Costco 国内首家店于 19 年 8 月开业	19
图表 40	麦德龙的商业模式与 Costco 相似	19
图表 41	永辉 Bravo 超市接入京东到家业务	20
图表 42	永辉生活&腾讯合作建立卫星仓	20
图表 43	永辉与腾讯的部分合作案例	20
图表 44	永辉超市门店数量分布（截止 1H19）	21
图表 45	永辉超市收入预测拆分	21
图表 46	可比公司比较	22

一、 全国性超市龙头，上市后营收净利复合增 20%

永辉“农改超”起家，旗下超市分布 25 省市。永辉超市成立于 2001 年，于 2010 年在上交所上市。公司是以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础的大型集团企业。永辉以“农改超”起家，特色为经营生鲜品类，旗下零售业态包括大型超市“永辉超市”、社区生鲜型超市“永辉 Mini”。新零售业态“超级物种”、“永辉生活”和 B 端供应链品牌“彩食鲜”也由永辉孵化，并于 2018 年出表后独立发展。截止 2019 年 9 月，永辉超市在全国 25 个省市范围内共开设大卖场超 800 家、社区生鲜超市约 500 家，是一家全国性的连锁零售商。

图表1 永辉主要零售业态



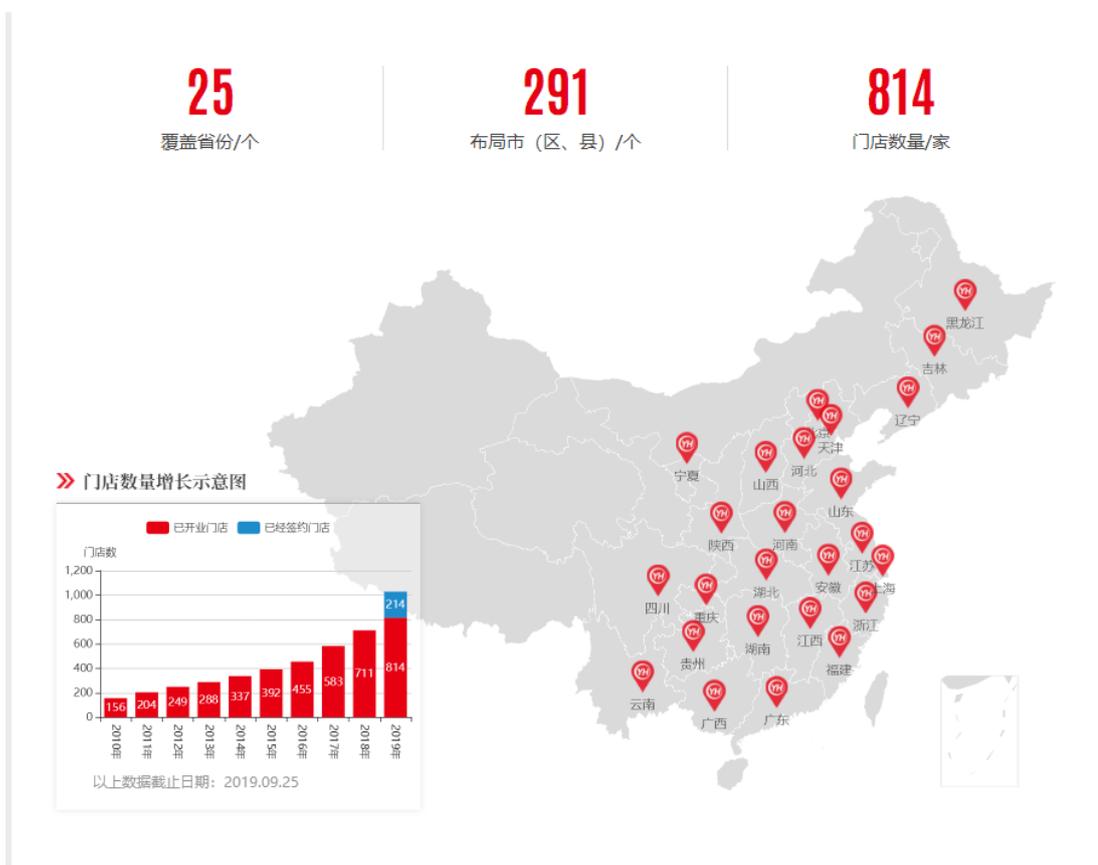
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 永辉发展历程

2000	第一家“农改超”永辉超市在福州开业
2004	进军重庆，开始异地扩张
2010	永辉上市
2011	开店速度加快，进军全国多个省份
2012	开设第一家 Bravo 精品超市
2015	划分一二集群内部赛马
2015	引入牛奶国际作为战投
2016	全面推行合伙人制+赛马机制
2016	京东入股，接入京东到家
2017	第一家超级物种开业
2018	腾讯入股
2018	两大集群中后台合并，再划分十大战区
2018	云创、云商业务出表
2019	回归超市主业，大量开设永辉 Mini 店

资料来源：公司公告，平安证券研究所

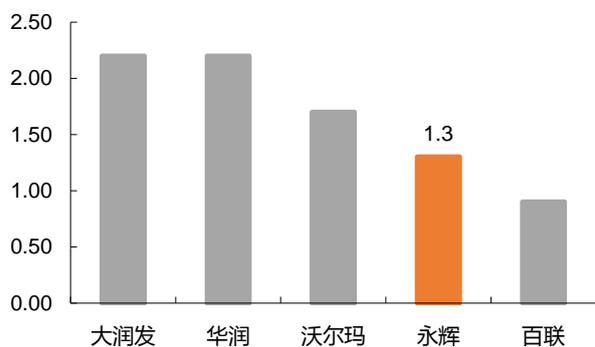
图表3 永辉超市大卖场分布图 (截止至 19.09.25)



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

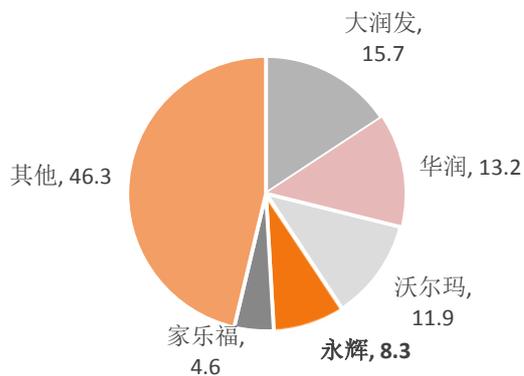
永辉超市市占率排名第四, 仅次于大润发、华润&沃尔玛。永辉超市主要从事生鲜、食品饮料和日用品等日常消费品的零售。若以线下日常消费品零售业(包括连锁大卖场、超市、便利店, 也包括小型个体超市等)的销售口径统计, 2018年永辉超市市占率为1.3%, 排名第四; 若单以大卖场(大型&超大型超市)口径统计, 永辉超市市占率8.3%, 同样排名第四。

图表4 我国线下日常消费品零售市占率前五(%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表5 我国大卖场市占率前五(%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

张氏兄弟为创始人，十大股东含牛奶国际、腾讯&京东。永辉超市创始人为张轩松及其兄弟张轩宁，张轩松现主要负责管理公司传统超市主业，而张轩宁则更多投入在超级物种等新零售业态的探索。公司其余十大股东包含牛奶有限公司、京东和腾讯等战略投资者。公司目前并无实控人，并于2018年底起仿照华为实施轮值董事长制，或能激发参股各方的积极性和主动性，提高公司决策效率，推动公司发展。

图表6 永辉十大股东（2019年中报）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	牛奶有限公司	1,913,135,376	19.99
2	张轩松	1,407,250,222	14.70
3	张轩宁	743,811,240	7.77
4	江苏京东邦能投资管理有限公司	615,455,766	6.43
5	林芝腾讯科技有限公司	478,523,106	5.00
6	江苏圆周电子商务有限公司	478,523,104	5.00
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	184,728,226	1.93
8	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	175,553,015	1.83
9	兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	170,699,586	1.78
10	全国社保基金一一七组合	90,634,310	0.95
	合计	6,258,313,951	65.38

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2009-2018 年间营收年复合增速达 23.6%，归母净利润年复合增速达 19.3%。永辉于 2010 年上市后走出福建&重庆，开始加速在全国十数个省份扩张，营收增速保持在 40%以上。但 2013 年起，传统线下超市遭遇电商平台的挑战，营收、净利增速有所放缓。2016 年底马云提出新零售概念，线下零售价值被重新肯定，公司营收增速回升至 20%左右。公司 2018 年创 705.17 亿元营收，同比增长 20.4%，09-18 年 CAGR 达 23.6%；归母净利润 14.8 亿，同比-18.5%，09-18 年 CAGR 达 19.3%。2019 年上半年永辉创 411.76 亿元营收，同比增长 19.7%；归母净利润 13.69 亿，同比增长 46.7%。

图表7 永辉 1H19 营收 411.76 亿元，同比+19.7%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 永辉 1H19 净利 13.69 亿元，同比+46.7%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

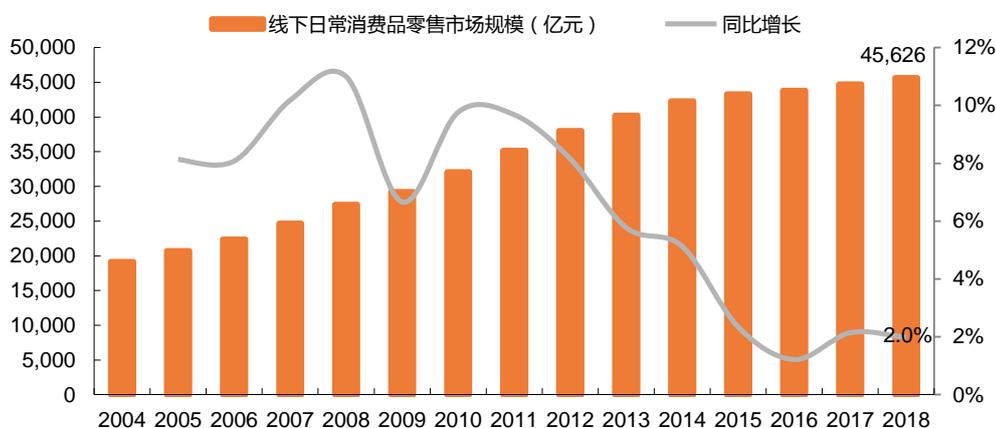
二、 市场规模达 4.5 万亿，本土龙头份额持续提升

2.1 线下零售市场规模庞大，行业进入漫长整合期

市场规模达 4.5 万亿元，增速约在 2% 左右。根据欧瑞数据，2018 年线下日常消费品零售市场规模达到 4.5 万亿元，约占同期 38 万亿社零总额的 11.84%。从终端消费场景看，消费地点包括大卖场、普通超市、便利店和传统的菜市场、社区肉菜水果店等，消费人群几乎包含所有居民。

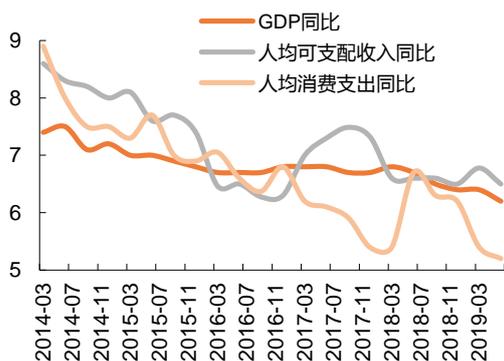
从增速看，宏观经济的下行和电商崛起同时压制行业整体增速。但食品和日用品等日常消费品仍属必需消费，韧性相对较大。并且 2016 年底阿里巴巴马云提出“新零售”的概念，线下零售价值被重新审视。目前市场规模年增速稳定在 2% 左右。

图表9 2018 年线下日常消费品零售市场规模达 4.5 万亿元



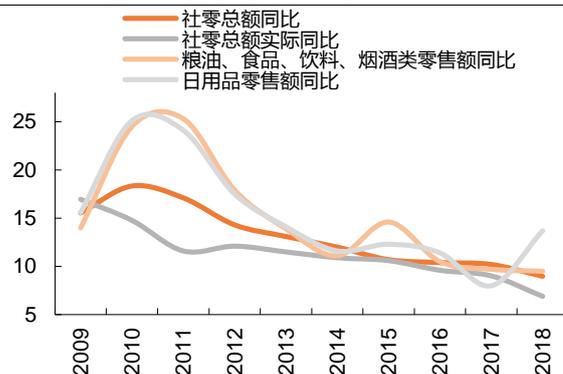
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表10 宏观增速呈下滑趋势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 社零增速下滑至 10% 以下 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

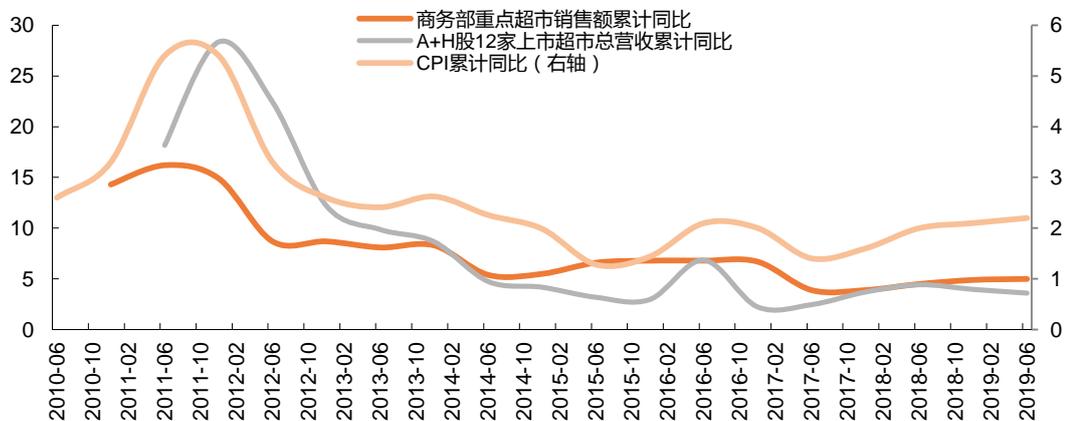
规模化、集中度将逐步提升，未来行业或将经历漫长的整合期。按照欧美等国家的发展路径，消费零售市场的规模化、集中度将逐步提升，形成少数企业集团主导市场的格局。具有规模优势和优秀运营管理能力的企业将成为产业链核心企业，通过企业间协作谋求整体效率最大化，如沃尔玛、亚马逊发展成为对外加速扩张、对内孵化创新、纵向贯通供应链、横向资源整合输出的平台型企业。未来行业或将经历漫长的整合期，众多中小型及无核心竞争力的企业或将逐步退出市场。

2.2 电商崛起&CPI 降速使超市行业加速整合，市场份额向本土龙头企业集中

受电商冲击，超市竞争力下滑。聚焦到超市这一细分赛道，超市作为大型综合性市场，因可为消费者提供一站式、实惠的购物体验而逐步取代小型杂货食品店。但电商平台进一步为消费者节约购物时间和成本，对超市大多数 SKU 的销售形成冲击。亚马逊对沃尔玛、淘宝对国内超市均造成了降维打击，超市行业整体竞争力急剧下滑。

CPI 增速下行，推动行业加速整合。同时，超市主要销售的日常消费品购买量固定，价格弹性低，因此整体销售额受物价的影响较大。从过去十年的数据来看，超市行业的销售增速与 CPI 同比增速呈较强相关性。2018 年底以来，非洲猪瘟导致猪价大幅上涨，推动 CPI 在 2019 年内持续走高，但非食品价格却显著下行，从长期看总需求可能还在快速萎缩，2020 年起 CPI 增速或将再次下滑。若 CPI 增速长期不振，超市业绩增速或将承受更大压力。结合电商平台的冲击，中小型超市加快退出市场或被龙头企业并购，部分商业运营能力突出的超市龙头或将加快跨区域扩张步伐。

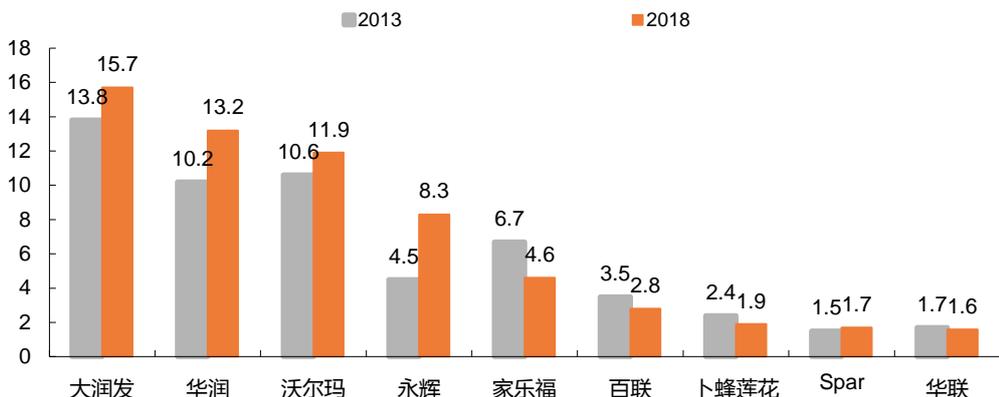
图表12 超市销售额与 CPI 高度相关 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

部分外资大卖场经营不善，本土龙头市场份额提升。海外企业家乐福、沃尔玛等已在中国扎根多年，2010 年以前曾凭借先进的零售理念快速扩张，是国内零售企业争相学习的榜样。但近 10 年来海外企业的管理层对宏观环境变化和电商冲击的反应速度缓慢，竞争力开始下滑。从市场份额来看，外资品牌除世界性龙头沃尔玛外，家乐福、卜蜂莲花、麦德龙等市场份额有所萎缩，家乐福&麦德龙已决定或准备退出中国市场。而众多区域优势明显、供应链效率突出的本土龙头，展现出更强的扩张能力以及更灵活的经营模式，在行业低迷期积极开店&并购，以高性价比的投入布局战略市场，市场份额持续提升。

图表13 大卖场龙头企业市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

三、 门店快速扩张, 由生鲜经营+供应链+管理改革支撑

3.1 超市主业快速扩张, 推动永辉规模迅速扩大

本土超市龙头中, 永辉的扩张欲望尤其强烈。永辉超市业态 (红标店+绿标店, 不包括永辉 Mini、超级物种&永辉生活) 的总门店数从 2011 年的 153 家上升至 2018 年的 708 家, 至 19 年上半年达到 791 家, 11-18 年 CAGR 达 21.1%; 总面积从 2011 年的 143 万平方米上升至 2018 年的 612 万平方米, 至 19 年上半年达到 662 万平方米, 11-18 年 CAGR 达 19.9%。结合公司公告中成熟期 (开业两年以上) 超市的平均单店营收额有所下降, 可认为 2011-2018 年营收 CAGR 达 21.8% 的核心支撑应为门店数而非同店收入的增加。

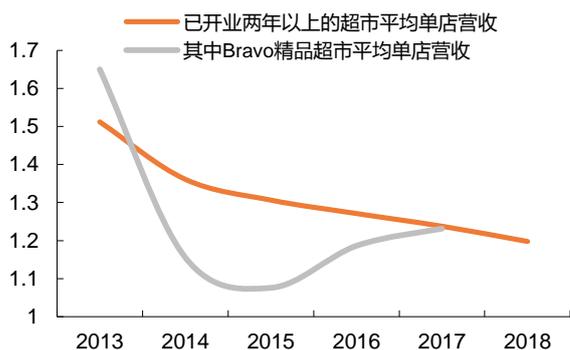
图表14 超市总门店数持续上升



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 超市业态指红标+绿标业态 (2017 年报), 或大卖场+卖场+Bravo 精致超市 (2016 年及以前)

图表15 成熟期超市的平均单店营收有所下降 (亿元)



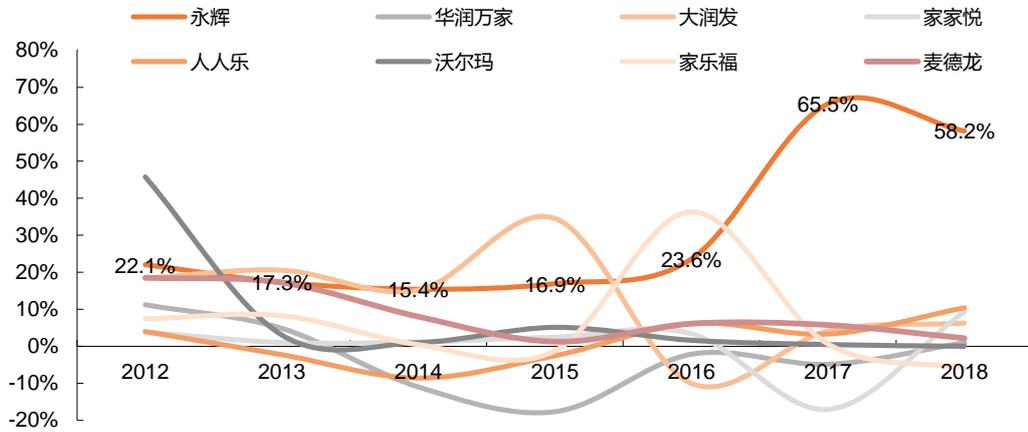
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 超市业态指红标+绿标业态 (2017 年报), 或大卖场+卖场+Bravo 精致超市 (2016 年及以前)

超市经营依赖规模效应, 永辉快速扩张以跑赢行业。超市经营模式具有高固定成本、低可变成本的特点, 人工、租金、水电等固定费用占据很大比例。若想实现保持较同业明显的价格优势, 就必须通过规模效应, 即更多的门店&业务量来分摊成本。而根据连锁经营协会的数据, 永辉扩张速度远高于同业, 这或是其未来跑赢竞争对手的保证。

我们认为生鲜比重高、供应链整合和内部管理改革，是永辉逆势扩张、形成规模效应的主因。生鲜比重高意味着稳定且高频的客流量，供应链完善维持的稳定的毛利&净利率，而管理改革促使地方人员因地制宜、降低成本。最终三者均能为永辉提供更强大的现金流，推动永辉进一步快速扩张。

图表16 永辉（所有业态）门店数量的增速大幅领先于同业

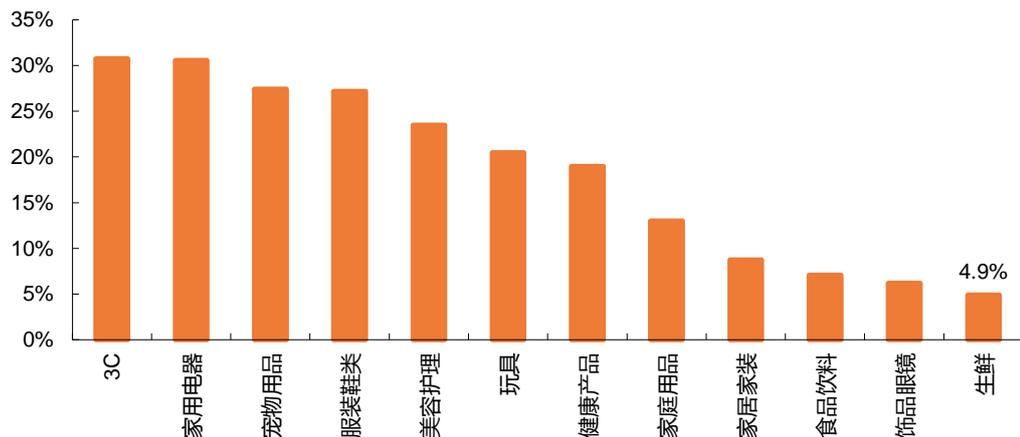


资料来源：中国连锁经营协会，平安证券研究所

3.2 生鲜创造流量入口，是永辉逆势扩张的基石

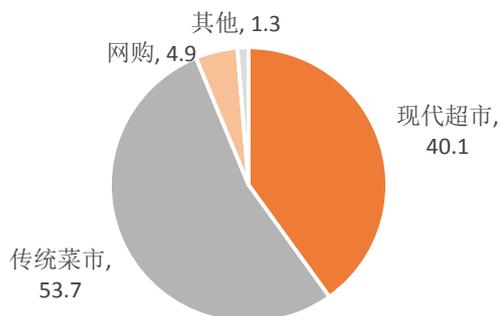
生鲜线上渗透率低、超市占有率仍有提升空间。永辉以“农改超”（农贸市场改造为现代超市）起家，开业以来生鲜销售额占比一直较同业高，生鲜经营是永辉最大的特色。根据欧瑞数据，国内生鲜市场规模达 4.95 万亿元（2018 年）。其中线上零售比例不足 5%，远低于 3C、家电等标品，证明生鲜电商的影响力仍很低。此外，我国线下超市占比仅约 40%，而美国约 90% 生鲜零售在超市完成，超市若能持续替代菜市场等传统业态，渠道份额或仍有较大提升空间。

图表17 生鲜网购渗透率较低



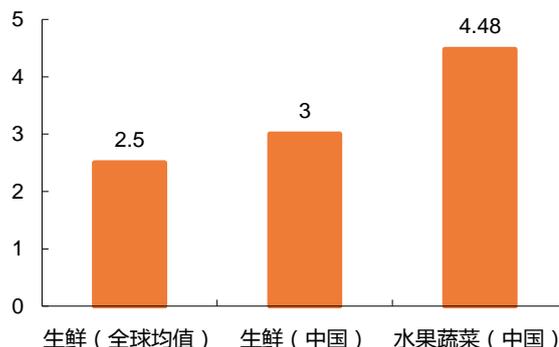
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表18 2018年我国生鲜各渠道占比(%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表19 我国生鲜购买平均频次较高(次/周)



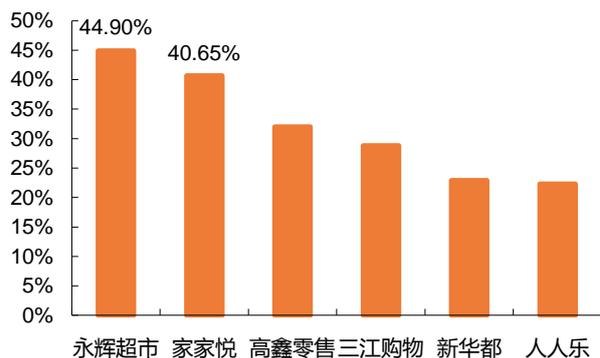
资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

生鲜刚需+高频消费, 是优质的流量入口。生鲜具有刚需属性, 消费人群广泛。在购买频率方面, 就全球而言, 我国居民对生鲜的新鲜度要求较高, 生鲜购买频次达3次/周, 在全球平均水平以上, 其中水果蔬菜的购买达到4.5次/周。因此, 对线上&线下的零售商而言, 生鲜都是优质的流量入口。

超市在生鲜领域对比电商、菜市场均有优势。零售领域线上&线下的关系是近年来讨论较多的一大重点。线上对线下的冲击最早体现在3C、家电等标准品上, 后逐步延伸到鞋服、化妆品等, 而线上取代线下的核心理由之一是供应层级的大幅缩减, 使厂家能直面消费者。但对于生鲜这种非标品而言, 消费者仍需中间商完成产品采购、冷链运输、加工储存和分类定价等工作, 这些精细化至极致的工作特别是采购主要靠一线人员凭经验完成。因此超市生鲜领域仍具有较大优势: 相比线上电商, 超市拥有深耕多年、更为完善的采购&供应能力; 相比传统菜市场, 超市又拥有规模化&标准化的优势。

因此生鲜是超市稳定&高频客流的引流入口, 其重要性不言而喻。目前在各上市超市公司中, 永辉超市和家家悦的生鲜占比高于同业10%以上。自2011年以来, 或因生鲜营收难以被线上零售商动摇, 永辉&家家悦的营收增速持续高于同业。因此生鲜比重高是永辉抵御电商冲击, 逆势拓张的坚实基础。

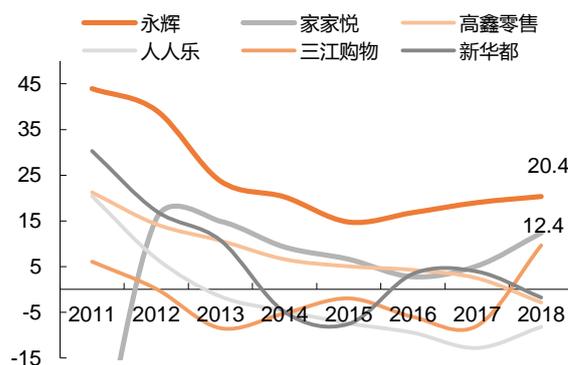
图表20 永辉&家家悦生鲜营收占比较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 高鑫零售含大润发&欧尚

图表21 永辉&家家悦营收增速维持高位(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

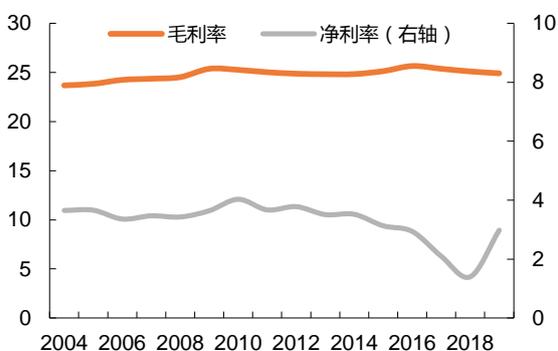
注: 高鑫零售含大润发&欧尚

3.3 供应链完善+持续优化, 扩张中保持毛利净利率稳定

供应链&物流体系是规模化发展的重要基础。超市产品 SKU 数高，小型超市 SKU 一般为数百个，而大卖场 SKU 数可达成千上万。超市一方面要管理繁多的各式产品，另一方面又要面对极其分散的上游供应商（其中又以生鲜为最），因此必须加强供应链系统的建设&管理，以保证产品质量&降低采购成本。此外，不同商品的保质期&运输要求大有不同，但仓储物流的服务半径有限，因此超市的扩张也离不开一个优秀的物流体系。

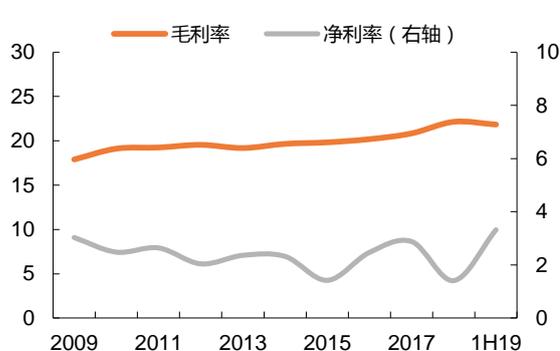
规模优势+供应链完善，助沃尔玛快速扩张中稳定毛利&净利率。沃尔玛作为全球规模最大、经营最成功的零售企业，其强大竞争力的直接体现在贯彻“天天低价”战略，而这背后正是依靠规模优势及背后的高效供应链体系。自 1972 年沃尔玛上市以来，公司保持快速扩张步伐，门店增速曾长期保持在 10~20% 的高位，营业收入从 1,270 万美元增至当下超 5,000 亿美元。数十年间沃尔玛的毛利率、净利率保持稳定，存货周转天数缩减一半，彰显其不断优化供应链的能力。因此沃尔玛可为低价战略的执行留足空间，进而成功抢占更多市场，创造零售传奇。永辉近年来也持续优化其采购和物流体系，维持毛利&净利率的稳定，助力永辉在全国范围内顺利扩张。

图表22 沃尔玛毛利率&净利率稳定 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 永辉毛利率&净利率稳定 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

永辉生鲜采购经验丰富，竞争对手难以超越。永辉生鲜占比高的一大原因在于其优秀的生鲜品类供应链，特别是采购上的优势。生鲜作为非标品，采购人员需凭经验对不同产地、季节、规格、品质等的产品进行分级&定价，还需精准把握不同地区的市场行情和交易对手情况。目前并无一个完美的大 IT 系统可以集成这些数据和能力，只能通过老员工传授经验、以及搭建完善的培训体系来积累。而永辉经近 20 年积淀，已培育了约 500 位专业买手和形成了 800 万字的详细采购手册。对于新兴生鲜电商、甚至是缺乏自建采购体系的传统超市来说，永辉在生鲜品质和价格把控上优势难以在短期内超越。

全国统购提升生鲜议价能力，联合上游企业搭建优质供应链。此外，公司实施生鲜全国统购+区域直采的模式：对大多数商品实施全国统一采购，集中约 200-300 亿上游订单，大幅提升议价能力；对少部门地方特色产品交由区域人员进行差异化采购。为了锁定优质农产品，永辉近年来还选择入股多家国内上游企业，同时引入亚洲知名零售集团牛奶国际（旗下包含香港惠康、华南区 7-11、万宁等），打通海外采购路径。

图表24 永辉生鲜采购手册示例



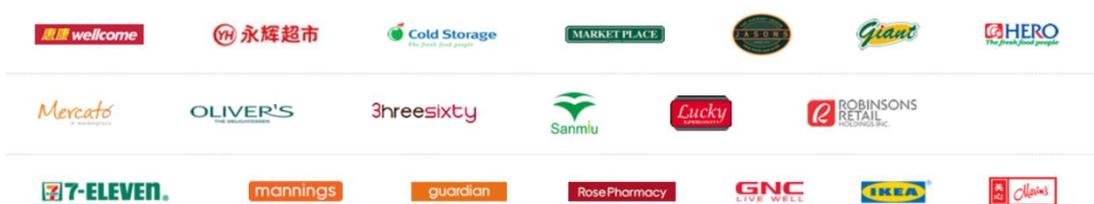
资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表25 部分永辉入股的上游农产品企业

时间	入股企业	主要产品
2017	星原农牧	生猪
2017	上海上蔬	蔬菜
2018	国联水产	海产
2018	闽威实业	水产
2018	湘村股份	黑猪

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 牛奶国际旗下企业列表



资料来源：公司官网，平安证券研究所

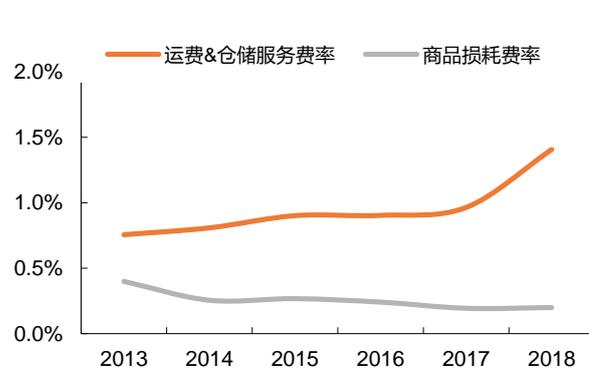
自建物流作业额持续增长，物流费&损耗率维持低位。除了采购外，永辉也没有放松对物流体系的建设。目前永辉物流中心已覆盖全国 18 个省市，总运作面积约 45 万平方米，员工人数约 2300 多人。物流中心依据温度带进行区分，其中常温配送中心(含中转仓)分布 17 个，定温配送中心(主要：蔬果、冷冻、冷藏商品等)9 个；2018 年配送作业额 409 亿元，物流供货率 58.8%；1H19 配送作业额达 230.46 亿。永辉上市后覆盖省市和门店数量均不断增加，但物流及仓储服务费的占营收比始终维持在低位，或能证明永辉物流建设确实取得效果。展望未来，永辉将继续铺设物流中心，投入不设限制，以适应日益扩大的门店覆盖范围。

图表27 永辉物流中心数据（截止 1H19）

永辉物流中心	
已覆盖省市（个）	18
总运作面积（万平米）	45
员工（人）	2,300
常温配送中心（个）	17
定温配送中心（个）	9
2018 作业额（亿元）	409
1H19 作业额（亿元）	230

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 物流费率&损耗率维持低位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

持续参股同业，供应链联合进一步形成规模效应。为了进一步整合供应链和降低采购成本，永辉持续参股或并购同业企业，包括红旗、中百、百佳等，利用参股公司在优势市场已有的成熟供应链，不断提升效率。以中百集团为例，中百在湖北已有成熟的供应链体系，永辉于 2018 年首次进入湖北，新店可充分利用中百供应链迅速降低采购和物流成本，缩短盈利周期。

图表29 永辉同业参股部分案例

参股企业	持股比例	股东次序	优势市场	门店数量 (截止 1H19)
红旗连锁	21%	第二大股东	四川	门店 2958 家
中百集团	40%	第一大股东	湖北、重庆	超市 725 家、便利店 338 家、仓储店 185 家
百佳、永辉、腾讯合营公司	50%	第一大股东	广东	百佳 40 家+永辉 20 家位于广东的超市

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 激发地方员工积极性，降低快速扩张的管理成本

我国国土广阔、各地区差异较大，不同地区门店的商品选择、价格定位、人员选派等均有不同讲究。零售企业仍高度依赖区域开发和管理人员因地制宜，结合地方特色推动扩张。此外，行业一线工作人员薪酬低、流动性高，导致员工积极性低，对生鲜保鲜和顾客的消费体验均有负面影响。对此，永辉一方面下放权力激发地方领导层自主性，另一方面推广合伙人+内部赛马机制，提高一线员工效率，解决门店在异地复制的难题，最终降低快速扩张带来的管理成本。

图表30 永辉跨区域扩张路径

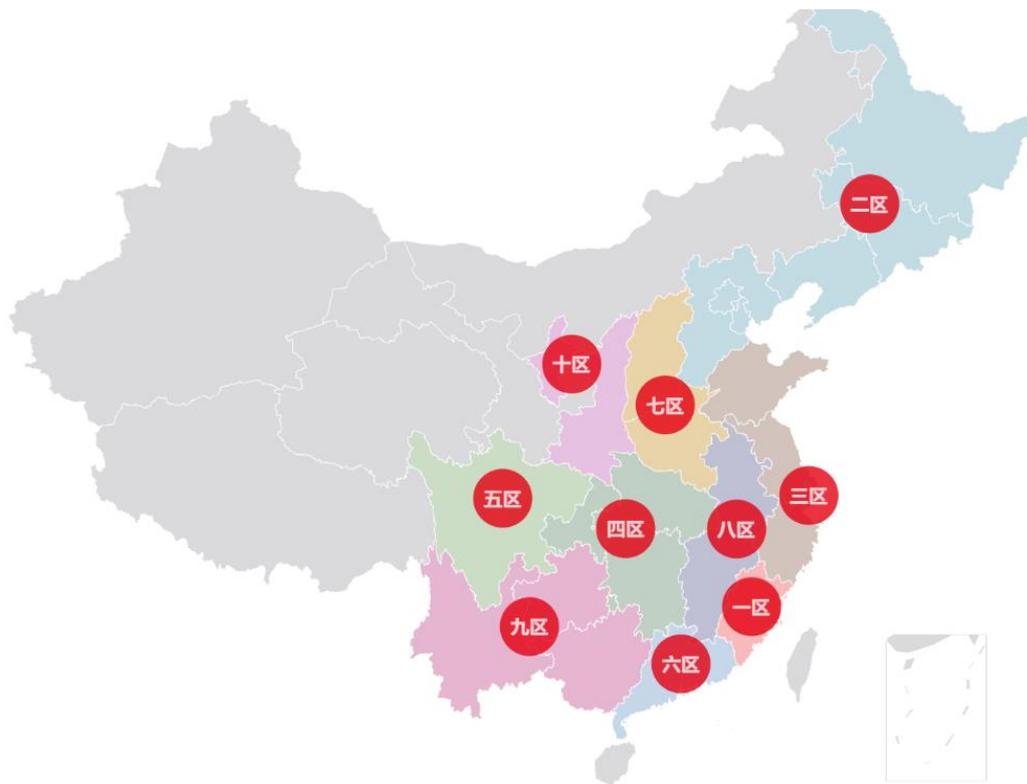


资料来源：公司公告，平安证券研究所

内部裂变推动扩张，下放权力激发地方积极性。永辉于 2015 年初内部一分为二，设立两大集群分别负责沿海发达地区、内陆+福建地区的发展。在沿海发达地区，集群重点发展精品超市业态，提高永辉品牌定位；在内陆地区，集群重点发展普通超市，扩大消费群体。两个集群前中后台均有所独立，因地制宜制定扩张方法。2015-2018 年间，永辉两个集群的规模先后达到了裂变前永辉的整体水平，促使公司整体营收翻倍。

2018 年底永辉取消两大集群，根据地区特性设立十大战区，并学习 IT 企业整合中后台。同时总部下放门店选址、当地特色品类采购等权利，进一步激发各区域的自主性&积极性。或能形成强大的内生扩张能力，再次通过内部裂变推动发展。

图表31 永辉十大战区分布



资料来源：公司网站，平安证券研究所

一线员工奖惩方式明确，人力使用效率大幅提高。为了激发一线员工积极性，永辉 2013 年开始在福建大区试点合伙人制，2014 年推广至全国各超市门店。永辉仿照阿米巴模式将门店再划分为十数个小店，每个小店团队（即合伙人）对自身用人、具体经营上均有决定权，并且可与公司共享小店的超额收益。此外，由于每个小店独立运营&核算，因此相似门店中同品类的小店具横向可比性，永辉可通过内部赛马制淘汰落后团队，如重选小店长或整组解散等，公司运营效率也得到提升。以果蔬为例，永辉 4%~5%损耗率远低于国内整体 30%的水平。人效方面，2015 年合伙人制全面落地后，永辉人均创收上升了一个台阶，并处于行业前列。人力成本方面，即便生鲜处理所需人手较多，永辉的薪酬支出占比也能压低到行业中下区间。

图表32 永辉合伙人制类似阿米巴模式



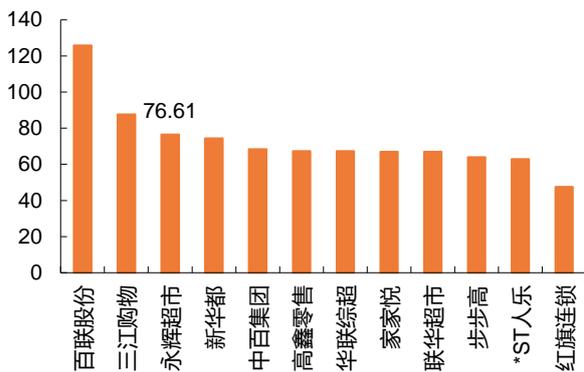
资料来源：世界经理人网，平安证券研究所

图表33 实施合伙人制后人均创收大幅提升



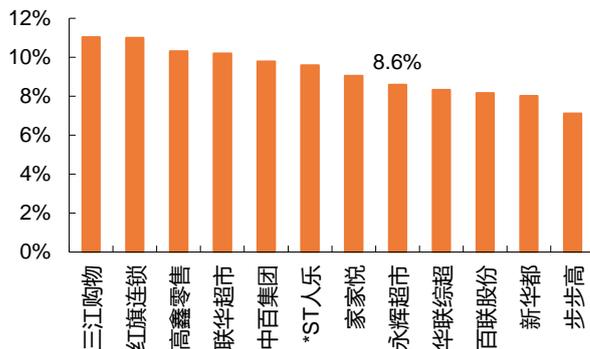
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表34 永辉人均创收（万元）较高（2018年）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 永辉员工薪酬占总收入比例较低（2018年）



资料来源：Wind，平安证券研究所

四、新零售时代试水新业态，资本运作得腾讯系协助

4.1 试水多种新业态，扩大消费人群

新零售概念提出后，零售行业持续从“场-货-人”向“人-货-场”的转变。虽包括无人便利店等多种新业态难言成功，但在消费场景日益复杂化的当下，零售企业仍需针对不同的商圈、不同的人群、不同的消费力，设计不同的零售解决方案。永辉在供应链的支撑下，除超市主业的持续扩张外，不断试水新业态，多维度增加触及不同消费者的机会。

Mini 业态受行业热捧，深入社区力争买菜人群。 Mini 店业态是 2019 年永辉及新零售竞争对手盒马鲜生均大力投入的新形式，是高端业态频频碰壁后双方瞄准下沉市场的一大利器。永辉 Mini 店定位社区超市，依赖永辉大店的供应链和运营管理能力，精选大店一部分 SKU，将生鲜搬到了消费者的家门口。Mini 业态设立目标明确，尝试在社区中取代夫妻店、肉菜水果水产专卖店、菜市场及其他杂牌生鲜超市。

永辉 Mini 业态开店速度极快，整体盈利或只是时间问题。仅在 19 年上半年，永辉已开近 500 家 Mini 店，预计全年将接近 1,000 家。作为创新型的业态，永辉对其不设考核指标，未来也可能脱离超市的十大战区体系进行独立经营管理。目前永辉 Mini 业态整体并未盈利，但考虑高端生鲜超市的盒马已有盈利的 Mini 店模型，以中低端起家的永辉应能在 Mini 业态下沉社区的竞争中更胜一筹，Mini 业态整体盈利或只是时间问题。

图表36 永辉大店&Mini 店对比

	大店	Mini 店
定位	大卖场、大超市	社区超市
客群	大众	日常做饭家庭
门店选址	大型购物中心	深入社区
门店面积	5,000-10,000 平米	500 平米
辐射范围	3 公里	1 公里
单店日销	数十万元	数万元
品类组成	生鲜占比 40%，品种全面	生鲜占比 50%，精选日常消费品
仓库	有仓库	无仓库，大多依赖附近大店的仓库
消费模式	到店+到家	到店为主

消费频次

中等

高频

资料来源：草根调研，平安证券研究所

超级物种+永辉生活，永辉仍持续探索新零售业态。永辉对零售更激进的探索被放在了参股公司永辉云创之中。永辉云创原为永辉子公司，因创新业务需要运营和融资上的独立性，于2018年底出表，现由永辉创始人之一、前副董事长张轩宁管理。云创旗下包括定位高档生鲜超市+餐饮的超级物种，对应中高端消费人群；和定位社区&商圈便利店的永辉生活，对应白领、年轻家庭等快节奏生活人群。这些创新型业态瞄准的是永辉超市主业难以吸引的消费人群，若能成功探索出适合的商业模式，势必将是永辉体系的一大补充。

图表37 超级物种高端超市



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表38 永辉生活便利店



资料来源：百度图片，平安证券研究所

竞购麦德龙，探索 B2B&会员制模式。近年来外资超市在国内普遍发展不顺，美国仓储式+会员制超市 Costco（好市多）却选择在2019年进入国内，或证明这种业态仍有潜在客群未被挖掘。德国企业麦德龙商业模式与 Costco 类似，在国内拥有近百家超市与1,300万会员，2018年净利润达4亿-5亿元。近期传闻麦德龙或将出售其中国区业务，永辉、物美、腾讯等已联合加入了竞标，永辉孵化&参股的 B2B 食材服务商彩食鲜也在竞标的名单中。若竞标成功，永辉将获得深入接触 B 端和会员制客户的机会，或能进一步扩大自身客户群。

图表39 Costco 国内首家店于19年8月开业



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表40 麦德龙的商业模式与 Costco 相似



资料来源：大众点评，平安证券研究所

4.2 腾讯直接赋能或有限，但联合财团可助力扩大规模

随着线上增速的放缓，互联网巨头自 2016 年起开始将目光投向广袤的线下零售市场。其中阿里先后入股并改造三江购物、高鑫零售（大润发+欧尚）等传统零售企业。为了与之抗衡，腾讯、京东和永辉组成了联合阵营，在各方面开始为永辉赋能。

京东+腾讯赋能，到家业务增长快。永辉的到家业务是受益最明显的板块之一，京东到家连接公司超市门店已达 407 家，2019 年上半年新增 112 家。同年腾讯协助永辉生活建立卫星仓，3 个月时间里已在福州开设 6 家。永辉到家现已覆盖 22 个省区的 109 个城市，共计 518 家门店。2018 年实现销售额 16.8 亿元，同比增长 3.2 倍；19 年上半年实现 13.3 亿元，月均增速保持 7.1%。但整体而言，到家业务占比较低，发展壮大仍需时日。

图表41 永辉 Bravo 超市接入京东到家业务



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表42 永辉生活&腾讯合作建立卫星仓



资料来源：百度图片，平安证券研究所

联合财团参与多起并购，或能进一步横纵向整合。由于京东背后也有腾讯的持股，可认为永辉在新零售时代的合作方最终仍是腾讯。而两家的合作更多在于组成联合财团，在资本运作中协助永辉通过参股、并购等方式实现市占率提升和供应链的持续整合。对比阿里系对合作主导权和控制权的渴望，腾讯系更喜好的是去中心化战略。这也体现在了和永辉的合作上，腾讯更像是财务投资者、为项目提供资金支持，因此永辉拥有较大的自主权和决策权。

就此而言，腾讯和永辉的合作的确不如阿里对大润发的支持来得深入，但这并不意味着永辉在新零售时代将落后于行业。事实证明，互联网企业提出的新零售模式绝非万能，线上赋能并不能一劳永逸解决所有问题，他们同样也面对着门店异地复制、下沉市场和供应链优化等大难题。而永辉无疑拥有更多的自主权和发展自由度，或能真正从零售规模和效率出发，认真审视线上线下各渠道&业态的价值。具体来说，是不迷信线上赋能的作用，是适度投入、及时止损，并持续将超市主业做大做强。最终紧紧抓住自身在生鲜上的优势，进一步扩大规模、优化供应链和内部管理体系，在新零售的下半场中脱颖而出。

图表43 永辉与腾讯的部分合作案例

案例	具体内容
腾讯入股永辉	18年3月以来持股5%
接入腾讯生态圈	接入小程序、公众号、微信支付等
腾讯智慧零售赋能	智能选址&智能选品、云计算等领域合作
永辉云创出表	腾讯增资云创持股15%
腾讯&万达联盟	腾讯、永辉先后入股万达商管
家乐福中国业务出售	永辉、腾讯携手竞标
百佳永辉超市开业	永辉、百佳、腾讯合资运营广东地区的永辉和百佳超市
永辉生活卫星仓建设	永辉、腾讯联手布局到家业务

麦德龙中国业务出售

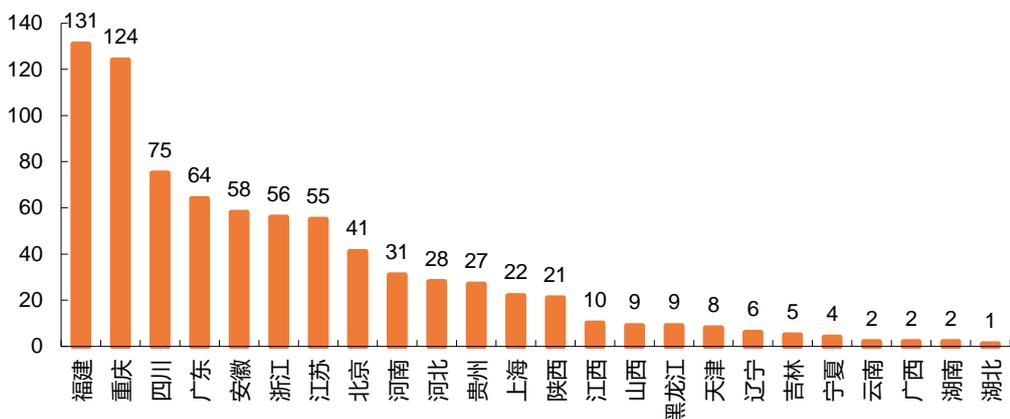
永辉、腾讯、物美等携手竞标

资料来源：公司网站，平安证券研究所

五、 主业扩张提升营收，剥离亏损业务促业绩大幅回升

超市主业扩张大有空间，是营收增长最大来源。永辉虽已有 800 多家超市门店，但行业龙头之一的华润万家巅峰期曾拥有四千家以上的门店，证明永辉门店数仍有很大的扩展空间。同时，永辉门店仍集中于东南、西南&华北，通过新开店或并购实现全国扩张仍大有可为。以湖南、湖北等中部经济&人口大省为例，永辉至今仅有个位数门店，可通过参股公司中百集团的成熟供应链，快速布局自身门店。展望未来，永辉或能保持每年净增 100 家以上超市门店的速度，扩大门店网络布局。永辉或可充分利用在生鲜、供应链和地方员工管理上的优势，复制上市以后的扩张途径，继续快速铺店以推动营收不断增长。

图表44 永辉超市门店数量分布（截止 1H19）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

剥离亏损业务，业绩将大幅回升。目前永辉已剥离亏损较大的云创、云商子公司，重新聚焦已有成熟盈利模式的超市主业。此外，Mini店作为小型业态的投入有限，预计 2019 年亏损可控，2020 年起或能得出盈利模式。我们预计永辉未来三年业绩将有大幅的回升。

图表45 永辉超市收入预测拆分

	2018A	2019E	2020E	2021E
大超市				
收入（百万元）	65,541.18	75,294.99	84,915.30	94,294.77
增长（%）	19.4%	14.9%	12.8%	11.0%
期末门店数	708	831	945	1,058
增长（%）	22.5%	17.4%	13.7%	12.0%
单店收入（百万元）	92.57	90.61	89.86	89.13
增长（%）	-2.5%	-2.1%	-0.8%	-0.8%
Mini店				
收入（百万元）	-	7,200.00	15,000.00	26,000.00
增长（%）	-	-	108.3%	73.3%

期末门店数	-	1,000	1,500	2,000
增长(%)			50.0%	33.3%
单店收入(百万元)	-	7.20	10.00	13.00
增长(%)			38.9%	30.0%
其他业务				
收入(百万元)	4,975.47	5,970.56	7,164.68	8,597.61
增长(%)	34.2%	20.0%	20.0%	20.0%
永辉合计				
总收入(百万元)	70,516.65	88,465.56	107,079.98	128,892.39
增长(%)	20.4%	25.5%	21.0%	20.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

综上，我们预测 2019-2021 年公司营收 884.7、1,070.8、1,288.9 亿元，同比增 25.5%、21%、20.4%；归母净利润 23.1、28.5、36.9 亿元，同比增 56.2%、23.1%、29.6%，对应 EPS 0.24、0.30、0.39 元，PE 37、30、23 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表46 可比公司比较

证券简称	最新收盘价	总市值(亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
永辉超市	8.96	857.5	0.15	0.24	0.30	57.9	37.1	30.1
步步高	7.38	63.8	0.18	0.22	0.25	41.0	33.3	29.4
三江购物	14.50	79.4	0.20	0.22	0.24	71.2	64.6	60.4
红旗连锁	7.47	101.6	0.24	0.32	0.38	31.5	23.1	19.5
家家悦	27.22	165.6	0.71	0.81	0.96	38.5	33.4	28.3
高鑫零售	8.16	702.3	0.27	0.29	0.32	26.4	28.1	25.5

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：除永辉外，其余预测均取自万得一致预测（币种：人民币）

六、风险提示

- **消费环境低迷、CPI 持续下行的风险：**超市行业表现与宏观环境密切相关，若宏观增速持续下行，CPI 维持低位，则公司发展或受负面影响。
- **行业竞争加剧的风险：**互联网巨头、地产商等行业外公司纷纷加入零售行业的竞争中，行业竞争或将加剧。
- **新业务模式不成功，带来较大的投资亏损的风险：**永辉 Mini 店、到家业务等仍在培育期，若无法得出盈利模式，持续投入或成公司一大负担。
- **新门店的运营风险：**永辉新开店速度较快，新门店人员配备、位置、租金等或低于老门店水平，存在新门店运营困难、单店收入下降的风险。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,953	27,993	33,163	38,557
现金	4,733	4,980	5,334	6,303
应收票据及应收账款	2,085	2,048	2,822	3,190
其他应收款	835	1,152	1,331	1,640
预付账款	2,105	2,794	3,287	3,965
存货	8,119	9,439	11,877	13,857
其他流动资产	6,077	7,580	8,511	9,602
非流动资产	15,674	16,124	16,669	17,386
长期投资	5,701	5,701	5,701	5,701
固定资产	4,512	4,731	5,038	5,601
无形资产	625	576	531	489
其他非流动资产	4,836	5,116	5,399	5,595
资产总计	39,627	44,117	49,831	55,943
流动负债	19,951	23,263	27,879	32,468
短期借款	3,690	3,690	3,690	3,690
应付票据及应付账款	9,716	11,826	14,534	17,362
其他流动负债	6,544	7,747	9,655	11,416
非流动负债	244	244	244	244
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	244	244	244	244
负债合计	20,195	23,507	28,124	32,712
少数股东权益	77	-4	-108	-249
股本	9,570	9,570	9,570	9,570
资本公积	7,557	7,557	7,557	7,557
留存收益	3,855	5,114	6,315	7,980
归属母公司股东权益	19,355	20,614	21,816	23,480
负债和股东权益	39,627	44,117	49,831	55,943

现金流量表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,761	3,305	4,064	5,274
净利润	1,480	2,312	2,846	3,688
折旧摊销	1,310	1,540	1,510	1,504
财务费用	148	-3	21	55
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1,707	-462	-208	168
其他经营现金流	-2,884	-81	-104	-141
投资活动现金流	-3,669	-2,009	-2,045	-2,226
资本支出	-1,131	-2,009	-2,045	-2,226
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,537	0	0	0
筹资活动现金流	2,305	-1,050	-1,664	-2,079
短期借款	3,690	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1,385	-1,050	-1,664	-2,079
现金净增加额	397	247	354	969

利润表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	70,517	88,466	107,080	128,892
营业成本	54,900	70,382	84,235	100,733
营业税金及附加	237	336	383	462
营业费用	11,560	12,694	16,122	19,677
管理费用	3,007	3,148	3,839	4,554
研发费用	0	0	0	0
财务费用	148	-3	21	55
资产减值损失	69	72	76	79
其他收益	120	120	120	120
公允价值变动收益	33	35	37	38
投资净收益	548	603	663	730
资产处置收益	-33	-0	-0	-0
营业利润	1,264	2,594	3,224	4,221
营业外收入	233	244	257	269
营业外支出	48	51	53	56
利润总额	1,449	2,788	3,427	4,434
所得税	452	558	685	887
净利润	997	2,230	2,742	3,548
少数股东损益	-483	-81	-104	-141
归属母公司净利润	1,480	2,312	2,846	3,688
EBITDA	31	20	18	15
EPS (元)	0.15	0.24	0.30	0.39

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	20.4	25.5	21.0	20.4
营业利润(%)	-35.0	105.2	24.3	30.9
归属于母公司净利润(%)	-18.5	56.2	23.1	29.6
获利能力				
毛利率(%)	22.1	20.4	21.3	21.8
净利率(%)	2.1	2.6	2.7	2.9
ROE(%)	7.5	11.6	13.4	16.3
ROIC(%)	2.5	9.0	10.5	12.9
偿债能力				
资产负债率(%)	51.0	53.3	56.4	58.5
净负债比率(%)	-20.4	-20.4	-21.0	-23.8
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	1.9	2.1	2.3	2.4
应收账款周转率	46.0	42.8	44.0	42.9
应付账款周转率	6.3	6.5	6.4	6.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.24	0.30	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.35	0.42	0.55
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.15	2.28	2.45
估值比率				
P/E	57.9	37.1	30.1	23.2
P/B	4.4	4.2	3.9	3.7
EV/EBITDA	31.1	20.5	17.8	14.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033