

# 永辉超市 (601933): 生鲜为王, 立足全国赛道持续高成长

2020年03月22日

强烈推荐/维持

永辉超市 公司报告

## 摘要:

永辉超市成立于2001年,是我国首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一,被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范,被百姓誉为“民生超市、百姓永辉”。公司立足生鲜进行差异化发展,叠加生鲜异地扩张优势迅速展店。截止2019年底,公司共有门店910家,业务架构调整后聚焦超市业态,超市门店数量稳居国内第一。2019年Q3公司实现营业收入635.43亿元,同比增长20.59%,归母净利润15.38亿元,同比增长51.14%;2010-2018年营业收入/归母净利润复合增速分别为24.37%/21.80%。经过多年的成长,公司已成长为全国性超市龙头,并稳居中国企业500强。

- **生鲜为王:** 公司借力农改超提升生鲜业务比重。经历20年的发展,生鲜板块在公司收入的占比一直保持在44%以上,形成了“生鲜为王”的特色。公司2018年生鲜类创营收316.6亿元、毛利47亿元,稳坐生鲜类超市龙头地位。同时,电商对生鲜冲击小,生鲜拉动公司食品、租金等其他项目收入。
- **供应链构筑护城河:** 公司引入牛奶国际、京东等战略投资者提升供应链管理效率。同时打通上游产业资源,进行优质采购、强大物流支持快速配送、冷链系统保质保鲜,三者共同发力,保证永辉在生鲜细分市场的持续领先能力。
- **聚焦云超,三大板块协力发展:** 公司聚焦云超板块,云金、云商、云创三大板块支撑主业发展。云超高速增长为公司创造稳定的现金流,支撑公司探索发展新业态。2018年,公司剥离云创业务,报表业绩压力得到缓解,表外孵化公司业绩增长新动力。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们预计公司19/20/21年公司收入867.54/1049.72/1259.66亿元,增速23.03%/21.00%/20.00%,实现归母净利润23.28/29.07/40.02亿元,同比增速57.28%/24.86%/37.67%,EPS为0.24/0.30/0.42元,对应PE为38.1/30.52/22.17,维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 门店扩张不达预期风险,行业竞争加剧。

## 财务指标预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,591	70,516	86,754	104,972	125,966
增长率(%)	19.01%	20.35%	23.03%	21.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	1,816	1,480	2,328	2,907	4,002
增长率(%)	46.28%	-18.52%	57.28%	24.86%	37.67%
净资产收益率(%)	9.09%	7.65%	11.10%	13.86%	19.09%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.42
PE	48.79	61.80	38.10	30.52	22.17
PB	4.44	4.58	4.23	4.23	4.23

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

永辉超市是大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一,被誉为“农改超”推广的典范。公司深耕生鲜产品购销,不断强化供应链仓储物流基础。经过多年发展,公司门店运营管理不断强化,以服务百姓出发,被百姓誉为“民生超市、百姓永辉”。

## 未来3-6个月重大事项提示:

暂无。

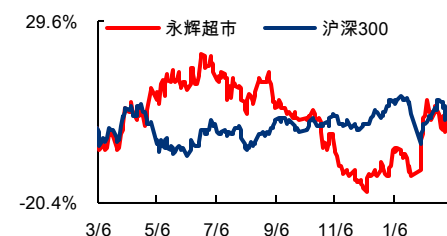
## 发债及交叉持股介绍:

暂无。

## 交易数据

52周股价区间(元)	10.57-7.18
总市值(亿元)	949.39
流通市值(亿元)	939.25
总股本/流通A股(万股)	957,046/946,825
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.65

## 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师:王习

010-66554088

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518010001

## 研究助理:赵莹

010-66554090

zhaoying\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118120009

## 目录

1. 欣欣向荣：生鲜为王，主业构筑护城河	4
1.1 生鲜市场规模巨大，超市终端占比提升	4
1.1.1 大行业，小公司	4
1.1.2 农改超助力生鲜超市终端占比提升	5
1.2 生鲜差异化经营，稳坐细分市场龙头地位	6
1.3 电商对生鲜冲击小，生鲜流量转换显著	7
1.4 生鲜使得异地可复制，展店迅速带动营收快速增长	8
2. 合纵连横：引进战略投资者，深耕供应链领域	10
2.1 整合优势显现，多方位布局生态体系	10
2.2 “采购模式+物流体系”日趋完善，规模效应显现	12
2.2.1 采购模式基本完善，生鲜品相管控能力提升	12
2.2.2 物流体系完成全国布局，冷链将成核心竞争力	13
2.2.3 供应链趋于完善，规模效应显现	14
3. 静待花开：聚焦云超，四大板块协同发展	15
3.1 云超：架构调整，超市龙头重起航	15
3.1.1 业务集群合并管理，区域协同开启新征程	15
3.1.2 发展到家业务，强化线上场景服务能力	15
3.2 表外培育缓解业绩压力，云金加速成长	16
3.2.1 云商云创表外培育，缓解业绩压力	16
3.2.2 云创剥离缓解业绩压力	16
4. 盈利能力持续优化，高速展店带来业绩高增	17
4.1 同店表现持续优化、高速展店带动收入增长	18
4.2 高周转下毛利稳增，业绩良性循环	18
4.3 公司盈利与营运能力领先行业水平	19
5. 盈利预测	20
6. 风险提示	20
相关报告汇总	22

## 插图目录

图 1：营业总收入及增速	4
图 2：归母净利润及增速	4
图 3：我国生鲜市场交易规模及同比增长	4
图 4：我国超市行业集中度低	4
图 5：生鲜产品流通渠道变革	5
图 6：超市作为生鲜零售终端占比不断提升	6
图 7：可比公司业务构成占比	7
图 8：可比公司生鲜收入（亿元）	7

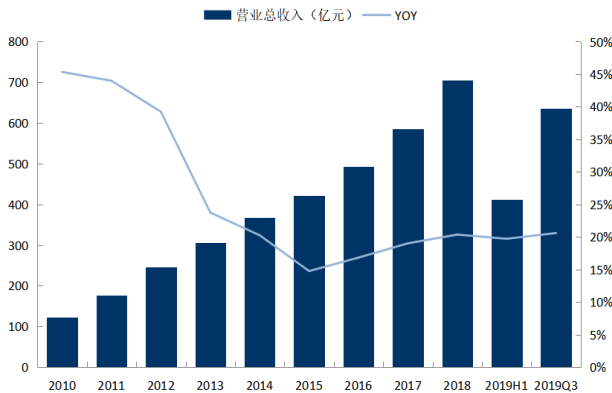
图 9: 社零总额和网上零售额增速.....	7
图 10: 网上零售额占比逐年提升.....	7
图 11: 单日有效客流量逐年提升.....	8
图 12: 食品用品和其他业务增速高于生鲜增速.....	8
图 13: 房租物业费同比增速低于和转租收入.....	8
图 14: 公司门店总数于 2016 年首次超过高鑫零售.....	9
图 15: 新增门店 (家) 及同比.....	9
图 16: 十大战区门店布局情况.....	9
图 17: 公司储备门店支撑未来增长.....	9
图 18: 公司营业收入与增长.....	10
图 19: 永辉超市股权结构图.....	10
图 20: 公司生鲜毛利率居行业前列.....	14
图 21: 公司毛利率稳步提升.....	14
图 22: 公司存货周转率远高于同业.....	14
图 23: 十大战区地图分布.....	15
图 24: 永辉生活门店图.....	16
图 25: 超级物种门店图.....	16
图 26: 2016-2018 年云创营收和净利润情况 (亿元).....	17
图 27: 云创科技股权结构.....	17
图 28: 云金业务构成.....	17
图 29: 公司营收伴随扩张高增 (亿元).....	18
图 30: 公司周转率远高于行业水平.....	18
图 31: 低毛利高周转下公司经理保持良性循环.....	18
图 32: 超市行业各公司营业收入 (亿元).....	19
图 33: 超市行业各公司净利润 (亿元).....	19

## 表格目录

表 1: 农贸市场 vs 生鲜超市.....	5
表 2: 永辉采购模式优化进程.....	12
表 3: 永辉全国物流 (含冷链物流) 体系建设进程.....	13
表 4: 财务指标对比.....	19

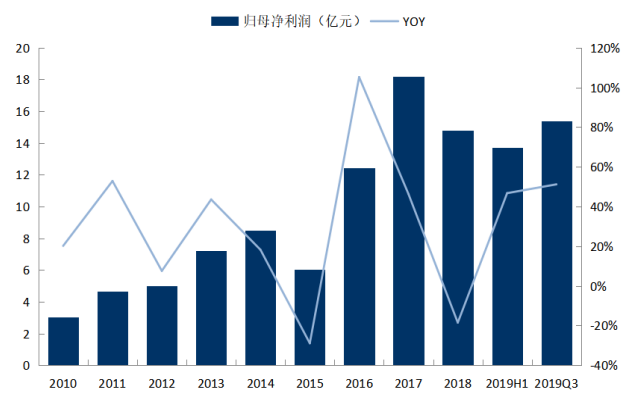
永辉超市成立于 2001 年, 是我国首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一, 被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范, 被百姓誉为“民生超市、百姓永辉”。公司通过“生鲜为王”进行差异化发展, 运用生鲜的异地可复制性快速展店。截止 2018 年底, 公司共有门店 708 家, 业务架构调整后聚焦超市业态, 超市门店数量稳居国内第一。2019 年 Q3 公司实现营业收入 635.43 亿元, 同比增长 20.59%, 归母净利润 15.38 亿元, 同比增长 51.14%; 2010-2018 年营业收入/归母净利润复合增速分别为 24.37%/21.80%。经过多年的成长, 公司已成长为全国性超市龙头, 并稳居中国企业 500 强。

图1: 营业总收入及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1. 欣欣向荣: 生鲜为王, 主业构筑护城河

公司主打生鲜, 在市场上形成了鲜明的特色。生鲜具有复购率高、客户粘性大等特点, 通过生鲜集聚客户, 同时带动公司食品、服饰等其他业务的收入。此外, 生鲜很好的解决了异地复制的难题, 使公司能够迅速展店, 进而带动营收的快速增长。

### 1.1 生鲜市场规模巨大, 超市终端占比提升

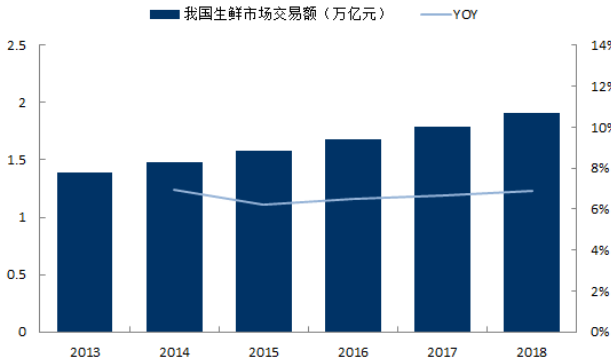
#### 1.1.1 大行业, 小公司

**大行业: 生鲜市场体量大, 增速稳定。**据前瞻产业研究院, 2018 年我国生鲜市场交易额为 1.91 万亿元, 同比增长 6.9%。生鲜作为我国家庭日常的必须消费, 交易具有一定的确定性, 在我国庞大的人口基数支撑下, 生鲜市场有望保持 6% 以上增长。

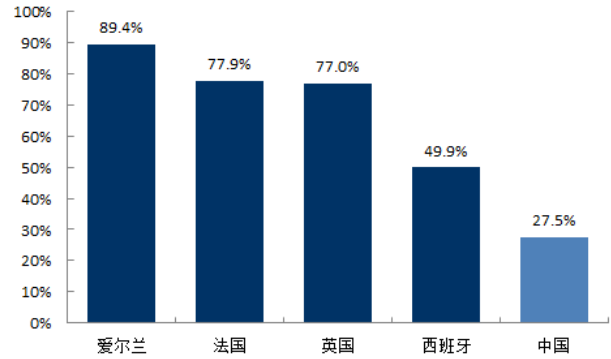
**小公司: 超市行业市占率低。**据凯度咨询, 我国超市行业 CR5 占比为 27.5%, 远低于欧美发达国家, 龙头公司市占率低。超市行业具有门槛低、竞争强烈的特点, 随着行业的发展, 集中度将不断提升, 龙头经验丰富, 将脱颖而出。

图3: 我国生鲜市场交易规模及同比增长

图4: 我国超市行业集中度低



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

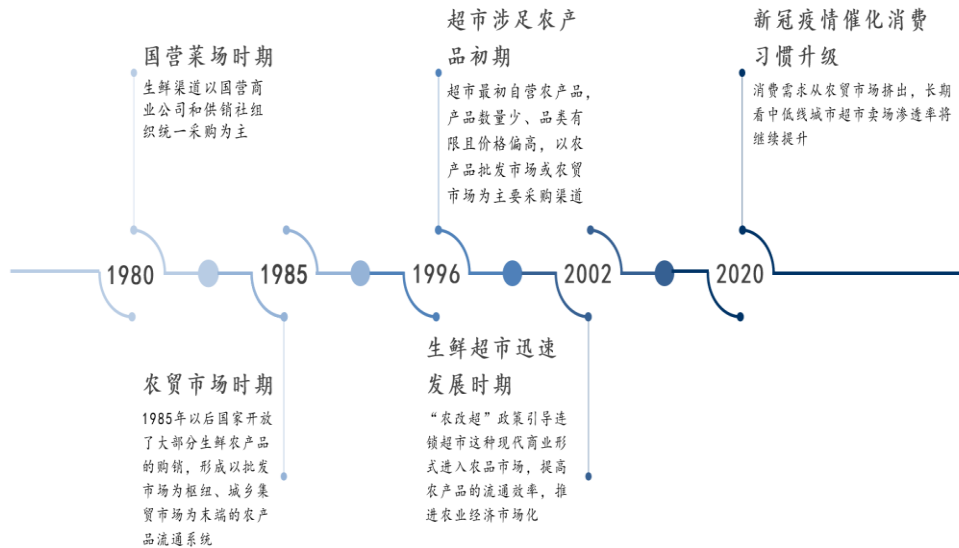


资料来源: 凯度咨询, 东兴证券研究所

### 1.1.2 农改超助力生鲜超市终端占比提升

在我国生鲜发展的历程中, 农贸市场一直处于我国居民采购生鲜的首选之地, 但农贸市场存在脏、乱、差以及食品安全得不到保障等缺点。而对比农贸市场, 生鲜超市则拥有环境舒适、品类多、食品安全有保证等特点。自 2002 年以来, 我国政府开始推行“农改超”, 以期改善人们生鲜采购的体验, 改善食品安全问题。

图5: 生鲜产品流通渠道变革



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

表1: 农贸市场 vs 生鲜超市

农贸市场	生鲜超市
------	------

**优势**

- 价格低廉：农贸市场作为政府民生工程，具有公益属性，在价格上涨时会通过免收摊位租金等方式补贴个体商贩，使得农贸市场价格保持在稳定低价水平
- 新鲜度高：个体商贩存货少，采购频率高，通常是每天从附近批发市场进货
- 环境舒适：生鲜超市干净整洁、品类多、能够满足消费者“一站式”购物的需求
- 食品安全有保证：严格的准入制度和先进的物流技术使得生鲜品质能得到有效保证
- 营业时间灵活：每天十多个小时的营业时间，能够满足上班族的时间需求

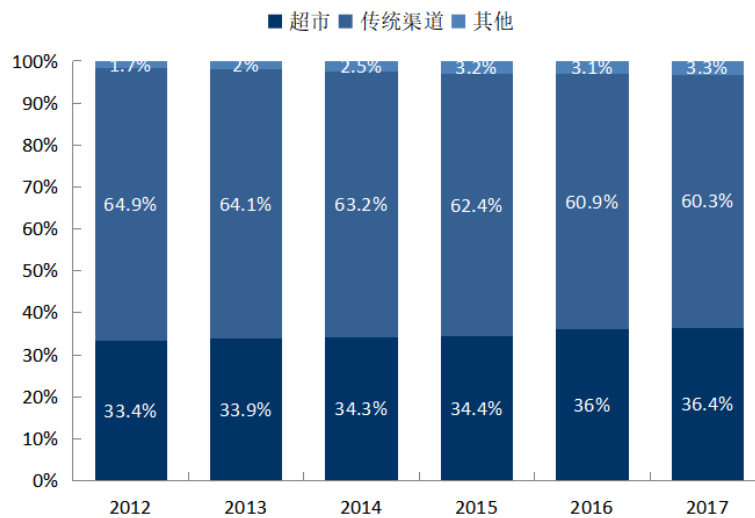
**劣势**

- 食品安全存忧：一方面食品安全监察力度不够，监管盲区依然存在，例如“毒豆芽”、“毒大米”等时常在农贸市场出现；另一方面，经营个体缺乏食品安全意识，进货来源不明和不合格食品的行为时有发生
- 购物环境差：集市往往环境脏、乱、差，规划混乱
- 价格相对较高：由于农产品从采购到销售需要经过多层流通环节、物流成本高，而且目前经营范围主要是高端生鲜食材，如日本进口金枪鱼、澳洲谷饲牛排等，导致生鲜产品价格高

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

**超市作为生鲜零售终端占比不断提升。**随着“农改超”以及“农超对接”的不断发展，我国超市企业纷纷向上游供应链布局，加速生鲜板块的渗透。据尼尔森，超市在我国生鲜终端零售渠道的占比从2012年的33.4%提升至2017年的36.4%，居民进超市购买生鲜的消费习惯逐渐形成和巩固。20年新冠疫情起源地武汉华南海鲜市场市场折射出我国海鲜、农贸市场长期存在食品安全、监管难等问题。在此影响下，各省市或将加强农贸市场严格监管的同时，食品安全、卫生环境存在明显问题的农贸市场将进一步被安全卫生更加可靠的超市替代。此外，“一站式”的超市、卖场为百姓提供长期稳定、安全可靠、品类丰富的产品，将代替原有农贸市场在中低线城市消费地位。消费需求从农贸市场挤出，长期看中低线城市超市卖场渗透率将继续提升。

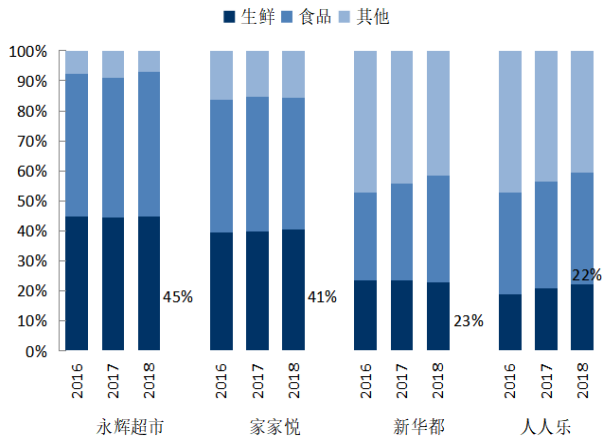
**图6：超市作为生鲜零售终端占比不断提升**



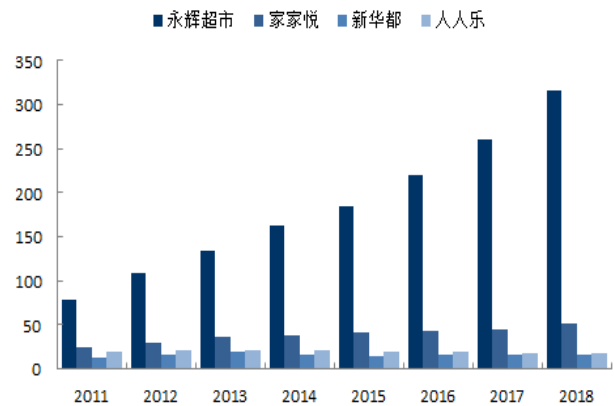
资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

## 1.2 生鲜差异化经营，稳坐细分市场龙头地位

**生鲜占比&营收居同业第一。**永辉超市深耕生鲜板块 18 年, 生鲜板块在公司收入的占比一直保持在 44% 以上, 与同业业务构成相比, 形成了“生鲜为王”的特色。公司 2018 年生鲜类创营收 316.6 亿元、毛利 47 亿元, 稳坐生鲜类超市龙头地位。

**图7: 可比公司业务构成占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

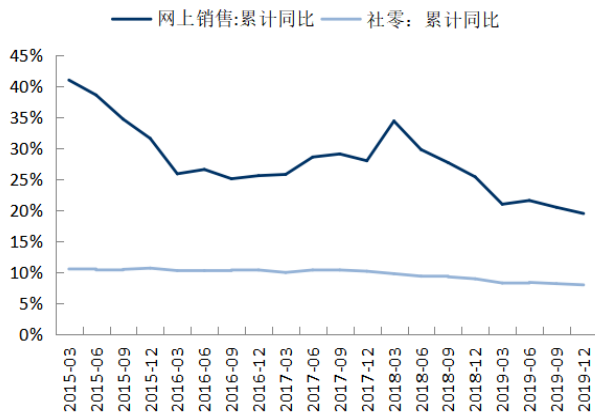
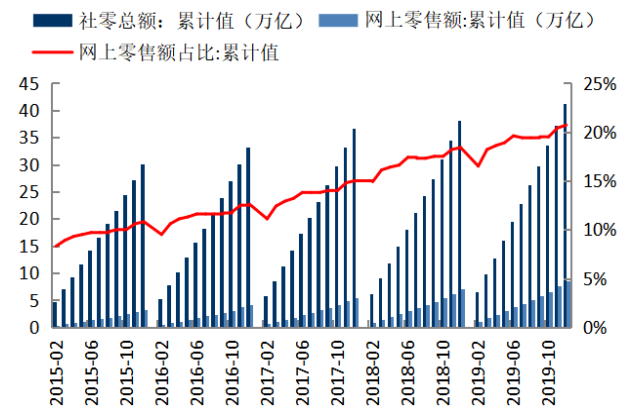
**图8: 可比公司生鲜收入 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**借道“农改超”，深耕生鲜市场。**2001 年, 福建地区商贸零售竞争激烈, 沃尔玛、麦德龙等外资企业的进入使得竞争进入白热化阶段。此时, 永辉超市处于创业初期, 实力单薄。于是, 永辉超市借道“农改超”政策, 抓住生鲜市场进行深耕, 并将生鲜的经营面积占比扩大到 40%-60%, 从而取得这一细分市场的领先地位。

### 1.3 电商对生鲜冲击小, 生鲜流量转换显著

**电商占比提升, 但对生鲜冲击较小。**随着电商的兴起, 超市等传统零售行业受到了较大的负面影响。自 2015 年起, 网上零售额以超出社零 11.3% 以上的速度快速增长。2018 年网上零售额达 7.02 万亿元, 同比增长 25.40%, 网上销售额占社零的比值也增至 18.4%, 且呈逐年快速上升趋势。而生鲜产品损耗快、标准化难、物流配送成本高等因素使得生鲜市场对电商形成天然的高壁垒。据艾媒咨询, 目前电商对生鲜的渗透率极低, 2018 年仅为 3.4%, 电商对生鲜超市冲击小。而永辉超市牢牢抓住“生鲜为王”的销售理念, 借助生鲜类产品特有的复购率高、客户粘性大等特点, 有效的应对电商的冲击, 实现“逆风翻盘”。

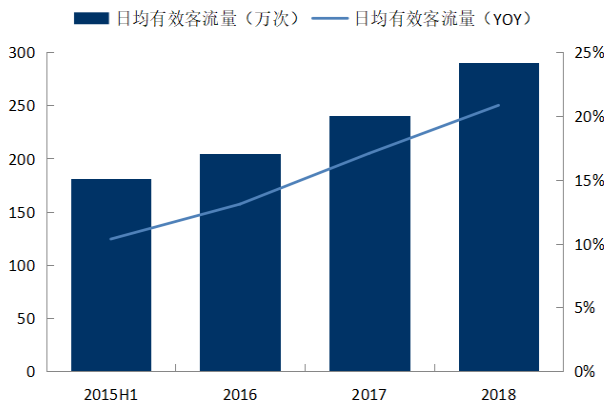
**图9: 社零总额和网上零售额增速**

**图10: 网上零售额占比逐年提升**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

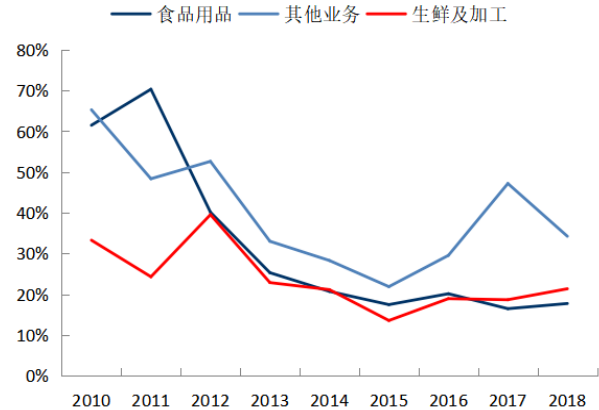
生鲜拉动食品、租金等其他领域的收入。2016-2018年永辉日均有效客流量保持在200万人次以上, 18年日均客流量为290万人次, 同比增加20.83%。随着客流量的增加, 流量转换带动其他经营板块的效应也更为明显。我们对比各品类近几年的增速可以看出, 除2017年, 食品和其他业务收入增速均位于生鲜之上, 特别是其他业务收入, 于2016年首次超过服装收入, 并保持高速增长, 2018年同比增长34.2%。其他业务主要由转租和向供应商提供服务构成。近8年转租收入的增速一直大于公司租金支出增速, 18年转租收入同比增速达29.12%, 高出租金费用2.15pct, 生鲜带动门店高客流, 从而提升转租收入增长。

图11: 单日有效客流量逐年提升



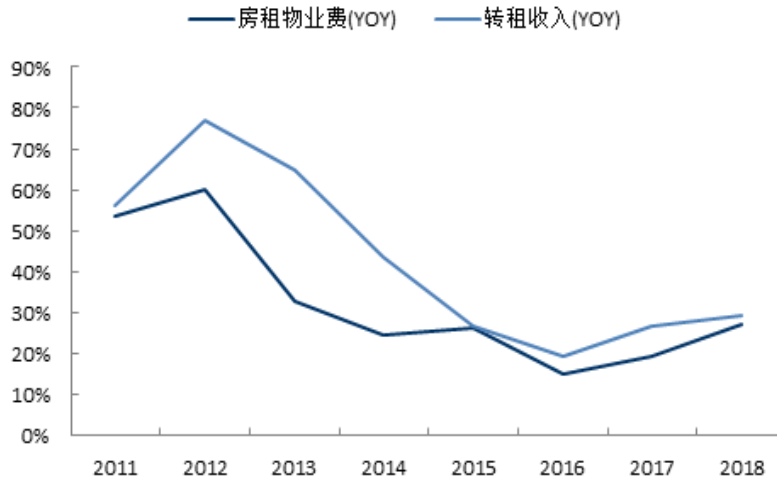
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图12: 食品用品和其他业务增速高于生鲜增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图13: 房租物业费同比增速低于和转租收入



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

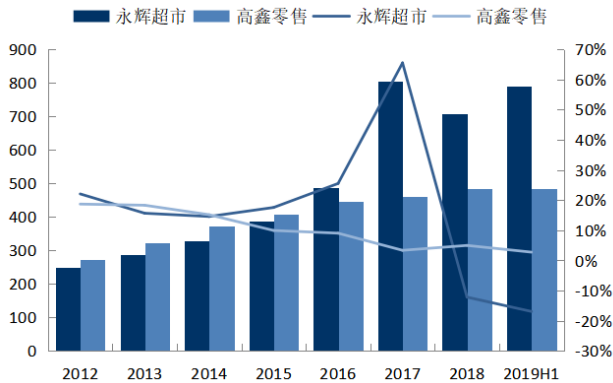
#### 1.4 生鲜使得异地可复制, 展店迅速带动营收快速增长

生鲜模式下, 公司展店迅速, 助力全国市场布局。我国超市上市公司目前以区域龙头较多, 如宁波三江购物、

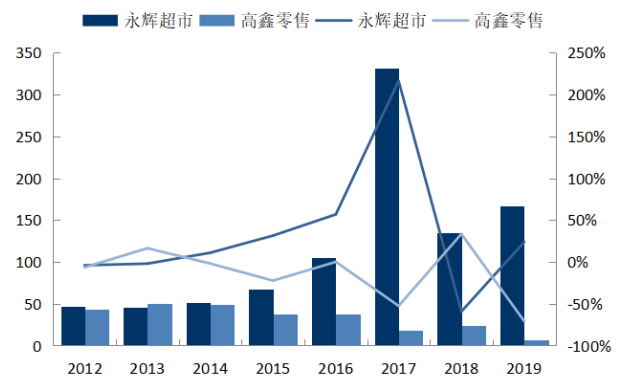


四川红旗连锁、河南胖东来等。超市异地扩张的难点在于我国快消品代理商区域分割的缘故, 拓展新区域短期内无法达到规模化效应。国内快消品制造商为推销其产品, 一般在每个省指定一个代理经销商, 具有排他性。原有地区的人脉资源和优惠政策在新拓展地区的经营活动中不再存在)。而生鲜品类能有效的化解相关制约, 这也使得永辉超市能够借助生鲜渠道进而向全国布局。

2014-2019年, 永辉保持高速展店节奏, 2015年以后永辉新店数更是呈井喷式增长, 2017年新店数高达332家, 同比增长216.19%。2014-2019年永辉呈现爆发式展店, 年展店为51/67/105/332/135/205家(2018年剔除云创业务, 统计门店时并未包含会员店)。在同业展店速度放缓的情况下, 永辉逆势发展, 成为国内门店增速第一的超市企业。2014年后, 永辉各年新增店面位居行业第一。2016年永辉超市的店面总数首次超过高鑫零售, 19年门店总数量达910家, 筹建储备门店233家。

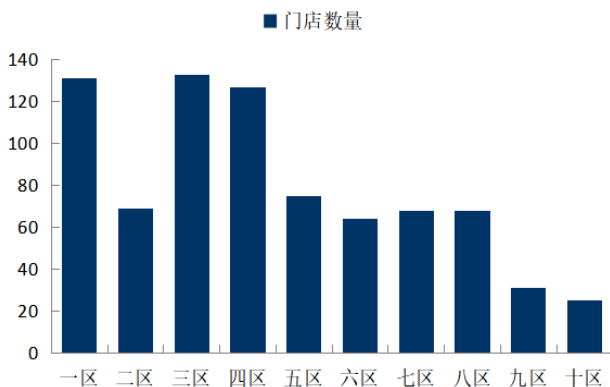
**图14: 公司门店总数于2016年首次超过高鑫零售**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

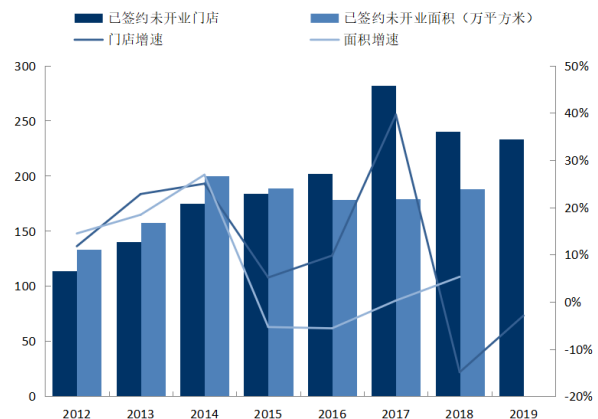
**图15: 新增门店(家)及同比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

十大战区完成布局, 储备店面丰富, 业绩增长潜力大。截止至2018年底, 永辉全国范围的版图扩张基本完成, 形成了以福建为中心, 华西、华东、华北为重点支撑, 华中、华南、东北、西北为辅的全国战略版图。此外, 随着公司的快速增长, 公司的储备店面也呈现快速增长的趋势。2019年底, 永辉已签约的筹建储备门店233家。我们认为在公司经营模式可复制的情况下, 公司储备店面将在未来兑现业绩, 公司未来营收可观。

**图16: 十大战区门店布局情况**


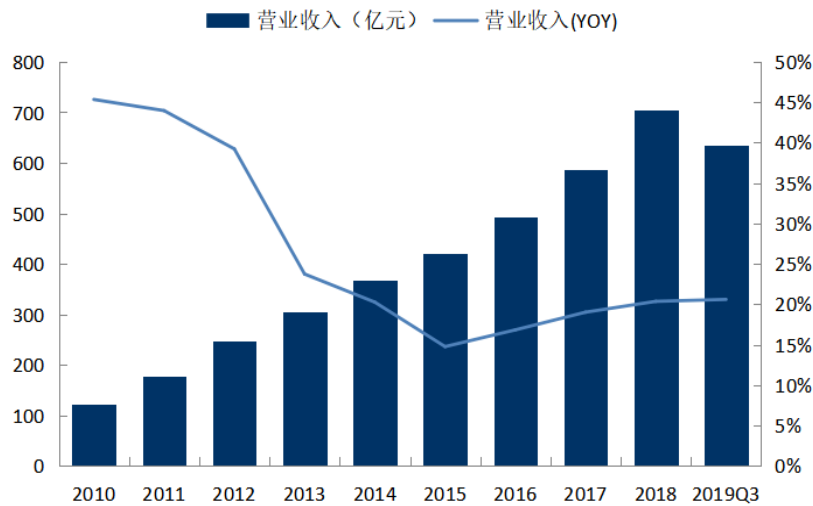
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图17: 公司储备门店支撑未来增长**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

展店迅速带来的是营收的大幅增长。公司营收增速在 2015 年出现拐点，在高基础的情况下，公司的营收增速仍能保持两位数的增长，且增速不断提高，这主要得益于 2015 年后公司展店提速。2018 年，永辉营业收入突破 700 亿大关，创收 705 亿元，同比增长 20.35%。我们认为随着公司门店数量的提升，以及丰富的店面储备，未来这一部分效益将持续释放，业绩增速有望持续提升。

图18：公司营业收入与增长



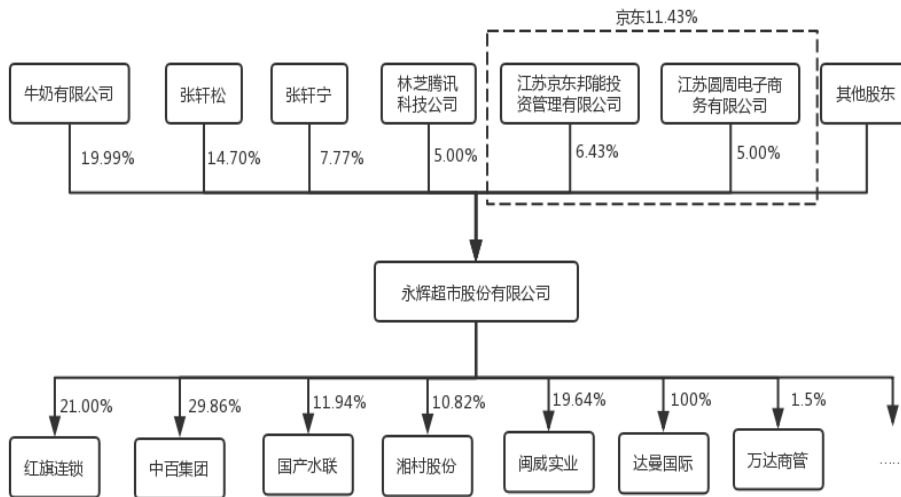
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 合纵连横：引进战略投资者，深耕供应链领域

### 2.1 整合优势显现，多方位布局生态体系

永辉超市通过引入牛奶国际、腾讯、京东等战略投资者，同时参股红旗连锁、中百集团、达曼国际，受让万达商管、国联水产股份，认购湘村股份、闽威实业股份等，从而实现经营效率、供应链管理、自有品牌开发、区域市场、线上生态圈的多维度布局。

图19：永辉超市股权结构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**经营效率:** 目前公司已与腾讯开展深度合作, 启动了近 200 人参与的腾辉项目强基工程, 构建以流程贯通、数据驱动为核心的具有国际竞争力的消费供应链系统平台的优化建设, 围绕供应链、工程、HR、财务共享, 以商品流、订单流、财务流和信息流进行了整体流程拉通, 共梳理流程 323 条。目前一期系统已经落地, 二期正在建设。我们认为借助腾讯在企业管理、智能化办公等方面的经验, 公司的经营效率将进一步提升。

**供应链管理:** 牛奶国际和京东均在零售行业具有丰富的经验。牛奶国际是亚洲领先的零售商, 截至 2018 年底, 牛奶国际共经营 9747 家门店, 遍布亚洲各个区域, 其中零售业态门店占比超过 60%, 2018 年实现销售额 220 亿美元。而京东是国内最大的自营式电子商务平台, 两者入股永辉后, 有望使永辉在采购、食品加工、仓储物流等方面实现新的发展, 提高供应链效率。而公司也于 18 年 5 月份完成受让国联水产 9.99% 股权的交易, 于同年 6 月份拟认购湘村股份 10.82%、闽威实业 19.64% 的股份, 公司控股子公司富平永辉于 18 年 9 月资产收购骐进生态。国联水产和闽威实业都专注于水产行业, 湘村股份主营肉类与食品加工, 而骐进生态则是富平县规模最大的生产柿子相关产品的生态农业公司, 公司通过入股或并购的方式绑定上游供应链货源, 这将为公司控制上游供应链、增加效率助力。

**自有品牌开发:** 公司在 2015 年年报发布的《2016-2020 年公司战略发展纲要》中提出, 自有品牌的销售占比要达到 15%-20%。2016 年入股达曼国际, 并与达曼签署《自有品牌服务协议》。2018 年 12 月发布“永辉优选”, 下设六个子品牌涵盖多品类商品。达曼国际是全球最大的零售商服务企业, 我们认为借助达曼国际在自有品牌开发等方面的丰富经验, 依托新整合的“永辉优选”, 公司将加快自有品牌发展, 提升相应的零售和服务能力。

**区域市场:** 公司在同业市场分别入股了红旗连锁和中百集团, 并托管了中百集团旗下部分门店。公司于 2018 年 12 月受让万达商管 1.5% 股份, 与商业管理公司展开深度合作。红旗连锁和中百集团作为区域性较强的企业, 在当地颇具影响力, 万达商管拥有丰富的商业资源和出色的物业管理能力。公司入股后, 将依托其现有门店和资源进行布局, 进而开发相关区域市场。

**线上市场:** 18 年底共 330 家超市门店登陆京东到家, 同比新增 95 家, 预计 19 年全部门店增登陆京东到家。另一方面, 公司着力打造自营到家模式永辉生活 APP, 与互联网巨头合作拓展线上业务。随着京东到家的全面覆盖, 线上销售将为公司带来可观的营收增速。

## 2.2 “采购模式+物流体系”日趋完善，规模效应显现

打通上游进行优质采购、强大物流支持快速配送、冷链系统保质保鲜，三者共同发力，保证永辉在生鲜细分市场的持续领先能力。

### 2.2.1 采购模式基本完善，生鲜品相管控能力提升

**优化采购模式，降低采购费用，强化生鲜能力。**采购模式对生鲜经营管理至关重要，早在2011年公司就开展源头直采和全国统采，降低采购成本，并且可以减少流通环节层层费用，提升企业业绩。2014年永辉将区块管理变为品类垂直管理，梳理优质供应商，保证采购效率和供应产品品相。2015年，企业加强与中百集团、红旗连锁、牛奶公司等公司的联合采购并推动产品标准化进程，为新零售埋下伏笔。2016年收购达曼国际100%股权、受让东展国贸45%股权，整合全球供应链资源，为提高国际采购效率赋能。2018年5月完成国联水产10%股权的受让，6月份拟认购湘村股份10.82%、闽威实业19.64%的股份，提升公司重点单品差异化竞争力、品类定制化能力和毛利空间。目前永辉国内采购模式已趋于成熟，现阶段以优化结构为主，随着国际供应链布局推进，生鲜板块将继续为永辉创造持续增长的业绩。

表2：永辉采购模式优化进程

时间	采购模式优化进程	具体措施
2011年	生鲜事业部改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>根据产品的结构将采购模式划分为：全国统采、区域直采、供应商采购，由总部垂直管理。大批量、易保存的基础商品采用全国统采，如香蕉、大米等；有当地特色、不易长时间保存的商品下放为区域直采，如叶菜类；将部分小农户集中为合作社，扩大专业合作社、大供应商合作范围，按规模化、品牌化方向建设，培育比较稳定的供应商。</li> </ul>
2014年	生鲜供应链及采购模式改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>以80/20原则重新梳理与衡量TOP供应商，发挥专业供应商品项特长，优化SKU数，减少同质化商品；</li> <li>区块管理变为品类垂直管理，各大区品类采购向总部品类采购汇报工作，提升沟通效率和执行效率。</li> </ul>
2015年	强化生鲜能力、加深战略联合采购	<ul style="list-style-type: none"> <li>发展源头规模采购并进行商品精细化管理，打造明星商品并加快末端商品淘汰；</li> <li>推进商品工业化标准，生鲜品牌化运作，加强与联华超市、中百集团、红旗连锁和牛奶公司等战略合作伙伴的联合采购、协同营销。</li> </ul>
2016年	全球供应链整合	<ul style="list-style-type: none"> <li>深化与达曼国际合作及源头采购，加快全球优势资源落地；发挥东展国贸效能，直接进口效率提升并搭建优质贸易代理平台，提升国外直采商品进口效率。</li> </ul>
2018年	参股上游供应链	<ul style="list-style-type: none"> <li>完成国联水产10%股权的受让，同时认购湘村股份10.82%、闽威实业19.64%的股份，子公司资产收购购进生态，提升公司重点单品差异化竞争力、品类定制化能力和毛利空间。</li> </ul>
2019年	不断完善全球供应链	<ul style="list-style-type: none"> <li>设立一二三三国际供应链管理有限公司，打造S2B全球消费品供应链服务平台；永辉与澳洲Woolworths展开合作，成为Woolworths在中国首家线下全品类落地销售的零售渠道；与美国嘉吉公司展开合作，打造澳洲牛肉国际直采供应链。</li> </ul>

资料来源：东兴证券研究所

**智能中台趋于成熟，公司经营效率提升。**公司着手建立完善的供应链中台系统，中台是将企业核心能力沉淀以共享，供企业快速低成本地进行业务创新的企业架构。中台的核心是构建共享服务中心，将数据能力、业务能力、技术能力等加工后封装成一个公共的产品和服务，供前台使用，避免因业务技术等重新建设所造成

的资源浪费。公司正处于快速扩张的时期, 各门店、部门的业务虽有差异, 但核心系统和流程类似, 可以利用智能中台的特点快速搭建业务板块。随着中台系统的不断优化, 公司的经营效率和异地复制能力都会得到进一步的提升。

### 2.2.2 物流体系完成全国布局, 冷链将成核心竞争力

生鲜产品易损耗、保质期短, 生鲜自营对物流、仓储、配送、保鲜技术要求高。永辉强大的物流体系是其生鲜经营能力的重要保障。截至 2018 年底, 永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市, 总运作面积达 45 万平方米, 其中定温配送中心 (含中转仓) 8 个, 常温及集成中心 17 个。物流能力提升带动配送效率提升, 降低配送中心费用率, 提高经营效率改善。2013 年起, 永辉开始构建冷链物流, 2015 年冷链物流体系基本完成。冷链系统能够保证生鲜产品的鲜活性, 它将成为永辉超市未来的核心竞争力。

**表3: 永辉全国物流 (含冷链物流) 体系建设进程**

	时间	地区	进程
全国物流网	2004 年 2 月	福建	福建永辉采购配送中心成立。
	2005 年 7 月	福建	斥资 2 亿元于福建南屿建设第一个永辉现代物流配送中心, 并于 2011 年 7 月投入使用。
	2008 年 11 月	四川	彭州“农产品加工配送中心”开工, 2010 年完成 100 亩一期工程, 2011 年物流库进入单体设计阶段, 2015 年 6 月开业。
	2010 年	重庆	“沙坪坝西永物流园”进入施工阶段, 2012 年 7 月一期常温库投入使用。
	2010 年	安徽	合肥“华东商贸物流园”300 亩进入前期的规划审批流程, 2012 年 12 月份一期初步建成并试运行。
	2011 年 9 月	东北	永辉与沈阳市于洪区人民政府签订项目投资框架协议, 包括“永辉东北交易物流中心”在内计划用地 770 亩。沈阳 RDC 2015 年 5 月投入使用, 配送范围包括沈阳、哈尔滨和吉林。
	2012 年 9 月	北京	郎各庄物流仓储中心投入使用。
	2015 年	广东、浙江	2015 年 11 月、12 月杭州 3PL 和东莞 3PL 分别投入使用。
	2016 年	黑龙江、陕西、贵州	哈尔滨中转仓、西安物流仓、贵阳物流仓投入使用。
	2017 年	四川	彭州新 DC 规划面积 3 万多平方, 计划 2018 年 10 月份投入运营。
冷链物流	2018 年	四川	彭州新 DC 投入运营。
	2013 年	福建	投资 5.9 亿元建立南通物流仓储中心, 加强冷链物流系统建设。
	2014 年 1 月	重庆	“沙坪坝西永物流园”生鲜库投入使用, 实现生鲜与食品用品的低温带共享及统一配送。
	2015 年	福建、华西	2015 年开始全面规划建设生鲜冷链物流供应链, 福建、华西两大区冷链物流中心提上日程。
	2016 年	福建	福建定温 DC 搬迁, 规划建设现代化冷链仓。
	2017 年	江苏、山西	昆山常温仓已于 2017 年 11 月份运营, 定温仓计划 2018 年 3

2018年

江苏

月份运营; 太原仓于2017年12月份启用运作。

昆山定温仓投入运营。

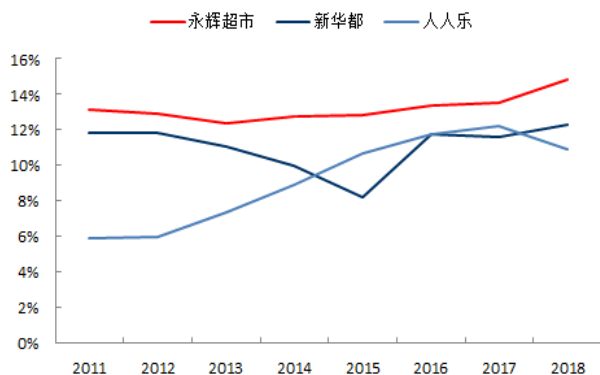
资料来源: 网络公开资料整理、东兴证券研究所

### 2.2.3 供应链趋于完善, 规模效应显现

**规模效应显现, 毛利率稳步上升。**随着全国供应链趋于完善、公司规模不断扩大, 采购成本不断降低。公司生鲜品类毛利率近年来处于13%以上, 并呈向上趋势, 位居行业前列。同时, 公司毛利率在同业企业毛利率呈下滑或大幅波动情况下, 逐年稳步攀升, 这也表明企业前期在供应链、物流体系建设中积蓄的能量正在不断释放。2018年底毛利率达22.15%, 同比上升1.31pct。随着冷链物流的完善, 预计2019年物流体系将继续利好企业业绩。

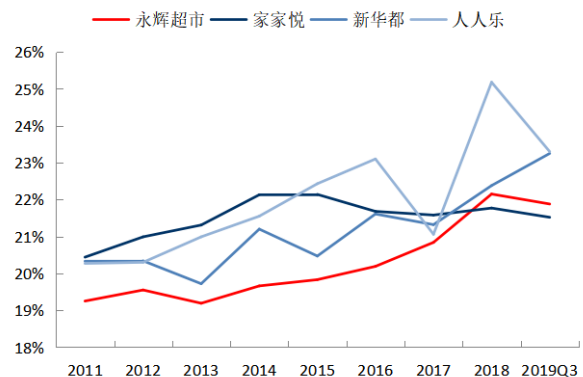
**全国物流网为存货周转赋能。**物流体系的全国布局还会极大提高永辉店铺订单满足率和补货速度, 从而带动永辉存货周转率的提升。日用消费品属于单价低、消费速度快的刚需品, 超市的存货周转率越高, 超市类企业的经营业绩越好。近五年, 永辉的存货周转率远高于同行业公司, 呈现“高空”窄幅波动趋势, 18年全年存货周转8.01次, 表明永辉在物流体系上具有比较优势, 并且直接利好企业业绩。

图20: 公司生鲜毛利率居行业前列



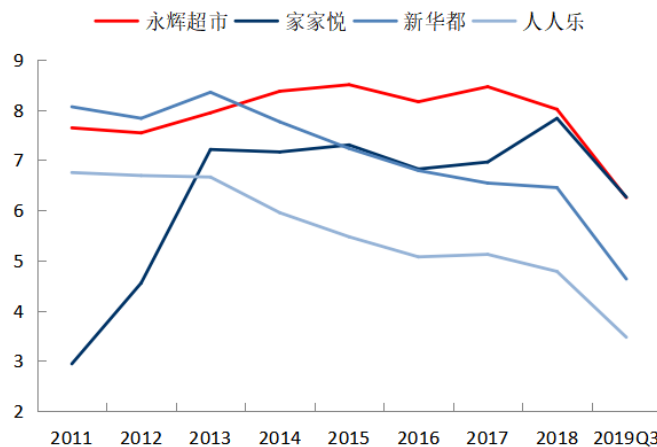
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图21: 公司毛利率稳步提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图22: 公司存货周转率远高于同业



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3. 静待花开: 聚焦云超, 四大板块协同发展

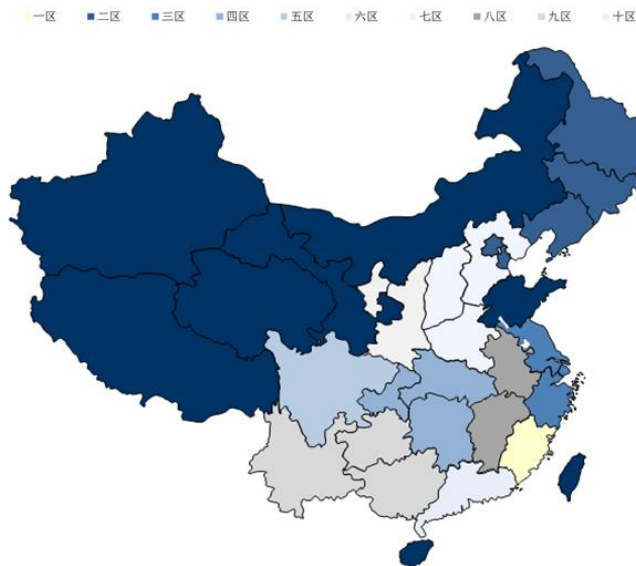
公司聚焦云超板块, 云金、云商、云创三大板块支撑主业发展。云超高速增长为公司创造稳定的现金流, 支撑公司探索发展新业态。2018年, 公司剥离云创业务, 报表业绩压力得到缓解, 表外孵化公司业绩增长新动力。

#### 3.1 云超: 架构调整, 超市龙头重起航

##### 3.1.1 业务集群合并管理, 区域协同开启新征程

公司于2015年开始采用业务集群思路区分扩张, 第一业务集群以渝贵川区域及福建区域依次为拓展重点, 以核心区域辐射周边, 大众消费群体为目标群体, 实现快速扩张; 第二业务集群着力以精品店 Bravo 业态布局华东区域及北京、广州等一线城市, 目标群体为中高收入消费者, 孵化出永辉生活、超级物种等创新型业态。2018年, 公司将原云超一、二集群的超市业务进行合并管理, 重新分成十大战区。截至2018年底, 云超业务已经进入24个省市, 实现一至六线城市全覆盖, 主要分布在东南沿海、川渝地区、长江三角洲、华北地区等区域。我们认为, 集群合并后各区域内不同业态之间的合作加强, 资源得到进一步的整合, 实现协同发展。

图23: 十大战区地图分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

##### 3.1.2 发展到家业务, 强化线上场景服务能力

新零售推动下线上线下的界限愈加模糊, 线上线下的业务关系由以往的相互取代逐渐向相互融合的趋势发展。一方面, 发展到家业务可以拓宽消费者的消费渠道, 连接线上客户。另一方面, 当今时代80后、90后成为消费的主力, 更加追求个性化消费, 看重消费体验而对价格的敏感度偏低。到家业务可以近距离接触消费者, 便于充分了解消费者多样化的需求, 为公司提供差异化服务提供基础。2018年9月, 永辉和腾讯合作, 以永

辉生活卫星仓探索到家业务新布局，以全温度带智能仓为周边三公里提供到家服务。2019年永辉前置仓升级，选址更优，SKU更丰富，并通过数字化体系提高运营效率。2018年公司超市到家业务已覆盖20个省区的88个城市，共计490家门店为消费者提供到家服务，已发展300万会员，实现销售额16.8亿元，占比总销售额2.4%，同比提高1.5%。此外，京东到家连接公司超市门店330家，同比新增95家。我们认为，公司通过发展到家业务布局新零售，契合架构调整后的发展战略，将为超市业态发展增添新动力。

## 3.2 表外培育缓解业绩压力，云金加速成长

### 3.2.1 云商云创表外培育，缓解业绩压力

**云商：**各路资本入股彩食鲜。彩食鲜是2016年公司探索B2B业务所推出的业务新模式，通过引进中央厨房的模式，推动生鲜农产品标准化、精细化、品牌化运作，从而提高企业核心竞争力。2018年公司对彩食鲜板块进行梳理和整合，借助资本的力量成立合资公司，公司与珠海高瓴舜盈企业管理咨询合伙企业、宁波红杉彬盛股权投资合伙企业、游达对彩食鲜进行增资，2019年度公司不再控股。各方资本引入，其在生鲜领域的投资经验及充足资金有望帮助彩食鲜进一步扩大服务能力和服务范围。

### 3.2.2 云创剥离缓解业绩压力

云创是公司创新业务平台，陆续打造了永辉生活店、超级物种、永辉生活APP等新业态。2017年永辉生活全国布局达10城200店，其中四季度开店100家。同时，云创团队集中核心优势孵化出超级物种，打造“零售+餐饮+APP”体验式消费的系列工坊，超级物种入选“2017年上半年新物种榜单”，排在商超类零售业态第一位，2017年底在9大核心城市共计开出27家超级物种门店。此外，2017年底云创团队自主研发的永辉生活APP覆盖永辉旗下所有业态、42个城市、559家门店，累计注册用户289万，2017年9月推出的永辉生活小程序，半年内获新客73万。

图24：永辉生活门店图



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图25：超级物种门店图



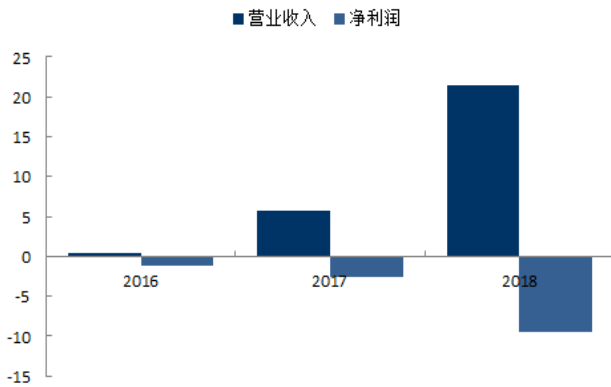
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

云创自创立以来，始终处于新零售业态探索之中，为抢占市场份额进行了较高的投入，面临较大的经营压力。2016-2018年，云创实现营业收入实现了较快的增长，但同时净利润的亏损也在持续扩大。2018年云创科技实现营业收入21.47亿元，同比增长279.16%，亏损9.45亿元，同比增长254.13%。2018年12月，公司将持有的永辉云创20%股权转让予张轩宁先生，转让后张轩宁先生持有永辉云创股权比例由9.6%增加至29.6%，成为永辉云创的控股股东。公司持有永辉云创股权降至26.6%，由于子公司转为联营企业。我们认为，剥离云创属于处于新发展模式探索过程中正常的战略调整，使其符合创新企业的发展规律，能够有效降低公司的经



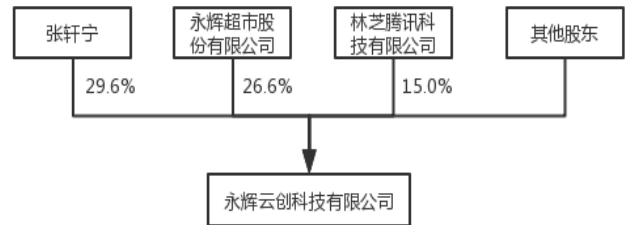
营风险和业绩压力, 公司将更专注于云超板块发展。

图26: 2016-2018年云创营收和净利润情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

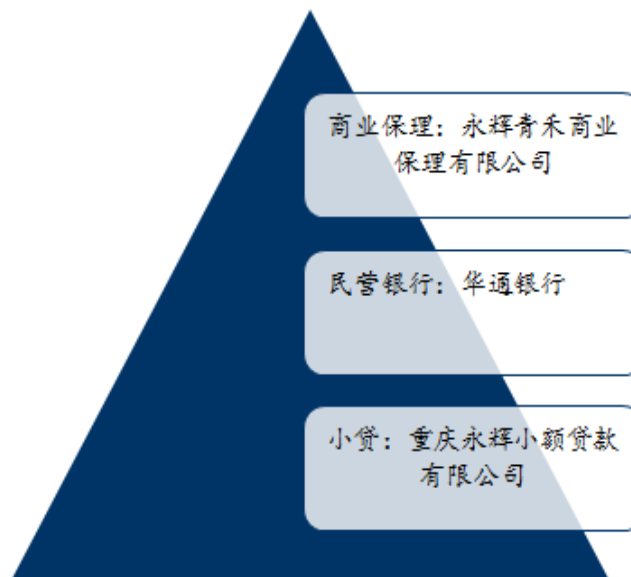
图27: 云创科技股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**云金: 持续成长。**永辉金融团队拥有商业保理、民营银行、小贷等牌照, 继续聚焦全零售产业链。2017年底, 初步完成构建“全供应链+线下零售门店网络全覆盖+消费者”的移动智能科技金融业务战略目标。截至2018年年底累计注册客户已达19.6万, 贷款余额18.90亿元, 同比去年增长79%, 分别获营业收入和对外利润9280万元和3377.7万元, 较去年同比增长83%、97.26%。依托公司的平台和资源, 云金将持续成长, 为公司创收。

图28: 云金业务构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

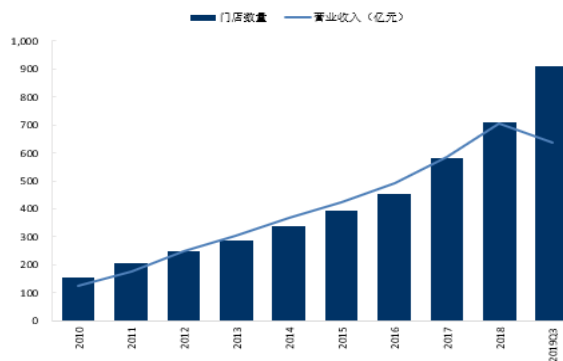
## 4. 盈利能力持续优化, 高速展店带来业绩高增

#### 4.1 同店表现持续优化、高速展店带动收入增长

公司经营持续优化, 同店收入保持正增长。公司经过 20 年发展, 积累了丰富的超市管理经验, 同时在产品管理、生鲜采购等方面积累了领先的行业资源。2015 年-2018 年, 永辉同店收入在有效客流量带动下持续增长, 经营效率持续提升。

高速展店开创“永辉速度”, 门店带动收入高增。2019 年公司新开门店 205 家; 截止 2019 年底, 全国共开设 910 超市, 门店增速位于行业之首。高速展店带来营收的快速增长, 公司 2018 年营业收入达 705 亿元, 2014-2018 年公司复合增速达 17.71%。

图29: 公司营收伴随扩张高增 (亿元)



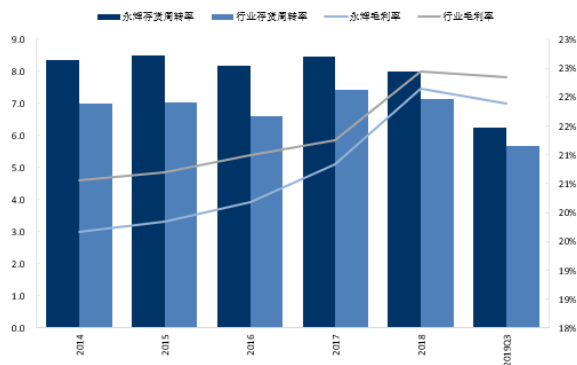
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

#### 4.2 高周转下毛利稳增, 业绩良性循环

规模优势显著, 毛利率稳步提升。2014-2019Q3, 公司毛利率由 19.65% 上升至 21.88%, 2019Q3 毛利较去年同期提升 1.53pct。公司毛利率稳步提升主要由于: 一方面, 生鲜带动高毛利的食品、日用品销量的增长; 另一方面, 公司保持高速扩张, 市场份额持续提升, 规模优势下对下游有较强议价能力。

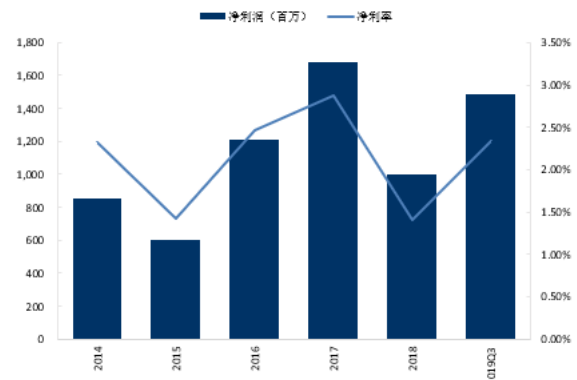
存货周转效率高位于行业领先水平。公司产品以生鲜为主, 产品周转率高。从 2014-2018 年公司存货周转天数保持 8 次/年, 远高于行业平均水平。公司高周转得益于产品定位生鲜, 以及不断完善的供应链和仓储物流基础。

图30: 公司周转率远高于行业水平



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图31: 低毛利高周转下公司经理保持良性循环



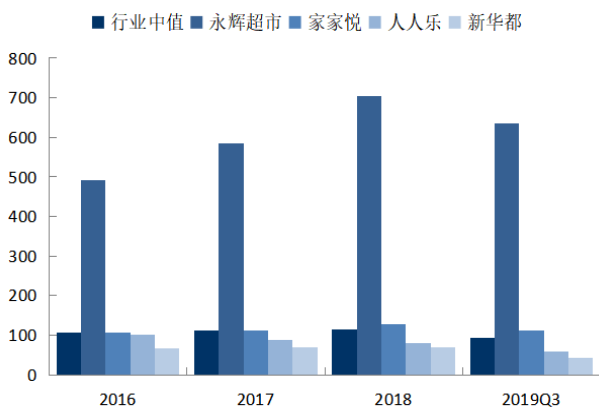
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 4.3 公司盈利与营运能力领先行业水平

通过对永辉超市与同行业的横向财务对比, 我们发现永辉在同业中存在比较优势。其中, A 股中生鲜占比较大的超市股有家家悦、人人乐和新华都, 我们选择这三家上市公司为重点参照对象。另外, 通过对销售毛利率、现金循环天数、ROE 等重要财务指标进行梳理, 并将永辉与行业中值进行对比发现, 永辉的盈利能力、营运能力等皆处于行业中上游水平。

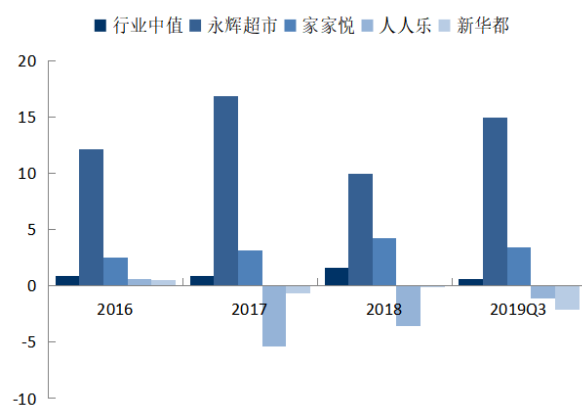
- ◆ 永辉销售毛利率近三年呈逐年增长趋势, 19 年三季度公司毛利率达 21.88%, 随着公司采购模式、物流网络建设步入成熟, 上游采购成本降低直接拉升企业毛利率。另外, 转租收入增长也将促进毛利率持续稳步增加。
- ◆ 永辉期间费用率 (16.62%) 一直处于行业低位, 表明企业对费用端的控制到位, 组织内部效率高。
- ◆ 永辉现金循环天数为负 (-4.00 天), 主要原因是应付账款周转天数大于营业周期天数, 印证企业对上游的强议价能力。从行业角度看, 永辉现金循环天数处于中上游水平。
- ◆ 永辉 18 年资产负债率 (50.96%) 低于行业中值 (56.32%), 融资主要依赖权益资本, 资产结构良好。
- ◆ ROE、ROA 呈逐年增长趋势, 18 年底分别达到 7.52% 和 4.10%, 远高于行业中值 (3.08%、2.23%), 印证永辉盈利能力。

图32: 超市行业各公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图33: 超市行业各公司净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表4: 财务指标对比

	2016	2017	2018	2019Q1
销售毛利率 (%)				
永辉超市	20.19	20.84	22.15	22.71
行业中值	21.61	21.52	22.38	22.71
期间费用率 (%)				
永辉超市	17.02	17.32	20.87	16.62

行业中值	20.08	21.07	21.44	19.65
现金循环天数 (天)				
永辉超市	-7.32	-7.63	-4.00	-4.85
行业中值	-6.91	-7.63	-10.97	-10.02
存货 (亿元)				
永辉超市	53.79	55.82	81.19	62.24
行业中值	14.95	12.18	12.90	11.88
存货周转率 (次)				
永辉超市	8.16	8.46	8.01	2.40
行业中值	6.27	6.54	6.60	2.08
应付账款周转率 (次)				
永辉超市	6.72	6.59	6.34	1.77
行业中值	5.49	5.18	5.53	1.76
资产负债率 (%)				
永辉超市	34.64	37.91	50.96	49.07
行业中值	56.09	58.14	56.32	56.09
ROE (%)				
永辉超市	7.90	9.27	7.52	5.63
行业中值	4.57	3.62	3.08	1.93
ROA (%)				
永辉超市	5.65	5.88	4.10	3.57
行业中值	2.28	3.21	2.23	1.05

资料来源: Wind、东兴证券研究所

## 5. 盈利预测

公司作为国内超市龙头企业, 立足生鲜进行差异化发展, 迅速展店。截止 2019 年底, 公司共有门店 910 家, 业务架构调整后聚焦超市业态, 超市门店数量稳居国内第一。2019 年 Q3 公司实现营业收入 635.43 亿元, 同比增长 20.59%, 归母净利润 15.38 亿元, 同比增长 51.14%; 2010-2018 年营业收入/归母净利复合增速分别为 24.37%/21.80%。经过多年的成长, 公司已成长为全国性超市龙头, 并稳居中国企业 500 强, 被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范, 被百姓誉为“民生超市、百姓永辉”。我们预计公司 19/20/21 年公司收入 867.54/1049.72/1259.66 亿元, 增速 23.03%/21.00%/20.00%, 实现归母净利润 23.28/29.07/40.02 亿元, 同比增速 57.28%/24.86%/37.67%, EPS 为 0.24/0.30/0.42 元, 对应 PE 为 38.1/30.52/22.17, 维持“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

门店扩张不达预期风险, 行业竞争加剧。

**公司盈利预测表**

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	20337	23953	27379	32006	37250	<b>营业收入</b>	58591	70517	86754	104972	125967	<b>营业成本</b>	46383	54900	67061	81459	97372
货币资金	4608	4733	5742	7017	8485	营业税金及附加	209	237	269	325	390	营业费用	8452	11560	13832	16275	19152
应收账款	980	2085	2327	2816	3379	管理费用	1781	3007	3700	4267	4868	财务费用	-83	148	126	97	151
其他应收款	812	725	892	1079	1295	资产减值损失	22.66	68.66	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	-80.55	33.15	0.00	0.00	0.00
预付款项	1904	2105	2350	2648	3004	投资净收益	145.09	548.26	548.26	548.26	548.26	营业利润	1941	1264	2315	3099	4582
存货	5582	8119	9734	11823	14133	营业外收入	166.54	232.78	232.78	232.78	232.78	营业外支出	74.03	48.22	48.22	48.22	48.22
其他流动资产	4241	2395	2652	2940	3272	利润总额	2033	1449	2499	3283	4767	所得税	348	452	654	859	1247
<b>非流动资产合计</b>	12534	15674	14707	14331	13908	<b>净利润</b>	1685	997	1845	2424	3519	少数股东损益	-137	-483	-483	-483	-483
长期股权投资	3659	5701	5701	5701	5701	归属母公司净利润	1817	1480	2328	2907	4002	EBITDA	3043	2721	2898	3651	5187
固定资产	3676.17	4511.52	4526.90	4658.18	4705.04	EPS (元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.42	<b>主要财务比率</b>					
无形资产	638	625	584	545	509						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
其他非流动资产	0	0	0	0	0						<b>成长能力</b>						
<b>资产总计</b>	32870	39627	42086	46337	51159						营业收入增长	19.01%	20.35%	23.03%	21.00%	20.00%	
<b>流动负债合计</b>	12311	19951	21400	25564	30756						营业利润增长	29.58%	-34.84%	83.07%	33.86%	47.87%	
短期借款	0	3690	2320	3145	4571						归属于母公司净利	46.28%	-18.52%	57.28%	24.86%	37.67%	
应付账款	7591	9716	11890	14442	17264						<b>获利能力</b>						
预收款项	1837	2366	3016	3803	4747						毛利率(%)	20.84%	22.15%	22.70%	22.40%	22.70%	
一年内到期的	0	0	0	0	0						净利率(%)	2.88%	1.41%	2.13%	2.31%	2.79%	
<b>非流动负债合计</b>	151	244	111	111	111						总资产净利润(%)	7.78%	5.53%	3.74%	5.53%	6.27%	
长期借款	0	0	0	0	0						ROE(%)	9.09%	7.65%	11.10%	13.86%	19.09%	
应付债券	0	0	0	0	0						<b>偿债能力</b>						
<b>负债合计</b>	12462	20195	21510	25675	30867						资产负债率(%)	38%	51%	51%	56%	61%	
少数股东权益	413	77	-406	-889	-1372						流动比率	1.65	1.20	1.28	1.25	1.21	
实收资本(或股)	9570	9570	9570	9570	9570						速动比率	1.20	0.79	0.82	0.79	0.75	
资本公积	6639	7557	7557	7557	7557						<b>营运能力</b>						
未分配利润	3241	3216	2208	949	-785						总资产周转率	1.88	1.95	2.12	2.39	2.62	
归属母公司股	19995	19355	20978	20972	20965						应收账款周转率	80	46	39	41	41	
<b>负债和所有者</b>	32870	39627	42084	45760	50461						应付账款周转率	8.32	8.15	8.03	7.97	7.95	
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元										<b>每股指标(元)</b>						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						每股收益(最新摊)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.42	
<b>经营活动现金</b>	2641	1761	2627	3242	3986						每股净现金流(最	-0.39	0.04	0.14	0.17	0.19	
净利润	1685	997	1845	2424	3519						每股净资产(最新	2.09	2.02	2.19	2.19	2.19	
折旧摊销	1185.28	1308.56	0.00	432.30	432.30						<b>估值比率</b>						
财务费用	-83	148	126	97	151						P/E	48.79	61.80	38.10	30.52	22.17	
应收账款减少	0	0	-242	-489	-563						P/B	4.44	4.58	4.23	4.23	4.23	
预收账款增加	0	0	650	787	944						EV/EBITDA	27.64	32.23	29.44	23.24	16.35	
<b>投资活动现金</b>	-5782	-3669	925	548	548												
公允价值变动	-81	33	0	0	0												
长期股权投资	0	0	657	0	0												
投资收益	145	548	548	548	548												
<b>筹资活动现金</b>	-631	2305	-2212	-2184	-2735												
应付债券增加	0	0	0	0	0												
长期借款增加	0	0	0	0	0												
普通股增加	0	0	0	0	0												
资本公积增加	128	918	0	0	0												
<b>现金净增加额</b>	-3772	397	1340	1606	1800												

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《永辉超市: Q3 营收+22.04%, 展店提速致亏损扩大》	2018-11-01
公司	《永辉超市: 2018 年报点评, 营收增速稳健, 期间费用影响净利润表现》	2019-05-07
公司	《永辉超市: 2019 年半年度业绩快报点评, 中报业绩符合预期, 利润增长提速》	2019-07-26
公司	《永辉超市: 公司事件点评, 与中百迈入深度合作新阶段, 公司平台化发展新机遇》	2019-12-18

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 王习

中央财经大学学士, 香港理工大学硕士, 六年证券从业经验, 历任中航证券、长城证券军工组组长, 2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

---

### 赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士, 曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所, 从事商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526