

永辉超市 (601933.SH)

转身中的大象，静待起舞

审慎推荐(首次覆盖)

当前价格: 7.22 元
 目标价格: 8.1 元

基本数据 (截至 2020 年 12 月 21 日)

总股本/流通股本 (百万股)	9,516/9,468
流通 A 股市值 (百万元)	68,400
每股净资产 (元)	2.20
资产负债率 (%)	58.91
一年内最高/最低 (元)	11.20/7.05

一年内股价相对走势



团队成员:

聂博雅 分析师
 执业证书编号: S0210520080005
 电话: 021-20655202
 邮箱: nby2452@hfzq.com.cn

投资要点:

► **公司的供应链网络布局完善。**生鲜的核心在于性价比，而性价比的核心在于供应链效率。公司通过一系列并购措施，从上游采购到“最后一公里”配送，建立了广泛的合作网络，充分发挥了产业协同效应。公司在采购端直采比例较高，从源头进行品控，降低采购成本；在加工端通过建立自有品牌竖立差异化竞争优势；在配送端通过不断完善物流网，配送效率较高，仓储物流成本得以摊薄。

► **以“到店+到家”模式求变，积极发展线上业务。**在生鲜电商的冲击下，公司两年以上成熟大店的坪效在持续降低。一方面，公司通过打造“到店+到家”生鲜电商模式积极寻求转型，以永辉mini店进军社区生鲜，深耕线下区域密度。用最便利的社区生鲜场景，即永辉mini店来服务消费者，拉近与最终消费者之间的物理距离，并且让存货大量时间都是在路上，降低库存与仓储成本。另一方面，公司通过自有app“永辉生活”和第三方平台“京东到家”，积极发展线上业务。2020年Q3，公司线上业务占主营业务收入比重达到9.7%。

► **合伙人机制激发员工积极性。**公司通过设立合伙人机制，遵照“盈利即分红”的思路，使得员工有机会分享企业利润。合伙人机制是指团队可以自行分配超过了设定的预期业绩标准的那部分利润，这一机制可以促进门店基层员工以创业精神执业，促销节流、提高人效。公司员工人均创收呈现增长的态势，从2013年的53.06万元提高至2019年的76.62万元，说明合伙人机制在有效地推动着公司经营层面的优化。

► **盈利预测:**我们预计公司2020、2021与2022年的营业收入增长幅度分别为17%、18%、18%，营业收入分别为993.06亿元、1171.81亿元与1382.74亿元，净利润分别为23.41、27.02与31.29亿元，对应PE分别为32、27与24倍。结合公司营收增速与激烈的市场竞争现状，我们给予公司2021年29倍PE，eps为0.28，对应目标价为8.1元。首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

► **风险提示:**租金成本上涨、行业竞争加剧、渠道变革风险。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70517	84877	99306	117181	138274
增长率 (%)	20.35	20.36	17.00	18.00	18.00
净利润(百万元)	1480	1564	2341	2702	3129
增长率 (%)	-18.52	5.63	49.74	15.41	15.78
EPS (元/股)	0.15	0.16	0.25	0.28	0.33
市盈率 (P/E)	50	47	32	27	24
市净率 (P/B)	4	4	3	3	3

数据来源: Wind, 华福证券研究所

相关报告

正文目录

一、	公司概况.....	1
1.1	公司简介.....	1
1.2	公司股权结构与管理层背景.....	1
1.3	公司财务状况.....	2
二、	行业分析.....	6
2.1	行业发展已步入成熟期.....	6
2.2	行业集中度低，区域割据竞争明显.....	7
2.3	行业机遇——社区生鲜零售.....	8
三、	公司核心看点.....	10
3.1	供应链网络布局较为完善.....	10
3.1.1	采购端：直采比例较高，从源头进行品控.....	11
3.1.2	加工端：发展自有品牌，建立差异化竞争优势.....	12
3.1.3	配送端：物流网不断完善，配送效率提升.....	13
3.2	全渠道布局的同时，以“到店+到家”模式求变，积极发展线上业务.....	16
3.3	合伙人机制激发员工积极性.....	18
四、	盈利预测与估值.....	19
五、	风险提示.....	20
5.1	租金成本上涨压力.....	20
5.2	行业竞争进一步加剧.....	20
5.3	渠道变革风险.....	20

图表目录

图表 1：截止 2020Q3 公司前十大股东.....	1
图表 2：公司部分管理层履历.....	2
图表 3：公司营收情况.....	3
图表 4：公司净利润情况.....	3
图表 5：公司主营业务拆分.....	3
图表 6：公司生鲜类与食品用品毛利率.....	3
图表 7：分地区公司主营业务占比.....	4
图表 8：公司期间费用率.....	4
图表 9：公司经营性活动产生的现金流/净利润情况.....	5
图表 10：公司分红情况.....	5
图表 11：我国社会消费品零售总额及其增长率.....	6
图表 12：我国 GDP 批发和零售业总额及其增长率.....	6
图表 13：我国全国居民人均可支配收入及其增长率.....	6
图表 14：我国居民人均消费支出及其增长率.....	6
图表 15：我国商超 CR5 与 CR10 情况.....	7
图表 16：2018 年中国前五大大超市占率.....	7
图表 17：我国部分行政区域的老牌超市.....	7
图表 18：我国商超行业并购整合情况.....	8
图表 19：我国生鲜市场交易规模.....	9
图表 20：我国生鲜电商市场交易规模.....	9
图表 21：2018 年我国生鲜网购用户购买频次.....	9
图表 22：我国生鲜电商商业模式分类.....	10

图表 23: 公司上下游供应链整合情况	11
图表 24: 公司生鲜采购部培训手册内容列举	12
图表 25: 公司采手人数, 直采比例与同业对比	12
图表 26: 公司自有品牌列举	13
图表 27: 公司自有品牌数目与同业对比	13
图表 28: 公司主要物流中心存储能力与辐射范围情况	14
图表 29: 公司仓储物流能力与同业对比	14
图表 30: 公司商品损耗费率	15
图表 31: 公司仓储及运输费率	15
图表 32: 公司到家业务与同业对比	15
图表 33: 公司与同业全渠道建设比较	16
图表 34: 公司业态发展历史	16
图表 35: 公司两年以上的成熟大店坪效	17
图表 36: 公司大店与 mini 店的对比	17
图表 37: 公司 Mini 店数量	17
图表 38: 公司到家业务销售额	18
图表 39: 京东到家连接门店数目	18
图表 40: 公司员工成长通道	18
图表 41: 公司人均创收	19
图表 42: 公司 PE Band	20
图表 43: 财务预测摘要	21

一、 公司概况

1.1 公司简介

公司成立于 2001 年，是国家级“流通”及“农业产业化”双龙头企业，作为以生鲜起家的超市，公司被誉为“民生超市、百姓永辉”。秉持“融合共享”、“竞合发展”理念，经过数十年的发展，公司形成了以零售为核心、现代物流为基石、现代农业与食品工业为两翼的战略格局，是行业内为数不多的持续扩张并能够在大部分地区盈利的超市企业。

公司目前覆盖福建、浙江、广东、黑龙江与内蒙古等 29 个省市，包含 572 个城市，在全国设有 938 家连锁超市及 458 家 mini 店，经营面积超过 750 万平方米。根据中国连锁经营协会发布的《2019 年中国超市百强榜单发布》，公司较去年提升一名，位列三甲；根据中国连锁经营协会与德勤共同发布 2020 中国网络销售 TOP100 榜单，公司排在第 30 名；根据德勤会计师事务所发布 2018 年-2020 年度《全球零售力量报告》，在上榜的全球 250 家零售企业中，公司分别排名第 137 位、第 127 位、第 106 位，排名逐年上升。

1.2 公司股权结构与管理层背景

泛亚洲零售巨头牛奶国际的孙公司—牛奶有限公司持有永辉超市 20.01% 的股份，是公司第一大股东。张轩松与张轩宁为兄弟二人，其中张轩松持有公司股份数占公司总股本 14.79%，张轩宁持有公司股份数占公司总股本 7.82%。江苏京东邦能投资管理有限公司及一致行动人江苏圆周电子商务有限公司持有公司股份 1,144,903,658 股，占公司总股本 12.03%。林芝腾讯科技有限公司持有公司股份 478,523,106 股，占公司总股本 5.03%。公司目前实际控制人是张轩松、张轩宁。

图表 1：截止 2020Q3 公司前十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
牛奶有限公司	1,913,135,376	20.10
张轩松	1,407,250,222	14.79
张轩宁	743,811,240	7.82
江苏京东邦能投资管理有限公司	666,380,554	7
林芝腾讯科技有限公司	478,523,106	5.03
江苏圆周电子商务有限公司	478,523,104	5.03
香港中央结算有限公司	460,555,085	4.84
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	209,406,850	2.2
兴业银行股份有限公司-兴全新视野灵活配置定期开	164,777,682	1.73

放混合型发起式证券投资基金		
谢香镇	80,875,037	0.85

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司管理层相关从业经验十分丰富，部分高管具备跨国零售集团的管理与经营经验。例如董事麦殷，拥有超过 30 年的零售业经验，曾任职美国第五大连锁超市 Southeastern Grocers 与 Wal-Mart；董事、首席执行官李国，从公司基层防损部员工做起，基层工作经验丰富。虽然公司初创期时带有浓厚的家族企业色彩，但是自 2011 年开始，公司就启动去家族化进程，逐步在经理层、监事会、董事会中减少家族成员，并于 2018 年开始实施轮值董事长制，有望逐步提高公司的决策效率。

图表 2：公司部分管理层履历

姓名	职务(注)	教育及工作经历
张轩松	董事长	现任永辉超市股份有限公司董事长兼法人代表。
班哲明、凯瑟克	董事	现任永辉超市董事。2012 年 4 月获委任为怡和控股董事总经理，2019 年 1 月获委任执行董事长。现兼怡和策略控股执行董事长及董事总经理，以及怡和管理、牛奶国际控股、置地控股及文华东方国际董事长及董事总经理。同时亦担任怡合集团之董事长，以及 Astra International 董事委员。凯瑟克先生在英国纽卡素大学取得理学士学位，主修农业经济及食品销售，并在 INSEAD 取得工商管理硕士学位。
麦殷	董事	现任永辉超市股份有限公司董事。2017 年 9 月获委任为牛奶公司集团行政总裁。在加入集团前两年，他曾任职美国第五大连锁超市 Southeastern Grocers 的行政总裁。麦先生拥有逾 30 年零售业经验，1981 年投身业界之初加入 Asda(即其后的 Wal-Mart)，先后于英国及德国工作二十年。其后转投 Halfords，于二零零五年出任行政总裁。2008 年移居澳洲，担任 Coles 常务董事，负责管理旗下二千二百间分店及十万名员工，其间积极提升产品质量、价值与顾客服务，令集团营业额与溢利大幅上升，市场业绩超越同侪。麦先生 1999 年于哈佛商学院修读高级管理课程，并于 2010 年获出生地苏格兰颁授荣誉博士学位，以表扬其对商业与零售业的贡献。
张轩宁	董事	永辉超市股份有限公司、永辉云创科技有限公司创始人，现任永辉超市董事。自 2000 年创业以来，先后创立永辉生鲜超市、彩食鲜中央工厂、永辉生活、超级物种等多种零售业态。历任福州永辉超市有限公司监事，执行董事，永辉超市股份有限公司总裁。
廖建文	董事	现任永辉超市股份有限公司董事。廖建文博士，京东集团首席战略官。原长江商学院副院长，战略创新与创业教授。廖建文博士以在战略、创新和创业领域的跨学科研究、教学和咨询而知名，有着横跨北美和亚洲地区的工作履历，并早期在生物技术产业有过创业经验。
李国	董事、首席执行官	现任永辉超市董事、首席执行官，中百控股集团股份有限公司董事。2001 年 8 月加入福州永辉超市有限公司。历任福州永辉超市有限公司黎明店防损部员工、组长、领班；福建永辉集团有限公司国棉店、黎明店行政办公室主任，安全管理部经理；重庆永辉超市有限公司总经理助理、总经理；永辉超市华西大区总经理；永辉超市股份有限公司第一业务集群总经理。

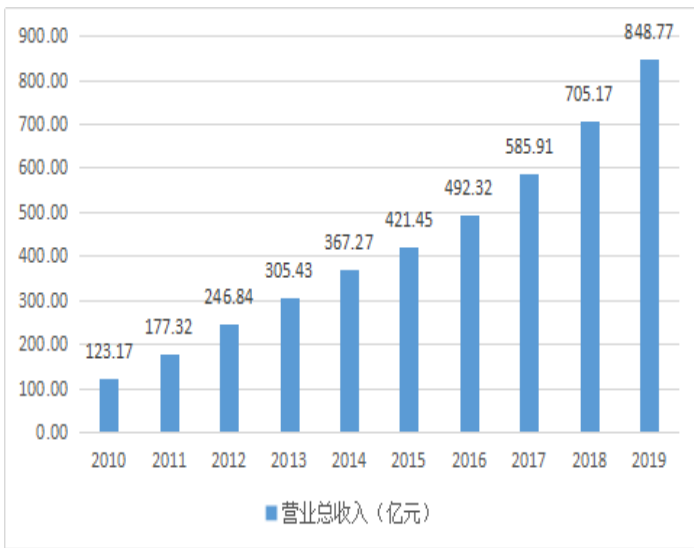
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 公司财务状况

总体来看，公司营收呈现较好的增长态势，净利润有所波动。公司营业总收入由 2010 年的 123.17 亿元提升至 2019 年的 848.77 亿元，CAGR 为 23.92%；净利润由 2010 年的 3.05 亿元提升至 2019 年的 14.53 亿元，CAGR 为 18.94%。2018 年

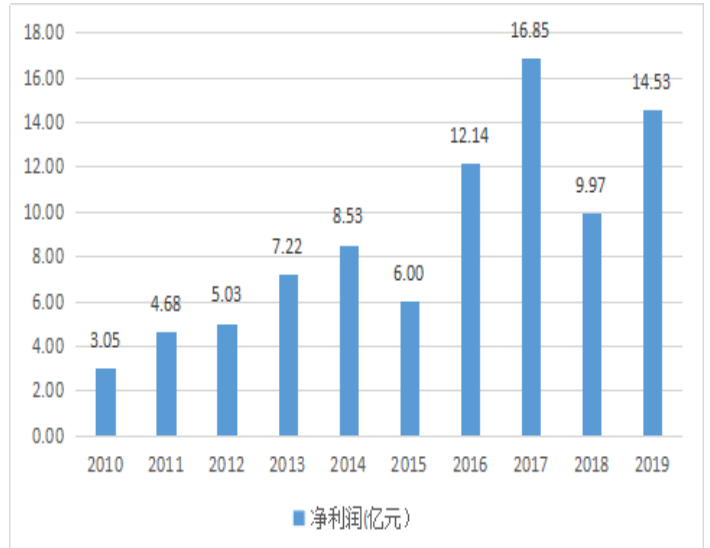
公司营收与净利润直接的缺口主要是由于股权激励费摊销 6.64 亿元以及云创板块亏损 9.45 亿元所致。2020 年初爆发的新冠疫情，使得承接居民日常高频刚性需求的超市，业绩不受负面影响，反而表现良好。并且公司自 19 年起便加快了到家业务的发展，2020 年前三季度公司实现营业总收入 726.70 亿元，同增 14.4%；实现净利润 20.27 亿元，同增 31.9%。

图表 3：公司营收情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

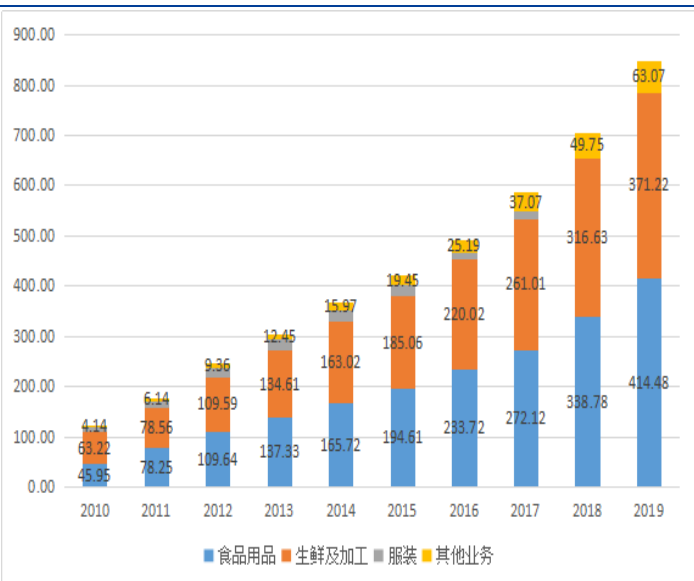
图表 4：公司净利润情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

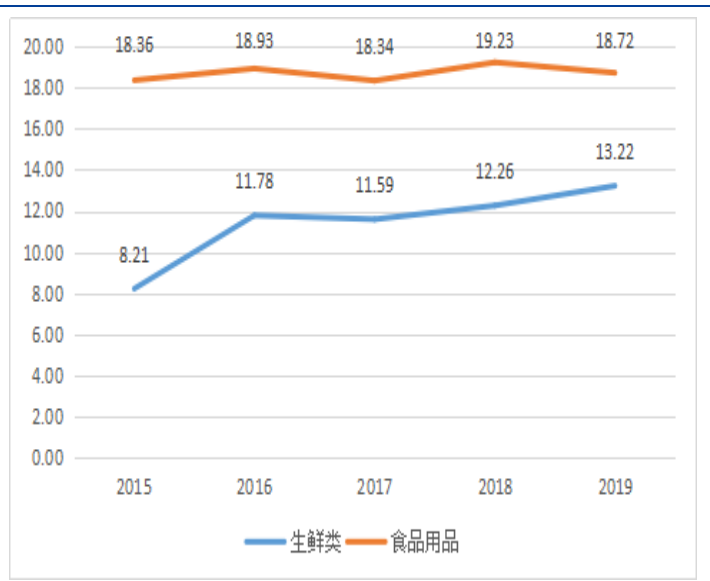
分品类看，自公司上市以来，生鲜及食品与食品用品是公司的两大核心商品，二者占据超过 90% 的销售额。公司生鲜及加工业务毛利率稳定维持在 13.5% 左右的水平，低于食品用品；后者毛利率维持在 18% 以上，对利润贡献较大。生鲜及加工业务的毛利率虽低，但是其主要功能是为毛利率较高的食品用品引流。

图表 5：公司主营业务拆分



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 6：公司生鲜类与食品用品毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

分地区看，重庆、湖北、湖南贡献的营收最多，其次是福建大本营。江浙沪位列第三，四川位列第四。由于公司收购广东百佳，快速进入广东地区，2019年的广东地区营收占比提升较快。

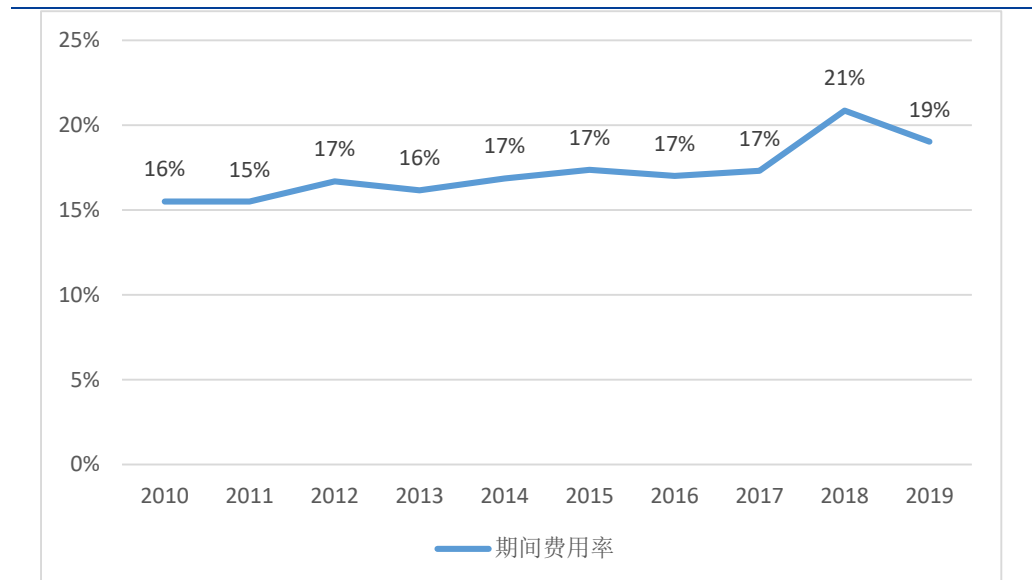
图表 7：分地区公司主营业务占比

区域	2018		2019	
	营业收入 (亿元)	占比 (%)	营业收入 (亿元)	占比 (%)
重庆、湖北、湖南	129.15	20%	146.00	19%
江苏、浙江、上海	100.11	15%	121.95	16%
北京、天津、黑龙江辽宁、吉林	82.18	13%	89.46	11%
河北、河南、山西	48.86	7%	59.83	8%
福建	123.05	19%	131.50	17%
四川	70.44	11%	89.57	11%
江西、安徽	47.77	7%	60.31	8%
广东	16.24	2%	34.03	4%
贵州、云南、广西	19.61	3%	26.95	3%
陕西、宁夏	17.98	3%	26.11	3%

数据来源：Wind，华福证券研究所

公司期间费用率较稳定，2010年至2017年一直维持17%左右的期间费用率；2018年由于股权激励，永辉的期间费用率上升至21%；2019年随着公司节能增效战略的实施，期间费用率下降至19%。总体而言，公司的费用控制能力较强。

图表 8：公司期间费用率



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司的现金流状况较好，经营活动产生的现金流量净额/净利润的比重近十年来普遍较高。一方面得益于公司较好的运营管理能力，另一方面得益于公司建立了自己的供应链金融体系。公司已经获取民营银行、商业保理、小额贷款三大牌照，作为第一大股东发起设立华通银行，并且成立全资子公司——永辉金融，将盈利方向从交易

末端向前端延伸。例如，生鲜农产品在超市的销售末端没有太大的应收账款压力，但借助供应链金融，可以为农民在生产时便提供资金支持，不仅可以获取供应链源头的盈利，也可以进一步维护供应链关系。

图表 9：公司经营性活动产生的现金流/净利润情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司分红较稳定，年均股利支付率为 66.93%，在保持着较快对外扩张的同时，现金回报率较高。

图表 10：公司分红情况

年份	每 10 股派息数 (元)	净利润 (亿元)	分红金额 (万元)	股利支付率 (%)
2011	2	4.67	15,358	32.89
2012	3	5.02	23,037	45.88
2013	2	7.21	32,544	45.16
2014	1.2	8.52	48,814	57.33
2015	1.5	6.05	61,013	100.79
2016	1.5	12.42	114,845	92.47
2017	1.5	18.17	141,062	77.63
2018	1.1	14.80	105,275	71.13
2019	1.3	15.64	123,711	79.11

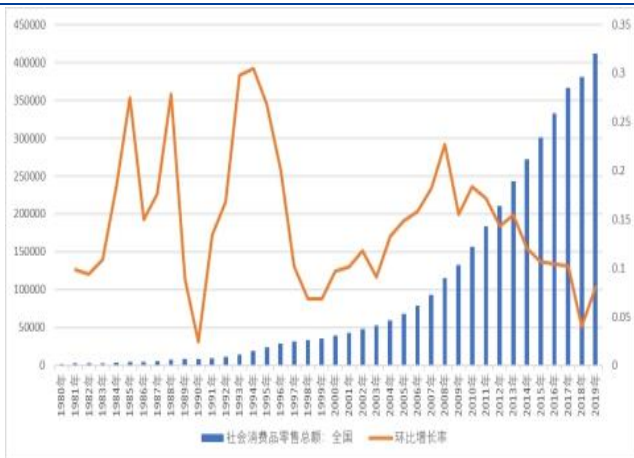
数据来源：公司公告，华福证券研究所

二、 行业分析

2.1 行业发展已步入成熟期

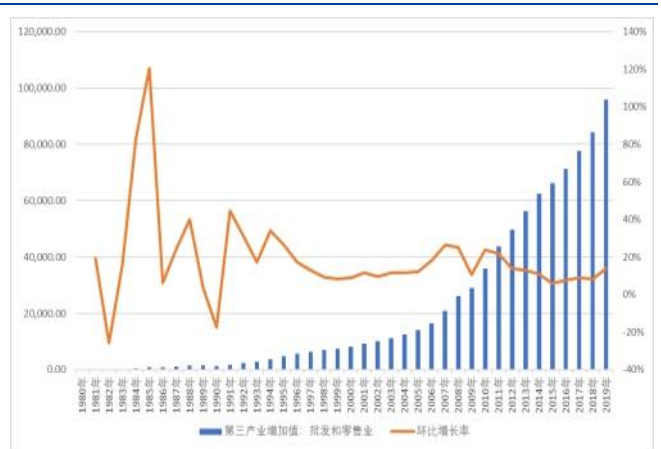
超市行业的发展与国民经济水平、人均收入的提升有着密切的联系。我国的社会消费品零售总额从改革开放初期 1980 年的 2140 亿元增长至 2019 年的 41 万亿元，40 年间增长了 192 倍，年复合增长率维持在 15% 左右。1980 年至 2000 年，GDP 第三产业中的批发与零售总额增长比较缓慢；自 2001 年中国入世后，批发与零售总额开始呈现迅猛增长态势，从 2001 年的 9119 亿元增长至 2019 年的 9 万 5 千亿元，增长了 10 倍，这一时期，也是我国商超行业发展的快速时期。

图表 11：我国社会消费品零售总额及其增长率



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

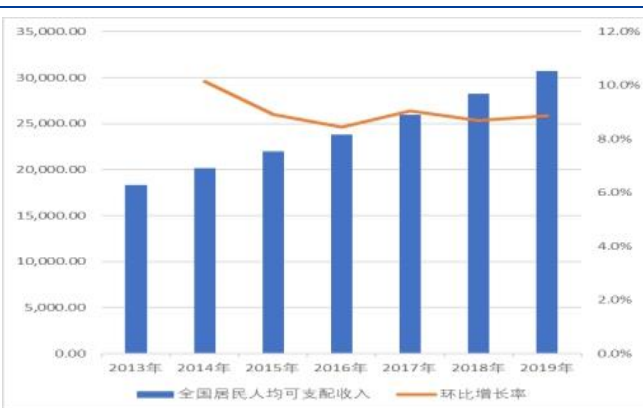
图表 12：我国 GDP 批发和零售业总额及其增长率



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

然而，随着近年以来国家整体经济策略聚焦转型，由过去依靠地产拉动经济转向产业转型升级，新的经济增长点培育期较长，在此背景下，GDP 第三产业中的批发与零售总额增速、居民收入增速与消费性支出增速也随着经济转型逐步趋缓，批发零售业固定资产投资额与超市主营业务收入增速大幅下滑，这给传统的商超行业带来新的挑战。

图表 13：我国全国居民人均可支配收入及其增长率



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 14：我国居民人均消费支出及其增长率



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

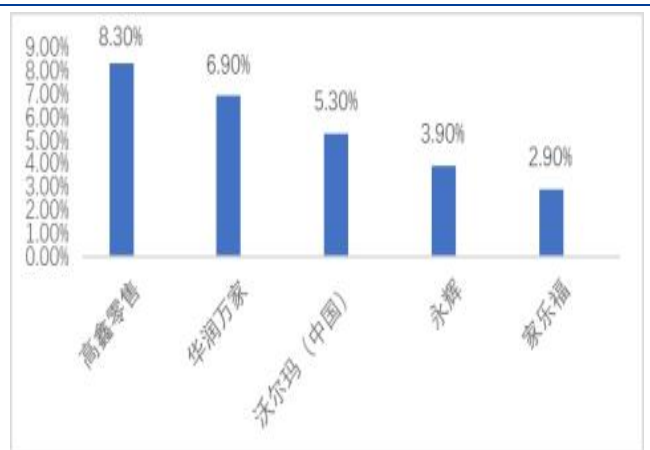
2.2 行业集中度低，区域割据竞争明显

我国的线下商超的行业集中度仍然较低。自 2011 年至 2018 年，我国的线下商超行业集中度 CR5 从 8.4 提高至 11.2，CR10 从 6.9 提升至 8.3。虽然集中度有所提升，但是相较美国商超行业集中度（CR10 为 35%）仍然较低。随着超市行业内部并购整合速度加快，我们认为行业集中度或将进一步提升，从过去的以追求规模为核心到未来以追求质量为核心，具备规模优势、供应链网络完善，业态不断进化创新的国内商超龙头有望胜出。

图表 15：我国商超 CR5 与 CR10 情况



图表 16：2018 年中国前五大商超市占率



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

数据来源：Kantar Retail，华福证券研究所

我国的传统商超行业呈现区域割据明显的状态。除了少数超市，例如永辉、华润万家做到了全国性零售商，其他超市的区域性经营色彩浓重。地方性零售商的特点是在发源地有较长的经营历史，构筑了密集的区域渠道网络，例如新华都、红旗连锁、中百集团等。

图表 17：我国部分行政区域的老牌超市



数据来源：百度地图，华福证券研究所

近年来，不仅线下商超之间的并购重组加快，线上电商巨头也开始布局线下的商超零售。例如：京东入股永辉，阿里巴巴入股三江购物与联华超市，苏宁收购家乐福股权。

图表 18：我国商超行业并购整合情况

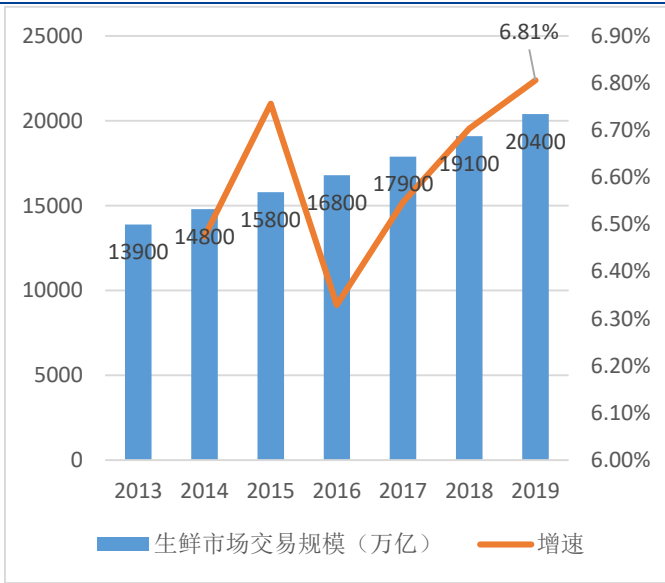
时间	公司	事件
2014-2017	永辉超市	入股中百集团与联华集团
2015	红旗超市	收购红艳超市
2015	沃尔玛（中国）	控股 1 号店
2015	京东	入股永辉
2015	步步高	收购南城百货
2016	阿里巴巴	入股三江购物
2017	步步高	收购梅西商业 94% 股份
2017	阿里巴巴	入股新华都
2017	家家悦	入股青岛维客
2017	阿里巴巴	入股联华超市，成为第二大股东
2017	永辉超市	受让红旗连锁 9% 股份
2017	阿里巴巴	入股高鑫零售
2018	家家悦	收购河北张家口福悦祥超市 67% 股权
2019	永辉超市	收购百联超市 50% 股权，成为其第一大股东
2019	家家悦	收购安徽乐新商贸 75% 股权
2019	苏宁	收购家乐福 80% 股权

数据来源：华福证券研究所

2.3 行业机遇---社区生鲜零售

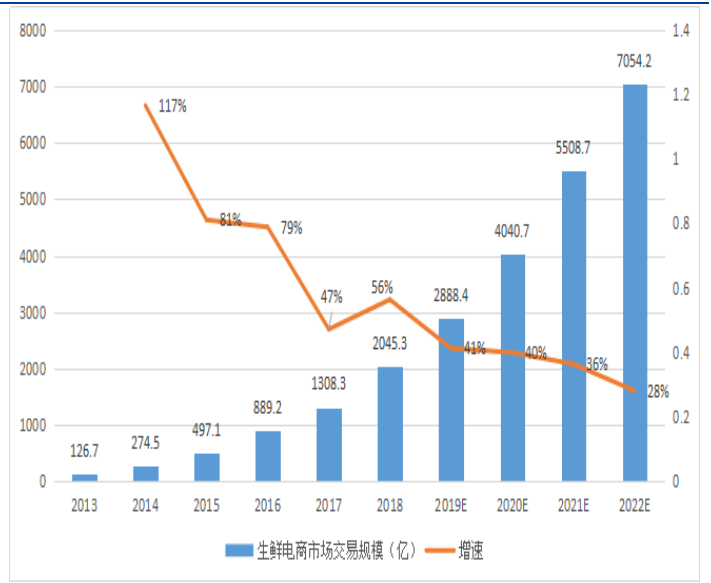
社区生鲜零售目前是商超行业最具增长潜力的板块。根据《新零售的未来：零售连锁巨头的进化之道》调查显示，从成熟市场看，社区商业消费占到了整体商业的 60%-70%，其中最核心的就是社区生鲜零售，这种业态不仅可以满足社区人群的高频刚性需求，并且对其他便利店具有挤出效应，具备形成垄断的潜力。我们认为社区生鲜零售是商超蛋糕顶端的樱桃。一方面，实体商超的人力成本、门店租金不断上涨，经营压力与日俱增；另一方面，生鲜产品属于高频次的日常刚性需求，生鲜市场交易规模自 2013 年起增长迅速，截至 2018 年已经达到 1.93 万亿元，2014 至 2018 的 CAGR 为 6.58%。同一时期，生鲜电商市场交易规模增速飞快，2014 至 2018 年的 CAGR 为 65%，2018 年生鲜交易规模已突破 2000 亿元，至 2022 年交易规模有望达到 7054.2 亿元。

图表 19：我国生鲜市场交易规模



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

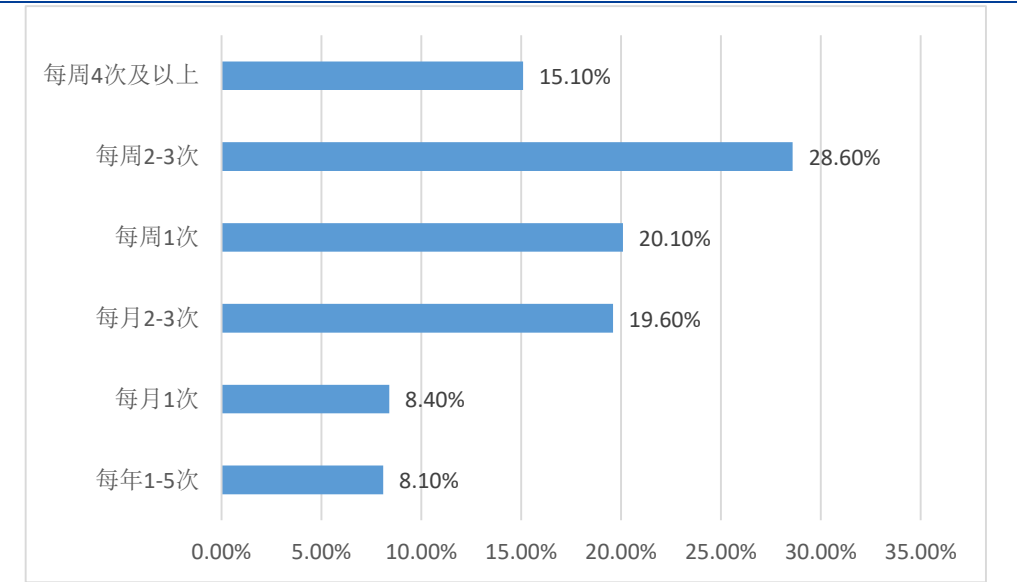
图表 20：我国生鲜电商市场交易规模



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

消费者生鲜网购的行为习惯正在逐步形成。据艾瑞咨询的调查显示，有 63.8% 的生鲜网购用户会每周购买 1 次以上的生鲜产品，有 28.6% 的用户每周购买 2-3 次。

图表 21：2018 年我国生鲜网购用户购买频次



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

生鲜电商行业还没有出现较优的可持续可推广至全国的商业模式。目前生鲜电商多种商业模式并存，且各有优劣，短时间内难分胜负。受到资本市场青睐的多为前置仓模式，其运营模式是：生鲜产品销售方利用冷链物流（冷藏车）提前将产品配送至前置仓存储待售，客户下单后，由前置仓经营者组织完成包裹生产和“最后一公里”的上门配送。由于距离高密度消费者群体距离近，因此订单响应速度极快。但是目前的前置仓模式还无法挤压供应链成本，盈利困难，大多数前置仓企业还处于烧钱阶段。永辉目前采取“到店+到家”模式。

图表 22：我国生鲜电商商业模式分类

	传统生鲜电商	新型生鲜电商			
		到家		到店+到家	社区拼团模式
		平台模式	自营前置仓模式		
模式简介	互联网将生鲜直接配送给消费者	平台与线下商超、零售店与便利店合作，为消费者提供到家服务	在离用户最近的地方布局集仓库、分拣、配送于一体的仓储点，缩短配送链条，降低配送成本	到店消费+线上购物+即时配送	团购平台提供产品供应链物流及售后支持，团长负责运营，用户在社区自提商品
布局城市	全国	一、二线城市为主	一、二线城市为主	一、二线城市为主	二三四线城市为主
覆盖范围	>10 公里	1-3 公里	1-3 公里	1-3 公里	500 米-1 公里
配送时长	1-2 天	1-2 小时	1 小时以内	30 分钟	1-2 天
优势	获客成本低；品牌优势强；诚信度高	满足即时性需求	满足即时性需求，减少人员、租金等成本	消费一体化体验，满足即时性需求	获客成本低，轻运营模式，易于扩张
劣势	配送实际长；商品损耗率高	无法把握品控	供应链、仓储前期投入大	人力、门店租金负担重	SKU 少、团长经验不足且流动性大
代表企业	天猫生鲜、天天果园、京东生鲜	京东到家、美团	每日优鲜、叮咚买菜	盒马鲜生、永辉生活	食享会

数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

三、 公司核心看点

3.1 供应链网络布局较为完善

生鲜的核心在于性价比，而性价比的核心在于供应链效率。虽然目前生鲜领域竞争激烈，我们认为最终胜出的仍然会是供应链效率最优的企业。

公司从上游采购到“最后一公里”配送，建立了广泛的合作网络，并且形成了自己的供应链品牌（例如：永辉金融、永辉物流、永辉食品工业等），有利于发挥产业协同效应、把握品控、降低集中采购成本。通过参股或者控股的方式，公司绑定了一批上游的优质原材料供应商；通过设立彩食鲜，做大做强企业的产品中间加工环节；下游配送环节设立了物流子公司，搭建并完善自己的配送网络。另外，供应链金融可以帮助公司整合自身优势及资源，拓宽融资渠道。

图表 23：公司上下游供应链整合情况

战略意义	参控公司	参控关系
绑定供应链上游供应商	富平永辉现代农业发展有限公司	控股子公司
	国联水产	参股子公司
	星源农牧	参股子公司
	湘村高科农业股份有限公司	参股子公司
	永辉日本株式会社	间接全资子公司
	福州颐玖叁叁豆制品有限公司	参股子公司
	上海东展国际贸易有限公司	全资子公司
	福建省永辉进出口贸易有限公司	间接全资子公司
	富平云商供应链管理有限公司	全资子公司
	上海银杰国际贸易有限公司	间接全资子公司
	砥行有限公司	间接全资子公司
	四川永创耀辉供应链管理有限公司	参股子公司
产品加工	永辉彩食鲜发展有限公司	参股子公司
绑定供应链物流	安徽永辉物流有限公司	全资子公司
	永辉物流有限公司	控股子公司
供应链金融	永辉青禾商业保理(重庆)有限公司	全资子公司
	重庆永辉小额贷款有限公司	全资子公司
	福建华通银行股份有限公司	联营企业

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.1.1 采购端：直采比例较高，从源头进行品控

公司采购的商品主要有生鲜、食品用品两大类，其中生鲜主要通过产地直采以及与生鲜源头生产商、制造商合作；食品用品推行商品中分类管理，精简 SKU，落实核心商品战略，与供应商形成战略合作关系，协同供应商做强优质品牌，互惠互利。

公司生鲜的直营+直采模式，有助于降低损耗率，从源头做好品控，降低采购成本。公司坚持对生鲜产品“直营+直采”模式，形成“农超对接”模式，使公司可以在源头上控制生鲜损耗并且直接降低采购成本，缓解后端冷链加工、储存与运输的压力。以花菜为例，公司不仅对花菜的质量标准进行了严格的分类，而且对装箱、保鲜与码放都提出了具体的操作要求。对比传统商超平均 15% 的损耗率，公司的蔬果损耗率为 3%-4%。另外，公司建立了总部集中直采与各省区自采两种模式。近年来，生鲜直采进一步放权至各省市。2020 年上半年，省区自采达到 54% 的比例，充分发挥省区的灵活性与机动性。

图表 24：公司生鲜采购部培训手册内容列举



数据来源：搜狐网，华福证券研究所

生鲜作为非标品，较为依赖采购人员的经验。公司拥有较为庞大专业的采手团队，截至 2018 年末，公司共有 1175 名专业采手，采手人数远高于传统超市同业。

图表 25：公司采手人数，直采比例与同业对比

企业	采手团队人数	商品直采比例
永辉超市	1175	75%以上
家家悦	251	85%
中百集团	无采手团队	43%
步步高	无采手团队	28%
每日优鲜	300 人	水果 (90%)，蔬菜 (50%)

数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

3.1.2 加工端：发展自有品牌，建立差异化竞争优势

公司的自有品牌有助于建立差异化竞争优势，提高产品附加值。自有品牌商品不仅减少了中间环节及品牌广告宣传等成本，并且有助于公司建立差异化的竞争优势。元。例如：公司自有品牌田趣大米，在全国的总种植面积高达 20 万亩，主打一年只出一季稻，按需批次加工，保证每粒米新鲜、营养。2019 年，公司新推出永辉农场蔬果、鱼肉，聚焦有供应链优势的核心大单品，并在年内完成了新老品牌的迭代。另外，公司还携手达曼国际与控股子公司瑞零通，打造“回家吃饭”、“开学季”、“PB 月”等自有品牌主题活动；2020 年，永辉超市自有零食品牌馋大狮与 B 站旗下二次元声音平台猫耳 FM 举办了一场“万千惊喜，等你发声”配音大赛，为馋大狮寻找官

方声音代言人，大赛投稿总数达到了 1042 个音频，投票总数近 8 万人次，进一步扩大了公司自有品牌在年轻人中的影响力。截至 2020 年上半年，公司在售自有品牌总销售额为 14.4 亿元，其中食百销售额 8.9 亿元，生鲜销售额 5.5 亿元。

图表 26：公司自有品牌列举



数据来源：公司官网，华福证券研究所

对比国内外，永辉的自有品牌数目较多，然而销售额并不高。欧洲和北美市场，零售商的自有品牌市场份额可以占到 20%-50%，沃尔玛的自有品牌销售额于 2012 年就已达到全部商品销售额的 25%；2018 年家家悦的自有品牌商品的营业收入占商业营业收入的比重为 9.83%；永辉的自有品牌提升空间仍然很大。

图表 27：公司自有品牌数目与同业对比

企业	数目	名称	范围
永辉超市	44	田趣，半边天，美支支，驻美时等	日用百货，日用品食品，生鲜等
家家悦	10	悦记飘香，JFU，半月湾等	日用品食品，服饰等
沃尔玛	40	惠宜，明庭，宣洁等	日用品食品，鲜食，服饰，家居，化妆品等
每日优鲜	1	每日良品	日用百货
叮咚买菜	0	无	无

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.1.3 配送端：物流网不断完善，配送效率提升

公司的物流中心有自营、租赁与外包三种模式。位于福建、重庆、安徽、四川等物流中心为自营模式，并且四川与安徽物流中心已完成自动化分拣，其他物流中心采取租赁或者第三方外包形式。19 年上半年，永辉完成了四川彭州物流产业园的建设，进一步提升了公司西南区的仓储物流的实力。目前，公司当前的物流中心配送范围已

覆盖全国 28 个省，全国范围内已拥有 19 个常温仓、11 个冷链仓，总运作面积 60 万平方米，其中冷库面积 9.5 万平方米，库容量 60.6 立方米，员工人数约 3100 人。2019 年的“吞吐能力”能满足全国 1200 家门店，总作业额 522.4 亿。

公司四川、重庆与福建省的仓储规模较大，东北与华南地区较为薄弱。物流仓储越完善的区域，尤其是自营大仓所在的区域盈利能力较好，说明物流配套设施对永辉的盈利起着重要作用。针对华中与华南区，公司也通过入股湖北的中百集团与广东地区的百佳超市补短板。

图表 28：公司主要物流中心存储能力与辐射范围情况



数据来源：百度地图，公司公告，华福证券研究所

与同业相比，公司的仓储经营模式较为多元，仓储面积较大，从 1 线到 5 线城市均有覆盖，运营稳定性较好。

图表 29：公司仓储物流能力与同业对比

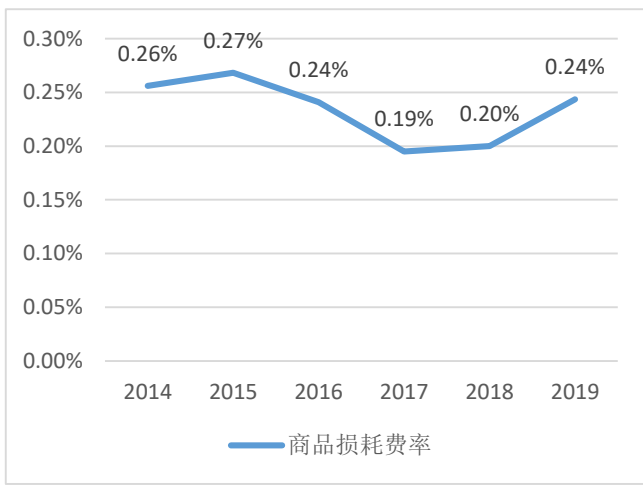
企业	仓储经营模式	仓储面积	覆盖城市	到家业务配送范围	到家业务最短配送时间
永辉超市	自营，租赁， 第三方外包	45 万平米	1-5 线 534 个城市	3 公里内	30min
家家悦	自营	18.93 万平	1-4 线 14	无到家业务	

		米	个城市		
每日生鲜	第三方租赁	16 万平米	1-2 线 20 个城市	3 公里内	30min
叮咚买菜	第三方租赁	7 万平米	1-2 线 8 个城市	3 公里内	30min

数据来源：公司公告，华福证券研究所

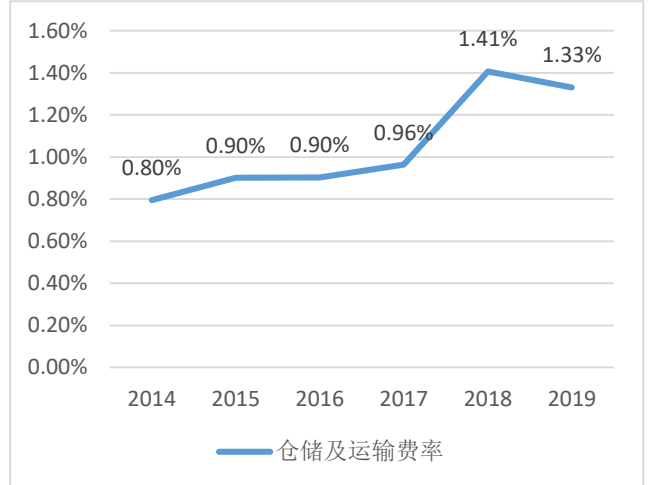
尽管公司门店不断增多，但是通过规模效应，公司的商品损耗率与仓储运输成本仍然保持较稳定的水平，2014 年至 2019 年，公司的商品损耗率保持在 0.23% 的水平，仓储及运输费率保持在 1.03% 的水平。

图表 30：公司商品损耗费率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 31：公司仓储及运输费率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司的到家业务覆盖城市数量较多，但是覆盖密度较低，销售额与每日生鲜有极大的差距。不过公司的到家业务发展速度较快，到家业务从 2018 年的覆盖 88 个城市，增长至 2019 年覆盖 22 个省区的 109 个城市，共计 518 家门店为消费者提供到家服务。2017 年时，到家业务销售额只有 5.25 亿，截至 2019 年，到家业务实现销售额 35.1 亿元。京东到家连接公司超市门店从 2017 年的 235 家增长至 2019 年的 485 家。永辉生活 APP 和小程序，已覆盖 24 个省，为永辉用户提供 5158 万次在线服务，年底月活数 506 万。

图表 32：公司到家业务与同业对比

企业	覆盖城市数目	前置仓数量	2018 年销售额 (亿)
永辉超市	109	518	16.8
叮咚买菜	8	345	7.47
每日生鲜	20	1500	100

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 全渠道布局的同时，以“到店+到家”模式求变，积极发展线上业务

公司的全渠道布局顺应了以 SoLoMo (Social+Local+Mobile) 消费群为代表的消费升级与通信科技发展的趋势。SoLoMo (Social+Local+Mobile) 消费群显著特点是消费者希望在任何时间、任何地点都能立即买到自己需要的商品。比如，消费者可以先在实体店体验、再去线上购买，也可以先在线上购买、再去实体店提货。这种消费趋势意味着企业要有全渠道零售能力，渠道类型包括有形店铺、无形店铺与信息媒体(微博、微信公众号)等等。与同业全渠道相比，永辉的全渠道建设较为完善。

图表 33：公司与同业全渠道建设比较

公司	线下端	To B 网络平台端	To C 移动 APP 端
永辉公司	红标店，绿标店，bravo 精品店与社区 mini 店	一二三全球供应链平台	永辉买菜 APP，京东到家
家家悦	大卖场，综合超市	无	无
沃尔玛	购物超市，山姆会员店，惠选超市	无	京东到家
盒马	盒马生鲜，盒马 mini 店	无	盒马 APP
每日优鲜	无	无	每日优鲜
叮咚买菜	无	无	叮咚买菜

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司在业态上一直保持着革新力。创业初期，公司的业态以大卖场为主；2012 年公司试水了 Bravo 精品店（绿标店）以提高品牌定位，取得成功后再在全国逐步铺开；2017 年，公司打造了“零售+餐饮”的超级物种，成为行业的新坐标，并且试水永辉生活；2019 年开始，公司着力发展贴近社区的 mini 店以应对生鲜电商的冲击。

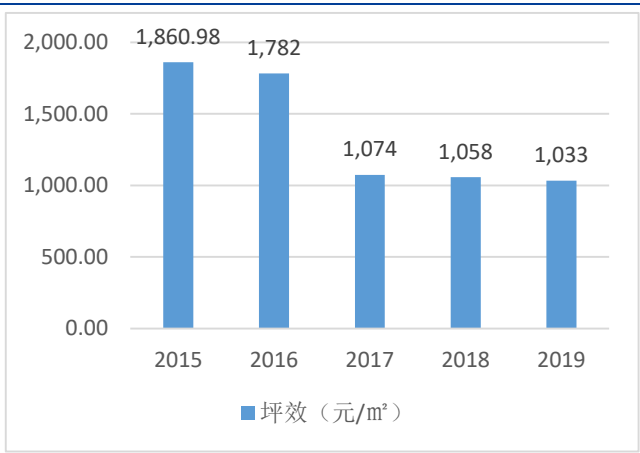
图表 34：公司业态发展历史

年份	各业态与对应数量
2011	大卖场 (41)、卖场 (112)、社区店 (51)
2012	精品店 (5)、大卖场 (64)、卖场 (125)、社区店 (55)
2013	精品店 (7)、大卖场 (91)、卖场 (142)、社区店 (48)
2014	精品店 (24)、大卖场 (97)、卖场 (161)、社区店 (48)
2015	精品店 (58)、大卖场 (118)、卖场 (166)、社区店 (44)、会员店 (5)
2016	精品店 (99)、红标店 (357)、优选店 (4)、会员店 (27)
2017	绿标店 (298)、红标店 (281)、永辉生活 (200)、超级物种 (27)
2018	超市 (708)
2019	超市 (911)、MINI 店 (529)

数据来源：公司公告，华福证券研究所

打造“到店+到家”生鲜电商模式。公司通过打造“到店+到家”生鲜电商模式积极寻求转型，以永辉 mini 店进军社区生鲜，深耕线下区域密度。在生鲜电商的冲击下，叠加 CPI 走低等因素的影响，公司两年以上成熟大店的坪效在持续降低，从 2015 年的 1860.98 元/平方米降至 1033 元/平方米。2019 年之前，永辉是以跨区域展店为主要扩张方式，2019 年推出永辉 mini，意味着永辉的扩张战略侧重于深耕区域密度，在一个区域做到全覆盖高渗透，用最便利的社区生鲜场景，即永辉 mini 店来服务消费者，拉近与最终消费者之间的物理距离，并且让存货大量时间都是在路上，降低库存与仓储成本。

图表 35：公司两年以上的成熟大店坪效



数据来源：公司公告，华福证券研究所

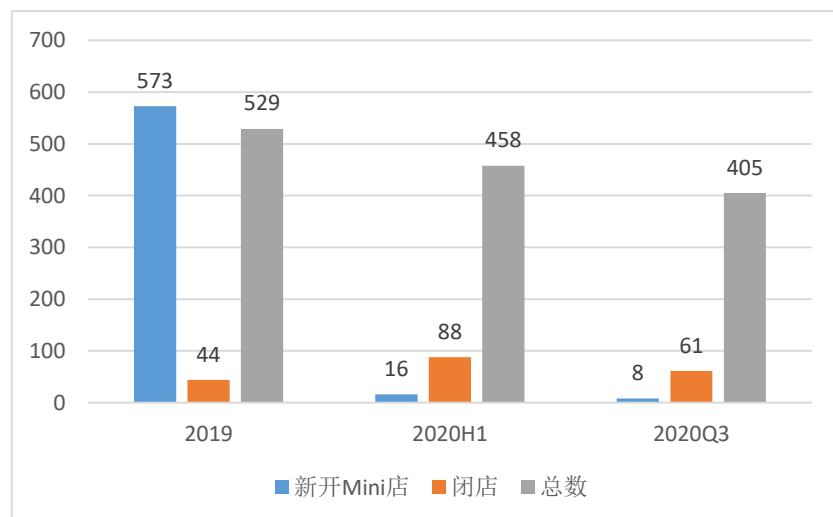
图表 36：公司大店与 mini 店的对比

对比项目	大店	Mini 店
客户定位	大众	社区人群
门店选址	区域购物中心	社区周边
门店面积	5000-10000 平方米	300-500 平方米
品类构成	生鲜占比 40%，品类齐全	生鲜占比 50%，日常消费品
仓库	有仓库	无仓库，依靠大店仓库

数据来源：草根调研，华福证券研究所

目前公司有 405 家 mini 店，2020 年上半年实现营收 14.51 亿元，占总营收比重为 2.8%。

图表 37：公司 Mini 店数量

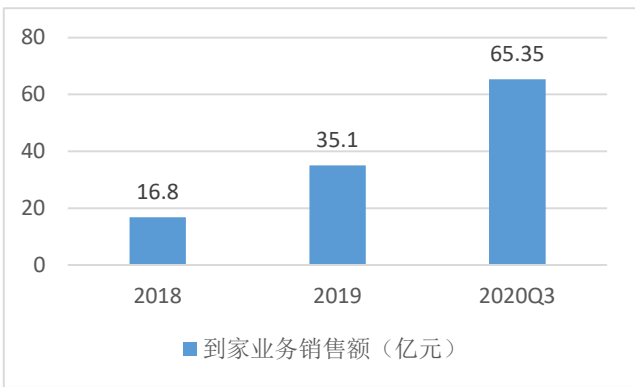


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司的线上业务营收增速较快，自有 App“永辉生活”表现亮眼。2018-2020 年 Q3，公司线上业务销售额从 16.8 亿元增至 65.35 亿元，占主营业务收入比重从 2.38% 提升至 9.7%。公司目前线上业务由两部分构成：1) 自有 APP“永辉生活”；2) 与

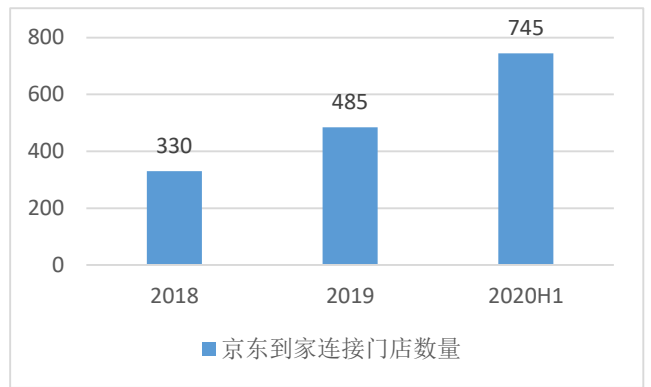
第三方平台合作，例如：京东到家。自有的永辉生活 APP 发展迅猛，截至 2020 年 6 月 30 日，永辉生活 APP 已覆盖 852 家门店，占已开业门店总数的 86%，实现销售额 22.5 亿元，日均单量 17.9 万单，1-6 月平均复购率为 45.63%。2020 年前三季度，永辉生活 app 占线上业务的比重为 50.7%。公司于 8 月 1 日发布公告称，公司收购永辉云创 20% 股份，持股比例达到 46.60%，再度成为其第一大股东，公司重新主导永辉生活 APP 运营。与第三方京东到家合作的情况也较好，京东到家连接公司超市门店的数目由 2018 年的 330 家增至 2020 年上半年的 745 家，占据已开业门店数目的 75%。

图表 38：公司到家业务销售额



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 39：京东到家连接门店数目



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 合伙人机制激发员工积极性

公司通过设立合伙人机制，遵照“盈利即分红”的思路，使得员工有机会分享企业利润。合伙人机制是指团队可以自行分配超过了设定的预期业绩标准的那部分利润，这一机制可以促进门店基层员工以创业精神执业，促销节流、提高人效。

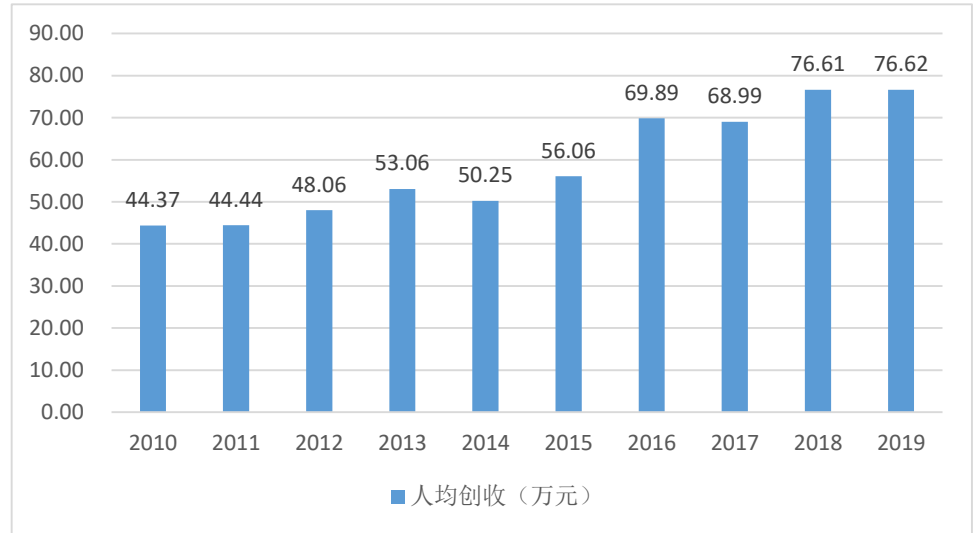
图表 40：公司员工成长通道



数据来源：公司官网，华福证券研究所

自公司 2013 年尝试合伙人机制并逐步铺开，员工人均创收呈现增长的态势。从 2013 年的 53.06 万元提高至 2019 年的 76.62 万元，说明合伙人机制在有效地推动着公司经营层面的优化。

图表 41：公司人均创收



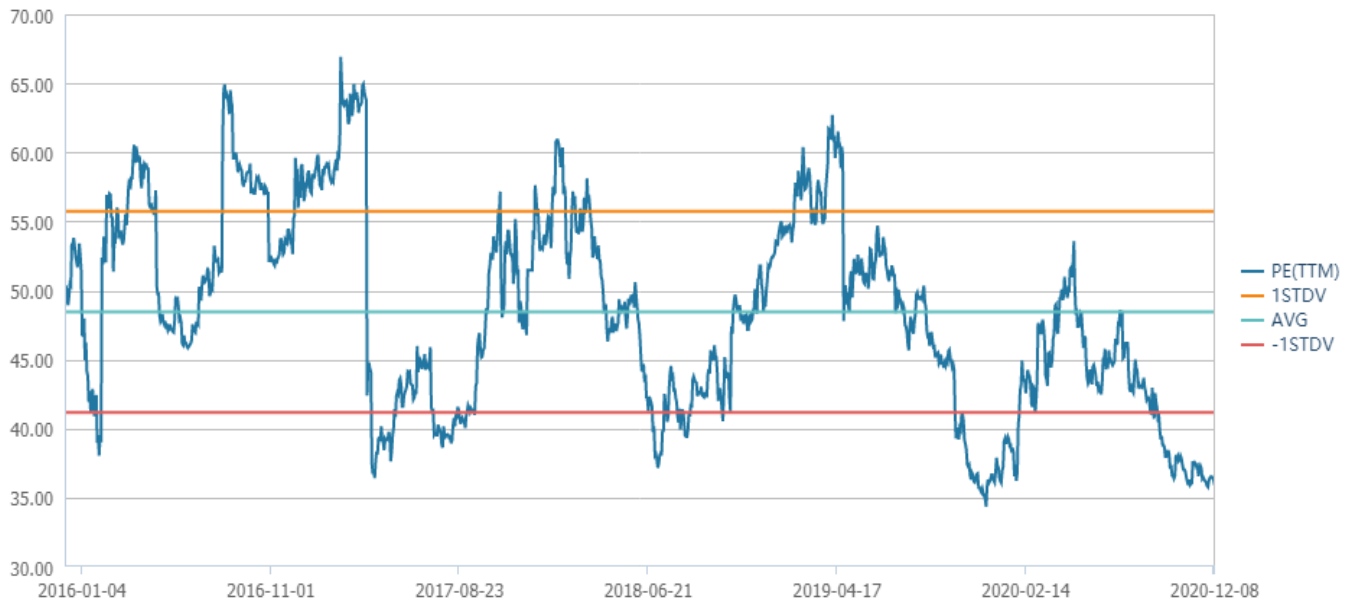
数据来源：公司公告，华福证券研究所

四、 盈利预测与估值

公司历史最高估值水平为 PE (TTM) 65 倍左右，最低估值水平为 PE (TTM) 35 倍左右。2019 年中旬至 2019 年底的，公司估值下挫原因主要在于公司 2019 年上半年业绩增幅不及投资者预期，2019 年中报公布净利润为 13.69 亿元，上年同期的净利润若剔除云创亏损约为 14.05 亿元，净利润呈现同比负增长。但是，公司基本面并未持续恶化，公司 2020 年 1 月的估值水平为 PE (TTM) 35 倍左右，随着上半年新冠疫情的蔓延，公司承接民众日常刚性高频需求，线上业务呈现爆发，市场给予其 2020Q1 的业绩预期较高，公司估值水平得以大幅回升。随着国内疫情得到控制以及 CPI 逐渐走低，公司的估值水平逐渐回落至 35 倍附近。我们认为公司未来的估值驱动因素主要是业绩增长。

2011 年至 2019 年，公司的门店数量保持着约 20% 的增速，公司营业收入 2010-2019 年复合增长率为 23.92%。我们预计公司 2020、2021 与 2022 年的营业收入增长幅度分别为 17%、18%、18%，营业收入分别为 993.06 亿元、1171.81 亿元与 1382.74 亿元，公司净利润分别为 23.41、27.02 与 31.29 亿元，当前股价对应 PE 分别为 32、27 与 24 倍。结合公司营业收入增速、展店速度与激烈的市场竞争现状，我们给予公司 2021 年 29 倍的市盈率，eps 为 0.28，对应目标价为 8.1 元。首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

图表 42：公司 PE Band



数据来源：Wind，华福证券研究所

五、 风险提示

5.1 租金成本上涨压力。

公司的超市大店多分布在购物中心，其租金优势建立在与地产商合作以永辉超市为购物中心引流的基础上，大店转变为“店+仓”的模式后，引流功能或将有所削弱，未来租金水平或将会上涨。

5.2 行业竞争进一步加剧。

公司同店营收增长率下滑，mini店扩张过快，公司经营质量不及预期。

5.3 渠道变革风险。

目前生鲜电商渗透率持续提高，各大巨头纷纷布局社区买菜业务，给公司的超市业务带来较大的分流压力。

图表 43: 财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,129	20,765	29,837	39,057	营业收入	84,877	99,306	117,181	138,274
应收账款	0	0	0	0	营业成本	66,574	78,452	92,573	109,236
应收账款	993	1,162	1,371	1,618	税金及附加	247	289	341	403
预付账款	2,398	2,826	3,335	3,935	销售费用	13,782	15,889	18,749	22,124
存货	12,333	14,534	17,150	20,237	管理费用	2,013	2,483	2,930	3,457
合同资产	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
其他流动资产	8,213	9,458	10,986	12,786	财务费用	351	-124	-139	-158
流动资产合计	31,066	48,745	62,679	77,633	信用减值损失	-65	0	0	0
其他长期投资	343	343	343	343	资产减值损失	-326	0	0	0
长期股权投资	5,886	5,886	5,886	5,886	公允价值变动收益	84	84	84	84
固定资产	5,128	5,163	5,196	5,278	投资收益	-69	-69	-69	-69
在建工程	174	74	-26	-276	其他收益	152	152	152	152
无形资产	812	731	658	592	营业利润	1,640	2,438	2,848	3,333
商誉	309	309	309	309	营业外收入	222	223	223	223
其他非流动资产	8,944	3,718	3,120	2,643	营业外支出	85	0	0	0
非流动资产合计	21,287	15,915	15,177	14,466	利润总额	1,777	2,661	3,071	3,556
资产合计	52,353	64,660	77,856	92,099	所得税	324	486	560	649
短期借款	10,813	17,937	25,060	32,183	净利润	1,453	2,175	2,511	2,907
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	-111	-166	-192	-222
应付账款	12,983	15,300	18,054	21,303	归属母公司净利润	1,564	2,341	2,703	3,129
预收款项	3,206	3,751	4,426	5,222	NOPLAT	1,740	2,074	2,397	2,778
合同负债	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.16	0.25	0.28	0.33
其他应付款	3,439	3,439	3,439	3,439					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	1,046	1,193	1,333	1,501					
流动负债合计	31,487	41,620	52,312	63,648					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	412	412	405	405					
非流动负债合计	412	412	405	405					
负债合计	31,899	42,032	52,717	64,053					
归属母公司所有者权益	20,106	22,446	25,148	28,277					
少数股东权益	348	182	-9	-231					
所有者权益合计	20,454	22,628	25,139	28,046					
负债和股东权益	52,353	64,660	77,856	92,099					

现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	997	1,925	1,828	1,825
现金收益	3,310	3,095	3,259	3,511
存货影响	-4,215	-2,201	-2,616	-3,087
经营性应收影响	1,124	-597	-718	-847
经营性应付影响	4,193	2,861	3,429	4,046
其他影响	-3,416	-1,234	-1,526	-1,798
投资活动现金流	-4,501	4,329	-150	-50
资本支出	-1,529	-897	-747	-528
股权投资	-185	0	0	0
其他长期资产变化	-2,787	5,226	597	478
融资活动现金流	5,900	7,382	7,394	7,445
借款增加	7,123	7,123	7,123	7,123
股利及利息支付	-1,338	-1	-1	-1
股东融资	160	160	160	160
其他影响	-45	100	112	163

主要财务比率				
	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	20.4%	17.0%	18.0%	18.0%
EBIT增长率	33.3%	19.2%	15.6%	15.9%
归母净利润增长率	5.6%	49.7%	15.4%	15.8%
获利能力				
毛利率	21.6%	21.0%	21.0%	21.0%
净利率	1.7%	2.2%	2.1%	2.1%
ROE	7.6%	10.3%	10.7%	11.2%
ROIC	8.4%	6.2%	5.7%	5.5%
偿债能力				
资产负债率	60.9%	65.0%	67.7%	69.6%
债务权益比	54.9%	81.1%	101.3%	116.2%
流动比率	98.7%	117.1%	119.8%	122.0%
速动比率	59.5%	82.2%	87.0%	90.2%
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.5
应收账款周转天数	7	4	4	4
应付账款周转天数	61	65	65	65
存货周转天数	55	62	62	62
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.25	0.28	0.33
每股经营现金流	0.10	0.20	0.19	0.19
每股净资产	2.11	2.36	2.64	2.97
估值比率				
P/E	47	32	27	24
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	407	413	387	355

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn