

Presentation: 回归零售本质，迈向星辰大海 Back to Retail Basics, Aiming for the Stars and Beyond

李宏科 Hongke Li hongke.li@htisec.com
汪立亭 Liting Wang liting.wang@htisec.com
胡佳璐 Rebecca Hu rebecca.jl.hu@htisec.com

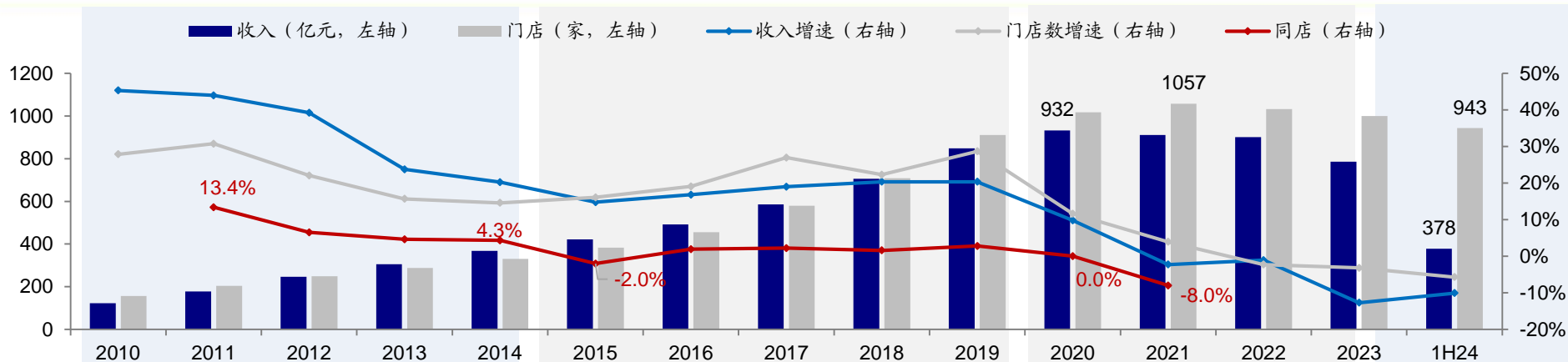
20 Dec 2024

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

- **复盘：中国超市龙头，在转型变革中成长。** ①发展历程：行业红利期（2010-14年）强化规模效应，开店和同店共同驱动，生鲜供应链优势显著；变革期（2010-19年）被电商分流致同店回落，积极探索到家和小店但回报率较低；后疫情时代（2019-23年）收缩永辉生活和超级物种，剥离无效投资，同时成立富平子公司夯实生鲜供应链。2024年启动新一轮变革调优期。 ②组织架构：历经五任董事会和至少三种组织架构，新一轮变革调优期名创拟收购永辉29.4%股权，同时新聘任两位副总裁，分别负责到店到家业务。
- **经验与教训：创新渠道形态为主，而未变革供应链。** 永辉自2015年以来探索永辉生活、超级物种、mini店、会员店，收效甚微，我们认为原因在于公司更注重前端业态模型，即如何更快更便利地触达用户，而未涉及后端供应链变革。零售的核心是供应链，线上or线下、大店or小店，只是用户购买商品的不同渠道，买的核心还是商品和服务。我们相信未来公司将充分汲取历史经验，优化机制、凝聚组织、重质提效，奔赴新一轮胖东来引导的“真诚与美好”。
- **本轮调改的核心：商品与服务。** ①进展：截至2024年11月底已开21家，预计25年春节前40-50家，25年拟调改超100家。 ②要点：供应链提高加工类占比，大比例汰换食百，引流逻辑从单一生鲜品类拓展至生鲜+加工；同步优化门店硬件与管理机制。 ③效果：调改门店收入多有显著增长，胖东来帮扶调改店日销提升10倍左右，永辉自主调改店日销提升6倍左右，开业效应褪去后调改效果仍需持续跟踪。 ④跟踪判断：我们建议，门店层面看UE（即调改店日销），公司层面看同店。我们认为，中国零售行业已过了仅依赖粗放开店的“量”增阶段，未来的成长驱动更多来自于“质”增，即提高单店效益，以高坪效高周转去强化规模效应。
- **展望：回归零售本质，迈向星辰大海。** 我们认为，中国线下零售市场集中度低，竞争加剧是外因，自身效率欠佳是主因。新一轮调优变革推进前台门店和中后台供应链全面调优转型，供应链改革的核心抓手在于：①差异化的商品力，通过自有品牌、品质定制等逐渐形成渠道的品牌心智；②规模化地降成本，推动盈利模式去KA，打造高效透明的采销体系。另同时需同步推进组织机制的优化。本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至。
- **盈利预测与估值**：预计2024-26年收入各699、726、777亿元，同比增长-11.2%、3.9%、7.1%，归母净利各-8.06、3.55、6.70亿元，同比增长39.3%、144%、88.8%；考虑到公司净利率仍在修复初期，给予2025年1倍PS，对应合理市值726亿元，目标价8.0元，维持“优于大市”的投资评级。
- **风险提示**：门店调改进展及效果不及预期；投资收益和减值损失等的不确定性；行业竞争加剧。

1. 复盘：中国超市龙头，在转型变革中成长
2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链
3. 本轮调改的核心：商品与服务
4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海
5. 盈利预测与估值

1. 复盘：中国超市龙头，在转型变革中成长



行业红利期，规模效应强化

- 开店和同店共同驱动收入成长
- 同店高增长，培育期持续缩短
- 以大卖场单一业态全国快速复制
- 生鲜供应链优势显著

行业变革期，探索新模式

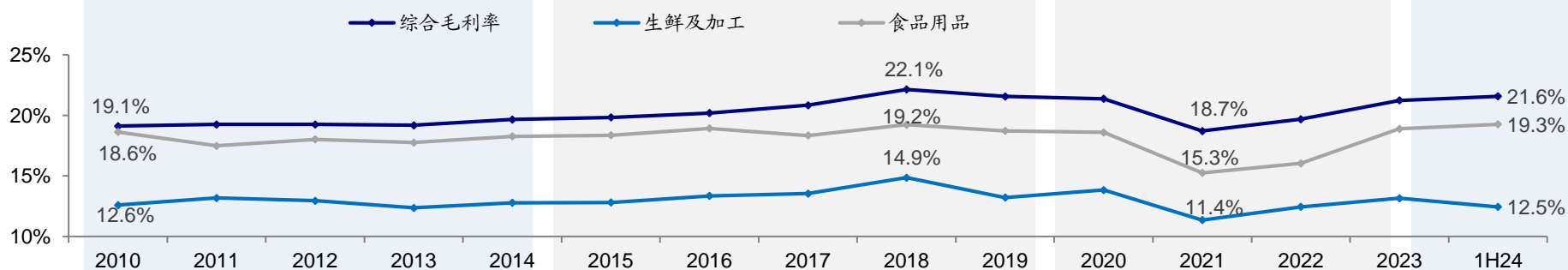
- 开店提速，外延驱动为主，规模效应下，毛利率继续提升
- 电商分流，同店增长回落
- 成立云创，探索到家和小店
- 对上游和同业进行产业/财务投资，消耗现金，回报率低

后疫情时代，降本提效

- 同店下降，开店减速
- 收缩永辉生活和超级物种
- 稳健推进到家和会员店
- 夯实生鲜供应链，成立富平子公司
- 强化管控，剥离无效投资

新一轮变革调优期

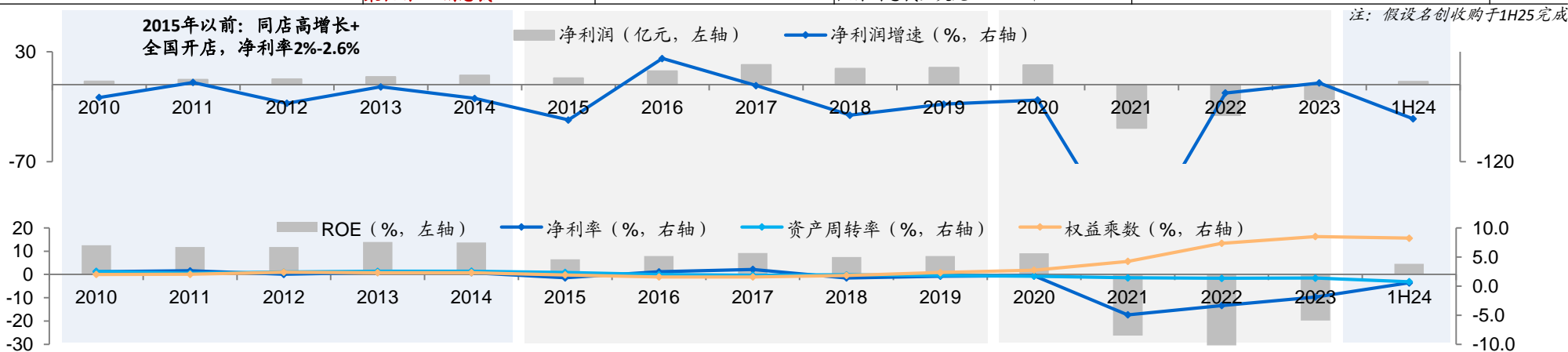
- 关闭尾部门店，门店调优提效
- 借力胖东来帮扶，稳步推进以供应链为核心的门店调改



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 复盘：中国超市龙头，在转型变革中成长

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E		
董事会	第一届 (2009.8.6-2012.8.5)				第二届 (2012.7.27-2015.7.26)			第三届 (2015.9.2-2018.9.24)			第四届 (2018.12-2021.12)			第五届 (2021.12-2024.12)					
席位数 (不含独董)	6				6			7			6			6					
其中：管理层	6				6			4			3			3					
引入战投	0				0			3			3			3					
张氏兄弟职位及持股																			
其中：张轩松	董事长 20.8 21.52				董事长 24.68 19.82			董事长 18.85 14.70			执行董事 董事长 14.79 17.54			15.56 13.57 13.57 13.57					
张轩宁	董事 14.86 16.28				董事CEO 15.26 12.19			副董事长 10.36 7.77			董事 7.82 8.2			8.2 7.0 7.0 7.0					
其他主要股东及持股																			
其中：民生超市	20.56 20.56 16.46				9.69 0			19.99 19.99 19.99			19.99 20.10 21.08			21.08 21.08 21.08					
汇银投资	5.67 5.67 4.25				3.02 1.41 0														
牛奶公司								19.99 19.99 19.99			19.99 20.10 21.08			21.08 21.08 21.08					
京东								10.00 10.00 11.43			11.43 12.77 13.38			13.38 13.38 11.26 2.94					
腾讯											5.00 5.03 5.27			5.27 5.27 5.27 5.27					
名创																			
业务架构及主要高管	三大事业部				三大事业部			架构扁平化+合伙人制度			回归核心，优化创新			供应链与数字化		门店调优		胖东来帮扶+自主调改	
					云超/云创/云商/云金；云超一二集群						云创彩食鲜出表								
郑文宝：董事/副总/生鲜事业部总经理，张轩松、张轩宁表哥					郑文宝：董事/副总裁/生鲜总经理			郑文宝：董事/生鲜总经理			班哲明·凯瑟克：轮值董事长，怡和控股董事总经理			引入CTO李松峰		财务总监：黄明月		副总裁：王守诚、林红东	
叶兴针：董事/副总/服装总经理					叶兴针：董事/副总裁/服装总经理			叶兴针：董事/服装总经理			李国：董事、CEO			李松峰由CTO转任CEO		副总裁：严海林、林建华		财务总监：吴凯之；黄明月任财务共享中心负责人	
谢香镇：职工监事/食品用品事业部总经理，张轩松、张轩宁妹夫					谢香镇：副总裁/食品用品总经理			李国：副总裁，第一集群总经理			副总裁：罗雯霞/彭华生/吴莉敏/曾凤荣			李国任富平供应链董事长；李建波任彩食鲜CEO		李国、吴莉敏、金斌、严海芸离职		吴光旺、彭华生离职；林建华辞去副总但负责中央厨房	
					李建波 总裁 柴敏刚 副总裁			2015-16:李建波、柴敏刚离职 2017:郑文宝、叶兴针、谢香镇、陈金成离职			执行副总裁：吴光旺								

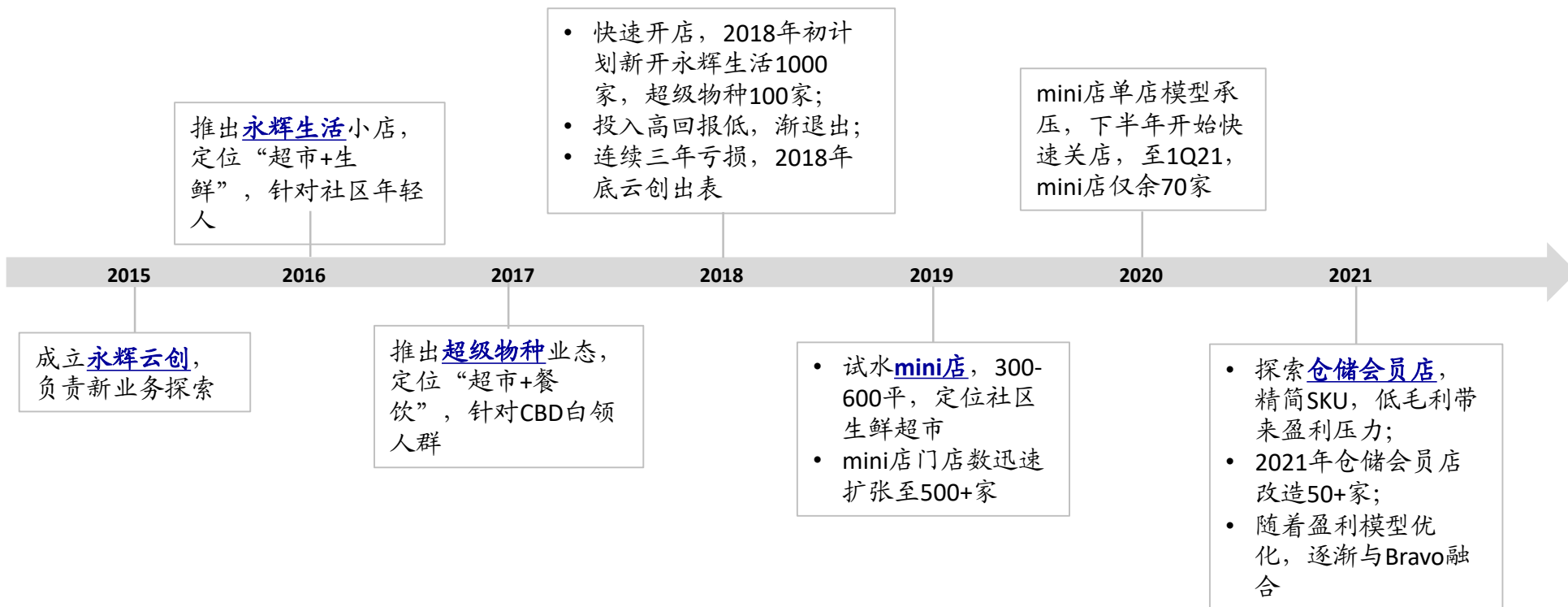


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

►永辉超市成立于2001年，2010年底IPO，而后享受过经济上行周期的规模化成长红利，也经历过经济下行与渠道分流下的阵痛期，引领行业实践了多轮业态创新探索。虽然业绩至今依然承压，但我们看到公司组织能力在不断进化，毕竟对于零售企业而言，团队和机制是核心竞争力。

永辉历史新业态探索梳理



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.1 永辉云创：探索线上和小店，投入高回报低

- **成立永辉云创探索新业态**：2015年成立云创，划分云超、云创、云商、云金等板块。其中云超为公司商超主业，云创包括永辉生活APP、永辉生活小店、超级物种门店三部分业务。
- **股权结构**：云创成立后，2016年12月引入今日资本，2017年12月引入腾讯（此时云创约60亿估值），2018年5月引入创新工场、丹昇投资。至2018年6月底，永辉持股云创46.6%。

永辉云创股权结构（20180630）

股东名称	认缴出资 (万元)	实缴出资 (万元)	股权比例
永辉超市股份有限公司	58250	58250	46.60%
宁波梅山保税港区辉云重安投资管理合伙企业（有限合伙）	8727	8727	6.98%
宁波梅山保税港区辉众同新投资管理合伙企业（有限合伙）	2957	2957	2.37%
宁波梅山保税港区众想投资管理合伙企业（有限合伙）	3033	3033	2.43%
宁波梅山保税港区辉集众宜投资管理合伙企业（有限合伙）	3033	3033	2.43%
张轩宁	12000	12000	9.60%
CTG Evergreen Investment XIV(HK) Limited	12000	12000	9.60%
林芝腾讯科技有限公司	18750	18750	15.00%
北京创新工场创业投资中心（有限合伙）	3750	3750	3.00%
北京丹晟投资基金中心（有限合伙）	2500	2500	2.00%
合计	125000	125000	100.00%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

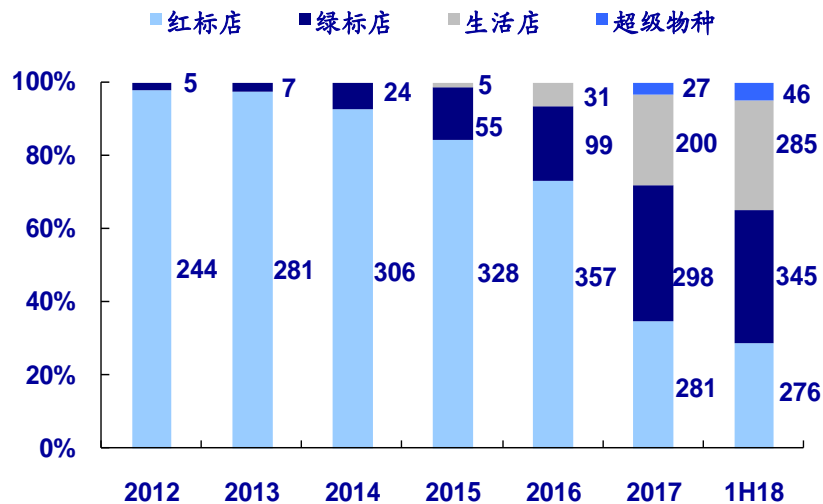
2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.1 永辉云创：探索线上和小店，投入高回报低

➤围绕消费者需求创新：此阶段形成红标-绿标-生活店-超级物种的业态矩阵。从体验出发，以超级物种做为接触年轻人的窗口；从效率出发，以永辉生活布局最后1-3公里市场。

➤云创旗下有三方面业务：①永辉生活小店，定位“超市+生鲜”，针对社区年轻人；②超级物种，定位“超市+餐饮”，针对CBD白领人群；③永辉生活APP，支持永辉旗下所有业态的线上销售平台。

公司各业态门店分布（%，图中标注为门店数）



	超级物种	永辉生活
定位	超市+餐饮，500-1000平米；主要布点CBD，针对白领	便利+生鲜，100-200平米；主要布点社区，针对年轻人
模式	N个工坊（如盒牛、波龙、三文鱼）集合全球优质食材	生鲜占比超50%，便利店业态
痛点	打造为全球供应链资源与年轻人的体验窗口；3公里30分钟-1小时达	希望满足年轻人的一日三餐需求；3公里30分钟-1小时达
首店开业	1Q2017	4Q2015
覆盖省份	8省10城：重庆、四川、福建、北京、浙江、江苏、上海、广东	8省10城：重庆、安徽、福建、北京、浙江、江苏、上海、广东
3Q18门店数	56	422
2018年初计划开店数	100家	1000家
财务模型的瓶颈	租金和人工费用刚性	生鲜占比高，拉低毛利率；鲜食占比低；SKU少；租金和人工费用刚性

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.1 永辉云创：探索线上和小店，投入高回报低

► 门店拓展：截至2Q18，超级物种共46家门店，永辉生活共285家门店。永辉生活2017-1Q18进行模型迭代，据我们测算，盈亏平衡UE模型对应的日销约1.8万-2万元，毛利率约20%-25%。

超级物种	1Q17	2Q17	3Q17	2017	1Q18	2Q18	永辉生活	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
门店数 (家)							门店数 (家)							
重庆				1	2	2	重庆			1		27	29	34
四川				3	4	4	安徽					2	9	12
福建	1	4	4	10	14	14	福建			1		36	46	56
北京			1	2	3	4	北京			2		16	19	23
浙江				1	1	4	浙江					1	3	4
江苏			1	2	4	5	江苏					5	9	14
上海				2	3	4	上海	27		47		98	111	121
广东		1	3	6	7	9	广东					15	20	21
合计	1	5	9	27	38	46	合计	27	36	51	102	200	246	285
面积 (平米)							面积 (平米)							
重庆				990	1630	1630	重庆			143		4649	5031	5605
四川				4612	6369	6369	安徽					285	1227	1681
福建	500	2907		8956	12113	11844	福建			178		5725	7199	8225
北京				2086	3253	4511	北京			335		2851	3323	3727
浙江				788	788	3415	浙江					135	353	503
江苏				2009	3413	3845	江苏					691	1191	1968
上海				1343	2114	3997	上海	4994		8202		14903	16549	17675
广东		763		3868	5128	5815	广东					2133	2759	2860
合计	500	3670		24652	34807	41426	合计	4994		8858		31372	37632	42244
单店面积 (平米)							单店面积 (平米)							
重庆				990	815	815	重庆			143		172	173	165
四川				1537	1592	1592	安徽					143	136	140
福建		727		896	865	846	福建			178		159	156	147
北京				1043	1084	1128	北京			168		178	175	162
浙江				788	788	854	浙江					135	118	126
江苏				1005	853	769	江苏					138	132	141
上海				671	705	999	上海	185		175		152	149	146
广东		763		645	733	646	广东					142	138	136
平均		734		913	916	901	平均	185		174		157	153	148

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.1 永辉云创：探索线上和小店，投入高回报低

►持续亏损出表：因后台初期投入较大以及业态仍在迭代创新，云创成立三年亏损持续扩大。2018年12月，永辉以3.94亿转让20%股权给张轩宁先生，张轩宁成为云创第一大股东。

►永辉继续参与云创增资：云创是永辉新业态布局的尝试，并承担线上业务，对公司业务转型具有积极意义，2019年5月云创全体股东同比例增资10亿，其中永辉出资2.66亿。

►永辉重新收购云创20%股权：2020年7月，永辉与张轩宁《永辉云创科技有限公司股权转让协议》，张轩宁以3.9亿元的价格向永辉转让云创20%股权。

永辉云创收入及净利情况（万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收入（万元）	4802	56613	214651	285763	190392	47493	3694	10207
费用（万元）			312230					
净利润（万元）	-11580	-26683	-94492	-128815	-15084	-37922	-6682	4658
扣非利润（万元）					-127784			
净利率	-241%	-47%	-44%	-45%	-8%	-80%	-181%	46%
权益利润（万元）	-8801	-13875	-46197	-34265		-10856	3746	9327
少数股东损益（万元）	-2779	-12808	-48295	-94550		-27065	-10429	-4668
总资产（万元）	36344	125931	195143	244788	95792	1315235	474561	353625
负债（万元）	1919	55816	91220	193080	63341	1319372	485380	359274
净资产（万元）	34426	70115	103923	51708	32451	-4136	-10819	-5649
注册资本（亿元）	6	10	12.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5
永辉持股	76%	52%	26.60%	26.60%	26.60%	46.60%	46.60%	46.60%
张轩宁持股	0	12%	29.60%	34.40%	34.40%	14.40%	14.40%	14.40%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.2 永辉mini: 定位社区生鲜超市，单店模型仍承压

- ▶永辉mini: 以生鲜为主，300-600平米左右的社区店，2018年底开始试水。
- ▶竞争格局: 2018-2019年社区生鲜赛道竞争激烈，到店为主的生鲜传奇、谊品生鲜，到店+到家的盒马、永辉生活，前置仓到家的每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市。

社区生鲜竞争格局（2018-2019）

	到店为主		到店+到家			前置仓到家		
	生鲜传奇	谊品生鲜	盒马	永辉生活	永辉超市mini	每日优鲜	叮咚买菜	朴朴超市
成立年份	2015	2013	2016	2015	2018	2014	2017	2016
创始人	王卫	江建飞	侯毅	永辉超市	永辉超市	徐正	梁昌林	陈兴文
门店/前置仓数	100+(2018E)	400(2018E), 1000(2019E)	100左右	400+(2018E)	<10(18E) 400-800(19E)	1000+	200+(2018E) >400(2019E)	30+
区域布局	合肥，拟进入南京	合肥、重庆、成都、北京等11个城市	上海、北京等全国10+个城市	上海最多，全国10余个城市	在福州、重庆、成都等试水	北京等20多个城市	覆盖崇明以外的上海全部区县	深耕福州市场，拟进入厦门市场
定位与客群	生鲜及厨房周边，聚焦一日三餐	聚“菜市场”社区生鲜折扣店	中高端群体，80后和90后	社区便利+生鲜，提供增值服务	社区生鲜，新鲜、便宜、丰富	针对25-65岁人群	聚焦一日三餐	针对家庭主妇
估值(亿)	B轮30亿			60		超10亿美元		30
投资方	红杉、弘章、IDG、黑蚁、凯珩、星椽湾今日资本资本等		阿里巴巴	永辉超市	永辉超市	Tiger Global、Sofina、高盛、腾讯、时代资本、保利资本等	高榕资本、琥珀资本、今日资本、红杉资本、红星美凯龙等	美元投资方（具体不详）
销售额(18E)	~6亿	~20亿	~100亿	~20亿	-	80-100亿		5-10亿
供应链与物流	3个配送中心，即常温配送中心、生鲜配送、乐大嘴零食配送中心	基地直采+B2B分销+终端零售，批零一体化自营	自采为主；拟武汉建全国物流供应链网络初期360亩	食品用品供应链协同，生鲜来自彩食鲜；线上配送部分外包	全链条协同大店；线上配送部分外包	城市分选中心+前置仓，推进百城万仓亿户计划；自建配送团队	分布式仓储，总仓加工后运至前置仓；自建配送团队	1个总仓，30+个仓；自建配送团队
线上占比			>50%	>20%	拟推进	100%	100%	100%
单店SKU(个)	1800-2000，其中自有品牌400+	1900	3000-4000	1000+	估计2000+	精选SKU，大仓1600个，前置仓估计几百	1500	2500左右

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.2 永辉mini：定位社区生鲜超市，单店模型仍承压

- Mini店“到店”模型：测算500平米店面日销≥3万元，生鲜毛利率≥15%，单店盈利。
- Mini店“到店+到家”模型：假设到店:到家的日销占比为8:2，测算到店日销≥3万、到家毛利率≥10%，单店盈利。

永辉mini店单店模型测算

Mini店	门店A		门店B		到家增量		到店+到家	
面积(平方米)	480		400		客单价(元)	40	400	
SKU(个)	2700		2500		日订单(单)	162		
税前日销(万元)	2.0		3.0		0.8		3.8	
客流(人)	1200		1000					
客单价(元)	25		30					
税后坪效(万元/年)	1.3		2.4				2.9	
月报表(万元)	占比		占比					
收入					19	20%	97	
生鲜	34	65%	43	55%				
其他	18	35%	35	45%				
毛利率					1.9	10%	17 18%	
生鲜	5	14%	7	16%				
其他	4	20%	9	25%				
销售管理费用	13	25.1%	11	14.6%	6		18 18%	
人工	5.2	10.1%	4.8	6.2%	2	10.3%		
租金	4.8	9.3%	4.0	5.2%				
折旧摊销	1.2	2.3%	1.0	1.3%	0.8	4%		
水电	1.0	1.9%	0.9	1.2%				
广宣、配送等	0.8	1.5%	0.6	0.8%	3	18%		
利润总额	-9.0%		4 5.5%				0.0 0.0%	
净利润	-3 -6.7%		3 4.1%				0.0 0.0%	

A店净利率对日销&生鲜毛利率的敏感性分析

日销 万元	生鲜毛利率				
	14%	15%	16%	17%	18%
2.0	-6.7%	-6.2%	-5.8%	-5.3%	-4.8%
2.5	-3.0%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%
3.0	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
3.5	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%	3.3%
4.0	2.7%	3.2%	3.6%	4.1%	4.6%
4.5	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%

B店整体净利率对到店日销&到家毛利率的敏感性分析(假设到店:到家8:2)

到店日销 万元	到家毛利率						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
2.0	-5.6%	-5.5%	-5.3%	-5.2%	-5.0%	-4.9%	-4.7%
2.5	-2.4%	-2.2%	-2.1%	-1.9%	-1.8%	-1.6%	-1.5%
3.0	-0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
3.5	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%
4.0	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%	3.5%
5.0	4.2%	4.3%	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	5.1%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.2 永辉mini：定位社区生鲜超市，单店模型仍承压

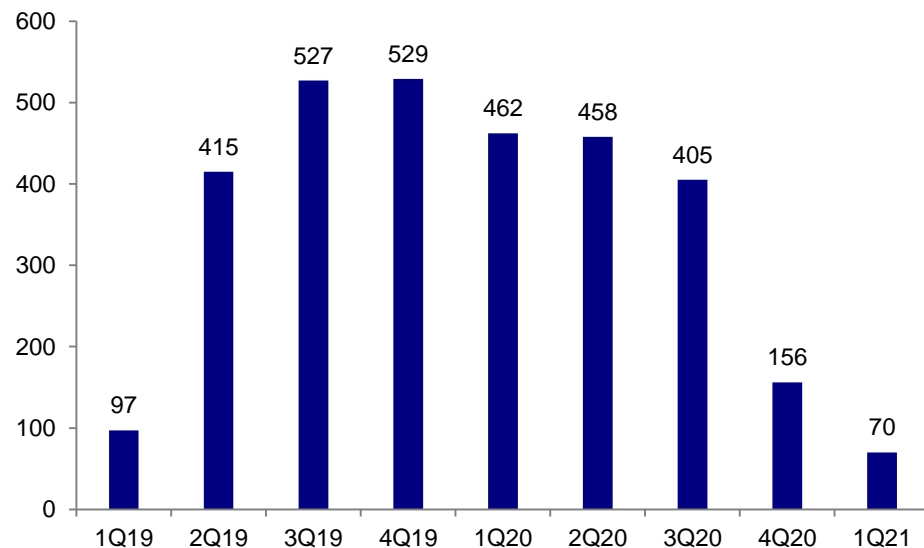
►盈利承压，高速开店后踩刹车：基于社区店以更好触达和服务消费者，2019年初公司开始快速扩张mini店，门店数一度超500家；1Q20已有所收缩，4Q20开始大幅关店，至1Q21门店数量仅余70家。

►我们认为，mini店最终收缩也是由于单店模型承压，即社区店租金水平远高于大卖场，盈亏平衡对坪效的要求也远高于大卖场，但支撑坪效的商品结构因复用原有供应链而没有本质改变。

永辉mini店实景



永辉mini店门店数量（家）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.3 仓储会员店：精简SKU，低毛利带来盈利压力

►永辉超市2021年推进仓储会员店改造50+家，而后随着盈利模型优化，逐渐与Bravo融合。当时改造要点为注重客流、周转，门店改造倒逼供应链改革。

(1) 坚持“民生超市”的定位，主打“天天平价”；(2) 宽类窄品，精简SKU，从1万多缩减到几千个，覆盖老百姓日常消费所需；(3) 基本脱离传统商超通道费的经营模式，采取买断的方式，减少中间环节，掌握商品的话语权和议价权；(4) 生鲜占比高达60%，持续发力自有品牌；(5) 店仓合一，重构人、货、场。

2021年仓储会员店改造前、后的模型测算（万元）

万元	改造前		改造后-理想模型		主要假设
建筑面积	11000平				
经营面积	9000平				
日销	25		33	单店销售提升30%	
月销售	750		975		
成本	623		897		
毛利	168	22.4%	112	11.4%	
前台毛利	128	17%	78	8%	定价策略为盈利关键
外租收入	11	70%	4	70%	
后台毛利	30	100%	30	100%	
费用	148	20%	170	17.5%	
人工	75	10.0%	90	9.2%	经营面积增加，员工数由150增至180人
租金	35	4.7%	35	3.6%	维持不变
水电	11	1.5%	15	1.5%	
折旧摊销	16	2.1%	19	1.9%	改造新增200万Capex
其他	11	1.5%	12	1.2%	
利润	20	2.7%	-59	-6.0%	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2. 经验与教训：创新渠道形态而未变革供应链

2.4 小结：更注重前端业态模型，未变革后端供应链

▶永辉自2015年以来先后探索的永辉生活、超级物种、mini店、会员店，收效甚微，我们认为究其原因在于公司更注重前端业态模型，即如何更快更便利地触达用户，而未涉及后端供应链的变革。但如我们此前专题报告所指出的，零售的核心是供应链，线上or线下、大店or小店，只有用户购买商品的不同渠道，买的核心还是商品和服务。

▶得益于传帮带的企业文化，永辉在历次调改转型中执行力一直很强，但随着公司规模持续增长以及组织庞大，组织效率也出现过损耗。

▶历经多轮调改，面向未来，我们相信公司将充分汲取历史的经验与教训，优化机制、凝聚组织、重质提效，奔赴新一轮胖东来引导的“真诚与美好”。

3. 本轮调改的核心：商品与服务



3.1 调改进展：11月底已开21家，预计25年春节前40-50家

▶**胖东来帮扶永辉启动调改**：5月5日-6日，永辉超市董事长张轩松、CEO李松峰携十余位公司高管亲赴许昌，拜访胖东来董事长于东来，同时参观了胖东来天使城、物流中心、中央厨房和员工之家等。5月7日，于东来与张轩松、庞小伟及管理团队一起走访永辉郑州门店，走访后于东来决定启动帮扶调改永辉超市。

▶**高规格调改团队**：首店调改以胖东来团队管理为主。胖东来：总经理关娜、胖东来新乡王明总经理为两地指挥。永辉：张轩松董事长亲自坐镇郑州，并抽调全国精英组建“永辉超市调改小组”，配合胖东来进行现场调改。

▶**胖东来帮扶+自主调改双线并行，加快门店调改转型**：6月19日，首家胖东来帮扶调改店郑州信万广场店开业；8月31日，首家自主调改店西安中贸广场店开业；10月19日，北京喜隆多店开业，永辉首批10家调改店全部开业完成。截至12月1日，永辉全国已开业21家调改门店，**春节前调改店总数量预计会达到40-50家**。

永辉首批10家调改店10月全部开业

永辉12月调改店开业规划



坚定地走品质和幸福的商业模式，把美好带到更多城市

坚定地走品质和幸福的商业模式，把美好带到更多城市

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3. 本轮调改的核心：商品与服务

3.2 调改要点：以供应链为核心，同步优化店面与服务

- 调改举措包括涉及供应链、硬件投入、管理机制等方面。1) 供应链：保留一线品牌，优选特色、质量可靠的商品，规划补充时尚商品品类。2) 价格：优化采购渠道，过滤商品价格，保证实在定价，合理利润。3) 环境：调改卖场布局，不再强制动线，提供安全、方便、舒适的购物环境。4) 员工：提高薪资，减少工时，增加福利。5) 营业时间：调改为9:30-21:30，缩短3小时。

永辉福州公园道店—设立自有品牌专区、取消堆头、丰富熟食烘焙、增加堂食等



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3. 本轮调改的核心：商品与服务

3.2 调改要点：以供应链为核心，同步优化店面与服务

► **供应链**：① **大比例汰换商品**。以深圳卓悦汇店为例，下架单品8000多个，淘汰率达70%。② **提高加工类占比**。以西安中贸店为例，调改将原有“食品、生鲜、百货”三大类调整为“食用、生鲜、加工”三大类。我们预计加工类占比大福提升，引流逻辑从单一生鲜品类拓展至生鲜+加工。③ **提升自有品牌**。以深圳卓悦汇店为例，调改后引入20多支胖东来自有爆款商品和超35支永辉优选单品。

永辉胖改店供应链的主要变化

调改门店		供应链调改
胖东来帮扶门店	郑州信万广场店	下架单品10841个，占原有商品的81.3%，并新增商品12581个，实现新增单品占比80%，梳理后的商品结构达到胖东来商品结构的90%以上
	郑州瀚海尚店	下架单品9529个，下架比77%，重新规划单品数11575个，新增单品占比92%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
	郑州裕华广场店	下架单品数11239个，下架比76.5%，重新规划单品数13477个，新增单品占比80.9%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
自主调改门店	西安中贸广场店	下架单品11058个，下架比82%，重新规划单品数12626支，新增单品占比80%，梳理后商品结构达到接近胖东来商品结构的90%。
	合肥东风大道店	总商品数由9000支增加到14598支，下架单品4768个，下架比53.2%，重新规划新单品数9987个，新增单品占比68.4%。
	福州公园道店	重新梳理品类结构，原有10000多款单品更换近80%。
	杭州滨江宝龙店	下架超10000支原有单品，占比达80%，重新规划商品约12000支，新引入商品约8000支，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的80%以上。
	贵州金源购物中心店	下架单品数10035个，重新规划单品数15736个，新增单品数9019个(食品用品8330个、生鲜297个、加工392个)，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的80%。
	成都文华广场店	原有商品数约1.58万支，下架单品数超1万支，下架比达到64%，重新规划单品数8388支，调整后商品结构接近胖东来的90%。
	北京喜多隆店	下架单品数11430个，下架比例79%，重新规划单品数12765个，新增单品占比76.2%，门店商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
	福州长乐万星店	共规划12000多支单品，淘汰8000多支原有单品，新增7500支，整体上新率达到65%。
	深圳卓悦购物中心店	下架单品8000多个，淘汰率达70%，新引入近5000支单品，新增率接近60%，进口商品占比大幅提升至21.3%，商品结构接近胖东来的80%，在门店约9800支单品中，进口商品占比由原来的7%提升到21.3%。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3. 本轮调改的核心：商品与服务

3.3 调改效果：开业势能强，客流客单价双升

►调改门店营收均有较大幅度的增长，部分门店开业火爆不得不采取限流措施。整体而言胖东来帮扶调改店日销提升10倍左右，永辉自主调改店日销提升6倍左右。我们判断一方面河南受益于胖东来的网红流量效应，另一方面在全国性复制过程中，团队和员工的理念变革、技能熟练都需要时间。

►此外，胖东来首家帮扶调改店郑州信万广场店开业不足6个月，大部分自调店开业不足3个月，开业效应褪去，调改店日销回归平稳后，调改效果仍需持续跟踪观察。

永辉胖改店开业初期销售倍增，客流客单价双升

调改门店		开业日期	调改效果
胖东来帮扶门店	郑州信万广场店	6月19日	首日销售达188万，约为调改之前平均日销的13.9倍；当日客流超1.2万人，约为调改之前日均客流的5.3倍；截至9月30日日均营收约153万元，并在9月实现盈利
	郑州瀚海海尚店	8月7日	截至8月22日销售额108万/日，是调改之前日均业绩的8.2倍，客流提升近10倍
	郑州裕华广场店	9月20日	首日营业额超130万元、客流量超15000人次，均增加5倍以上
自主调改门店	西安中贸广场店	8月31日	首日客流量超过1.4万人，销售额达到151.43万元，远超此前日均20万的销售额和3000人的客流量
	合肥东风大道店	9月1日	首日销售额达121万元，客流超1万人
	福州公园道店	9月12日	首日客流量1.35万人，销售额突破110万，较调改前，日均销售额增长约5倍，日均客流增长约6.5倍
	杭州滨江宝龙店	9月14日	
	贵州金源购物中心店	9月30日	
	成都文华广场店	10月11日	开业3天，日均销售额143.7万，限流的情况下，日均销售额依然达到了调改前的7倍
	北京喜多隆店	10月19日	开业10日日均营收约160万元
	福州长乐万星店	11月1日	
	深圳卓悦购物中心店	11月8日	3日累计销售达550万元，最高单日销售额超200万元，日均销售额为调改前的8倍
	重庆南坪万达店	11月15日	开业3天，门店累计迎来超18万人次进店，消费客流达4.8万人次，累计销售额达513.4万元，同比增长超500%
沈阳沈北吾悦广场店	11月22日	开业3天，销售业绩达593.5万元；进店客流超15万人次，结算客流45704人	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3. 本轮调改的核心：商品与服务

3.4 如何跟踪判断：门店层面看UE，公司层面看同店

► 以永辉首家自主调改店陕西西安中贸广场店为例，8月31日试营业，恢复营业后两日日均销售额160万、日均客流超1.4万人，调改前日销约20万、日均客流3000人左右；我们测算，若日均销售维持在60万元，税后利润率可提升至2.0%以上。

永辉调改店UE模型（西安中贸广场店）

	调改前		调改后	
日销（万元）	22		80	
经营面积（平米）	5000		4200	
坪效（万元/平米/年）	1.4		6.2	
员工数	84		200	
平均工资（元）	3200		6000	
单店改造投入（万元）	1500		700	
月报表	万元	%	万元	%
收入	584	21%	2124	
前台毛利率	93	16%	382	18.0%
后台毛利率	29	5%	-	-
租金费用率	50	8.6%	50	2.4%
人工成本率	28	4.8%	120	5.7%
折摊	5	0.9%	17	0.8%
水电	12	2.0%	21	1.0%
其他费用率	23	4.0%	40	1.9%
费用率合计	118	20.2%	248	11.7%
利润率（税前）	5	0.8%	134	6.3%
现金流			151	
回本周期（月）			4.6	

UE模型对员工数、日销敏感性测算

税后净利率		日销（万元）					
		30	40	50	60	80	100
员工人数	150	-4.6%	0.3%	2.5%	3.9%	5.8%	6.9%
	180	-6.8%	-1.3%	1.5%	3.1%	5.2%	6.4%
	200	-8.3%	-2.5%	0.8%	2.5%	4.7%	6.1%
	220	-9.8%	-3.6%	0.1%	2.0%	4.3%	5.7%
	250	-12.1%	-5.3%	-1.2%	1.1%	3.7%	5.2%

假设：前台毛利率18%，水电费用率1%，运费、低值易耗品、其他等费用率1.9%，租金费用50万元/月（50元/平/月），员工平均月薪6000元/月，所得税率25%。

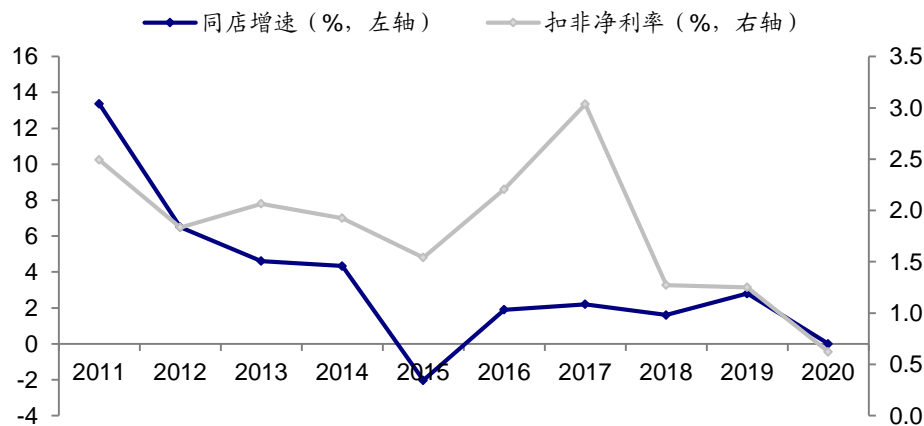
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3. 本轮调改的核心：商品与服务

3.4 如何跟踪判断：门店层面看UE，公司层面看同店

- ▶ **同店是公司利润弹性的核心变量。**对于零售企业而言，由于费用相对刚性，同店是影响利润的核心因素，永辉历年同店与扣非净利率整体同向变动，其中2017年在同店平稳的情况下实现净利率大幅提升，主要得益于合伙人与赛马机制。
- ▶ **提升单店效益，而不依赖于门店数量。**我们认为，中国零售行业已过了仅依赖粗放开店的“量”增阶段，未来的成长驱动更多来自于“质”增，即提高单店效益，以高坪效高周转去强化规模效应。我们假设，若永辉后续进一步关闭亏损店至600家门店，给予调改店单店2亿年销、未调改店单店1亿年销，测算公司仍有非常大的机会实现甚至过千亿规模。

公司同店增速与扣非净利率呈同向变动



公司年总收入、净利润对调改门店数敏感性测算

调改门店数假设		100	200	300	400	500
未调改门店数		500	400	300	200	100
年销 (亿元)		700	800	900	1000	1100

净利润 (亿元)		假设调改门店数				
		100	200	300	400	500
综合净利率 (%)	2.00	14.0	16.0	18.0	20.0	22.0
	2.25	15.8	18.0	20.3	22.5	24.8
	2.50	17.5	20.0	22.5	25.0	27.5
	2.75	19.3	22.0	24.8	27.5	30.3
	3.00	21.0	24.0	27.0	30.0	33.0

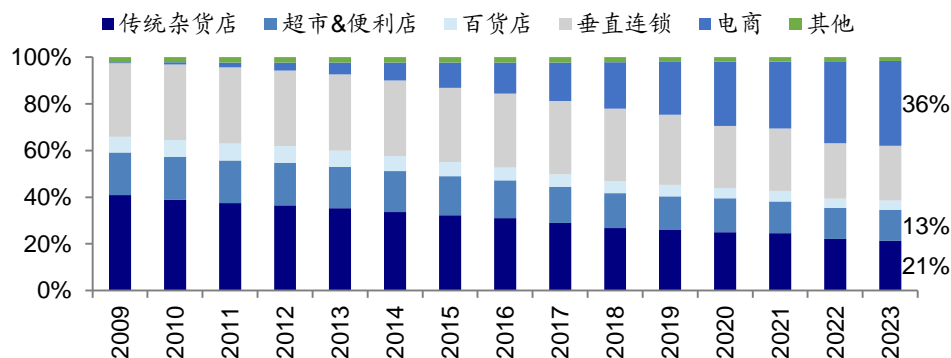
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

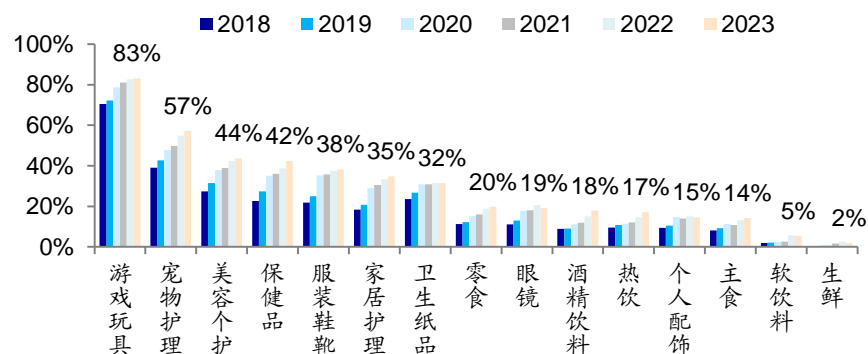
4.1 中国零售市场集中度低，优质零售商空间巨大

- **电商快速渗透标品，生鲜护城河最深。** 电商渗透率高的标品包括服装/家电3C/个护等非食类，生鲜、酒水饮料、包装食品等短保即时消费品类，电商渗透率偏低且行业规模大，为渠道核心竞争品类。
- **行业增长放缓，竞争加剧是外因，自身效率欠佳是主因。** 2023年中国超市行业市场规模约3万亿，同比增长3.16%，其中便利店和综超增速优于大卖场。我们认为，大卖场行业增长承压，但集中度小幅提升，而面向面积更小的2万亿综超市场，集中度仍非常低，也是大卖场调改的主要方向。

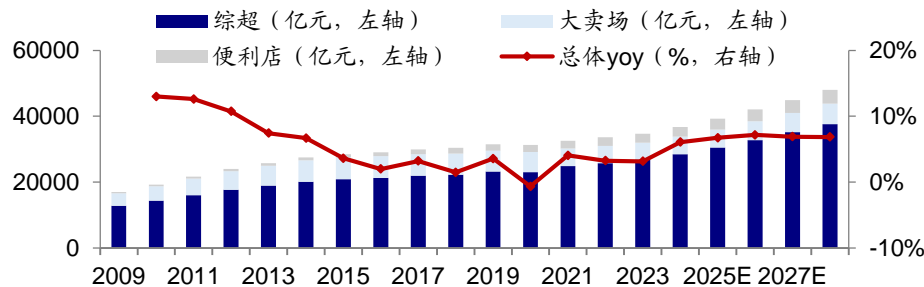
中国零售行业各渠道占比



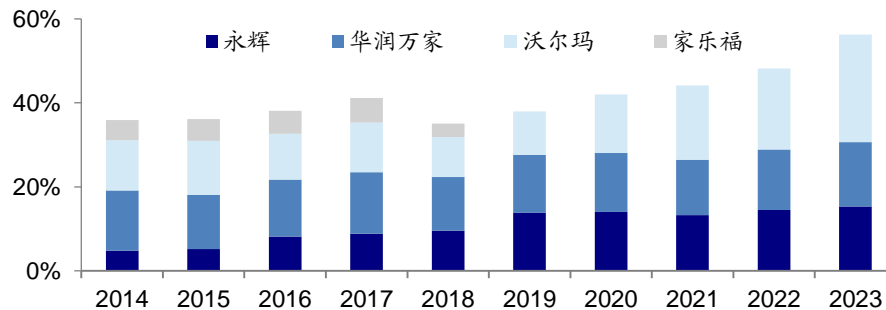
中国不同品类电商渗透率



中国超市行业规模及增速



中国大卖场行业市占率



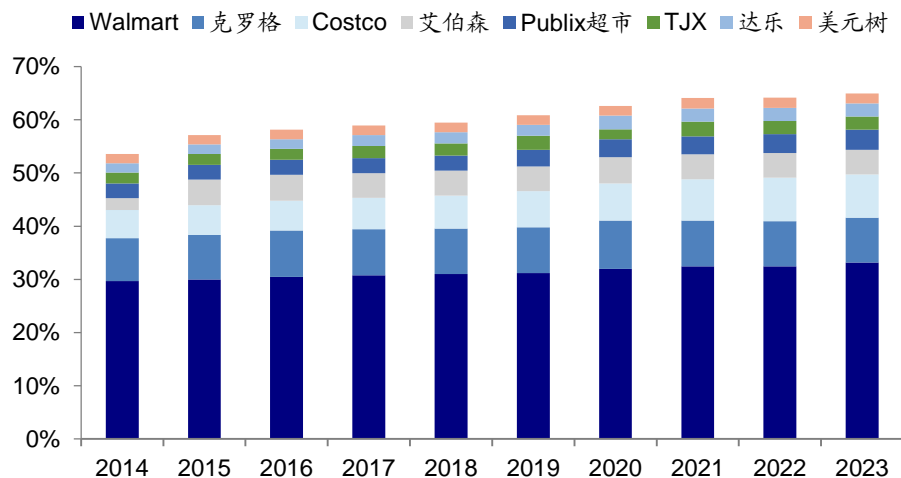
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

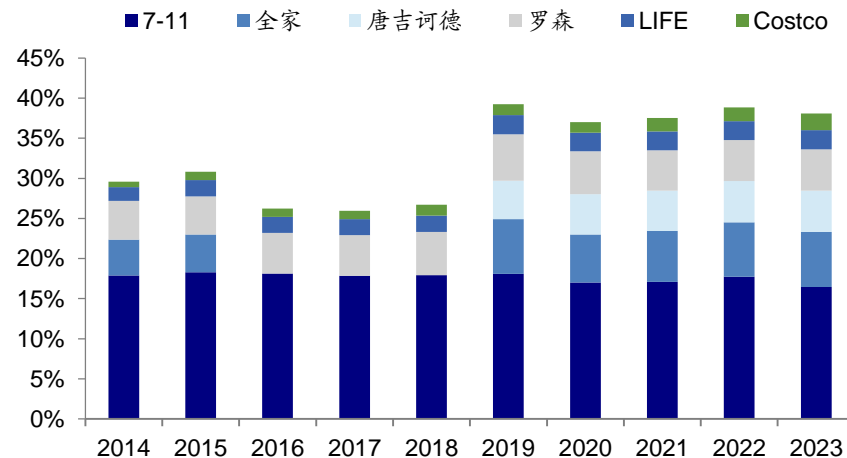
4.1 中国零售市场集中度低，优质零售商空间巨大

➤ 对标海外，集中度提升空间大。海外成熟市场集中度远高于国内，以便利店、综超、大卖场、折扣店、会员店作为超市行业基数，2023年美国CR5约58%，日本CR5约36%。虽然美、日发展历史路径导致各细分业态繁盛程度有所差异，但均产生了占据细分业态50%+市场份额的零售巨头，2023年Costco占据美国会员店行业近70%份额，7-11占据日本便利店行业近70%份额。

美国超市行业市占率



日本超市行业市占率



注：图中美、日超市行业涵盖便利店、综超、大卖场、折扣店、会员店
资料来源：欧睿，HTI

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

4.1 中国零售市场集中度低，优质零售商空间巨大

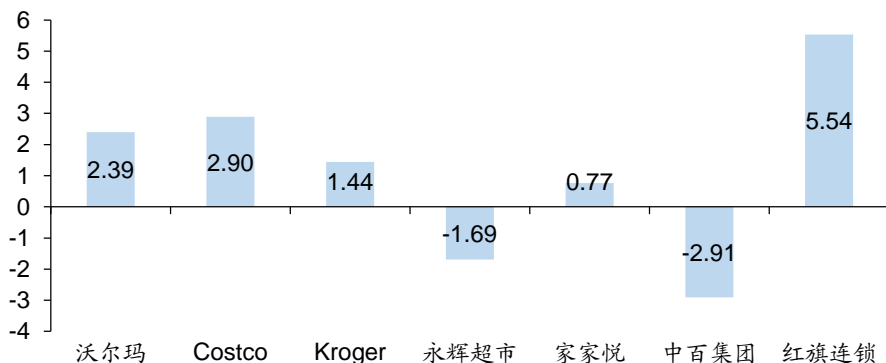
- 2024FY沃尔玛、Cotsco总收入各为6481亿美元、2545亿美元，总市值各为6772亿美元、4019亿美元（截至20241117，下同），对应PS各为1.0x、1.6x。
- 国内2023年永辉超市、家家悦总收入各111亿美元、25亿美元，总市值55亿美元、9亿美元，对应PS各0.5x、0.4x。

海内外主要超市龙头财务指标对比（亿美元）

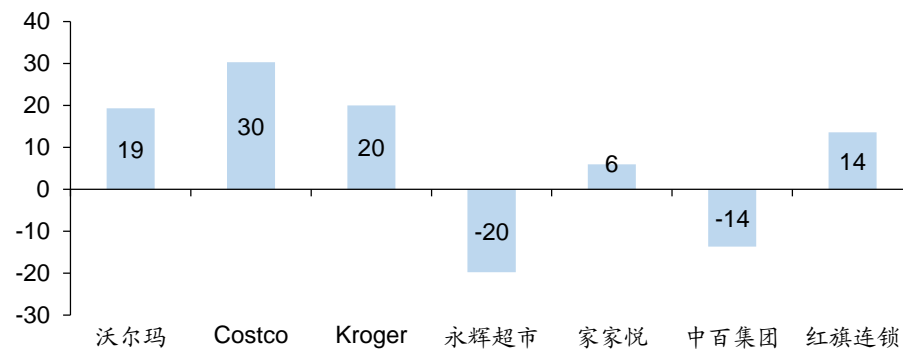
国家	主要超市	总市值 (20241117)	总收入	净利润	PE (倍)	PS (倍)
美国	沃尔玛	6772	6481	155	43.7	1.0
	Costco	4019	2545	74	54.6	1.6
	Kroger	420	1500	22	19.4	0.3
中国	永辉超市	55	111	-1.88		0.5
	家家悦	9	25	0.19	46.8	0.4
	中百集团	4	16	-0.48		0.2
	红旗连锁	10	14	0.79	12.3	0.7

注：汇率采用RMB/USD=7.08

海内外主要超市龙头财务净利率 (%)



海内外主要超市龙头ROE (%)



注：其中沃尔玛、Costco、Kroger采用FY2024数据，永辉超市、家家悦、中百集团、红旗连锁为2023年年报数据

资料来源：各公司财报，WIND，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

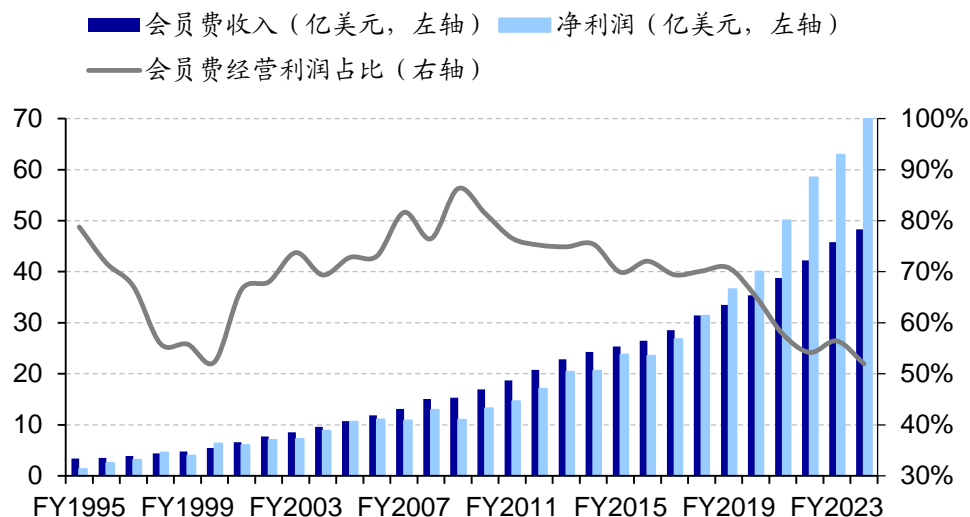
4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

4.2 本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至

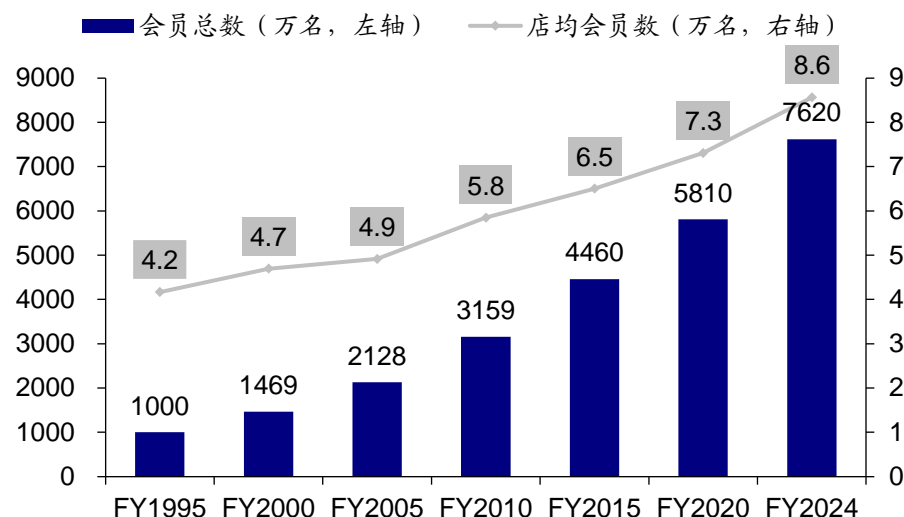
(1) Costco: 极致的定价和效率，强化用户粘性:

- Costco盈利主要来自会员费收入，且近年随着业务规模效应逐渐释放和税费费率降低，利润渐超会员费收入。FY2024，Costco会员费48.3亿美元增长5.4%，净利润73.7亿美元增长17.1%。
- Costco以高店效为基础，通过精简SKU+集采+自有品牌降低成本，大包装+仓店一体+仓储物流体系提升周转，郊区选址+自有土地/物业节约租金。

Costco会员费收入占比利润50%以上



Costco会员总数及店均会员数均逐年增长



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

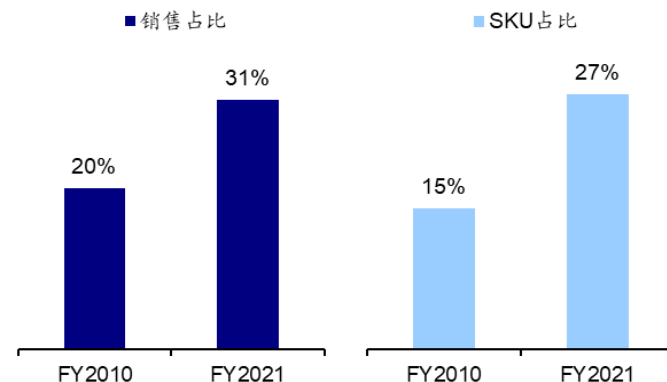
4.2 本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至

► Costco库存周转和供应商回款周期同业领先。FY1995-2024，Costco库存周转天数平稳维持在30天左右，略短于BJ's Club的约35天，显著短于Walmart的45-70天，以及Target的约60天；应付周转天数约25-30天，短于Walmart的30-43天以及Target的45-65天。

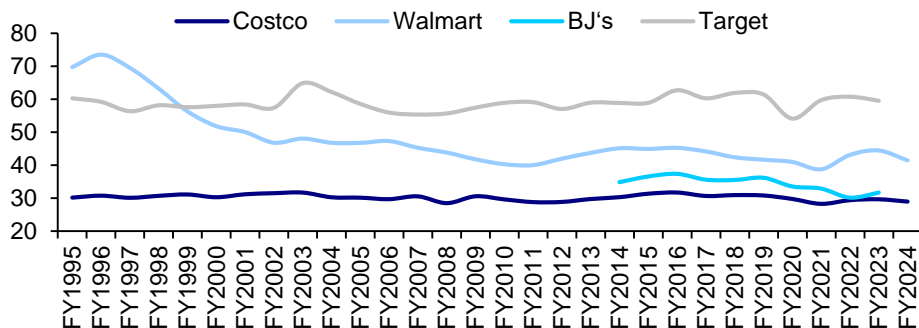
Costco与其他零售商美国市场各项运营数据对比

	Costco	Sam's Club	BJ's Club	Walmart (除Sam's)	Target
最新财年	FY24	FY24	FY23	FY24	FY23
销售额 (亿美元)	1,841	862	195	4,418	1,058
近3年CAGR	9.2%	10.5%	9.0%	6.1%	4.6%
门店数 (间)	614	599	243	4,615	1,956
近三年净增	50	0	22	-128	59
单店年销 (亿美元)	3.06	1.44	0.82	0.95	0.54
近3年CAGR	6.4%	10.4%	5.9%	6.7%	3.4%
坪效 (万美元/平/年)	2.24	1.15	0.80	0.67	0.46
近3年CAGR	6.2%	10.4%	6.7%	6.0%	3.8%

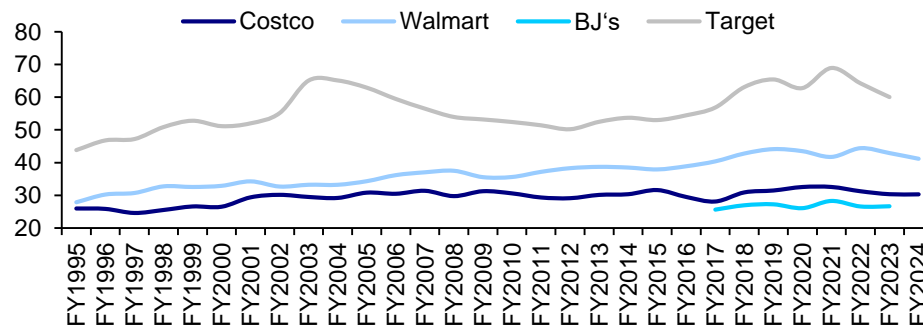
自有品牌Kirkland收入及SKU占比



主要零售品牌库存周转天数



主要零售品牌应付周转天数



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

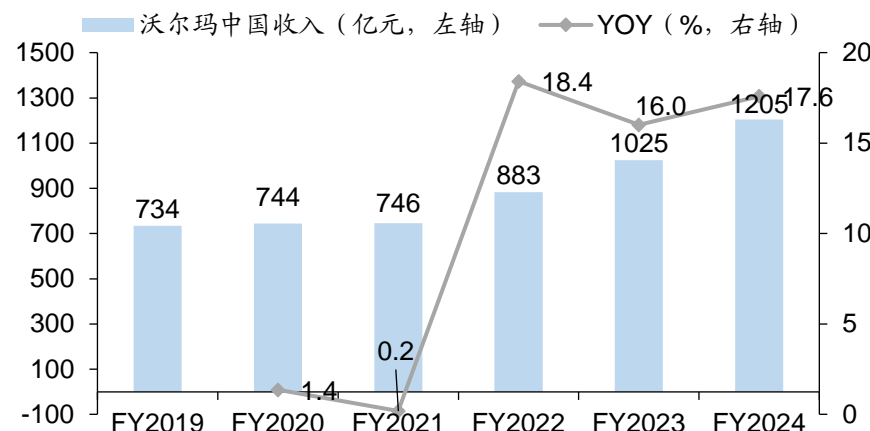
4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

4.2 本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至

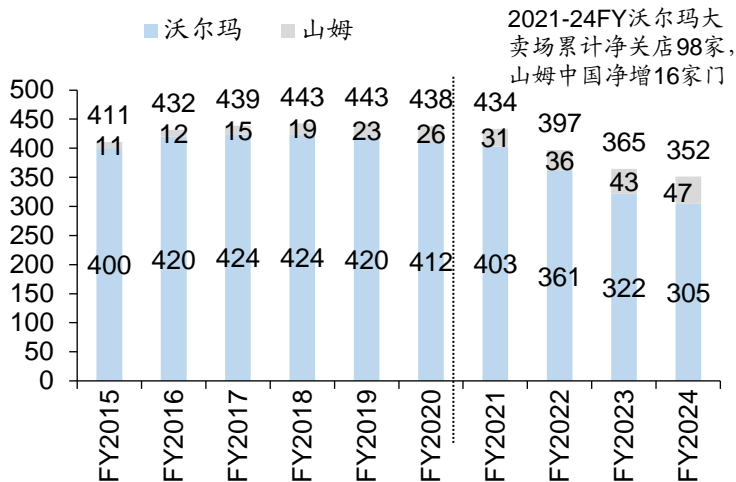
(2) 山姆中国：强化供应链，全渠道夯实规模效应

➤ 2021-24FY沃尔玛中国区（含山姆）收入CAGR 14.2%，中国区收入占比提升0.6pct至2.65%。沃尔玛中国区营收驱动主要来自山姆逆势扩张，从开店看，2021-24FY沃尔玛中国区（含山姆）累计净关店82家，其中山姆中国累计净增16家门店，沃尔玛大卖场累计净关店98家。

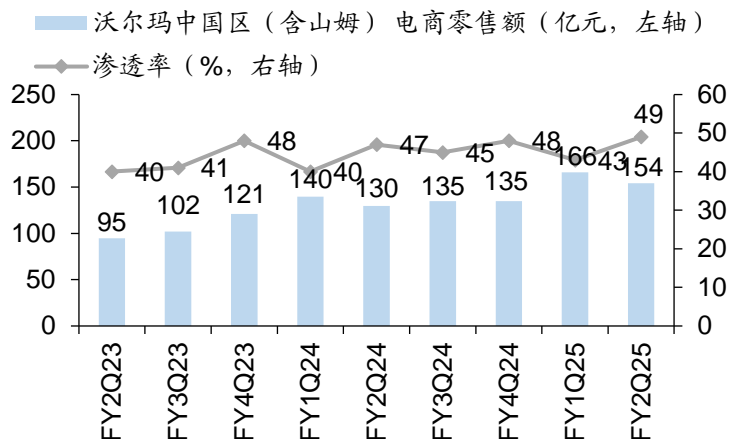
沃尔玛中国区收入及增速



沃尔玛中国门店数情况



沃尔玛中国区电商零售额与渗透率



沃尔玛中国区可比店增速 (%)

	1Q	2Q	3Q	4Q
FY19	4.0	1.5	2.2	-0.2
FY20	0.4	3.0	3.7	3.5
FY21	11.7	8.7	0.4	2.0
FY22	1.3	2.9	16.5	19.8
FY23	4.4	14.1	5.6	13.3
FY24	25.5	17.2	18.6	6.6
FY25	12.5	13.8	15.0	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

注：沃尔玛采用财年，2024FY对应2023.1.31-2024.1.31

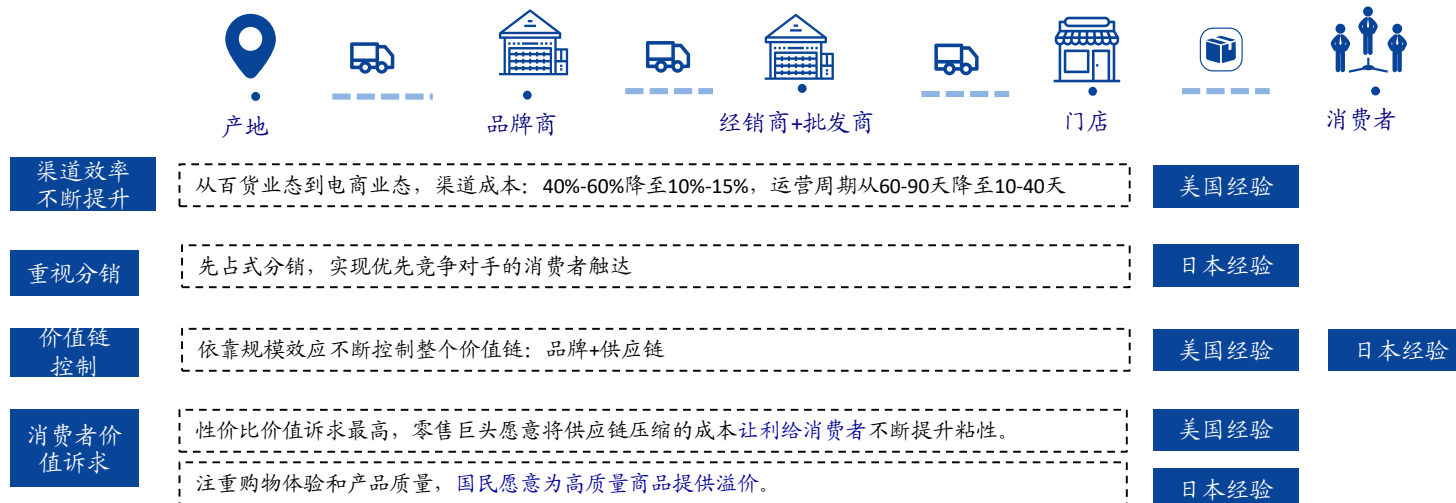
资料来源：沃尔玛年报（FY1995-2024），Bloomberg，HTI

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

4.2 本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至

(3) 中国零售商：以供应链为核心，新一轮调优变革期开启

- **零售业的本质：**零售业演进过程就是零售效率不断提高的过程，业态演进过程中总是效率更高的业态在竞争中胜出并壮大了。（ $ROE = \text{净利率} \times \text{周转率} \times \text{权益乘数}$ ）
- **美国：规模化，**零售业发展是毛利率不断下降的过程，零售企业把盈利让利消费者，赚周转的钱。
- **日本：差异化，**贫富差距较小、国民教育较平均形成日本统一化的消费形态，从需求的情感角度出发，差异性取决于产品质量和服务差异，赚供应链的钱（净利率稳定或提升）。



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海



4.2 本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至

(3) 中国零售商：以供应链为核心，新一轮调优变革期开启

➤ 新一轮调优变革，推进前台门店和中后台供应链全面调优转型：

- ✓ **中百集团**：中百仓储店汰换商品约80%，平均降价约20%，一价到底。
- ✓ **步步高**：淘汰约70%商品、新增约60%商品，商品结构达胖东来90%以上，重点调改生鲜、熟食。
- ✓ **重庆百货**：在社区拓展“生鲜+折扣”超级市集，强调“好品质硬折扣，天天平价”，精选SKU，自营直采大幅提升；在商圈布局精致生活馆，秉承“商品升级、服务升级”，品类汰换率高，主打精致生活体验，核心优势品类包括3R（即烹、即热、即食）；传统门店焕新打造品质生活馆，精选商品品类，突出优质优价。
- ✓ **家家悦**：精简SKU，引进时尚个性化新品，提升烘焙、面食、熟食。

公司	调改门店	供应链调改
中百集团	中百仓储超市关山光谷店	淘汰老商品13448个，商品淘汰率80%，对标引进新商品6366个，一价到底，价格回归价值。
	中百仓储黄浦路店	对上万件商品进行了更替，下架单品12593个，引进新品5660个，实现新增单品占比80%，一律一价到底，商品平均降价幅度20%。
	中百仓储江夏中百广场店	淘汰老商品超1万个，商品淘汰率达80%；对标引进新品超5000个，商品平均降价20%。
	中百仓储超市吴家山购物广场	淘汰了近万个单品，同时引进了六千多个新品，通过优化采购模式，实现平均价格降幅达到20%。
	中百仓储超市唐家墩店	紧跟市场趋势，淘汰商品7867个，对标引进7980个，汰换率超60%；商品实行一价到底，平均下降幅度20%。
步步高	中百仓储超市蔡甸购物广场	共淘汰了8433个老商品，同时引进了8807个新商品，所有商品一价到底。
	梅溪湖超市	淘汰12300个单品，占比45.3%。
	湘潭九华新天地店	下架了70%的原有商品，商品结构达到胖东来的90%。
	长沙星城天地店	淘汰下架了10632个单品，占比71%；重新规划了17659个单品，其中新增单品占比58.7%，商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
重庆百货	邵阳新天地店	下架单品数14982个，重新规划单品数14558个，新增单品占比65.5%，商品结构达到胖东来商品结构的90%以上；对品质没有保障的商品进行淘汰，同时规划补充时尚商品品类。生鲜是调改重点，大幅增加低温短保商品、鲜度商品加大。
	湘潭易俗河店	淘汰老商品14982个，商品淘汰率70%。对标引进了新商品14558个，保留了一线品牌和特色商品。重点上新蔬果熟食、烘焙面包、进口新品等类别优质商品，原有的熟食区扩大。
	长沙砂之船店	下架商品16284支，上新单品数15137支，新增单品占比64.78%，进口商品占比扩大。
家家悦	新世纪超市解放碑英利店	下架近8000多支商品，汰换率75%；新引进品牌500多个，新增引领生活潮流趋势类商品近5000支，扩充了提升生活品质的百货类商品，扩充约30%品质生鲜单品。超市重点打造多个核心优势品类，包括3R(即烹、即热、即食)，烘焙商品全面迭代，熟食加工类商品扩充约50支单品
	超级市集融汇半岛店	精选3800多个SKU,其中，自营直采商品占比大幅度提升
	新世纪超市江南商都店	在售商品单品逾10000支，较调改之前淘汰商品近4400支，新增商品超过3400支。非食类新增茶具、藤编、香薰、彩妆等商品，提升生活品质的百货类商品和品质生鲜单品得到大幅提升
	品质生活馆石杨路店	调改前门店商品8000余支，升级精选后单品数量减少700多，汰换商品400余支，为顾客提供品质好又具有性价比的产品
	SPAR家家悦威海通诚店	精减了3000多个同质化商品，引进了900多个时尚个性化的新品；专业烘焙、休闲零食、糖果专区，更好地满足年轻消费群体的需求；面食区开放式厨房，熟食品类达到230余种

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4. 展望：回归零售本质，迈向星辰大海

4.2 本轮调改战略正确，道阻且长，但行则将至

(3) 中国零售商：以供应链为核心，新一轮调优变革期开启

➤ **变革核心难点依旧体现在供应链。**据永辉超市副总裁、全国调改项目负责人王守诚，调改后的永辉超市取消了后端收费，超市需持续提升自采和选品能力。我们认为，供应链改革的核心抓手在于：其一，差异化的商品力：通过自有品牌、品质定制等逐渐形成渠道的品牌心智；其二，规模化地降低成本，推动盈利模式去KA，打造高效透明的采销体系。另同时需同步推进组织机制的优化。

零售企业自有品牌对比

	山姆	Costco	盒马	永辉	家家悦
品牌	Member's Mark	Kirkland Signature	盒马日日鲜、盒马工坊、盒马MAX、盒马有机等	永辉优选（永辉农场、饽大狮、优颂、田趣）	荣光、悦记飘香、悦味颂、麦香苑、佳飞悦等
SKU					
数量	800	1000	1200	超1000（2024年起裁减冗余SKU）	中央厨房自有商品约500SKU
占比	20%	25%	40%	未披露	未披露
销售额					
占比	30%	31%	35%	2023年占比5%，1H24占比3%	13%+

零售商自有品牌策略比较

零售商	自有品牌举例	布局策略
山姆会员店	Member's Mark	全方位打造，着力升级生鲜、休闲食品、生活必需品等，“山姆云家”扩充户外、乐器等品类
Costco	Kirkland Signature	全方位打造，涵盖食品、服装、宠物、保健等品类
盒马	盒马日日鲜、盒马工坊、盒马MAX、盒马有机等	品类及本土化创新，推出会员制业态品牌
永辉超市	永辉优选（永辉农场、饽大狮、优颂、田趣）	完善产品架构，通过品牌、产品营销强化消费者沟通
家家悦	荣光、悦记飘香、悦味颂、麦香苑、佳飞悦等	围绕中央厨房提高深加工能力

资料来源：达曼《2021年中国自有品牌行业发展白皮书》，永辉超市、家家悦2023年年报，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

5. 盈利预测与估值

- **维持盈利预测。** 预计2024-2026年收入各699亿元、726亿元、777亿元，同比增长-11.2%、3.9%、7.1%，归母净利各-8.06亿元、3.55亿元、6.70亿元，同比增长39.3%、144%、88.8%。
- 考虑到公司净利率仍在修复初期，我们维持PS估值方式，给予2025年1倍PS，对应合理市值726亿元，目标价8.0元，维持“优于大市”的投资评级。

公司收入拆分与预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	91062	90091	78642	69872	72598	77749
yoy (%)	-2.29%	-1.07%	-12.71%	-11.15%	3.90%	7.10%
营业成本 (百万元)	74027	72361	61940	55758	58049	62300
毛利 (百万元)	17035	17730	16702	14114	14549	15449
毛利率 (%)	18.71%	19.68%	21.24%	20.20%	20.04%	19.87%
主营业务						
主营收入 (百万元)	84958	84128	73710	63108	65495	70291
yoy (%)	-2.11%	-0.98%	-12.38%	-14.38%	3.78%	7.32%
主营成本 (百万元)	73589	72066	61680	55093	57351	61567
毛利 (百万元)	11369	12062	12030	8015	8144	8724
毛利率 (%)	13.38%	14.34%	16.32%	12.70%	12.43%	12.41%
其他业务						
其他业务收入 (百万元)	6104	5963	4932	6765	7103	7458
yoy (%)	-4.84%	-2.32%	-17.28%	37.15%	5.00%	5.00%
占比主营业务收入 (%)	7.18%	7.09%	6.69%	10.72%	10.84%	10.61%
其他业务成本 (百万元)	438	295	260	665	698	733
毛利 (百万元)	5666	5668	4672	6100	6405	6725
毛利率 (%)	92.83%	95.05%	94.72%	90.17%	90.17%	90.17%

资料来源: wind, HTI

可比公司估值表 (2024/12/19)

简称	红旗连锁	家家悦	中百集团	平均
PE (倍, 2025E)	13.53	32.20	-84.78	22.87
PS (倍, 2025E)	0.68	0.50	0.85	0.68

注: 平均PE剔除负值

5. 盈利预测与估值



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

注: PE、PS均为对应当年年报, 2021年后持续亏损故未列示PE。

资料来源: wind, HTI

5. 盈利预测与估值



主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	-0.15	-0.09	0.04	0.07
每股净资产	0.65	0.57	0.61	0.69
每股经营现金流	0.50	0.31	0.32	0.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	-46.91	-77.33	175.57	93.01
P/B	10.50	12.03	11.26	9.96
P/S	0.79	0.89	0.86	0.80
EV/EBITDA	14.52	40.97	33.01	30.65
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	21.2%	20.2%	20.0%	19.9%
净利润率	-1.7%	-1.2%	0.5%	0.9%
净资产收益率	-22.4%	-15.6%	6.4%	10.7%
资产回报率	-2.6%	-1.7%	0.8%	1.5%
投资回报率	-1.0%	-2.0%	0.9%	2.0%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	-12.7%	-11.2%	3.9%	7.1%
EBIT增长率	59.9%	-110.7%	139.8%	129.8%
净利润增长率	51.9%	39.3%	144.0%	88.8%
偿债能力指标				
资产负债率	88.6%	89.2%	87.9%	86.6%
流动比率	0.77	0.86	0.90	0.93
速动比率	0.39	0.49	0.52	0.54
现金比率	0.24	0.35	0.40	0.42
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.96	2.02	2.00	2.01
存货周转天数	48.73	52.50	51.24	51.66
总资产周转率	1.51	1.49	1.63	1.71
固定资产周转率	20.47	19.92	22.94	27.58

现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,329	-806	355	670
少数股东损益	-136	-140	-35	-24
非现金支出	4,209	3,033	2,178	1,923
非经营收益	777	311	131	96
营运资金变动	1,047	405	320	895
经营活动现金流	4,569	2,802	2,949	3,560
资产	-656	4,759	1,578	-500
投资	420	-8	-90	-90
其他	493	439	463	411
投资活动现金流	256	5,190	1,951	-179
债权募资	-3,229	-3,975	-2,800	-1,300
股权募资	0	0	0	0
其他	-3,343	-1,279	-1,071	-957
融资活动现金流	-6,572	-5,254	-3,871	-2,257
现金净流量	-1,746	2,738	1,028	1,124

利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	78,642	69,872	72,598	77,749
营业成本	61,940	55,758	58,049	62,300
毛利率%	21.2%	20.2%	20.0%	19.9%
营业税金及附加	218	210	203	202
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	14,680	12,431	11,957	12,475
营业费用率%	18.7%	17.8%	16.5%	16.0%
管理费用	1,887	1,836	1,843	1,874
管理费用率%	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%
EBIT	-304	-641	255	587
财务费用	1,323	1,220	935	810
财务费用率%	1.7%	1.7%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-523	-410	-110	-92
投资收益	396	419	363	311
营业利润	-1,476	-1,117	144	518
营业外收支	114	100	200	200
利润总额	-1,361	-1,017	344	718
EBITDA	3,293	1,900	2,243	2,336
所得税	103	-71	24	72
有效所得税率%	-7.6%	7.0%	7.0%	10.0%
少数股东损益	-136	-140	-35	-24
归属母公司所有者净利润	-1,329	-806	355	670

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,839	8,577	9,605	10,730
应收款项	422	363	374	403
存货	8,269	8,020	8,150	8,818
其它流动资产	4,506	3,969	3,853	3,759
流动资产合计	19,036	20,929	21,983	23,709
长期股权投资	3,232	3,132	3,132	3,132
固定资产	3,842	3,508	3,165	2,819
在建工程	240	144	85	76
无形资产	1,038	737	437	137
非流动资产合计	33,016	25,823	22,615	21,714
资产总计	52,052	46,751	44,598	45,424
短期借款	5,130	4,830	4,530	4,230
应付账款	9,816	9,777	9,852	10,690
预收账款	106	114	111	122
其它流动负债	9,675	9,602	9,805	10,386
流动负债合计	24,727	24,323	24,299	25,429
长期借款	350	350	350	350
其它长期负债	21,040	17,040	14,540	13,540
非流动负债合计	21,390	17,390	14,890	13,890
负债总计	46,117	41,713	39,189	39,319
实收资本	9,075	9,075	9,075	9,075
普通股股东权益	5,939	5,183	5,538	6,258
少数股东权益	-4	-144	-129	-153
负债和所有者权益合计	52,052	46,751	44,598	45,424

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

6. 风险提示

- 门店调改进展及效果的不及预期;
- 投资收益和减值损失等的不确定性;
- 行业竞争加剧。

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Litng Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，胡佳璐，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Rebecca Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

002251.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002251.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的12个月中从002251.CH获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002251.CH.

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本–TOPIX, 韩国–KOSPI, 台湾–TAIEX, 印度–Nifty100, 美国–SP500; 其他所有中国概念股–MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

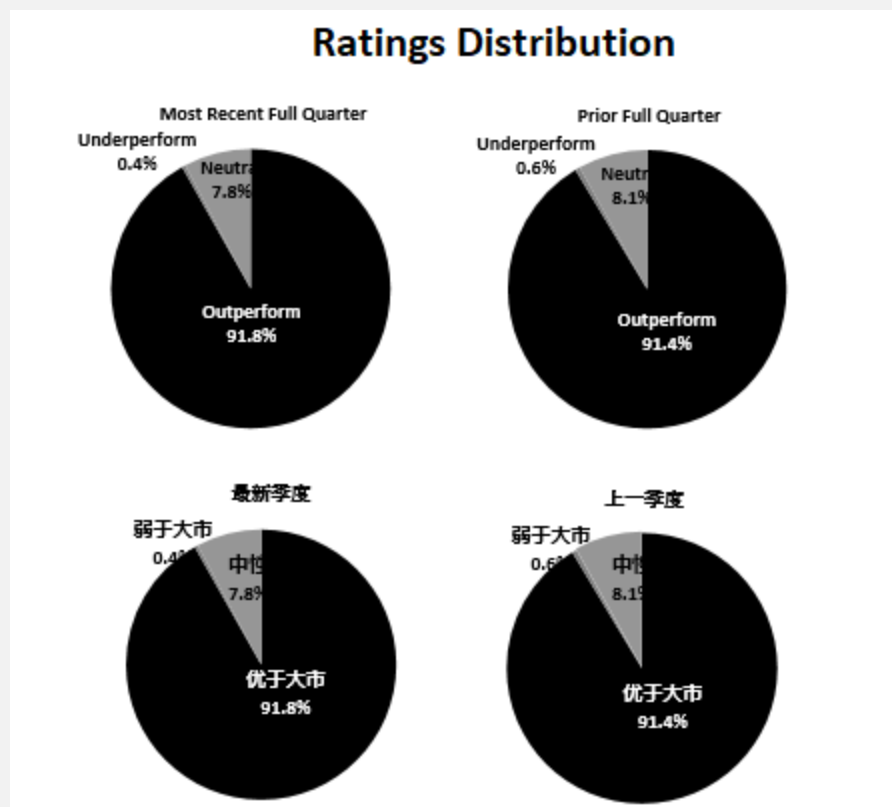
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。
上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。
只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下
中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。
卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下
各地股票基准指数：日本–TOPIX, 韩国–KOSPI, 台湾–TAIEX, 印度–Nifty100; 其他所有中国概念股–MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.
BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.
For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.
NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.
SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》2001（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话:(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称:Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号:INH000002590

地址:1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话:+91 22 43156800 传真:+91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话:+91 22 43156803; 电子邮箱:prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:
Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center
841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India
CIN U74140MH2011FTC224070
Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

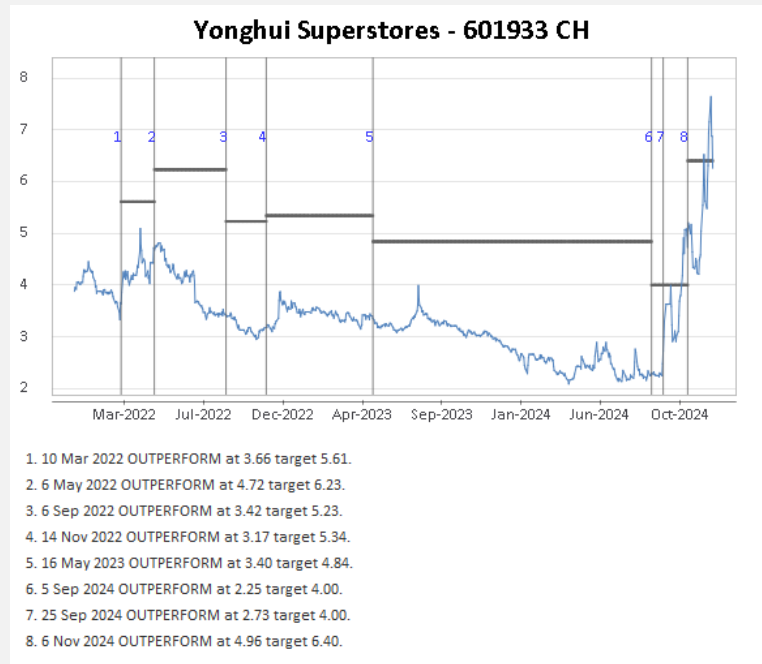
“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates