

永辉超市 股票代码：601933.SH

从生鲜痛点、行业格局看永辉蝶变之路

投资要点

1.生鲜流通痛点繁多，现存粗放式流通渠道难以实现品质升级，“物美价廉、体验优良”的购物环境将颠覆传统农贸市场。国内生鲜销售无论是零售还是批发都较为粗放，与国外相比，难以实现在流通中的品质升级。生鲜品类“保质期短、易腐蚀、搬运易破损”的特点决定了生鲜经营的诸多痛点。在人均收入升级和消费升级的大背景下，“品质升级+购物体验升级”的需求为生鲜经营者提出了更高要求，我们认为擅长生鲜经营的零售商将会在同质化竞争中实现弯道超车，享受差异化经营的成长优势。

2.超市行业竞争格局重构，从原先的外资独大、全国化布局，演变为外资、有实力的本土、电商三者之间的全国化角力。“商品同质化严重、经营策略不灵活、不断上涨的租金和人工成本”使得原先靠资本和品牌优势全国化布局的外资超市在经营策略灵活的本土超市和电商冲击下，份额不断被蚕食。同样的问题也困扰本土超市，“品类经营和供应链效率比拼”使得本土超市业绩分化严重。“客单价低、配送成本高、购物体验差”等痛点纷纷驱动线上超市走向线下，实现资源整合、优势融合。我们认为“擅长品类经营和供应链管理”且具备“效率优势”的企业将在竞争中脱颖而出，享受全国化扩张带来的规模优势和业绩提升。

3.投资建议：永辉超市是国内生鲜经营王者，“主营生鲜+农改超”的“永辉模式”解决了以往生鲜流通的诸多痛点，拓宽了公司经营的护城河。“永辉模式”的全国化成功复制、不断推进自我变革、以及持续提升供应链整合能力和强化品类经营能力，使我们认为公司未来有望迎来营收和经营效率双升。我们预计2021年公司营收有望达到千亿，2018年净利率有望达到2.9%，未来净利率和市占率有望持续提升。首次覆盖给予推荐评级。

4.盈利预测与估值：我们预测2016/17/18年营收分别为493/590/690亿元，同比+17.1%/19.7%/16.9%；归母净利润分别为12.5/15.7/20.1亿元，同比+107%/25%/28%（EPS 0.13/0.16/0.21元）；2015-18年归母净利润CAGR为49.1%。给予2017年39.7倍P/E，对应目标价6.35元。

5.风险提示：新店培育期过长导致净利下滑、供应链整合升级不及预期。

主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	42,145	49,333	59,033	68,999
同比增速(%)	14.8%	17.1%	19.7%	16.9%
净利润(百万)	605	1,254	1,569	2,006
同比增速(%)	-28.9%	107.1%	25.2%	27.8%
每股收益(元)	0.06	0.13	0.16	0.21
市盈率(倍)	87	42	34	26

资料来源：公司报表、华创证券

目标价：6.35 RMB

当前股价：5.50 RMB

投资评级 推荐
评级变动 首次评级

证券分析师


证券分析师：华中炜

 执业编号：S0360512040001
邮箱：huazhongwei@hcyjs.com

联系人：夏彪

 电话：021-20572565
邮箱：xiabiao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	957,046
流通 A 股/B 股(万股)	650,887/-
资产负债率(%)	32.8
每股净资产(元)	2.0
市盈率(倍)	63.91
市净率(倍)	4.3
12 个月内最高/最低价	5.78/3.95

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目录

一、国内生鲜行业:	4
(一) 国内生鲜行业现状: 粗放式流通渠道难以实现品质升级	4
(二) 生鲜行业痛点	4
1、痛点之一: 流通环节繁多, 供应链过长	5
2、痛点之二: 流通环节操作不规范、非标准化, 冷链物流体系不完善	5
3、痛点之三: 缺乏专业化生鲜经营人才	5
(三) 生鲜零售的变革方向: “物美价廉, 体验优良”的生鲜超市将颠覆传统农贸市场	6
二、国内超市行业:	6
(一) 国内超市行业现状	6
1、现状之一: 终端消费低迷, 行业空间增长放缓	6
2、现状之二: 竞争格局转变, 行业加速洗牌重构	7
3、现状之三: 上市公司业绩承压, 行业分化明显	8
(二) 另类超市王者: 阿尔迪的成功秘诀	9
1、秘诀之一: 专注“精品+低价”	10
2、秘诀之二: 简政放权, 让员工参与管理	10
3、秘诀之三: 激发员工潜能, 节约人工成本	10
三、永辉超市	10
(一) 永辉的传统优势	12
(二) 永辉的组织变革	15
(三) 永辉的价值链延伸	19
(四) 永辉未来看点	20
(五) 盈利预测与估值	21
(六) 风险提示	22

图表目录

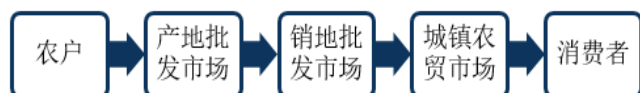
图表 1	传统粗放式的农产品销售环节.....	4
图表 2	专业化商超农产品配送中心实现品质升级	4
图表 3	国内生鲜产品腐损率远高于国外	4
图表 4	专业化生鲜经营在每个细节严控损耗 确保低损耗率	5
图表 5	传统农贸市场的陈列“杂、乱、差、脏”.....	6
图表 6	永辉生鲜商品陈列“整齐、有序、干净”.....	6
图表 7	社零总额近年增速持续下行	7
图表 8	国内超市行业总体市场规模及增速	7
图表 9	实体商超市场规模及增速预测.....	7
图表 10	2013-2016 年国内主要超市企业关店情况统计	8
图表 11	永辉及 7 家超市上市公司营收及增速.....	9
图表 12	永辉及 7 家超市上市公司归母净利润及增速	9
图表 13	永辉及 7 家超市上市公司毛利率及增速.....	9
图表 14	永辉及 7 家超市上市公司管理+销售费用率	9
图表 15	阿尔迪区别于普通超市的认识.....	10
图表 16	永辉超市历年营收及增速	11
图表 17	永辉超市历年净利润及增速	11
图表 18	超市行业上市公司近年营收及增速（季度）	11
图表 19	超市行业上市公司近年净利润及增速（季度）	11
图表 20	永辉超市 2016Q3 全国门店分布.....	12
图表 21	永辉超市 2016H1 全国收入占比分布	12
图表 22	永辉超市历年门店数及重大事件	13
图表 23	“永辉模式”的经营特点.....	13
图表 24	永辉农场直供生鲜区初步清洗、冷藏保鲜处理	14
图表 25	永辉历年生鲜毛利率较为稳定.....	14
图表 26	永辉主营业务毛利率行业领先.....	14
图表 27	永辉历年销售费用率处于行业低位	14
图表 28	永辉历年期间费用率处于行业低位	15
图表 29	永辉历年净利率处于行业较优水平	15

一、国内生鲜行业：

（一）国内生鲜行业现状：粗放式流通渠道难以实现品质升级

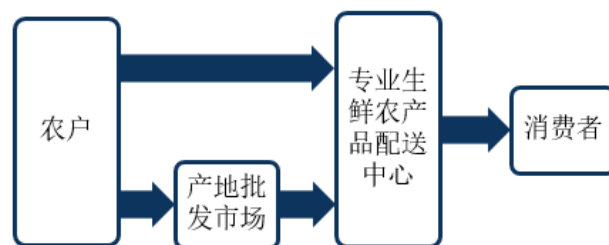
生鲜产品是指由农户生产、养殖的未经过加工或者经过少量加工，在常温下不能长期保存的初级农畜产品，包括水果、蔬菜、肉类和水产品。生鲜产品呈现出保质期短、易受损、易腐烂、非标准化、季节性和地域性特征，因此它对供应运输的条件更为苛刻。**国内生鲜农产品流通主要采取以城镇农贸市场为主导的传统模式和部分以超市为主导的农超对接直供模式。**国外生鲜农产品在采摘、分拣、包装、运输、仓储、配送等环节技术和管理都较为成熟，实现了生鲜产品品质从农户到消费者的不断升级。国内的生鲜销售主要集中在城镇农贸市场（零售端）和产（销）地批发市场（批发端），粗放式的销售模式决定了我国生鲜农产品难以像国外一样实现从农户到消费者的品质升级，中间粗放式的供应环节使得小农生产无法与市场需求实现高效的对接。**我们认为具备专业化管理团队的生鲜超市农产品配送中心可以实现生鲜农产品从田间到消费者的筛选和品质把控。**

图表 1 传统粗放式的农产品销售环节



资料来源：华创证券

图表 2 专业化商超农产品配送中心实现品质升级

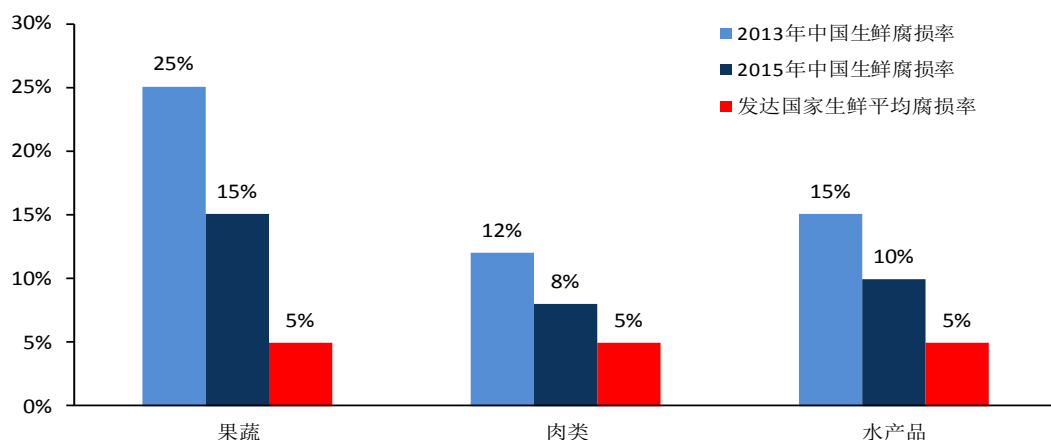


资料来源：华创证券

（二）生鲜行业痛点

生鲜产品保质期短、对运输要求较为严苛。国内农户种植果蔬分布较为分散，农产品在运输途中需要经过多次集中和分装，众多流通环节和较长的运输时间使得运输生鲜农产品效率低下且损耗较高。

图表 3 国内生鲜产品腐损率远高于国外



资料来源：中国产业经济信息网，华创证券

1、痛点之一：流通环节繁多，供应链过长

国内生鲜产品流通环节繁多。在目前主流的以城镇农贸市场为主导的传统生鲜流通模式中，农户与消费者之间的生鲜商品流通需要经过产地和销地批发市场、以及城镇农贸市场的交易进行。生鲜商品会经过收购商、一级批发商、二级批发商、三级批发商、零售商等多层级的分拣、包装、运输，甚至会经受同一环节主体的多次重复包装运输。从田间到销售端整个供应链环节繁多冗长，大大降低了生鲜商品的流通效率，并增加了流通环节的损耗率。

2、痛点之二：流通环节操作不规范、非标准化，冷链物流体系不完善

国内生鲜商品的交易主体（收购商、批发商和零售商）大多为零散农户和个体经营商户，受教育程度普遍不高，缺乏生鲜流通操作专业技能培训，缺乏规范化、标准化物流意识。我国的生鲜食品流通主要依靠公路运输，由于交易主体普遍缺乏现代化标准物流意识，导致大多数生鲜商品在运输过程中都没有进行规范化保温、保湿、冷藏等措施。在中途包装、搬运、装卸等环节也没有根据不同生鲜品类的特质做到科学操作，更没有专业人员对全程供应链进行实时跟踪、监控。中间流通环节的杂乱、冷链物流设施的缺乏，导致生鲜商品的流通损耗严重，加大了从农户到消费者的价格、品质不稳定因素。据中国物流与采购联合会数据显示，目前我国果蔬农产品冷链流通率仅为 10%，在流通环节损耗率高达 30%；而美国果蔬在保鲜物流环节的损耗率通常能控制在 2% 以下。

3、痛点之三：缺乏专业化生鲜经营人才

生鲜的特殊性质（保质期短、易受损、易腐烂）决定了其无法像普通商品一样装运流通和销售。新鲜度和品质是其价值所在。生鲜产品从农户/养殖户到消费者损耗时刻都在发生。高损耗产生高采购成本，从而使生鲜销售失去价格竞争优势，更加剧了因滞销引起的高损耗风险。生鲜的这种特性使得其需要专业化的生鲜人才经营，我国目前的生鲜流通主要是以城镇农贸市场为主导的传统模式，注定了难以培育专业化的生鲜人才。我们认为专业化生鲜经营团队可以大幅降低生鲜产品流通环节的损耗，是企业经营生鲜的核心竞争力。

图表 4 专业化生鲜经营在每个细节严控损耗 确保低损耗率

控制环节	控制操作
采购损耗控制	根据客户群的消费能力和购物习惯，采取有针对性的计划采购；参照历史销量、市场价格、季节性、天气预报、当前库存等因素科学制定每日采购计划。
验收损耗控制	生鲜产品品质受到温度、湿度和微生物等外部制约因素影响较大，品相相同的商品内部品质可能完全不同；经验丰富的专业验收有助于把控产品的整体质量。
搬运损耗控制	部分生鲜商品（香蕉、草莓等）由于本身特质，需要轻拿轻放，轻微的损伤往往会因为滞销造成巨大的损耗。
储存损耗控制	生鲜产品保质期最多只有几天，科学储存对降低损耗至关重要；不但要遵守先进先出法则，更要根据不同品类特性，打造最大程度降低损耗的储存环境。
加工损耗控制	加工生鲜需要制度化、流程化，才能保证成品的新鲜度和标准化，才能保证优良的用户体验；否则，用户体验得不到满足即意味着潜在的滞销损耗成本。
陈列损耗控制	生鲜区温度过高/低，商品堆放数量、高度，陈列方式等都会产生损耗。
售价损耗控制	生鲜商品时刻都产生损耗，价格随时段、周围环境变化很快，制定快速定价机制，实现不同时段不同价格，有利于最大化降低损耗，实现“当日采当日销”。

资料来源：华创证券

（三）生鲜零售的变革方向：“物美价廉，体验优良”的生鲜超市将颠覆传统农贸市场

我国目前的生鲜零售属于粗放式的以农贸市场为主要载体的经营模式，其主要服务对象依然是原先偏好价格优势的 50 后、60 后阿姨一族，而忽略了 70 后、80 后等中等收入阶层对食品安全性、购物便捷化、消费体验化、商品品质化和价格亲民化等消费认知水平的提升。农贸市场生鲜商品质量不稳定、购物环境体验差、商品品牌化模糊、缺乏标准化包装等都无法满足新生代消费族群日益升级的消费需求和购物体验。相反，以永辉为代表的能够提供物美价廉、品类齐全、新鲜卫生、方便快捷、购物体验舒适的生鲜超市越来越受到大众消费者的青睐。我们认为新生代消费阶层的消费诉求为“农改超”提供了坚实广阔的消费基础，集聚价格优势、品质优势和良好购物体验的类“永辉模式”生鲜超市将会逐步颠覆农贸市场业态，成为未来精细化经营生鲜商品的主流业态。

图表 5 传统农贸市场的陈列“杂、乱、差、脏”



资料来源：华创证券

图表 6 永辉生鲜商品陈列“整齐、有序、干净”



资料来源：华创证券

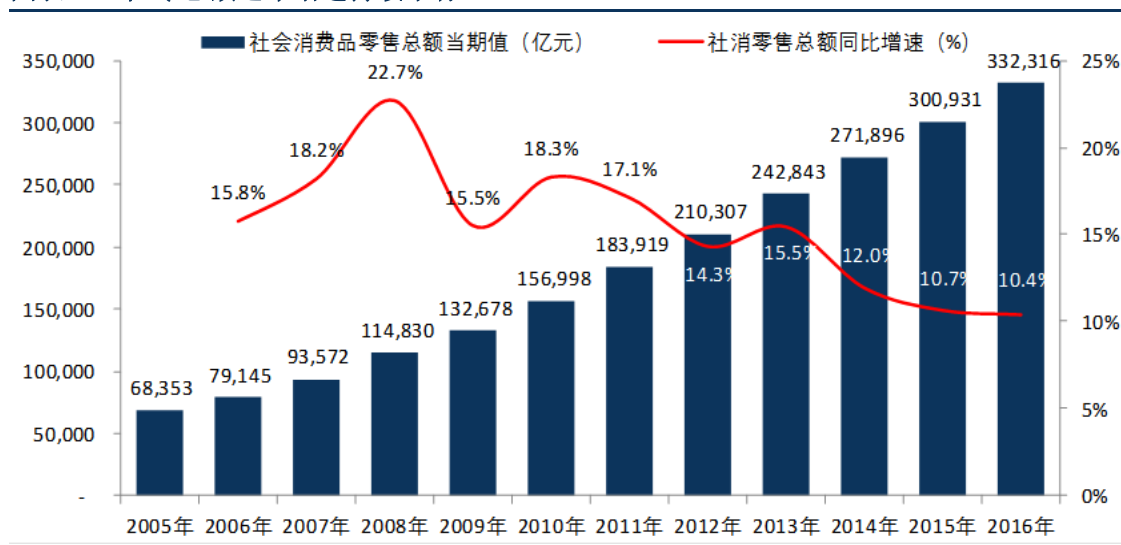
二、国内超市行业：

（一）国内超市行业现状

1、现状之一：终端消费低迷，行业空间增长放缓

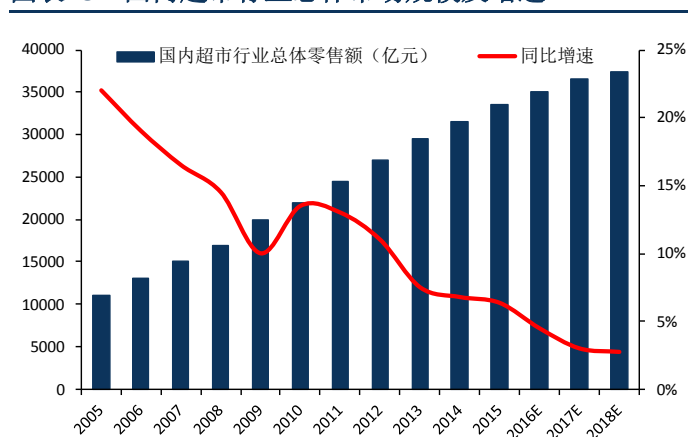
2011 年底开始，受电商冲击、品类同质化、三公消费限制等因素影响，国内消费持续走弱，实体零售普遍承压、增速放缓。2011-2016 年，社会消费品零售总额增速呈现持续下滑态势，2016 年社零总额同比名义增长 10.4%，增速再触历史低点，行业景气度下行趋势压力或仍将持续。根据 Euromonitor 的数据，2015 年国内超市零售额达 3.4 万亿元，同比增长 5.6%；预计 2015-2020 年国内实体商超市场规模的年均复合增长率为 2.4%，整体增速将明显放缓。

图表 7 社零总额近年增速持续下行



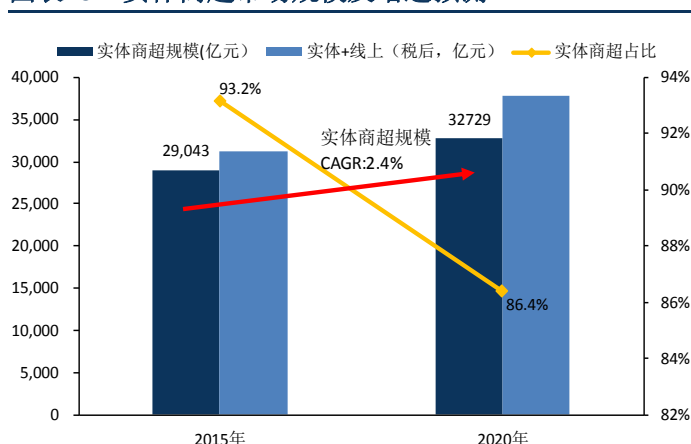
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 8 国内超市行业总体市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 9 实体商超市场规模及增速预测



资料来源：Euromonitor，华创证券

2、现状之二：竞争格局转变，行业加速洗牌重构

随着电商入局商超 O2O，行业竞争格局从过去的“外资全国化布局大卖场+本土商超区域化割据”，转变为外资、本土、电商三者的竞争：以永辉、大润发、华润、联华为代表的本土超市，以家乐福、沃尔玛、麦德龙为代表的外资超市，以及以 1 号店、天猫超市、苏宁易购等为代表的网上超市。在电商强势入局和行业景气度持续下滑的背景下，实体商超近年来涌现一波外资“退出潮”和内资“关店潮”，2015 年全年主要超市企业关店 708 家，2016 年上半年主要超市企业关店 80 家，行业在逆市中加速洗牌重构。

- **本土内资超市**，采取区域深耕、密集开店策略，在具备资源与文化优势的区域内做精做强，之后逐步转向区域扩张，如湖南步步高、湖北中百中商、上海联华、四川红旗连锁等，形成了本土内资超市区域割据形势。但随着竞争日益加剧，经营能力的重要性凸显，内资超市开始出现分化：一方面，高管理效率、差异化的龙头崛起；

综合运营能力强，现金流充沛，不断巩固优化供应链体系，稳步向全国扩张，如永辉超市、大润发；另一方面，经营能力较弱的区域超市由于粗放式经营、缺乏精细化管理，运营成本高企致经营亏损，逐渐退出，如云南本土的天顺超市关闭全部门店、河南本土品牌九头崖超市倒闭、胖东来大幅关店、老牌连锁超市集团物美商业从香港退市。

- **外资超市**，在 1995 年进入中国市场，集中于大卖场业态，拥有先进的标准化卖场运营、供应链管理、采购物流等国际经验，相对内资本土超市具备较高的先发优势，使其经历了利润和规模的高速扩张。但经历 20 年的发展，外资超市本土化问题仍难以突破，流程化、标准化的采购运营使得经营不够灵活，难以适应全国不同区域情况。2014 年外资 TESCO 中国业务出售予华润，乐天玛特退出多个城市，家乐福、沃尔玛市场份额持续下滑。另外，在便利店、电商等新兴业态冲击下，传统大卖场业态竞争优势大不如前。
- **商超电商**，在网购迅速渗透和高资本投入的驱动下，快速崛起。伴随着流量红利的消退、物流人力成本的上升，高资本投入的纯电商商超“烧钱”模式难以为继。据 Euromonitor 的数据，2015 年商超品类电商交易额为 2125 亿元，同比增长 41.0%，渗透率 6%；预计 2020 年可达 5158 亿元，2015-2020 年的年均复合增长率为 19.4%，渗透率提升至 13.6%。

图表 10 2013-2016 年国内主要超市企业关店情况统计

超市品牌	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	14	16	1	13
家乐福	4	18	18	5
华润万家	N/A	4	100+	13
百佳	N/A	N/A	2	7
卜蜂莲花	3	1	0	4
北京华联	2	1	4	3
永辉	6	2	8	2
永旺	N/A	N/A	1	2
大润发	0	0	0	1
欧尚	0	0	1	1
乐天玛特	N/A	6	5	1
麦德龙	9	1	2	N/A
联华	168	239	612	87+

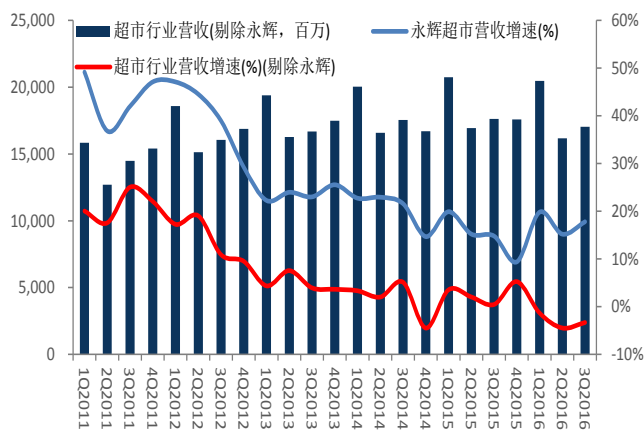
资料来源：公司公告，华创证券整理

3、现状之三：上市公司业绩承压，行业分化明显

超市行业上市公司业绩持续调整，收入端和利润端增速都处于低位。从个股来看，大部分超市品牌经营承压，如人人乐、中百集团、华联综超业绩出现亏损；而部分优质公司，如龙头公司永辉超市 2016Q3 收入端依然实现 17.8% 的快速增长，归母净利润增速达 106.5%，逆势大幅增长。而剔除永辉后的 7 家上市公司收入和利润端都呈现负增长

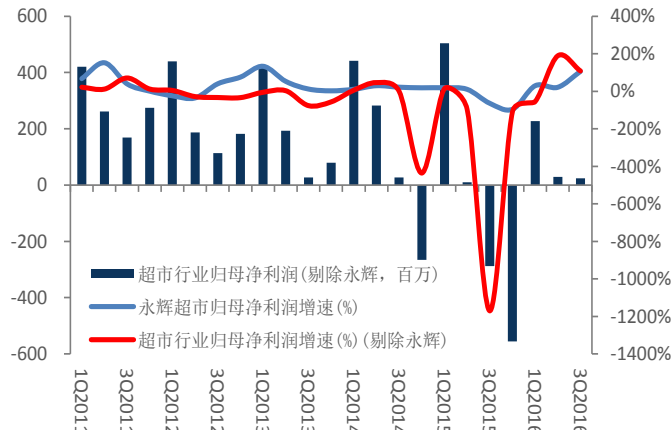
态势，2016Q3 收入增速为-3.32%，而净利润同比去年仅实现扭亏。2016Q1-Q3 剔除永辉后的 7 家上市公司归母净利润为 2.81 亿元，远低于同期永辉超市的 8.15 亿元。两者相比，行业两极分化明显。（注：剔除永辉后的 7 家超市上市公司不含新上市的家悦。）

图表 11 永辉及 7 家超市上市公司营收及增速



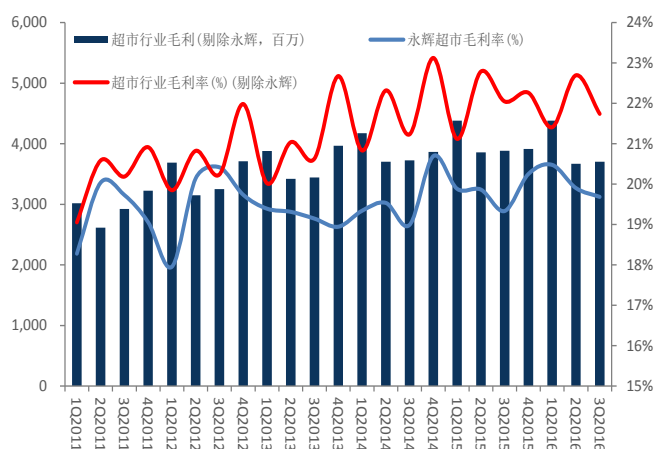
资料来源：公司季报，华创证券

图表 12 永辉及 7 家超市上市公司归母净利润及增速



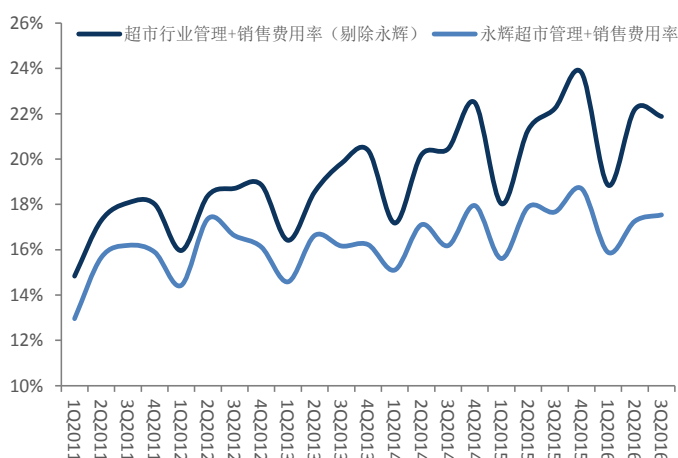
资料来源：公司季报，华创证券

图表 13 永辉及 7 家超市上市公司毛利率及增速



资料来源：公司季报，华创证券

图表 14 永辉及 7 家超市上市公司管理+销售费用率



资料来源：公司季报，华创证券

（二）另类超市王者：阿尔迪的成功秘诀

德国最大连锁超市阿尔迪创建于上世纪 60 年代，数十年间，凭借着对“低价”的执着与专注，阿尔迪从一家三流小店迅速成长为能比肩沃尔玛的超市航母。其在德国的门店达到 3600 家，海外门店达 1000 余家，涉足大部分欧洲国家、美国和澳大利亚等国，年营收达 340 亿美元。不同于沃尔玛的“依靠品牌丰富度提升购买概率”，阿尔迪始终坚持“以最低的价格只销售同一品类最好的商品”。公司竭尽全力为客户省钱、为客户寻找高品质商品的理念得到了各个消费阶层认可，使其拥有广泛的消费群体基础，成为了挑战世界级零售巨头的另类王者。

图表 15 阿尔迪区别于普通超市的认识

公司愿景	“质量走高，价格走低”，“以最低的价格销售最好的商品”，“坚持简单经营”
市场定位	初创目标客户群主要是中低收入者、老年人，但却受到各个收入阶层的欢迎。
门店布局	“星罗棋布”。德国全境门店达 3600 多家，平均每 2.2 万人即有一家门店。国外门店 1000 多家，遍布欧盟、美国、澳大利亚等。
品类品牌	SKU 700 多种，远低于沃尔玛 15 万 SKU。坚持每个品类只提供一种品质最好的品牌，而且具备低价竞争优势，甚至很多商品创造低价自有品牌。大幅提高了消费者的购物效率。
价格定位	“绝对低价”。低价是创建阿尔迪的初衷。凭借着远超同行的单品采购规模，阿尔迪获得了极具竞争优势的采购价格，始终保持同行难以抗衡的低价优势。
经营投入	“精打细算，节俭务实”。阿尔迪单店面积紧凑，多在 500-800 平米；店内装修简朴，貌似仓库；大部分商品原包装拆封销售，无需货架陈列；门店没有广告海报，媒介宣传甚少。
部门人员	公司不设新闻部、公关部等虚职部门；单店人员仅 4-5 人，每名店员无固定职责，必须胜任各项工作。充分挖掘人效潜能，人均薪酬远高于行业水平。

资料来源：华创证券

1、秘诀之一：专注“精品+低价”

相比于沃尔玛的 15 万 SKU，阿尔迪 SKU 只有 700 多，但却覆盖了普通超市的绝大部分品类。阿尔迪的每种商品只销售同品类中最好的品牌，且只有一种规格的包装。这种淡化品牌、注重品质的销售逻辑透露出阿尔迪对商品价值和消费的深刻理解。让消费者相信阿尔迪不仅是商品的销售商，更是精挑细选的精品采购专家。凭借着每种商品的大单品策略，阿尔迪的单品采购规模远超同行，由此获得的进价成本也极具竞争优势。我们认为“精品+低价”策略优化了阿尔迪的商品结构，有效规避了因品类过多导致的滞销风险，有效压缩了因品类过多造成的运营成本，这是保证阿尔迪快速扩张、迅速盈利的核心竞争力。

2、秘诀之二：简政放权，让员工参与管理

阿尔迪没有繁冗的行政管理部门，经营管理被充分授权给门店员工。任何员工都可以向公司提出改善经营、降低成本的建议，而且一经采纳便立即实施。长期以来，公司的高效经营在每个细节被充分发挥。

3、秘诀之三：激发员工潜能，节约人工成本

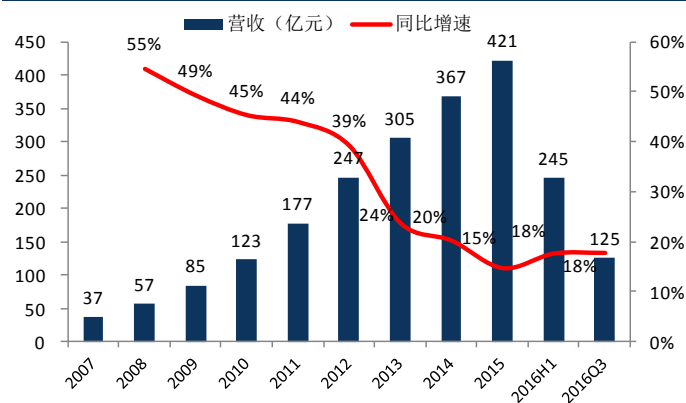
在人力资源方面，阿尔迪注重精简人数、提高人效。门店一般配备 4-5 名员工，每名员工无固定岗位，必须视店内情况身兼数职，保证门店的每个环节都处于高效运营状态。高人效意味着总人数的缩减，进而压缩了综合人工成本以及相关费用。同时，阿尔迪支付给员工高于同行的薪酬，培训了一支稳定高效的专业团队，为阿尔迪的快速扩张提供了坚实的人才保障。

三、永辉超市

永辉超市创建于 2001 年，以生鲜农产品为主营特色，同时销售日用百货、服装等常规超市品类。公司是国内首批“农改超”的标杆企业之一。公司生鲜产品经营管理能力卓越，毛利率能控制在 13% 左右，损耗率控制在 4% 左右，远低于行业的平均水平。凭借生鲜强大的引流集客效应，公司近年来整体销售增长稳定，2015 年公司营收规模 421.4 亿元，实现归母净利润 6.05 亿元；在国内超市行业市场占有约 1.4%，超过家乐福在中国区域 1.2% 的市场份额；2016 前三季度营收规模达到 370.15 亿元，YoY+17.72%；实现归母净利润 8.15 亿元，YoY+36.57%。在区域化扩

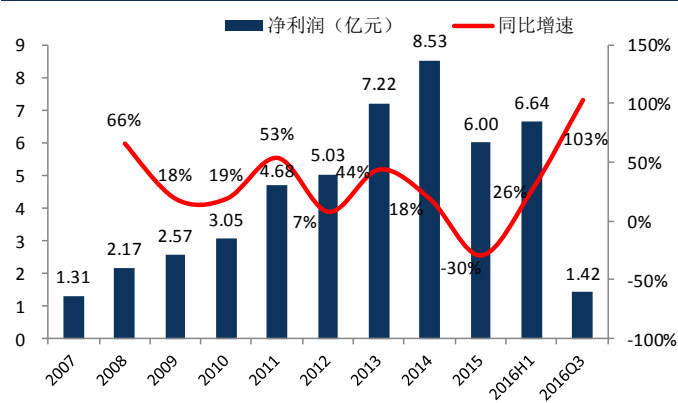
张和内生效率提升下，2010-2015 年公司营收、归母净利润年复合增速分别达到 27.9%、14.7%；高于同期超市行业上市公司的营收、归母净利润年复合增速 12.7%、-27.5%，位列 2015 全国零售百强（含电商公司）销售规模第 12 位，零售百强“实体+电商”销售规模第 3 位；位列 2016 上半年零售业上市公司营收百强（含电商公司）第 11 位。

图表 16 永辉超市历年营收及增速



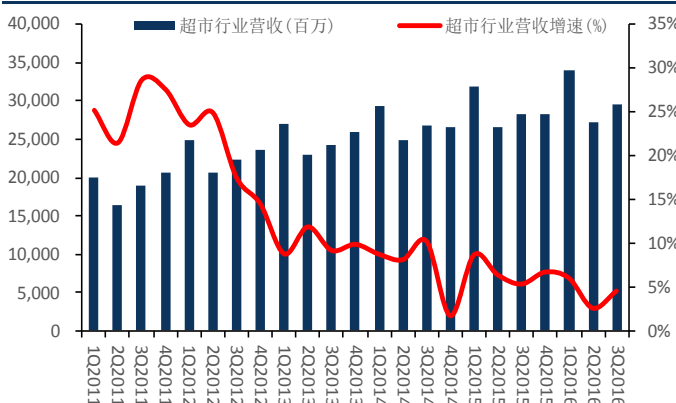
资料来源：公司年报、华创证券

图表 17 永辉超市历年净利润及增速



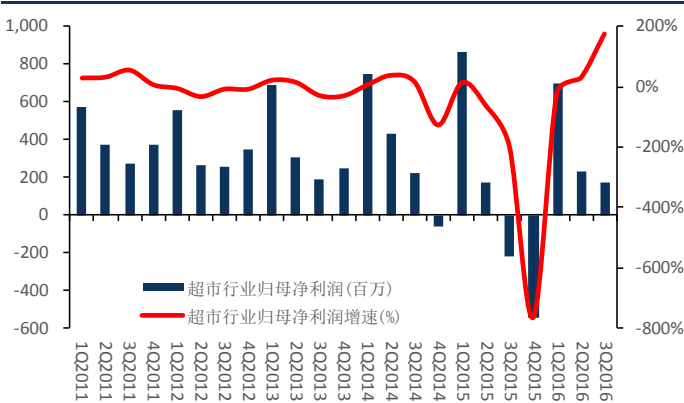
资料来源：公司年报、华创证券

图表 18 超市行业上市公司近年营收及增速（季度）



资料来源：公司季报、华创证券

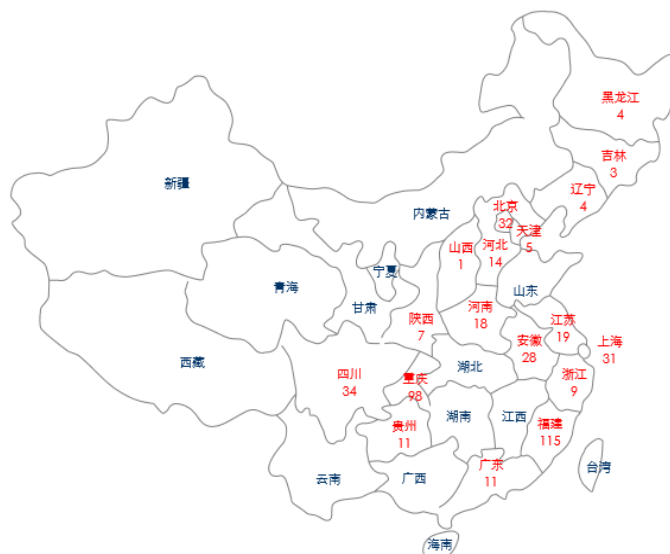
图表 19 超市行业上市公司近年净利润及增速（季度）



资料来源：公司季报、华创证券

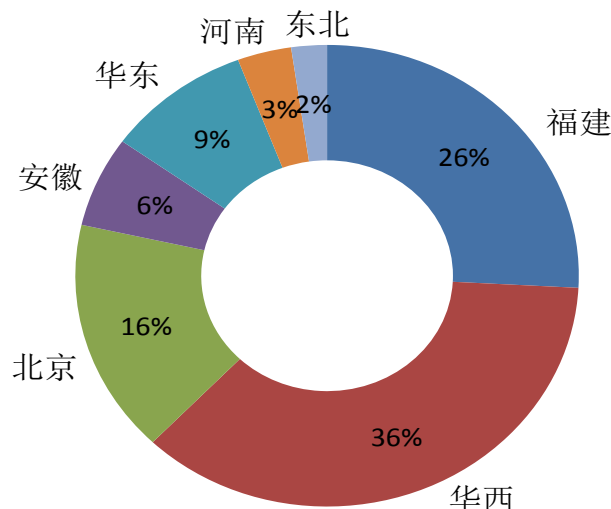
公司门店遍布于海西经济区、华西大区、京津冀、泛长三角和东北地区。截至 2016Q3，公司已开业门店 444 家（含会员店），超过 60%门店坐落于福建和华西大区。该两区 2016H1 的营收占比分别达到 25.8%、36.3%。

图表 20 永辉超市 2016Q3 全国门店分布



资料来源：公司半年报、公司季报、华创证券

图表 21 永辉超市 2016H1 全国收入占比分布

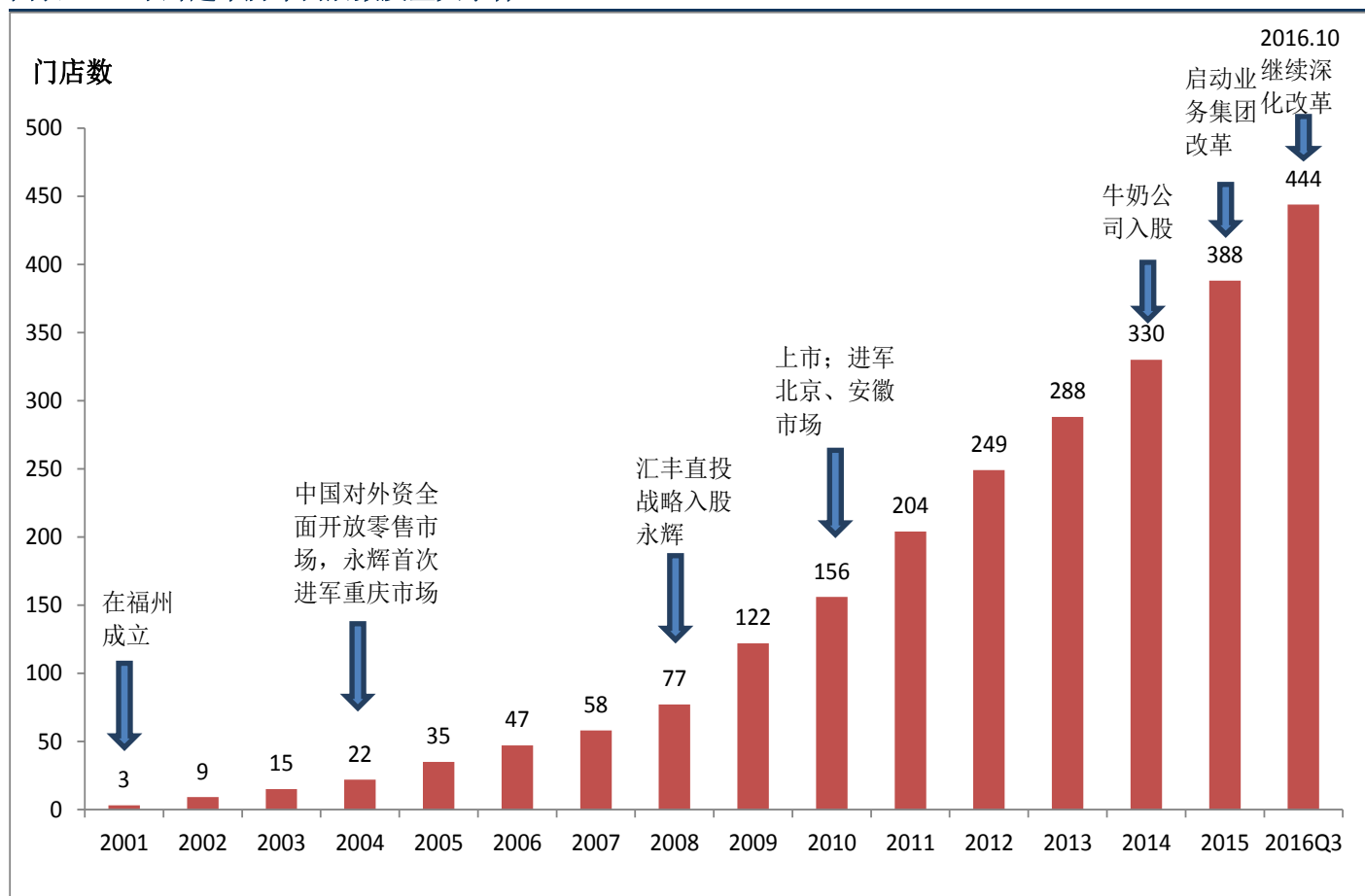


资料来源：公司半年报、华创证券

（一）永辉的传统优势

优势之一：管理团队商超经验丰富，带领永辉从区域性龙头向全国性龙头迈进。公司管理团队做“农改超”起家，经营策略灵活，对经营生鲜理解深刻。公司实际控制人张轩松和张轩宁先生来自著名侨乡福建闽侯县，闽商历来以“开放、拓展”的精神闻名于世。董事长张轩松先生自上世纪 90 年代初即投身快消品流通和超市行业，并于 20 世纪初成功转型“农产品超市流通模式”。公司自 2004 年起积极开展外延式扩张、并通过引进战略投资者、上市等方式不断地加快全国化展店步伐和提高经营效率。

图表 22 永辉超市历年门店数及重大事件



资料来源：公司年报、华创证券

优势之二：主营生鲜的“永辉模式”助力全国化扩张。公司自成立之初即选择以“损耗大、毛利低、物流成本高”的生鲜农产品为主打产品，实行生鲜领先的差异化经营策略。经过多年摸索创新，形成了独特的“永辉模式”，彻底解决了传统农贸市场“杂、乱、差、脏”的通病。公司将“永辉模式”成功复制到重庆、北京等外部省市，实现了跨区域规模扩张。

图表 23 “永辉模式”的经营特点

经营特点	详细描述
扩充生鲜品类	扩大“生鲜区”营业面积，把粮食、蔬果、肉禽、水产等作为主营产品
升级购物环境	通过对陈列、照明、店内布置等精细化改造，营造干净、整洁、舒适的购物环境
价格优势明显	创建全国性生鲜农产品统采和区域直采体系，保证采销价格优势，形成对农贸市场的价格竞争优势
专业运营，确保“两低、两高”	公司建立了现代化冷链系统，组建专业团队对农产品种植、采购、保鲜、冷藏、配送、售卖等环节进行精细化运营，有效降低了生鲜产品损耗率，实现了对生鲜商品“价格低、损耗低，保鲜高、质量高”的品质把控
生鲜带动客流	利用生鲜强大引流效应，带动服装、日用品的销售
整合上游资源	倡导“田间定制、订单农业”，在全国建立农业种植合作基地，确保农户收益的同时保证了公司农产品货源的稳定和品质可控

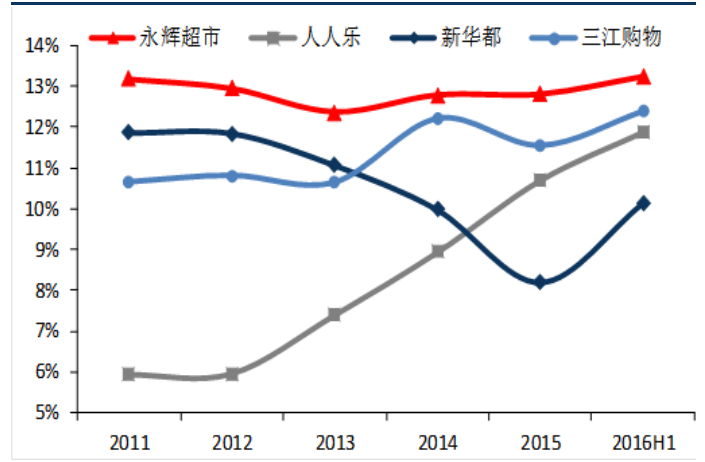
资料来源：公司资料，华创证券

图表 24 永辉农场直供生鲜区初步清洗、冷藏保鲜处理



资料来源：华创证券

图表 25 永辉历年生鲜毛利率较为稳定

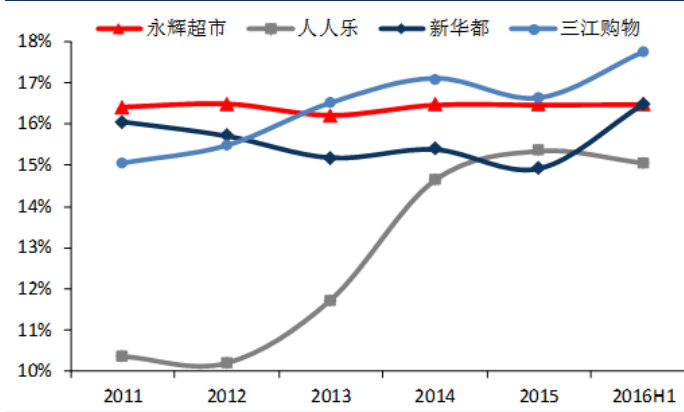


资料来源：公司年报，华创证券

优势之三：优化生鲜供应链，构筑生鲜行业壁垒。公司培育了一支近 600 人的生鲜采购团队，在全国范围内寻找质优、价廉的生鲜供应资源；着力整合上游资源，推行生鲜品类垂直管理，推动农超有效对接。公司构建了“全国统采”+“区域直采”的生鲜渠道体系，最大程度地缩减了“产地—门店—顾客”的生鲜农产品供应链中间环节，有效降低了物流、仓储和损耗成本，形成了让利于消费者的价格竞争优势。永辉的部分生鲜产品甚至比批发市场价格低 25-30%。

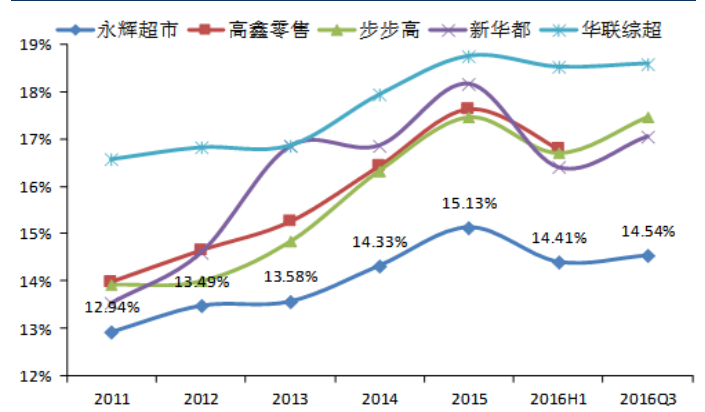
优势之四：标准化精细运作，规模效应成效显著。公司把生鲜经营量化到每个细节，制订了近 800 万字的内部流程控制手册，所有员工必须严格按照手册执行，确保了所有门店的运营标准化。公司凭借“物美价廉”的生鲜农产品实现集客引流，通过“优化品类结构+平价促销”获得了消费者青睐，实现了较高的客流转化和复购率。“生鲜口碑优势+规模化扩张”让公司受益于规模经营效益，费用投入占比逐年降低。

图表 26 永辉主营业务毛利率行业领先



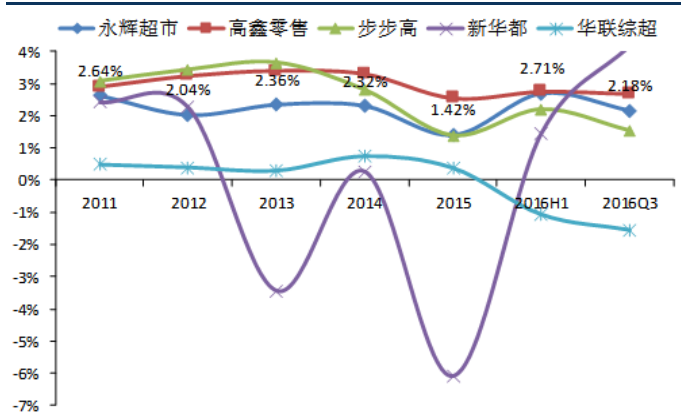
资料来源：公司年报，华创证券

图表 27 永辉历年销售费用率处于行业低位



资料来源：公司年报，华创证券

图表 29 永辉历年净利率处于行业较优水平

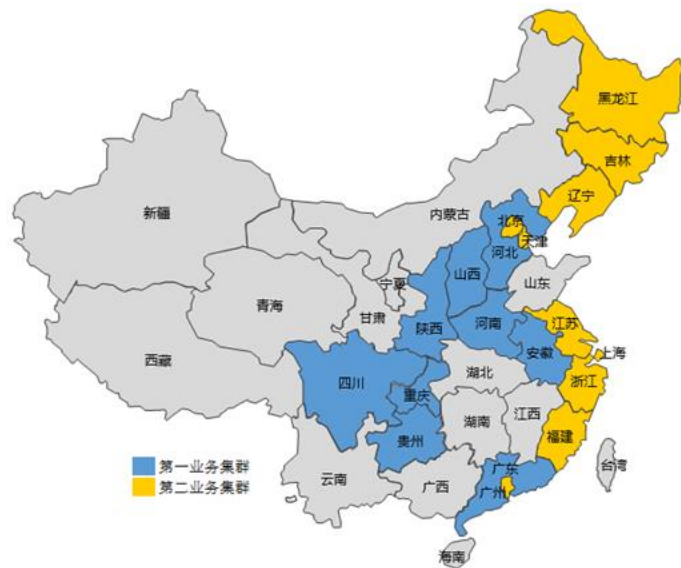


资料来源：公司年报，华创证券

变革之一：持续推动业务集群改革，“赛马机制”激发内部革新。公司于 2015Q3 启动业务集群改革，把全国 18 个省份的门店分成两大独立发展的业务集群，集群之间鼓励竞争，被永辉超市内部视为“赛马机制”。第二业务集群涵盖北上广、天津、江苏及浙江地区，主营绿标店，在顺应消费升级和差异化需求增加的背景下探索新业态的拓展。剩余 12 个省份被划归为第一业务集群（红标店），仍旧保持原有经营模式。

从经营上看，第二集群积极探索管理创新，优先推行“合伙人”制度，将业绩标准的增量部分利润进行二次分配，优化基层员工激励机制。从业绩表现上看，第二集群成立以来成绩显著，2015Q4 业绩超过第一集群，且 2016 年继续保持了较为健康的运营数据，验证了其成功的经营模式。在业绩改善驱动下，2016 年 10 月公司再度强化改革，将福建省和东三省划入第二集群范围，如此两个集群年营收均超过 200 亿。我们认为未来公司将顺应消费升级继续深耕和推进业态变革，未来新业态的体量和业绩有较大提升空间。

图表 31 永辉 2016 年第二次集群改革划分



资料来源：华创证券

图表 32 永辉第一集群红标店门店



资料来源：华创证券

图表 33 永辉绿标店在选品、购物体验上更胜一筹



资料来源：华创证券

变革之二：跨界创新“餐饮+零售”，深度整合食品供应链。依靠生鲜较强的集客效应，永辉开始从食材原材料向下游的加工品、半成品甚至成品延伸，实现“零售+餐饮”的深度融合。一方面，相对于饭店、酒店等传统餐饮业，超市餐饮化具有租金低廉、食材采购方便快捷、共享顾客流量等优点；另一方面，超市餐饮的毛利经营压力较外部餐饮店小，且能够形成自己的餐饮特色，具备较好的性价比优势，容易形成稳定的购买率和复购率。自 2014 年，永辉以“公司控股+合伙人运营”的品牌孵化模式，陆续推出餐饮自有品牌工坊系列，包括“麦子工坊”“鲑鱼工坊”“盒牛工坊”“波龙工坊”四大系列，与超市业务共享供应链，逐步向食品供应链管理、自营餐饮品牌孵化等深度融合上发力。

图表 34 永辉餐饮自营品牌“鲑鱼工坊”



资料来源：华创证券

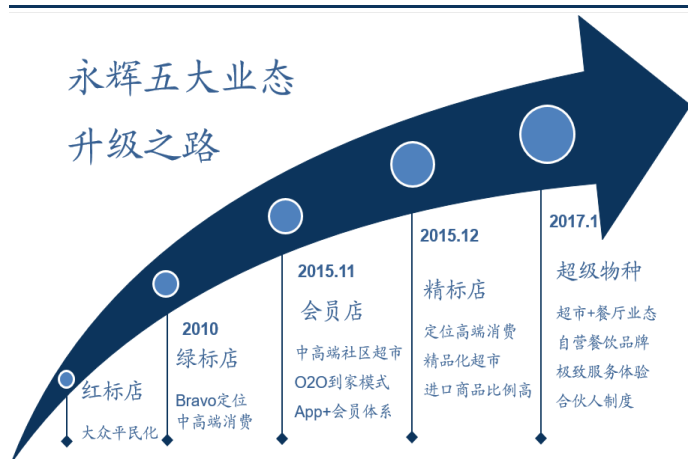
图表 35 永辉精标店推出餐饮自营品牌“盒牛工坊”



资料来源：华创证券

变革之三：追求自我革新，不断孵化新业态。公司自成立以来，陆续推出了“红标店”、“绿标店”、“会员店”、“精标店”、“超级物种”等业态，新业态大多是基于之前业态孵化而来，在规模化展店之前已经形成成熟的盈利模式。每一种门店业态的出现都是公司为顺应消费升级、品类经营规律及经营环境变化所做的调整。“红标店”：响应“农改超”，解决在农贸市场购买生鲜的“脏、乱、差”难题；“绿标店”：顺应消费升级，在红标基础上，从选品、环境、服务、体验上继续升级；“会员店”：顺应自有品牌定制的全球化战略，探索类似美国 Costco 的会员制收费模式；“精标店”：顺应品类经营规律和线下体验升级，在绿标基础上，调整品类结构，优化门店布局，打造适合中高端消费群体的“餐厅+超市+智能体验”的全新业态定位；“超级物种”：顺应高端需求亲民化、线下消费和体验升级，进一步探索“超市+餐饮”的业态升级。

图表 36 永辉业态升级路径



资料来源：华创证券

图表 37 永辉精标店内饰



资料来源：华创证券

图表 38 永辉超级物种门店



资料来源：华创证券

图表 39 永辉会员店生鲜区域



资料来源：华创证券

变革之四：依托现有资源，持续推进信息、品类及供应链管理的生态体系建设

● **提升业务和创新信息化水平，保障信息流通顺畅。**公司拥有成熟的质量管理体系、IT 信息控制系统和财务管理系统，完善了公司的内控体系和运营机制。公司持续优化 ERP 系统，扩建完善物流体系，保障供应链的信息流与物流顺畅对接。公司未来将围绕“数据化管理+数字化营销”打造大数据平台，实现业务创新、品类管理、供应链管理的互联网化、平台化。

● **打造高效物流配送体系，提升供应链整合能力。**公司注重物流体系建设，以支撑跨区域、全国化门店拓展。公司在 2015 年底，拥有 3 个自建 CDC 和 9 个 RDC（含自建、租赁和 3PL），总面积占地 2084 亩，年配送能力约 330 亿。部分物流中心配备自动分拣线，优化配送路径和管理流程、实行定时配送，提高了车辆利用率，降低了门店库存面积，降低整体运营成本，增强了全国区域的供应链能力。

● **借力战投和联盟合作，嫁接优质供应链体系。**公司持续推进垂直供应链、海外直采体系、区域供应链整合等方面的改革；与中百集团、牛奶公司等战略合作伙伴尝试开展联合采购、协同营销，以千亿采购规模增强供应链议价能力，未来有望凭借规模采购优势进一步压缩成本，打开毛利提升空间。引入牛奶国际等战略投资者，嫁接其全球供应链采购体系，进一步降低采购成本。公司还积极探索与京东在仓储、物流、系统、人员等方面的合作、优化与共享，加强生鲜冷链物流合作，借力京东提升自身供应链能力。

图表 40 牛奶公司旗下品牌



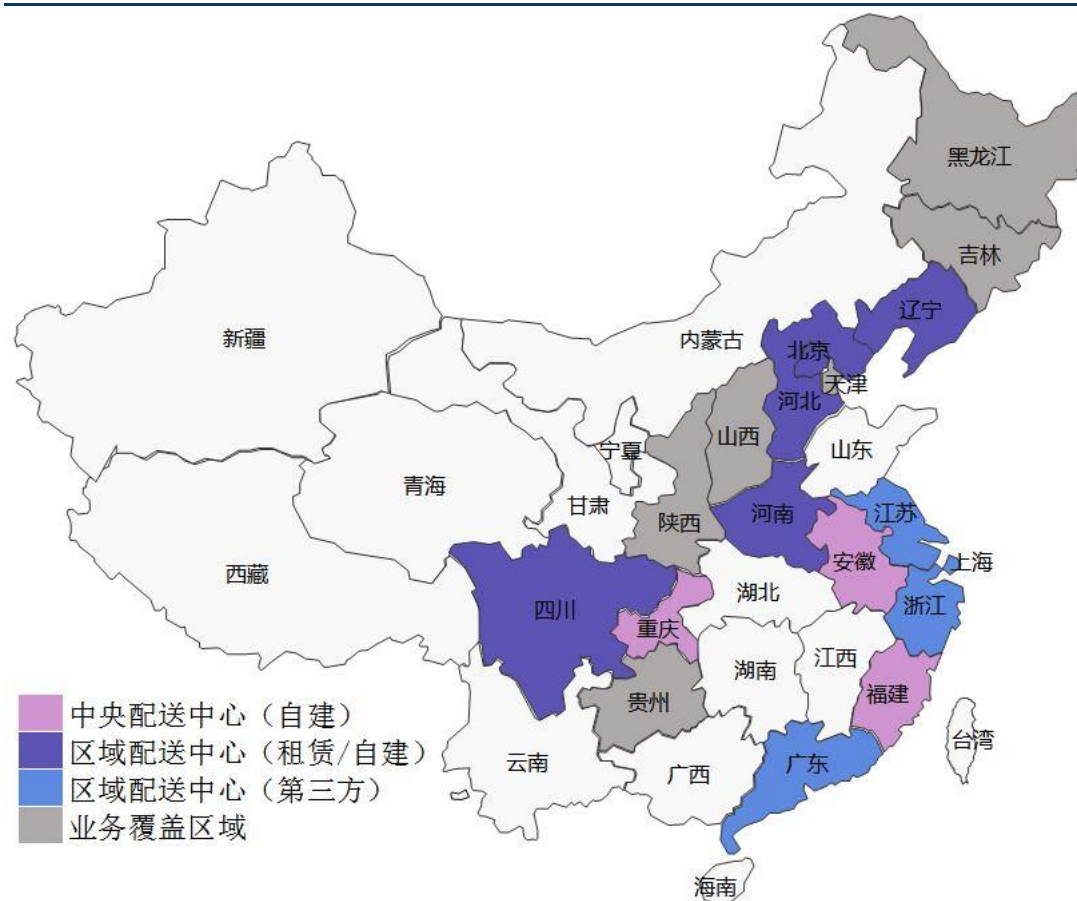
资料来源：华创证券

图表 41 永辉对中百持股 20%并开展战略合作



资料来源：华创证券

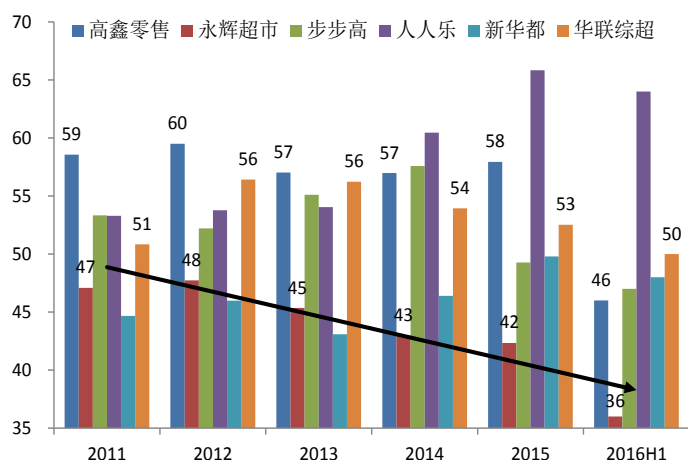
图表 42 永辉 2015 年底全国物流网点布局



资料来源：公司年报，华创证券

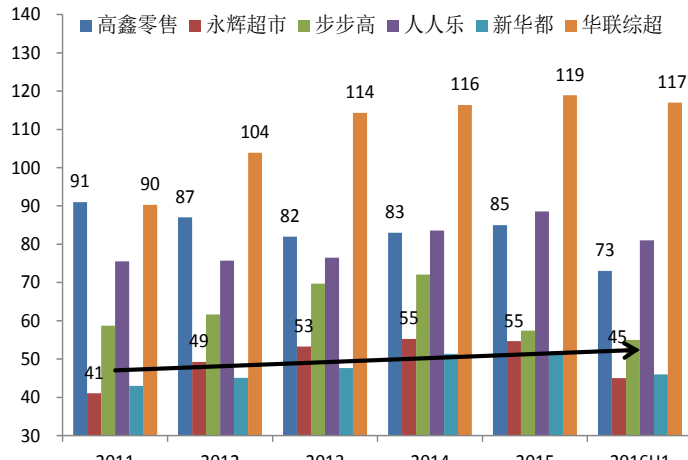
变革之五：注重品类管理升级。公司始终致力于强化商品精细化管理、打造明星商品、优化商品结构、淘汰末端商品。受益于此，公司的经营效率不断提升；2015 年存货周转天数为 42 天，2016H1 继续下降至 36 天，处于行业领先水平，近 4 年来呈现逐年下降趋势。存货周转效率的提升增强了商品现金转化力，提升了公司用缩短账期换取采购议价的能力，加强了与供应商的合作关系，保持了产品价格竞争优势和良性运营格局。公司近 5 年应付账款周转天数为 41-55 天，处于行业低位水平。

图表 43 永辉存货周转天数逐年下降



资料来源：公司年报，华创证券

图表 44 永辉应付账款周转天数保持行业低位

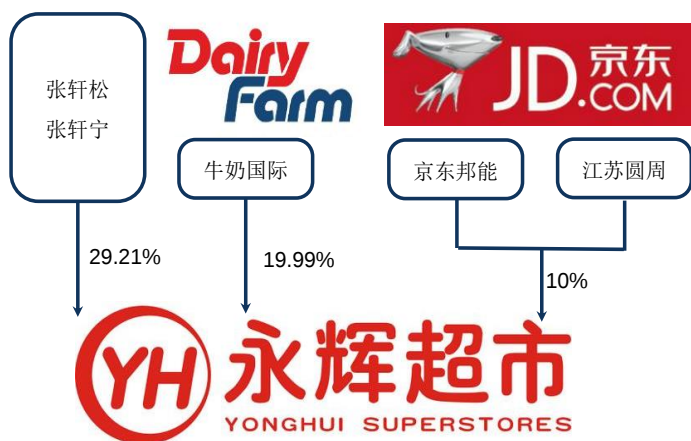


资料来源：公司年报，华创证券

（三）永辉的价值链延伸

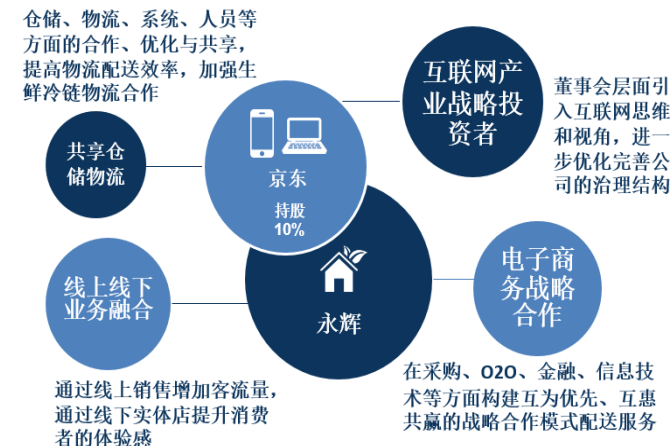
延伸之一：定增京东，开拓超市 O2O 市场。2016 年 8 月，京东参与永辉定增，成为永辉第四大股东。自 2015 年 12 月起，永辉超市在北京、上海、天津、杭州等地门店先后接入京东到家，由后者负责其生鲜、商超品类的 O2O 服务。我们认为拥抱电商、拥抱 O2O 是传统零售商转型为全渠道新型零售商的必经之路。将股权作为纽带的合作模式有利于深化京东和永辉的业务合作，有利于推进两个不同零售业态在业务优势上的协同发展。

图表 45 京东为永辉第四大股东



资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 以股权为纽带的“实体+电商”巨头合作



资料来源：华创证券

延伸之二：借助定增资金优势，布局“供应链金融+消费金融”。公司通过定增，资金优势明显，截至 2016Q3 货币资金达 113.69 亿元，完全满足公司未来几年门店拓展和跨业经营需求。2016 年 10 月，公司拟出资 3 亿元设立永辉小额贷款（重庆）有限公司，服务于永辉生态体系内数万家中小企业供应商、消费者及员工的信用消费。我们认为布局小额贷款业务有利于提高供应商和消费者的会员转化、增强供应商和消费者的粘性，更有利于做大做强公司上下游的业务体量，打造“供应链金融+消费金融”商业闭环，构建完善的“超市+金融+互联网”生态体系。

图表 47 公司定增牛奶公司、京东情况

时间	认购方	非公开发 行股数 (亿股)	发行价 格	募集总金 额 (亿元)	完成后公司 股本总数占 比	总股本 (亿股)
2015/04	牛奶有限公司	8.13	7元/股	56.92	19.99%	40.68
2016/08	牛奶有限公司 京东邦能 江苏圆周 张轩松	14.35	4.425 元/股	63.51	19.99% 5.00% 5.00% 18.85%	95.70

资料来源：公司公告，华创证券

图表 48 永辉借力小贷打造消费金融闭环



资料来源：华创证券

延伸之三：出资设立民营银行获批，推动产业金融协同发展。2016 年下半年，公司拟与阳光控股共同发起设立福建华通银行，公司拟出资 6.6 亿元认购其 27.5% 股份。2017 年 1 月收到监管部门核准开业的批复，并于当月正式营业，注册地为福建平潭自贸区。作为公司布局供应链金融、消费金融的关键步骤，投资设立民营银行有利于公司拓宽融资渠道、盘活可用资源；有利于围绕上游供应商和下游庞大的消费客户，沿产业链开展供应链金融、消费金融等增值服务；有利于推动金融资本与实业资本协同发展，提升业务增量，提高资本回报率和综合竞争力。

（四）永辉未来看点

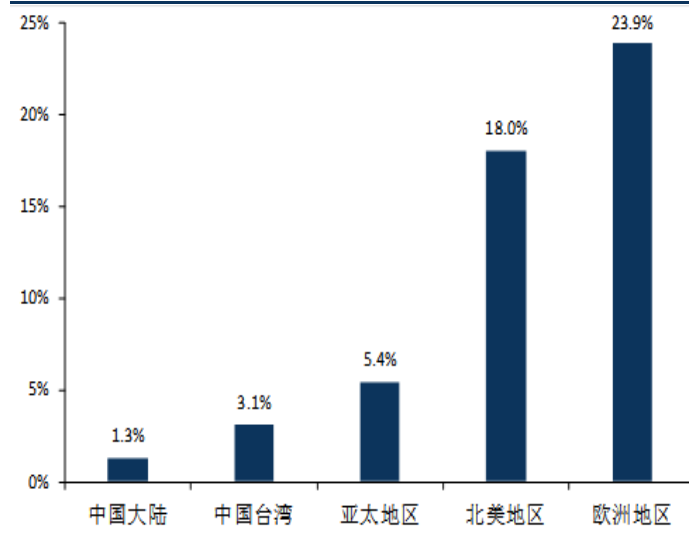
看点之一：推进外延扩张，加速全国化门店布局。公司自上市以来，积极落实全国化布局，截至 2016Q3 全国已开业门店覆盖省市达 18 个。门店渗透最密集的省市是福建和重庆，据 2016 三季报披露，两地门店数分别达到 115 家和 98 家，剩余省份门店基数低，有较大增长空间。公司新开门店培育期较短且通常能实现快速盈利，大大提升了各区域展店速度和扩张意愿。我们认为主打生鲜的“永辉模式”有助于公司实现快速展店、快速盈利，强大的供应链能力又将为公司全国化扩张带来规模效应，提升规模经营效率。

看点之二：自我革新持续推进，新业态迭代升级助力转型“迎合新消费群体的食品供应链公司”。未来公司会逐渐淡化红标店，主推绿标店、精标店和超级物种等迎合新生代消费群体、消费升级、以及线下体验的主流业态。通过定增牛奶公司、收购达曼股权等一系列运作，公司已经把供应链延伸至海外，致力于打造全球采购的食品供应链体系。通过内部业务集群改革，公司已经逐步把传统的垂直管理体系重构成为扁平化的小团队管理模式，以此来提升团队运营新业态的效率。我们认为公司持续推进“供应链优化、业态迭代、品类升级、团队管理变革”会对公司经营能力和经营效率带来质的提升，让公司蝶变成全球化的食品供应链公司。

看点之三：收购达曼公司 40% 股权，自有品牌占比有望提升。今年 1 月，永辉全资子公司永辉控股拟联合贝恩资本老鹰控股有限合伙，按照 40%、60% 的持股比例（交易总对价约 4.13 亿美元）收购达曼公司，其中永辉控股的交易对价约为 1.65 亿美元。我们认为公司此举是在布局“提升未来自有品牌比重，实现商品全球化定制”的战略布局。达曼公司成立于 1970 年，初创时的使命是帮助其零售合作伙伴开发自有品牌，历经 46 年的发展，公司服务涵盖超过 100 个领先的零售商和供应商网络的 6000 家公司，在横跨 14 个零售渠道内，推出了超过 1700 个品牌和超过 16.5 万个 SKU。多年的业务沉淀和经验积累，公司已经成长为全球最大的零售商服务企业，提供品牌开发、伽利略咨询、SAS、Omni，以及 Interactions 等五大业务。据尼尔森数据统计，相较于欧美发达国家，亚太地区的自有品牌渗透率普遍较低，而中国内地零售市场的自有品牌占有率更是处于亚太地区低位水平。造成这一现象的原因，我们认为主要是亚太地区在品牌发展、品牌战略、商品服务等领域起步较晚，缺乏专业化的自有品牌服务商。我们

认为收购达曼能为永辉在品牌经营上带来质的飞跃，达曼不仅能为永辉提供有效的自有品牌经营方案，提升消费粘性和复购率，还能帮助永辉打造全球化定制的供应链平台，实现“品类+供应链管理”全面升级。

图表 49 全球主要区域自有品牌销售额占比（2014 年）



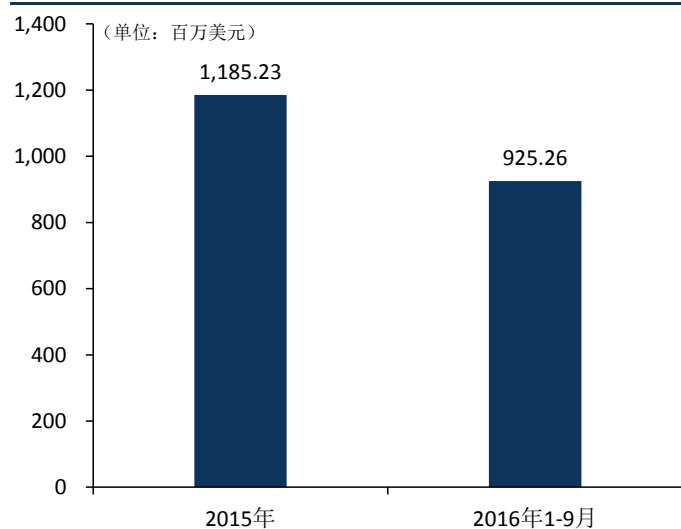
资料来源：尼尔森、华创证券

图表 50 达曼公司主营业务



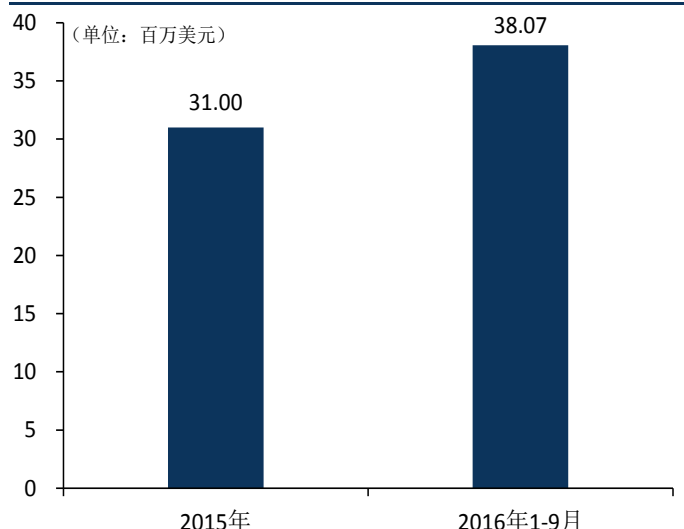
资料来源：公司官网、华创证券

图表 51 达曼公司营业收入



资料来源：公司公告、华创证券

图表 52 达曼公司净利润



资料来源：公司公告、华创证券

（五）盈利预测与估值

我们的推荐观点：

- 1) 全国化展店进入快速阶段：**全国化门店渗透是公司提升市占率的战略布局，预计公司未来几年新开门店将超过 100 家/年，以此保障营收持续增长。
- 2) 供应链进一步强化、自有品牌比例持续加大：**公司坐拥牛奶公司、达曼国际等世界级食品巨头资源，有望把食品供应链延伸至全球，实现全球购、全球定制；同时提升高品质、高性价比的自有品牌比例，以增强复购率和消费粘性，以此增强永辉的竞争优势、提升同店增长率和毛利率。
- 3) 持续推进业务集群改革、提升运营效率：**公司成功推动了两次业务集群改革，顺利将人员管理从垂直化推向扁平化，塑造了与员工分享的运营机制，这将有助于优化管理、提升公司运营效率、降低综合费用率。
- 4) 持续推进门店迭代**

升级、迎合年轻消费群体需求：公司未来会逐步淡化红标店概念，同时规模化复制符合消费升级、体验升级的新业态门店（如绿标店、精标店、超级物种），此举有助于引流年轻和高端消费群体，推动整体门店业态升级。

综上所述，我们预计公司 2016/17/18 年营收分别为 493/590/690 亿元，同比增长 17.1%/19.7%/16.9%；归母净利润分别为 12.5/15.7/20.1 亿元，同比增长 107.1%/25.2%/27.8%；EPS 分别为 0.13/0.16/0.21 元，同比增长 -12.0%/25.2%/27.8%。2015-2018 年营收 CAGR 为 17.9%，同期归母净利润 CAGR 为 49.1%。考虑公司加快全国化展店节奏、经营上持续提质增效、具备超强的竞争优势和前瞻的战略布局，给予目标价 6.35 元，对应 2017 年 39.7 倍 P/E。首次覆盖给予“推荐”评级。

（六）风险提示

全国化展店进程中，新开门店培育期过长导致净利下滑、供应链整合升级不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,294	11,835	13,502	15,040
应收票据	0	0	0	0
应收账款	102	118	142	166
预付账款	1,063	1,187	1,416	1,648
存货	4,250	4,154	4,249	4,668
其他流动资产	2,222	2,635	2,360	2,507
流动资产合计	11,930	19,930	21,669	24,029
其他长期投资	146	146	146	146
长期股权投资	1,945	1,264	1,264	1,264
固定资产	3,008	3,364	3,772	3,814
在建工程	376	500	400	400
无形资产	600	690	780	870
其他非流动资产	2,298	2,798	3,298	3,798
非流动资产合计	8,374	8,763	9,661	10,293
资产合计	20,304	28,693	31,330	34,321
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	5,201	5,935	6,845	7,689
预收款项	1,212	1,233	1,476	1,725
其他应付款	949	950	950	950
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	567	807	975	1,192
流动负债合计	7,929	8,925	10,246	11,556
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	94	94	94	94
非流动负债合计	94	94	94	94
负债合计	8,023	9,019	10,340	11,649
归属母公司所有者权益	12,228	19,635	20,968	22,673
少数股东权益	54	39	21	-2
所有者权益合计	12,281	19,674	20,990	22,672
负债和股东权益	20,304	28,693	31,330	34,321

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	433	2,491	3,871	3,842
现金收益	1,420	1,966	2,636	3,370
存货影响	-551	96	-94	-419
经营性应收影响	238	-154	-267	-272
经营性应付影响	509	756	1,153	1,092
其他影响	-1,183	-173	443	71
投资活动现金流	-2,036	-1,171	-2,102	-2,136
资本支出	-1,041	-1,508	-1,602	-1,636
股权投资	-781	852	0	0
其他长期资产变化	-213	-515	-500	-500
融资活动现金流	3,803	6,222	-102	-167
借款增加	-1,444	0	0	0
财务费用	25	68	134	134
股东融资	5,217	6,154	-235	-301
其他长期负债变化	6	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	42,145	49,333	59,033	68,999
营业成本	33,785	39,566	47,210	54,919
营业税金及附加	207	247	295	345
销售费用	6,377	7,071	8,418	9,879
管理费用	970	1,007	1,161	1,329
财务费用	-25	-68	-134	-134
资产减值损失	12	13	14	16
公允价值变动收益	15	-15	0	0
投资收益	-73	171	0	0
营业利润	761	1,652	2,068	2,644
营业外收入	181	0	0	0
营业外支出	145	0	0	0
利润总额	797	1,652	2,068	2,644
所得税	197	413	517	661
净利润	600	1,239	1,551	1,983
少数股东损益	-5	-14	-18	-23
归属母公司净利润	605	1,254	1,569	2,006
NOPLAT	605	1,081	1,462	1,895
EPS(摊薄)(元)	0.06	0.13	0.16	0.21

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	14.8%	17.1%	19.7%	16.9%
EBIT 增长率	-15.3%	78.8%	35.2%	29.7%
归母净利润增长率	-28.9%	107.1%	25.2%	27.8%
获利能力				
毛利率	19.8%	19.8%	20.0%	20.4%
净利率	1.4%	2.5%	2.6%	2.9%
ROE	5.0%	6.4%	7.5%	8.8%
ROIC	6.1%	6.1%	7.6%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	39.5%	31.4%	33.0%	33.9%
债务权益比	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%
流动比率	150.5%	223.3%	211.5%	207.9%
速动比率	96.9%	176.8%	170.0%	167.5%
营运能力				
总资产周转率	2.1	1.7	1.9	2.0
应收帐款周转天数	0.9	0.9	0.9	0.9
应付帐款周转天数	55	54	52	50
存货周转天数	45	38	32	31
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.13	0.16	0.21
每股经营现金流	0.05	0.26	0.40	0.40
每股净资产	1.28	2.05	2.19	2.37
估值比率				
P/E	87	42	34	26
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	33	23	17	13

零售组分析师介绍

华创证券分析师：夏彪

新南威尔士大学经济学硕士。曾任职于德勤华永会计师事务所、瑞银证券。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500