

投资评级 买入 维持

股票数据

6 个月内目标价（元）	8.40
05 月 23 日收盘价（元）	6.88
52 周股价波动（元）	3.95-8.72
总股本/流通 A 股（百万股）	9570/6143
总市值/流通市值（百万元）	65845/42265

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	51.8	37.4	28.0
市净率	3.3	3.3	3.1
市销率	1.31	1.10	0.92
EV/EBITDA	25.5	22.8	17.4
分红率(%)	—	0.02	0.02

相关研究

《持续优化供应链、组织和创新能力，展店提速及效率提升驱动高成长》2017.04.23

《站在新起点，迈入价值成长新阶段》2017.04.19

《收入增 14% 利润增 58%，正进入高成长新阶段》2017.04.16

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	12.8	28.3	28.3
相对涨幅 (%)	14.0	29.3	29.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel: (021) 23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

分析师:王晴

Tel:(021)23154116

Email:wq10458@htsec.com

证书:S0850516080008

联系人:史岳

Tel: (021) 23154135

Email:sy11542@htsec.com

我们如何看永辉的空间、效率与估值？

投资要点：

我们长期看好永辉并在今年以来持续推荐，4 月 19 日发布深度报告，公司供应链+机制+业态创新等综合竞争力提升，驱动进入高成长新阶段，且受益产业变革加速与市场风格共振，股价年初至今涨 43%居板块首位，658 亿市值近历史最高。

当前时点，市场基本都认可永辉的好，但到底好在哪？其竞争力使其达到了何种状态，又将其赢得怎样的未来？我们本篇报告不讲致敬的情怀，不谈抽象的逻辑，而是以最准确的干货数据分析，致力于回答我们在上一篇报告中提出的，中长期内的一些具体而关键问题：**永辉的空间和成长如何？竞争力、价格与效率还有多少提升？为什么我们认为它的净利率可以到 3.5-4%乃至更高？未来 3-5 年又该如何估值？**

空间：预计对比 Costco 可提升空间仍大。2007-16 年收入和净利 CAGR 各 33.4%和 28.5%；参考沃尔玛和 Costco 的成长历程，以 4 年即 2020 年展望 1000 亿销售，CAGR 19%，预计其有机会以 15%左右增速，在 10 年左右时间实现收入翻两番。长期看中美两国零售额基本相当，相比沃尔玛美国 2 万多亿人民币收入和 Costco 美国约 6000 亿人民币收入，中国应该有机会出现 3000-5000 亿收入的实体龙头，我们对永辉充满期待。

竞争力：价格与效率，以及还能有多少提升？①永辉比盒马、京东主要品类各平均便宜 11%和 6%，价格竞争力显著；②永辉 70 万/年的人效、1.5 万/年的人均利润和 1.2 万/年的坪效均居国内超市前两位且快速提升，存货周转率居首；③**对比 Costco 可提升空间仍大：**购买力平价调整后，预计永辉 2017 年人效和人均利润将接近或赶超沃尔玛，但相比 Costco 仍各有 4 倍和 3.7 倍的提升空间；8 次存货周转率与沃尔玛相当，对标 Costco 11.5 次可改善 40%空间。

盈利：向制造型零售商升级，可有 3.5-4%或更高净利率。①**独特模式：**永辉对标 Costco 探索直采自有品牌、精选 SKU，更提升标准化加工能力，从渠道零售商向制造零售商升级，以更低成本采购/生产更高性价比商品，保持价格竞争力的同时提升毛利率；②**盈利弹性：**永辉在对标沃尔玛的基础上，叠加其更强的供应链、业态创新及更高的效率等，有望带来更高的利润率。永辉 2016 年毛利率 20.2%，预计中长期可提升至 23-25%；2016 年净利率 2.47%，预计可提升至 3.5-4%或更高；随周转加快和净利率提升，ROE 也可抬升至 10%以上。

估值逻辑：永辉上市以来 PE 均值 40 倍，最低 22.4 倍，最高 110 倍。历史上有 3 次 PE 低于 30 倍（1H13、1H14、1H16）均由于股价扰动或业绩下降，而修复的动力均在于收入成长和稀缺性溢价；但 2017 年初再次低于 30 倍是由于其超预期业绩的快速消化，目前正在修复中但仍未至历史均值，这成长与消化估值的关系或将成为后续常态。参考沃尔玛与 Costco 成长和估值，我们认为：**考虑到永辉有望在未来 4 年以 20%的收入增速中枢实现千亿规模，且有更高利**

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42144.83	49231.65	58374.51	70169.39	85064.88
(+/-)YoY(%)	14.75	16.82	18.57	20.21	21.23
净利润(百万元)	605.33	1242.01	1719.03	2298.13	3022.54
(+/-)YoY(%)	-28.92	105.18	38.41	33.69	31.52
全面摊薄 EPS(元)	0.06	0.13	0.18	0.24	0.32
毛利率(%)	19.83	20.19	20.73	21.04	21.39
净资产收益率(%)	4.95	6.47	8.78	11.19	13.60

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

润增速 (约 30%) 和净利率, 可给予成长和价值稀缺性溢价, 估值方式可由 PS 切换至 PE, 按 35-40 倍 PE 区间, 时间可由 2017 向 2018 年切换。

维持对公司的判断。永辉超市是我们长期看好的行业龙头, 公司自上市以来先后经历规模成长、供应链整合阶段, 目前正在积极推进管理变革、流程优化和业态创新并取得显著成效, 综合竞争力已经达到新的临界点, 机制驱动活力, 标准化提升效率, 创新迭代开创未来, 正站在未来三到五年加速成长的拐点上, 迈入价值成长新阶段。

预计其收入增速中枢会提升至 20% 左右, 净利率有望从目前的 2.5% 逐步提升到 4% 乃至更高; 同时结合着周转提升, 其 ROE 也会持续抬升, 迎来有效率的增长和价值创造新阶段, 是一个值得重视的中期投资机会, 预计未来 3-5 年有望实现 1000 亿收入规模, 若维持 1 倍左右 PS 估值不变, 或将享受市值翻倍空间。更建议动态看待公司长期内的能力与趋势, 相比沃尔玛美国 (5332 家店) 2.1 万亿人民币的和 Costco 美国约 6000 亿人民币收入 (501 家店), 中国应该有机会出现 3000 亿、5000 亿的零售龙头, 我们对永辉的空间和独特性价值充满期待!

上调盈利预测与目标价。预计 2017-2019 年收入各为 584 亿、702 亿、851 亿, 同比增长 18.57%、20.21%、21.23%, 净利润各为 17.2 亿、23 亿和 30.2 亿, EPS 各为 0.18 元、0.24 元和 0.32 元, 同比增长 38.41%、33.69% 和 31.52%, 2017 年考虑扣非后的净利润增速约 58%。

公司当前 658 亿市值对应 2017-2018 年 PE 各 38.3 倍和 28.7 倍, PS 各为 1.1 倍和 0.9 倍; 好市多当前市值对应 2017-2018 年 PE 各 30 倍和 27 倍, PS 各 0.6 倍和 0.56 倍。考虑公司正迎价值成长新阶段, 2018 和 2019 年仍有望增长 30% 以上的利润增长, 给以 2018 年 35 倍 PE, 上调 3-6 个月目标价至 8.4 元, 目标市值 804 亿, 中期 6-12 个月可按照 2018 年给予 40 倍 PE, 对应 919 亿市值和 40% 空间, 维持 “买入” 评级。

风险和不确定性。跨区域扩张、新业态发展及激励机制改善的不确定性。

目 录

1. 空间：4 年翻倍至千亿收入	6
1.1 收入：2007-16 年收入和净利润 CAGR 各 33.4%和 28.5%.....	6
1.2 市场份额：1Q17 占超市零售市场的 3%，提升最快.....	8
2. 竞争力：价格与效率，以及还有多少提升空间？	10
2.1 比价：永辉 vs 盒马&京东，平均便宜 10%左右	11
2.2 人效：2016 年 70 万/年国内领先，中期有 2 倍以上提升空间	12
2.3 坪效：2016 年 1.2 万/平米优于国内同业，有望企稳回升.....	13
2.4 人均创利：预计 2017 年 2.4 万/年，中期提升空间超 100%.....	14
2.5 存货周转：2016 年周转 8 次，对标好市多有 40%改善空间	15
3. 盈利：向制造型零售商升级，可有 3.5-4%或更高净利率	16
3.1 毛利率：预计中长期可提升 3-5 个百分点至 23-25%.....	16
3.2 净利率：预计有望从当前 2.5%提升至 3.5-4%或以上.....	17
3.3 回报率：ROE 与 ROIC 将回升至 10%以上	18
4. 如何估值？上调目标价至 8.4 元.....	19
4.1 估值回顾：2017 年 38 倍 PE 低于历史均值	19
4.2 盈利与估值：上调 2017 年净利润至 17.2 亿，上调目标价至 8.4 元.....	21
财务报表分析和预测	23

图目录

图 1	沃尔玛从 500 亿美元到 3000 亿美元的收入增速及估值 (1979-2016)	7
图 2	好市多从 500 亿美元到 1000 亿美元的收入增速及估值 (1992-2016)	8
图 3	中国 2016 年零售市占率前 10 公司 (%)	9
图 4	美国 2016 年零售市占率前 10 公司 (%)	9
图 5	国内主要超市上市公司收入增速 (%，2007-2016)	10
图 6	中美超市公司 2016 年坪效比较 (万元/平米)	14
图 7	永辉超市 2007-2016 年坪效 (万元/平米)	14
图 8	永辉超市 2016 年分大区坪效 (万元/平米)	14
图 9	永辉超市 2016 年分大区收入及增速	14
图 10	A 股超市公司 2016 年生鲜品类占比及毛利率 (%)	17
图 11	永辉超市分品类收入结构 (2007-2016)	17
图 12	沃尔玛收入及净利润增速 (%，1979-2016)	18
图 13	沃尔玛毛利率、净利率及 ROE (%，1979-2016)	18
图 14	沃尔玛 1987-2017 年 PE BAND (倍)	20
图 15	沃尔玛 1987-2017 年 PS BAND (倍)	20
图 16	好市多 1992-2017 年 PE BAND (倍)	20
图 17	好市多 1992-2017 年 PS BAND (倍)	20
图 18	永辉超市 2010 年 12 月上市以来 PE BAND (倍)	21
图 19	永辉超市 2010 年 12 月上市以来 PS BAND (倍)	21

表目录

表 1	全球主要超市对比 (人民币, 2016 财年)	6
表 2	永辉超市中长期收入规模对应实现年度的 CAGR 敏感性分析 (%)	7
表 3	中国前十超市 1Q2016 和 1Q2017 市占率排名 (%)	9
表 4	中国主要零售商的增量市场份额对比 (%)	10
表 5	永辉生活、盒马 APP 和京东主要超市品类比价	11
表 6	10 家中美超市公司人效比较 (万元/年, 2007-2016)	13
表 7	永辉超市 2008-2016 年员工数、人均工资及单店员工等指标	13
表 8	10 家中美超市公司人均利润比较 (万元/年, 2007-2016)	15
表 9	10 家中美超市公司存货周转率比较 (次, 2007-2016)	15
表 10	10 家中美超市公司存货周转天数比较 (天, 2007-2016)	16
表 11	10 家中美超市公司毛利率比较 (% , 2007-2016)	17
表 12	10 家中美超市公司净利率比较 (% , 2007-2016)	18
表 13	10 家中美超市公司加权 ROE 比较 (% , 2007-2016)	19
表 14	10 家中美超市公司 ROIC 比较 (% , 2007-2016)	19
表 15	永辉超市合并损益表及预测 (20170523)	21

1. 空间：4 年翻倍至千亿收入

1.1 收入：2007-16 年收入和净利润 CAGR 各 33.4%和 28.5%

公司 2016 年收入 492 亿元，同比增长 16.82%，归属净利润 12.42 亿元，同比大幅增长 105.18%，与 2015 年基数较低和 2016 年确认转让联华超市股权的投资收益有关，扣非后归属净利增速为 67%。

对比 2016 财年主要国际同业，公司：**(a) 虽规模偏小**：与高鑫零售均因专注国内市场，在收入和利润规模上仍远低于沃尔玛、家乐福、麦德龙等全球性企业，而公司收入仅约高鑫零售一半，经营面积仅为其 35%；**(b) 但高成长且有持续性**：公司 2016 年收入和净利润增速均为同业最快；**(c) 盈利能力提升空间大**：公司 20%左右毛利率和 2.5%左右净利率均处同业中游水平，各低于沃尔玛 5 个多百分点和 0.46 个百分点。

表 1 全球主要超市对比 (人民币, 2016 财年)

	门店 (家)	面积 (百万平)	收入 (亿)	收入增速 (%)	净利润 (亿)	净利润增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值 (亿元)
沃尔玛	11695	108.18	33325	0.78	936	-7.15	25.65	2.94	16422
好市多	715	9.59	7893	2.17	156	-1.14	13.32	2.00	5217
家乐福	14500		5756	-0.11	66	-23.88	23.50	0.95	1320
麦德龙			4374	-1.35	45	-10.86	19.60	1.12	773
高鑫零售	446	12.03	1009	4.27	26	5.24	23.88	2.61	591
永辉超市	487	4.28	492	16.82	12	102.26	20.93	2.47	658

注：汇率取自财报发布当日；永辉和高鑫零售市值为 2017/5/23，其余公司按 2017/5/22 收盘对应汇率转换为人民币

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

我们进一步对公司的成长速度做敏感性分析，以 2016 年 492 亿收入为基数：

(1) 1000 亿收入：预计公司 2017-2019 年收入增速各为 19%、20%和 21%，若 2020 年保持 20%收入增速，则有望以四年时间实现 1000 亿收入，对应 **4 年 CAGR 为 19.4%**，我们判断这是一个合理偏谨慎的增速假设。

(2) 2000 亿收入：考虑随公司规模基数提升可能导致的增速放缓，2000 亿收入可展望未来 9-14 年时间窗口，即 2025-2030 年之间，对应 CAGR 在 10.5-17%之间，但预计其有机会以 **15%左右增速**，在 **10 年左右时间实现收入翻两番**。

(3) 3000 亿收入：暂不考虑经济和消费环境的不可测因素，预计公司从 500 亿增至 3000 亿收入可展望未来 14-19 年时间窗口，即 2030-2035 年之间，对应 CAGR 在 10-14%之间，即与社零总额增速趋近（1996-2016 年实际增速在 9.2-17%之间）；

(4) 5000 亿收入：更长期展望 5000 亿收入，测算对应未来 24-29 年时间窗口的 CAGR 为 8-10%，即 2040-2045 年。

以上仅以最直观的方式对公司收入增速做测算，而不确定因素至少还包括可能的竞争对手崛起，公司外延扩张低于预期等。但至少从目前来看，基于公司稳健的成长历史、扎实的供应链建设、持续的业态创新和灵活的组织机制，我们认为：**公司目前已步入高成长新阶段，预计未来 4 年可展望 1000 亿销售规模（国内市场），收入和净利润 CAGR 各增长 18-20%和 30%左右，净利率逐渐提升至 4%左右；长期看，中国 35 万亿左右的零售消费额与美国基本相当，相比沃尔玛美国 2 万多亿人民币收入（5332 家店）和 Costco 美国约 6000 亿人民币收入（501 家店），作为上升趋势明显的中国超市龙头，也有机会可以期待 3000-5000 亿的收入规模。**

表 2 永辉超市中长期收入规模对应实现年度的 CAGR 敏感性分析 (%)

以 2016 年为起点 收入 (亿元)	4 年 2020 年	7 年 2023 年	9 年 2025 年	14 年 2030 年	19 年 2035 年	24 年 2040 年
1000	19.40	10.66	8.20	5.20	3.80	3.00
2000	41.99	22.18	16.86	10.54	7.66	6.02
3000	57.14	29.47	22.25	13.78	9.98	7.82
4000	68.86	34.90	26.22	16.15	11.66	9.12
5000	78.55	39.27	29.39	18.01	12.98	10.14

注: CAGR 以 2016 年 492 亿收入为基数计。
资料来源: 海通证券研究所

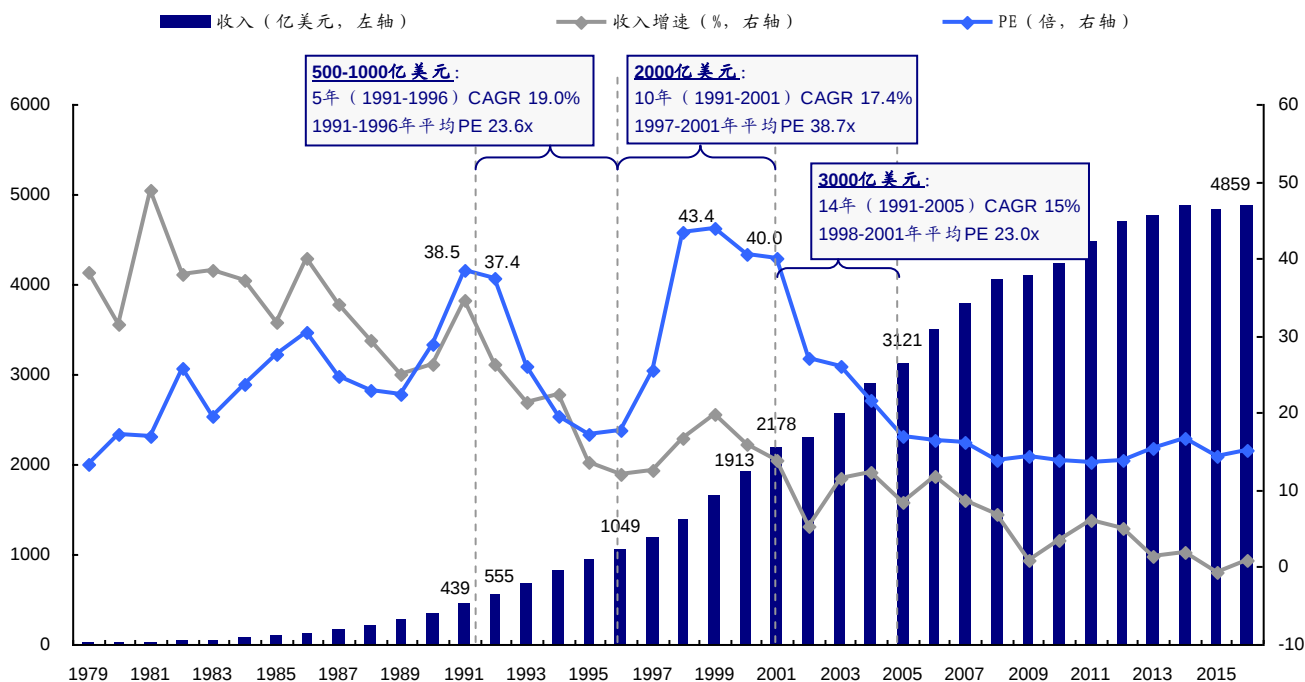
对标沃尔玛和好市多历史上收入成长路径与速度, 可对永辉未来成长的空间与速度做判断参考:

(1) 沃尔玛: 从 500 亿美元收入起点, 4-5 年到 1000 亿美元, 10 年到 2000 亿美元

(A) 从 500 亿到 1000 亿美元: 沃尔玛 1991 年收入 439 亿美元, 1992 年达 555 亿, 而后在 1996 年实现 1049 亿美元, 用时 4-5 年, 对应 1991-1996 年期间 5 年的收入 CAGR 为 19%, 归属净利 CAGR 为 13.7%; (B) 到 2000 亿美元: 沃尔玛 2001 年收入 2178 亿美元首次超 2000 亿, 对应 500 亿起点的成长时间约 10 年, 即从 500 亿到 1000 亿美元和从 1000 亿到 2000 亿美元各用时 5 年左右, 对应 10 年收入 CAGR 为 17.4%、净利 CAGR 15.3%; (C) 到 3000 亿美元: 沃尔玛 2005 年实现收入 3121 亿美元, 首超 3000 亿规模, 对应 500 亿起点的成长时间约 14 年, 期间收入和净利 CAGR 均约 15%。

各期间的 PE 估值看, 沃尔玛从 500 亿到 1000 亿美元的 1991-1996 年, 5 年平均 PE 约 23.6 倍; 从 1000 亿到 2000 亿美元的 1996-2001 年, 5 年平均 PE 约 38.7 倍; 从 2000 亿到 3000 亿美元的 2001-2005 年, 4 年平均 PE 约 23 倍。

图 1 沃尔玛从 500 亿美元到 3000 亿美元的收入增速及估值 (1979-2016)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

(2) 好市多 (Costco): 历时 9 年实现收入从 500 亿到 1000 亿美元, 年化增速 9%, 近年收入增速降至 4% 左右, 但享有 30 倍 PE 估值

从好市多的成长路径来看, 其 2004 年收入为 481 亿美元, 2005 年实现 530 亿美元, 历时 9 年左右至 2013 年达 1052 亿美元, 期间收入 CAGR 约 9.1%、净利润 CAGR 9.8%, 平均 PE 22.1 倍; 2014-2016 年, 收入和利润增速进一步放缓, CAGR 各为 4.1% 和 4.8%, 三年 PE 各为 26 倍、26.7 倍和 30.8 倍;

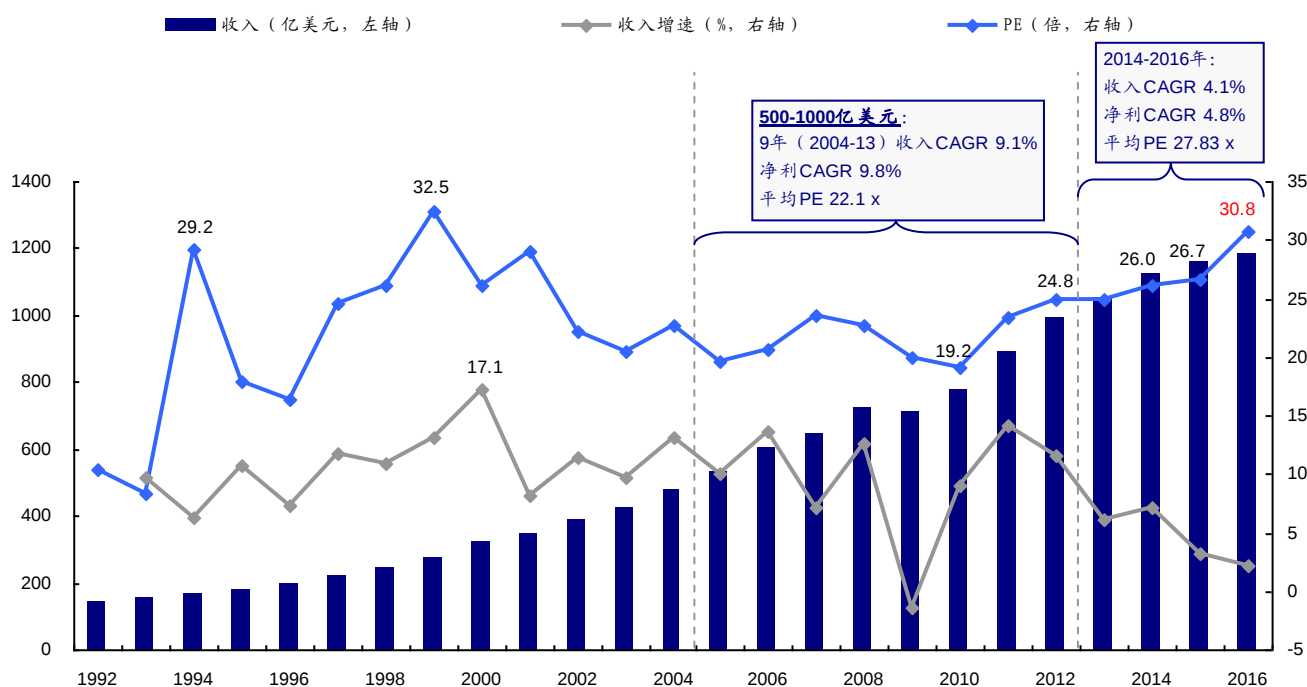
公司当前 757 亿美元市值对应 2017 年 PE 和 PS 各为 30.2 倍、0.6 倍, 对应 2018 年 PE 和 PS 各为 26.9 倍、0.56 倍。分析可以发现, 虽然好市多收入和利润增速并不高, 期间净利率也一直维持在 1.5-2%, 但公司多数时间 (尤其近两年) 享有相对于沃尔玛的估值溢价, 这或反映市场对其“会员制+精选商品+低价”的商业模式及运营效率的认可。

参考沃尔玛与好市多的成长和估值, 我们认为:

考虑到永辉当前在供应链角度对标好市多和阿尔迪, 同时拥有机制活力和业态创新能力, 有望在接近或超过沃尔玛的成长速度上实现对应的收入规模 (人民币), 且将具有更高的利润复合增速 (30% 左右) 和净利率。估值上可参考好市多 2017-2018 年水平 (30x/27x), 并给予一定成长性和价值稀缺性溢价。

永辉当前 658 亿市值对应 2017 年 38.3 倍 PE、对应 2018 年 28.7 倍, 有望随着进入下半年逐渐实现估值切换, 可综合给予 2018 年 35 倍 PE, 至 2017 年底和 2018 年初, 更可切换给予 2018 年 40 倍 PE。

图2 好市多从 500 亿美元到 1000 亿美元的收入增速及估值 (1992-2016)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

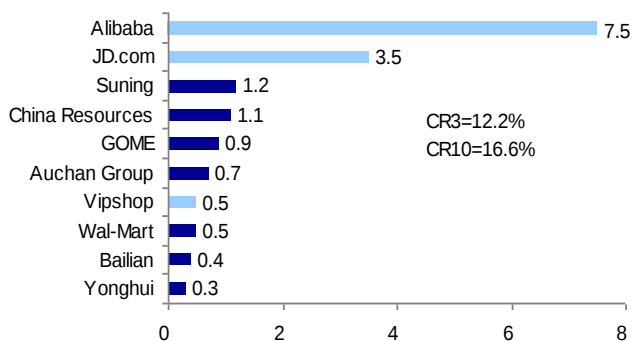
1.2 市场份额: 1Q17 占超市零售市场的 3%, 提升最快

我们从两个口径来考察永辉在中国零售市场的市占率, 即包含 (Euromonitor) 和剔除 (凯度咨询) 阿里、京东等电商龙头。其中, Euromonitor 的统计更便于与美国零售市场格局进行对比:

中国零售市占率前 10 中，线下零售商占据 7 席。市场份额看，2016 年中国零售市占率前十的公司中，阿里巴巴和京东各以 7.5% 和 3.5% 的份额占据前两位，唯品会以 0.5% 居第 7 位，其余均为线下（或以线下为主）的零售商，其中苏宁 1.2%、国美 0.9%、华润 1.1%、欧尚 0.7%、沃尔玛 0.5%、百联 0.4%、永辉 0.3% 均上榜；趋势上，阿里、京东和唯品会份额逐年增加，其余公司中仅苏宁和永辉有所提升。

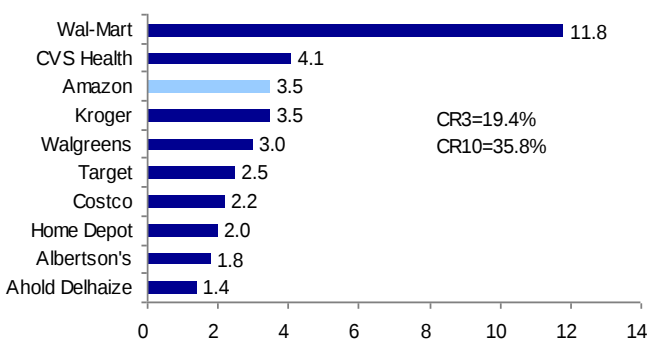
美国零售市占率前 10 中，电商仅亚马逊上榜，其余 9 家均为线下零售商。其中，沃尔玛以 11.8% 的市场份额占据首位的绝对优势，且高于“阿里巴巴+京东”合计 11% 的市场份额，体现美国线下零售商的综合竞争力较强；趋势上，亚马逊份额提升明显，由 2011 年的 1.3% 增至 2016 年的 3.5%，同期好市多也由 1.8% 增至 2.2%，沃尔玛份额在 11.6-12% 之间相对稳定。

图3 中国 2016 年零售市占率前 10 公司 (%)



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

图4 美国 2016 年零售市占率前 10 公司 (%)



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

从线下零售格局来看，我国超市行业市场集中度不高，竞争格局较分散。截至 1Q2017 末，前十大超市零售商市场占有率 35%，相比 1Q2016 同比增加 1.1 个百分点，集中度进一步提升；高鑫零售保持 8.3% 的市占率居首位，永辉市占率 3%，同比增加 0.4 个百分点，在前十大超市企业中提升最快。

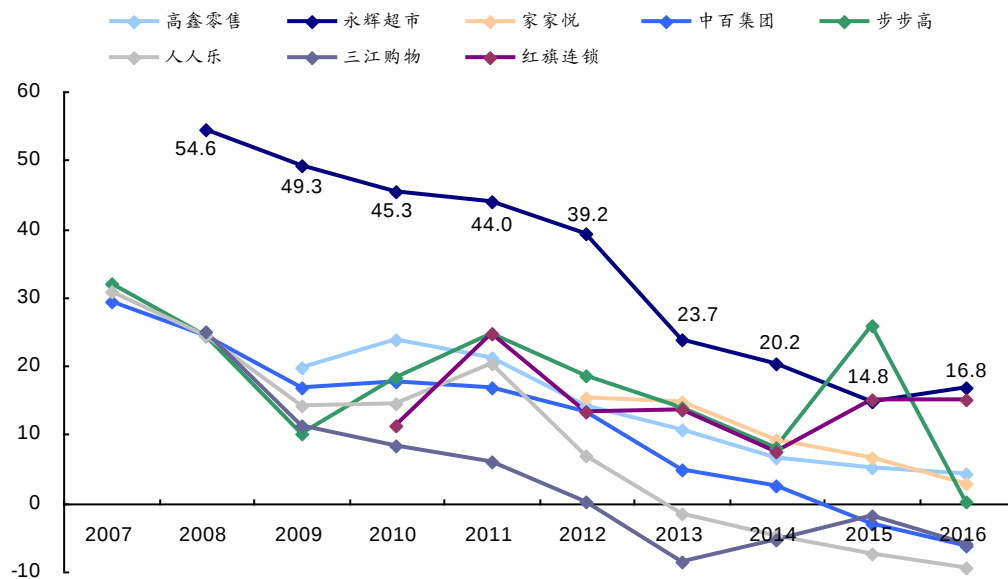
表 3 中国前十超市 1Q2016 和 1Q2017 市占率排名 (%)

	截至 2016/3/25 的一年	截至 2017/3/24 的一年	同比变动	1Q2016	1Q2017	同比变动
高鑫零售集团	7.6	7.8	0.2	8.3	8.3	0.0
——欧尚	1.2	1.3	0.1	1.3	1.3	0.0
——大润发	6.4	6.5	0.1	7.0	7.0	0.0
华润万家集团	6.5	6.2	-0.3	6.4	6.4	0.0
——乐购	1.0	0.9	-0.1	0.8	0.8	0.0
沃尔玛集团	4.8	4.9	0.1	5.0	5.0	0.0
家乐福	3.3	3.1	-0.2	3.3	3.2	-0.1
永辉超市	2.4	2.9	0.5	2.6	3.0	0.4
百联集团	2.8	2.8	0.0	2.7	2.8	0.1
武商联集团	1.6	1.8	0.2	1.8	2.0	0.2
物美集团	1.6	1.7	0.1	1.5	1.7	0.2
SPAR	1.3	1.3	0.0	1.3	1.5	0.2
步步高 (含南城百货)	1.0	1.0	0.0	1.0	1.1	0.1
合计	32.9	33.5	0.6	33.9	35.0	1.1

资料来源：凯度咨询，海通证券研究所

2011 年以来各超市公司收入增速均趋缓，但永辉仍远优于同业，印证了其市场份额的提升。从 2016 来看，除永辉和红旗因保持较快开店速度，收入增速均超 15% 外，其他 A 股超市公司和高鑫零售 2016 年收入增速均不超 5%，甚至同比下降。

图5 国内主要超市上市公司收入增速(%, 2007-2016)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从一个更广泛层面,我们在此前的一份行业报告中提出“**边际市场份额**”概念,即用主要零售商的**当年增量零售额/当年社零总额的增量**变动数据做分析,我们发现:阿里的边际份额自2012年持续提升到2014年的26.37%的高点,在其后的2015-16年相对稳定在22-23%;京东的边际份额由2012年的1.49%快速提升至2015年的7.03%,2016年略下降至6.75%,永辉的边际份额在2015年是低点,但在2016年重拾升势;高鑫零售的边际份额则自2011年开始持续下降,2016年仅0.13%。阿里、京东仍然在变的更强大,永辉正在快速提升边际及总体市场份额,而高鑫零售则在相对地逐步丧失阵地。

表4 中国主要零售商的增量市场份额对比(%)

	阿里 GMV	京东 GMV	苏宁 GMV	永辉	高鑫零售
2011				0.18	0.40
2012	15.20	1.49	0.46	0.26	0.36
2013	21.13	1.84	0.27	0.21	0.29
2014	26.37	4.03	-0.01	0.21	0.20
2015	22.34	7.03	0.84	0.19	0.16
2016	23.15	6.75	0.96	0.23	0.13

资料来源: 阿里、京东、苏宁、永辉、高鑫零售等各公司各年年报, 海通证券研究所

由此我们得出一个重要结论:

所谓线上线下平衡,更多的是线上线下龙头之间的动态平衡,并不是所有人的平衡,零售产业正在快速变革期,新竞争结构在形成,王者在更替。永辉在此前的行业景气下行期迎难而上,整合供应链&标准化、推动合伙人机制、管理变革&流程优化,加速业务创新等,其竞争力更强,护城河更深,更有资源和能力去做整合者和创新者,已经进入快速提升市场份额、增收更增效的价值成长阶段,强者更强,龙头价值更稀缺。

2. 竞争力: 价格与效率, 以及还有多少提升空间?

我们草根对比了永辉与盒马鲜生及京东的价格,也选取人效、坪效、人均利润、存货周转率等指标来考察永辉相对同业的经营效率(考虑到中、美货币购买力差异,我们以购

买力平价系数对人数、坪效和人均利润等指标进行处理,以增强沃尔玛、好市多与中国超市公司的可比性)。

主要结论是: (A) 永辉生活比盒马、京东主要品类各平均便宜 11%、6%, 价格竞争力显著; (B) 永辉人效近年迅速升至 70 万/年, 略超高鑫零售; 人均利润 2016 年大幅提升至 1.5 万/年, 略低于高鑫零售的 1.6 万/年; 坪效 1.2 万/年与红旗连锁相当。永辉目前人效、人均创利和坪效均居国内超市前 2 位, 且存货周转率居首位; (C) 进一步对比沃尔玛和好市多, 永辉经营效率仍有较大提升空间, 同等货币购买力下预计 2017 年人效和人均利润均有望接近甚至赶超沃尔玛, 但相比好市多仍分别有 4 倍和 3.7 倍的提升空间; 8 次的存货周转率与沃尔玛相当, 但对标 Costco (11.5 次) 仍有 40% 左右的改善空间。

2.1 比价: 永辉 vs 盒马&京东, 平均便宜 10% 左右

我们对永辉生活 APP、盒马鲜生 APP 和京东的主要超市品类价格进行了抽样统计。整体看, 永辉生活抽样品类的价格比盒马便宜 10.8%, 比京东便宜 6.1%, 其中价格优势较显著的品类有进口香蕉、红麒麟西瓜、香菇、金针菇、毛豆、波士顿龙虾、鸭腿、依云矿泉水、土鸡蛋、格力高等。

以上抽样统计基本显示永辉的供应链已经从生鲜向全品类拓展, 从联合采购&合作等, 向全球化品牌直采、品质定制的更高阶段进化, 公司最新已参股达曼国际 40%, 拟参股星源农牧 15%, 未来将一方面精选 SKU, 培育核心商品和自有品牌, 另一方面利用中央大厨房实现标准化加工制造, 相信其供应链质量与效率的提升, 将继续加大公司商品品质、独特性、丰富度和价格等综合竞争力, 成为公司快速获取流量, 提升市场份额的直接驱动力。

在运费门槛和配送时效上, 永辉生活当日达满 18 元免运费, 次日达收取 6 元运费但满 18 元免运费, 生鲜在提供截图或者相关证明产品质量有问题的情况下, 可以退换货; 盒马无门槛免运费, 且支持无条件退换货; 京东 20kg 以内满 99 元包邮, 基本不支持食品类的 7 天无理由退货。

表 5 永辉生活、盒马 APP 和京东主要超市品类比价

品类		单位	永辉生活	盒马	价差 (%)	京东	价差 (%)
水果类	香蕉 (进口)	元/kg	8.8	31.6	-72.2	29.0	-69.7
	红麒麟西瓜	元/kg	8.8	19.7	-55.4	17.8	-50.6
	四川安岳柠檬	元/个	2.5	3.5	-27.5	3.0	-16.0
	木瓜	元/kg	22.0	23.6	-6.8	29.5	-25.4
	蓝莓	元/125g	16.8	19.8	-15.2	15.0	12.4
蔬菜	空心菜	元/kg	9.7	10.7	-9.4	12.0	-19.4
	香菇	元/kg	34.5	74.0	-53.4	49.5	-30.3
	金针菇	元/kg	10.0	35.2	-71.6	16.3	-38.8
	毛豆	元/kg	17.2	25.0	-31.2	40.0	-57.0
禽鱼肉类	黄鱼	元/kg	78.6	51.6	52.3	57.1	37.5
	虾仁	元/kg	152.7	109.3	39.6	113.3	34.7
	波士顿龙虾	元/kg	129.0	198.0	-34.8	216.0	-40.3
	猪肋骨	元/kg	57.8	57.6	0.3	59.8	-3.3
	牛排	元/kg	187.3	138.7	35.0	197.8	-5.3
	鸡腿	元/kg	33.8	37.6	-10.1	25.9	30.5
	鸭腿	元/kg	10.5	38.7	-73.0	27.0	-61.3
酒水饮料	味全优酪乳	元/4 盒	23.2	20.5	13.2	21.9	5.9
	飞天茅台 53 度	元/瓶	1295.0	1388.0	-6.7	1299.0	-0.3
	百威 500ml	元/听	7.0	6.6	5.9	6.1	15.6

	特仑苏有机奶	元/箱(12 盒)	76.0			87.0	-12.6
	依云水 500ml	元/瓶	5.1	7.5	-32.0	9.1	-44.1
加工食品	元宝肉松蛋糕	元/份	4.8	10.8	-55.6	5.0	-3.0
	吐司面包	元/份(200~300g)	11.8	8.8	34.1	13.4	-11.9
粮油干货	东北大米	元/kg	7.6	7.8	-2.1	5.8	31.5
	金龙鱼黄金比例食用调和油	元/瓶	59.9	59.0	1.5	59.9	0.0
	李锦记蒸鱼豉油	元/瓶	12.8	12.8	0.0	11.9	7.6
	土鸡蛋	元/盒(约 10 个)	8.9	19.8	-55.1	18.7	-52.3
休闲零食	绿箭薄荷糖	元/盒	9.9	9.9	0.0	7.9	25.3
	悠哈特浓牛奶糖	元/包	40.5	24.9	62.7	30.0	35.0
	格力高巧克力味	元/盒	4.9	7.9	-38.0	6.8	-27.9
冷冻冷藏	八喜香草 550g	元/盒	33.5	38.8	-13.7	29.9	12.0
	湾仔码头鲜美虾皇云吞	元/份	37.0	29.9	23.7	34.0	8.8
	五芳斋蛋黄鲜肉粽	元/份	17.9	19.8	-9.6	16.5	8.5
	百吉福芝士片	元/份	16.5	18.8	-12.2	16.6	-0.3
家居生活	维达 4 层手帕纸	元/条	6.0	8.9	-32.6	5.0	20.7
	妙洁保鲜膜	元/条	10.9	9.9	10.1	10.9	0.0
	平均价差				-10.8		-6.1

注：为统一单位，部分品类计算上按重量进行了价格转移。比如盒马香菇（14.8 元/200g）

资料来源：永辉生活 APP，盒马 APP，京东官网，海通证券研究所

2.2 人效：2016 年 70 万/年国内领先，中期有 2 倍以上提升空间

自上市以来，公司人效、人均工资均稳步上升，以 2016 年与 2014 年相比，公司在员工总数减少 2645 人的情况下，门店数增加了 157 家、人效由 50 万/年提升至 70 万/年，单店员工由 221 人降至 145 人，2016 年人效和人均工资各有 25% 和 26% 的较快增长，体现合伙人制度带来的经营效率大幅改善。而公司虽然员工费用率仍持续上升（也体现了通过给予员工有竞争力的工资激发积极性），但仍基本为国内同业最低水平。

与样本公司相比，永辉 2016 年人效水平已略超高鑫零售（68.8 万/年），仅低于三江购物（76 万/年），但三江购物的人效提升主要与员工人数逐年减少有关，其收入 2013-2016 年均有所下降，而永辉人效提升有良好的收入成长支撑。

购买力平价调整后，永辉当前 70 万/年人效较沃尔玛的 80 万/年仍低 13%，远低于好市多（358 万/年），永辉在供应链更加对标好市多，推进自有品牌建设，且拥有聚客流高周转的生鲜经营优势，同时员工合伙人机制深化，不仅提升员工积极性和效率，更加实现团队组织年轻化，此外公司也可向达曼学习先进的员工管理体系，达曼虽有约 4 万员工，但通过 Ipad 发放日常工作指令，在员工管理上非常流程化，且灵活性强。我们认为公司人效的持续提升完全可以期待。

对应 2016 年末 7 万左右的员工总数，公司合伙人团队理论上可有 1 万个，我们预计公司 2017 年 584 亿收入对应的人效超 80 万/年，有望与沃尔玛基本持平。

我们在此前永辉深度报告中曾提出一个问题：永辉的机制活力和人工效率，有没有可能用 8 万左右的员工，实现收入翻倍至千亿？我们以永辉 2016 年 70 万元/人的人效计算，对标好市多仍有 4 倍左右提升空间，保守按照 1-2 倍提升，则确实有机会实现在员工人数不变或略增的情况下，实现千亿销售收入，这种来源于机制活力和人工效率的提升，是永辉强大竞争力所在。

表 6 10 家中美超市公司人数比较 (万元/年, 2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	48.2	59.7	60.6	66.7	74.9	81.0	84.2	85.8	79.6	80.2
好市多	245.7	298.8	281.8	315.8	356.5	392.1	397.3	391.0	377.1	357.8
高鑫零售		54.6	55.9	58.2	65.8	65.9	66.4	63.7	65.8	68.8
永辉超市	38.3	35.2	44.3	44.4	44.4	48.1	53.1	50.3	56.1	69.9
家家悦					42.8	44.5	52.1	53.5	58.2	64.9
中百集团	47.8	44.4	31.1	34.4	36.5	40.3	41.1	44.8	44.3	48.1
步步高	36.9	35.5	41.2	50.6	64.3	76.9	78.3	72.2	69.9	66.6
人人乐			45.9	45.3	47.6	53.2	64.2	57.9	64.9	64.2
三江购物				53.6	57.3	63.7	62.1	67.9	70.9	76.1
红旗连锁			31.8	30.9	30.6	29.5	31.8	37.7	34.6	37.6

注: 沃尔玛、好市多按汇率直接转换的 2016 年人数分别为 144 万/年和 641 万/年, 上表按中美购买力平价系数调整, 资料来源: Wind, Bloomberg, World Bank, 海通证券研究所

表 7 永辉超市 2008-2016 年员工数、人均工资及单店员工等指标

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
门店数 (家)	72	116	156	204	249	288	330	388	487
员工数 (人)	16144	19130	27759	39899	51365	57561	73085	75179	70440
人均工资 (万元/人)	1.71	2.16	2.53	2.81	3.26	3.50	3.64	4.21	5.32
增速 (%)		26.12	17.04	11.04	16.09	7.48	3.84	15.67	26.43
单店员工 (人)	224	165	178	196	206	200	221	194	145
职工薪酬 (万元)	27646	41315	70167	111988	167371	201585	265774	316228	374594
人工费用率 (%)	4.87	4.88	5.70	6.32	6.78	6.60	7.24	7.50	7.61

资料来源: 公司招股书及 2010-2016 年报, 海通证券研究所

2.3 坪效: 2016 年 1.2 万/平米优于国内同业, 有望企稳回升

我们以各公司期末平均面积计算坪效。从 2016 年来看, 永辉 1.2 万/平米的坪效水平与红旗连锁持平, 优于其他国内同业, 但相比同等购买力下的沃尔玛 (1.7 万/平米) 和好市多 (4.8 万/平米), 仍有较大提升空间。

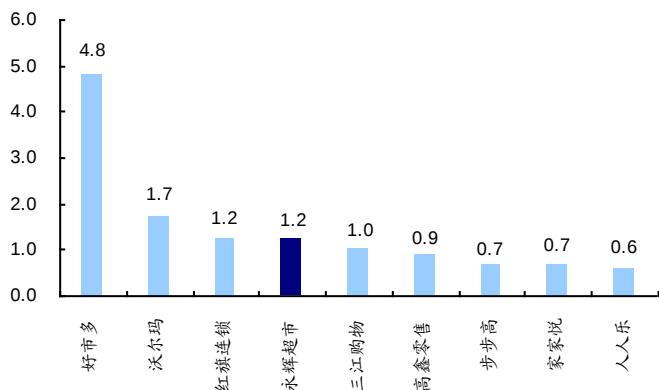
从永辉自身的坪效变动来看, 2009 年以来基本呈下滑趋势, 近两年持平在 1.2 万/平米, 主要是由于其持续进入新区域, 积极开店, 与培育期坪效较低有关。主要区域中, 华西大区坪效最高达 1.4 万/年, 北京和福建均超 1.2 万/年。但展望后期, 我们预计公司坪效有望逐渐企稳回升, 主要来自:

(1) 培育压力缓解: 预计 1Q17 广东 (2013 年进入)、天津 (2011 年进入) 均已扭亏, 目前仅辽宁 (2017 年有望打平)、吉林和新进的江西区域亏损, 且培育期从之前的 6-12 个月缩短至 3-6 个月, 门店的区域布局更完善, 新店的生产力正大幅提升;

(2) 加快周转: 通过持续优化供应链, 及向达曼学习体验营销等, 加快存货周转, 单位面积可实现更多销售;

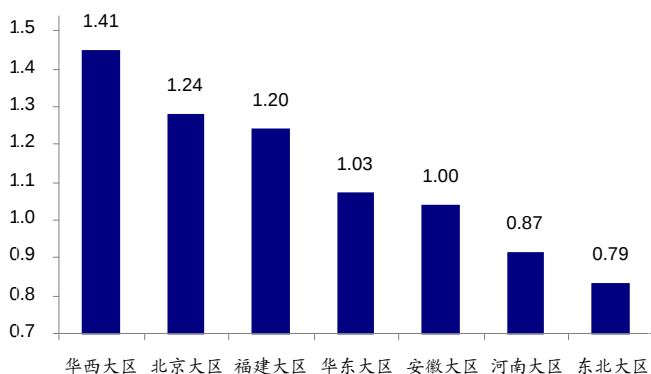
(3) 业态结构优化, 高坪效的绿标店、超级物种等占比增加: 公司已经改变开店模式, 以小面积和中高端定位的绿标店和精标店为主, 同时自 2016 年开始发展会员店和超级物种等新业态, 尤其超级物种, 预计目前其首店福州温泉店日销售 15-20 万元、坪效 10-15 万/年, 公司计划 2017 和 2018 年各开 24 和 80 家超级物种, 保守以平均 10 万/天测算年收入约 3500-4000 万元, 则 100 家门店对应年收入 35-40 亿元, 相当于公司一个大区的销售规模。

图6 中美超市公司 2016 年坪效比较 (万元/平米)



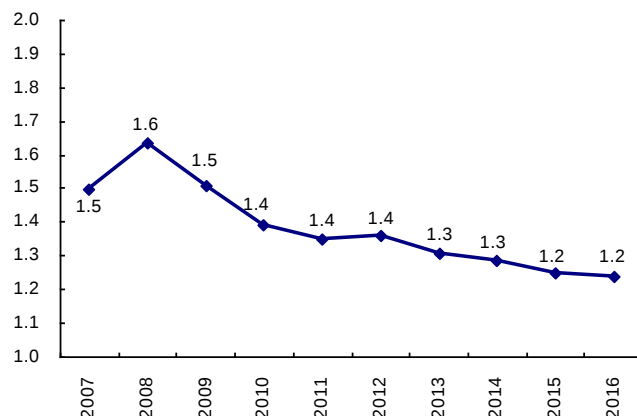
资料来源: 各公司 2015-2016 年报, 海通证券研究所

图8 永辉超市 2016 年分大区坪效 (万元/平米)



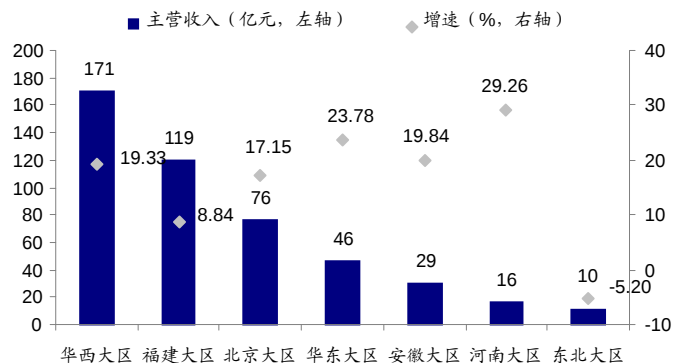
资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

图7 永辉超市 2007-2016 年坪效 (万元/平米)



资料来源: 公司招股说明书, 历年年报, 海通证券研究所

图9 永辉超市 2016 年分大区收入及增速



资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

2.4 人均创利: 预计 2017 年 2.4 万/年, 中期提升空间超 100%

我们以扣非净利润来衡量各公司的人均利润 (利效)。其中, 永辉因上市以来加快开店, 培育期新店较多而拉低人均利润, 由 2009 年的 1.3 万/年降至 2012 年的 0.9 万/年, 2013-2014 年已有回升, 2015 年内部组织结构调整等因素致人均利润再次降至低位, 但 2016 年大幅提升至 1.5 万/年, 达历年最高水平, 在国内同业中仅低于高鑫零售的 1.6 万/年, 但仍低于同等购买力下沃尔玛的 2.2 万/年、好市多的 7.1 万/年。

但是, 以我们预计的永辉 2017 年 17 亿净利润对应当前 7 万左右员工数的人均利润约 2.4 万/年, 将显著赶超高鑫零售, 且有望接近或赶超沃尔玛; 更长期的以 1000 亿收入计, 对应 3-4%净利率的利润规模在 30-40 亿之间, 保守以 9 万员工数计的人均利润在 3.3 万-4.4 万/年之间, 较 2016 年 1.5 万/年的水平有翻番以上空间。

表 8 10 家中美超市公司人均利润比较 (万元/年, 2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	1.8	2.0	2.1	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	2.4	2.2
好市多	4.1	5.3	4.3	5.3	5.9	6.8	7.7	7.1	7.7	7.1
高鑫零售					1.4	1.9	2.0	1.9	1.6	1.6
永辉超市	1.3	1.3	1.3	1.1	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9	1.5
家家悦					0.9	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
中百集团	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.7
步步高	1.0	1.1	1.1	1.2	1.9	2.5	2.8	1.8	0.7	0.3
人人乐			1.1	1.1	0.7	-0.8	0.0	-1.8	-2.4	-0.6
三江购物				0.8	1.5	1.7	-2.3	-0.3	-5.9	-2.2
红旗连锁			1.4	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9	0.9	0.7

注: 沃尔玛、好市多按汇率直接转换的 2016 年人均利润各为 4 万/年和 12.7 万/年, 上表按中美购买力平价系数调整; 利润以扣除非经常损益的净利润计。
资料来源: Wind, Bloomberg, World Bank, 海通证券研究所

2.5 存货周转: 2016 年周转 8 次, 对标好市多有 40%改善空间

各超市公司近年存货周转率和周转天数相对平稳, 其中永辉 2016 年 8.16 次在国内超市中居首位, 也与其高周转的生鲜 (10 天以内) 收入占比较高有关, 与沃尔玛基本持平, 但两者均远低于好市多的 11.5 次。我们认为, 永辉未来存货周转率或可对标好市多, 改善空间大, 主要来自品牌直采、品质定制与标准化、流程优化:

(1) 生鲜供应链向全品类拓展, 联合采购&合作, 参股达曼、星源农牧等, 推动全球化品牌直采和品质定制, 预计占比将从目前 5-10% 逐渐提升至 50% 以上; (2) 加快建设中央厨房 (近日已公告在苏皖渝三省新设“彩食鲜”), 实现非标品标准化, 拓展 B2B 新业务; (3) 对标 Costco, 精选 SKU、培育核心商品, 探索自有品牌; (4) 流程优化: 我们估计公司整体有 1000 多个流程, 可逐步规范化把人为因素降到最低, 加强科技应用从而释放效率, 预计有望提升整体效率 20% 左右, 个别部门可提升 40-50%。

表 9 10 家中美超市公司存货周转率比较 (次, 2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	8.32	8.73	9.06	9.12	8.69	8.34	8.08	8.11	8.06	8.26
好市多	11.95	12.80	11.94	12.31	12.67	12.64	12.27	12.04	11.64	11.51
高鑫零售			7.31	7.22	6.15	6.05	6.31	6.32	6.21	5.45
永辉超市	13.45	15.44	12.32	9.47	7.64	7.54	7.94	8.37	8.50	8.16
家家悦					2.94	4.55	7.21	7.16	7.30	6.82
中百集团	9.53	8.35	7.65	7.82	6.63	6.52	6.47	6.45	6.97	6.60
步步高	9.66	8.57	8.17	7.60	6.75	6.89	6.53	6.25	7.31	6.12
人人乐	10.17	9.17	8.29	7.66	6.75	6.69	6.66	5.95	5.47	5.07
三江购物	7.49	8.15	7.63	7.26	6.52	6.45	6.45	7.09	8.01	7.84
红旗连锁			5.77	5.71	5.25	4.80	5.15	5.47	5.41	4.90

资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

表 10 10 家中美超市公司存货周转天数比较（天，2007-2016）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	44	42	40	40	42	44	45	45	45	44
好市多	30	28	30	29	28	28	29	30	31	31
高鑫零售			49	50	59	60	57	57	58	66
永辉超市	27	23	29	38	47	48	45	43	42	44
家家悦					122	79	50	50	49	53
中百集团	38	43	47	46	54	55	56	56	52	55
步步高	37	42	44	47	53	52	55	58	49	59
人人乐	35	39	43	47	53	54	54	60	66	71
三江购物	48	44	47	50	55	56	56	51	45	46
红旗连锁			62	63	69	75	70	66	67	74

资料来源：Wind，Bloomberg，海通证券研究所

3. 盈利：向制造型零售商升级，可有 3.5-4%或更高净利率

经营模式上，永辉部分对标 Costco，探索开发自有品牌和品质订制、精选 SKU，从传统的渠道型零售商向制造型零售商升级发展，有望以更低成本采购/生产更高性价比的商品，在保持价格竞争力同时提升毛利率。盈利水平上，好市多低价优选的策略致毛利率（13%左右）与净利率（2%不到）均较低。我们认为，永辉的盈利弹性可在对标沃尔玛的基础上，叠加考虑其更强的供应链能力、更精选的 SKU、更创新的业态模式以及更高的人工等效率，有望带来更高利润率。

对比 9 家样本公司，永辉的毛利率 2016 年为 20.19%，仅高于好市多，预计未来随着加强非标品标准化、开发自有品牌和品质定制商品等，中长期可提升 3-5 个百分点至 23-25%；2016 年净利率为 2.47%，为同业中上游水平，但我们预计永辉净利率向上可提升 1-1.5 个百分点至 3.5-4%或更高；2016 年永辉 ROE 低于高鑫零售、沃尔玛和好市多，预计随着周转加快和净利率提升，ROE 也可逐渐回升至 10%以上。

3.1 毛利率：预计中长期可提升 3-5 个百分点至 23-25%

公司 2016 年毛利率 20.19%，为 2007 年以来最高水平，且已连续三年同比改善；1Q2017 大幅增加 0.5 个百分点至 20.93%。但因生鲜占比较高（占比主营 47+%、占比总收入 44+%）且保持了较强的价格竞争力，公司毛利率在样本公司中仅高于低价优选的好市多（13.32%），相对沃尔玛、高鑫零售均有 4-5 个百分点左右的提升空间。

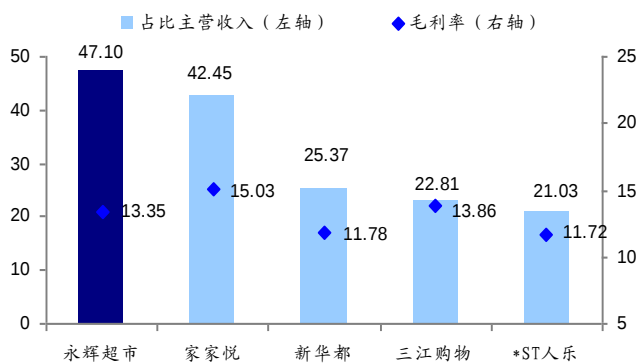
我们认为，公司未来毛利率提升的驱动力包括：（1）提升生鲜毛利率：通过建设中央厨房，实现非标品标准化，以及加强供应链上直采和自有品牌等，预计有望从现在的 13-14%提升至 18%及以上；（2）自有品牌及定制：持续深化与达曼的合作，开发覆盖全品类的自有品牌，并在公司全业态进行推广，推进商品品牌直采、品质定制，直接与生产商定制（不需中间商），做全球定制服务到家；预计公司品牌定制占比将从目前 5-10%（国内零售商普遍不超 10%）逐渐提升至 50%以上，向欧美零售商的自有占比水平趋同；（3）优化业态及商品结构，即精选 SKU，增加中、高端商品占比，减少低端商品占比，高端定位的绿标店精标店及“超市+餐饮”的超级物种等有更高的毛利率，其后续收入占比将提升；（4）高毛利率的其他业务收入占比提升，比如转租收入和金融业务等。

表 11 10 家中美超市公司毛利率比较 (%)，2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	24.34	24.81	25.40	25.26	25.02	24.87	24.82	24.83	25.13	25.65
好市多	12.35	12.39	12.72	12.77	12.57	12.42	12.56	12.59	13.02	13.32
高鑫零售		19.10	19.13	19.74	20.58	20.93	21.75	23.04	23.58	24.22
永辉超市	17.20	17.88	17.90	19.12	19.25	19.55	19.19	19.66	19.83	20.19
家家悦					20.44	20.99	21.31	22.13	22.14	21.68
中百集团	17.35	18.23	18.15	19.02	19.42	19.88	20.00	20.87	20.82	21.03
步步高	19.50	19.73	19.61	20.48	20.64	21.27	22.31	22.47	21.92	21.42
人人乐	20.15	20.50	20.80	20.81	20.27	20.30	20.99	21.55	22.43	23.10
三江购物	15.50	16.35	16.44	17.14	18.58	18.97	19.70	20.05	19.84	21.34
红旗连锁			23.53	23.82	24.58	26.12	26.60	26.19	27.13	27.21

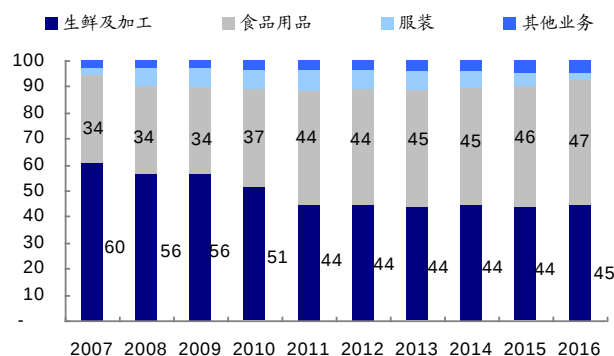
资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

图10 A 股超市公司 2016 年生鲜品类占比及毛利率 (%)



资料来源: 各公司定期财报, 海通证券研究所

图11 永辉超市分品类收入结构 (2007-2016)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 净利率: 预计有望从当前 2.5% 提升至 3.5-4% 或以上

公司 2016 年净利率 2.47%，1Q2017 达 4.76% 创历史最高，得以支撑的是毛利率和费用率的双重改善。与同业相比，公司 2016 年净利率处于中上水平，近年与家家悦相对接近，但整体低于便利店业态的红旗连锁 (2016 年降至 2.28%)、工业化管理能力优秀的高鑫零售 (2.6%)、沃尔玛 (2.8%)。

其中，沃尔玛虽然 2016 年净利率降至历史低点，但在其高成长的 80-90 年代，净利率最高达 4.2% 水平，且连续 12 年维持 3.5% 或以上，2009-2012 年再次连续 4 年超 3.5%。

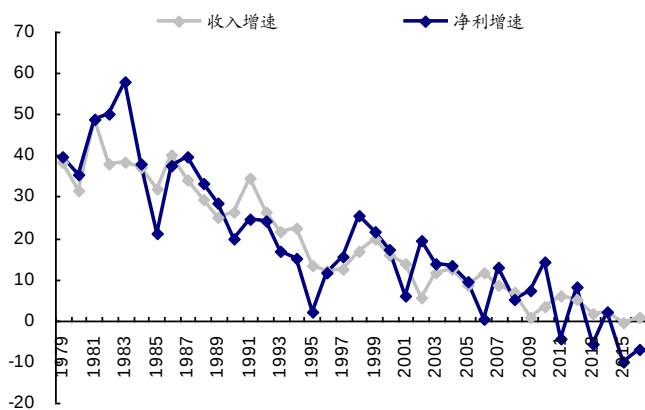
展望未来，基于前文对公司毛利率的提升趋势判断，以及主要费用率有望稳中趋降 (开店流程更加制度化标准化、物业方给予的租金条件更好等)，对标沃尔玛，预计永辉的净利率有望从目前 2.5% 逐渐提升至 3.5-4% 或以上水平，且在一定时期内具备维持高净利率的可能性。

表 12 10 家中美超市公司净利率比较 (%)，2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	3.36	3.31	3.52	3.89	3.51	3.62	3.36	3.37	3.05	2.81
好市多	1.68	1.77	1.52	1.67	1.64	1.72	1.94	1.83	2.05	1.98
高鑫零售		2.67	2.75	2.87	2.91	3.25	3.41	3.30	2.55	2.61
永辉超市	3.58	3.82	3.03	2.48	2.64	2.04	2.36	2.32	1.42	2.47
家家悦					2.31	3.19	2.49	2.32	2.36	2.33
中百集团	1.82	1.98	2.12	2.11	1.92	1.28	1.03	1.09	0.02	0.06
步步高	2.98	3.14	2.90	2.52	3.08	3.43	3.65	2.80	1.39	0.90
人人乐	4.26	3.30	2.62	2.36	1.40	-1.44	0.06	-3.80	-4.23	0.60
三江购物	2.51	2.28	2.73	2.72	2.99	3.44	3.20	2.47	1.54	2.47
红旗连锁			4.86	5.45	4.95	4.44	3.54	3.57	3.26	2.28

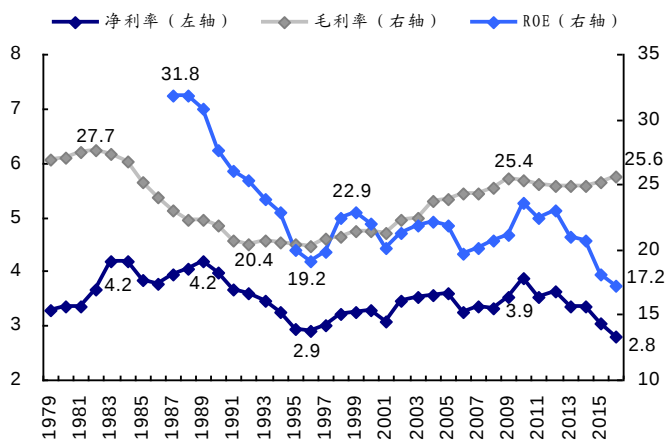
资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

图12 沃尔玛收入及净利润增速 (%)，1979-2016)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图13 沃尔玛毛利率、净利率及 ROE (%)，1979-2016)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

3.3 回报率: ROE 与 ROIC 将回升至 10%以上

永辉 2016 年 ROE 为 8.5%、ROIC 为 7.9%，均为 A 股超市同业最高（暂不考虑刚上市的家悦），但仍低于高鑫零售（ROE 12.09%、ROIC 11.9%），沃尔玛（17.23%、10.73%）和好市多（20.71%、13.82%）。

从变动趋势来看，因永辉 2015 年净利润下降约 30%，且 2015 和 2016 年各定增募资 57 亿元和 63 亿元（先后引入牛奶国际和京东作为战略投资者），ROE 和 ROIC 在 2015 年达历史低点（不超 6%），2016 年净利润翻番增长带动回报率有所回升。我们预计，未来随着公司净利率提升和周转加快，有望驱动 ROE 与 ROIC 回升至 10%或以上。

表 13 10 家中美超市公司加权 ROE 比较 (%，2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	20.18	20.63	21.17	23.58	22.45	23.02	21.00	20.76	18.15	17.23
好市多	12.19	14.40	11.31	12.50	12.81	14.03	17.58	17.79	20.74	20.71
高鑫零售		21.31	22.54	24.52	16.38	15.07	15.60	15.14	12.09	12.09
永辉超市	69.71	40.04	27.29	26.50	11.68	11.83	14.48	13.92	5.65	8.50
家家悦					29.21	63.51	30.63	26.56	25.39	23.16
中百集团	13.12	11.76	13.03	10.72	10.29	7.38	5.84	6.27	0.19	0.22
步步高	38.89	18.16	11.17	11.04	15.78	18.66	14.23	10.44	4.50	2.64
人人乐	49.55	36.40	26.53	7.09	4.76	-2.65	0.72	-15.60	-19.11	2.66
三江购物	40.45	31.94	30.91	23.94	13.20	12.26	9.83	6.97	4.24	6.38
红旗连锁			93.69	40.76	31.48	17.23	9.07	9.22	9.05	6.85

资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

表 14 10 家中美超市公司 ROIC 比较 (%，2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
沃尔玛	12.13	12.36	13.06	14.22	12.91	13.32	12.17	12.36	11.20	10.73
好市多	10.54	11.46	9.10	10.29	10.77	12.25	13.79	12.39	13.92	13.82
高鑫零售		11.58	12.87	15.03	14.34	14.79	15.26	14.65	11.65	11.90
永辉超市	22.20	22.77	14.85	8.74	9.08	9.41	11.94	11.58	6.02	7.90
家家悦					17.00	25.95	19.99	17.88	18.03	12.05
中百集团	5.94	7.58	8.38	8.52	7.89	5.72	4.13	4.13	0.13	0.14
步步高	29.19	16.16	10.16	9.03	11.15	11.73	10.94	7.14	3.48	1.70
人人乐	46.85	34.88	26.25	10.33	4.73	-5.53	0.23	-15.54	-19.02	2.64
三江购物	15.70	17.90	22.34	22.09	15.32	12.21	9.78	6.94	4.22	6.35
红旗连锁			66.62	43.16	29.75	14.98	9.05	9.23	9.09	6.69

注: ROIC 为归属净利润*2/(期初全部投入资本+期末全部投入资本), 全部投入资本=股东权益(不含少数股东权益)+负债合计-无息流动负债-无息长期负债
资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

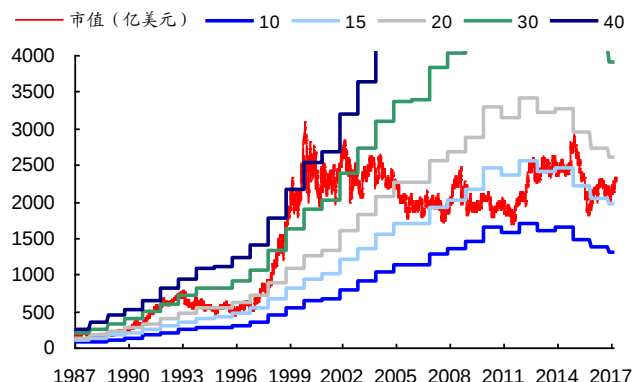
4. 如何估值? 上调目标价至 8.4 元

4.1 估值回顾: 2017 年 38 倍 PE 低于历史均值

回顾沃尔玛过去 20 年的估值情况, 1987 年以来动态 PE 均值 22 倍, 中值 20 倍, 最低 10.7 倍, 最高 57.5 倍在 2000 年 1 月; 动态 PS 均值 0.76 倍, 中值 0.67 倍, 最低 0.38 倍, 最高 1.87 倍。参照彭博一致预期, 沃尔玛当前 2300 多亿美元市值对应 2017 年 130 亿美元净利润及 4948 亿美元收入的 PE 和 PS 各为 18 倍、0.47 倍, 均低于历史均值。

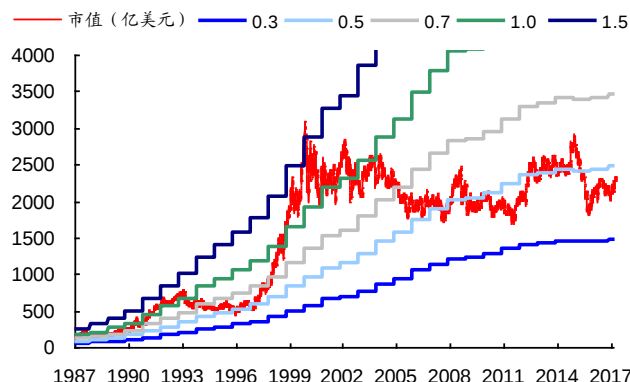
好市多 1992 年以来动态 PE 均值 24.1 倍, 中值 23.6 倍, 最低 6.9 倍, 最高 55 倍在 1999 年 12 月; 动态 PS 均值 0.4 倍, 中值 0.4 倍, 最低 0.1 倍, 最高 0.8 倍。参照彭博一致预期, 好市多当前 750 亿美元市值对应 2017 年 25 亿美元净利润、1274 亿美元收入的 PE 和 PS 各为 30 倍、0.6 倍, 均高于历史均值, 且近期 (5 月 4 日) 市值已创历史新高; 对应 2018 年的 PE 和 PS 各为 26.8 倍、0.56 倍。

图14 沃尔玛 1987-2017 年 PE BAND (倍)



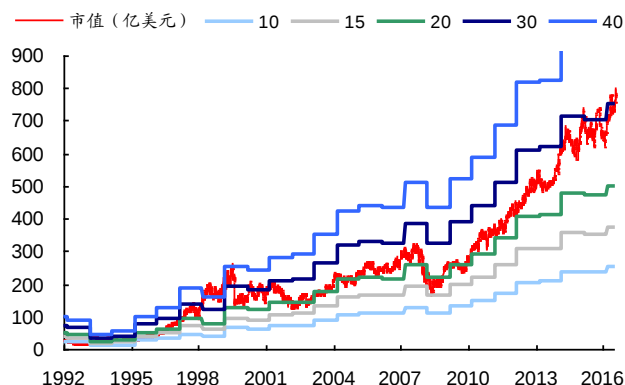
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图15 沃尔玛 1987-2017 年 PS BAND (倍)



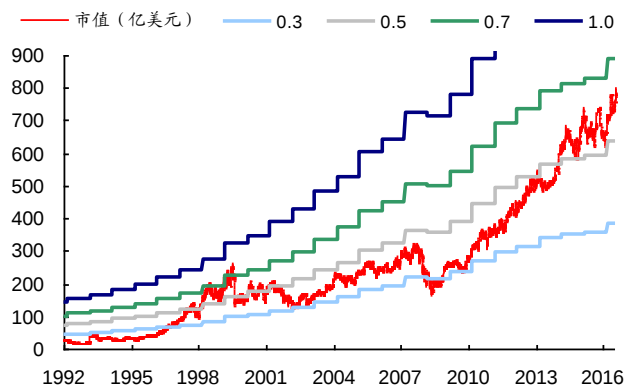
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图16 好市多 1992-2017 年 PE BAND (倍)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图17 好市多 1992-2017 年 PS BAND (倍)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

永辉超市自2010年12月15日上市以来,至2012年6月以前PE均维持40倍以上,体现价值稀缺性溢价,历史动态PE均值40.4倍,中值34.9倍;动态PS均值0.87倍,中值0.78倍,最低0.52倍,最高2.35倍。其中,公司PE有4次降至30倍以下(含最新2017年初的第四次):

(1) 2013上半年,随着上证综指6月底跌至1850低点,公司PE降至24倍,而后随着大盘上涨,迅速修复至2013年10月的近35倍;

(2) 2014上半年因汇丰直投减持,公司PE在2014年5月降至22.4倍的历史最低,而后大盘进入新一轮牛市且公司2015年净利下滑30%,一路推高公司PE至2015年6月的110倍,也对应历史最高市值665亿;

(3) 2016上半年因公司当年业绩翻番增长,迅速将估值从40倍左右消化至28倍,其后2016年8月定增又拉升PE至35-40倍;

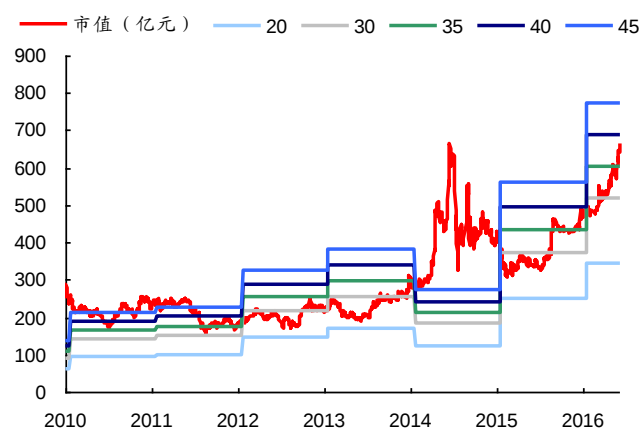
(4) 2017年以来,对公司业绩高增长的预期(特别是1Q17进一步增强市场信心),再次在年初将PE消化至28倍,但低估值在2月20日前后再超30倍,且至今一路拉升,年初至今累计上涨43%至658亿市值,接近历史高点,估值提升至目前近40倍。

以上前三次估值回落到30倍以下,基本由于股价扰动或业绩下降,而修复的动力均在于收入成长和稀缺性溢价;但2017年初再次低于30倍是由于其超预期业绩的快速消化,目前正在修复中但仍未至历史均值,这成长与消化估值的关系或将成为后续常态。

公司站在目前时点已步入成长新阶段，2018 和 2019 年仍有望实现 30%左右的利润成长。公司当前 658 亿市值对应我们预计的 2017 年 17.2 亿净利润、584 亿收入的 PE 和 PS 各为 38.3 倍、1.1 倍，PE 低于、但 PS 高于历史均值；对应 2018 年 PE、PS 各为 28.7 倍、0.9 倍。

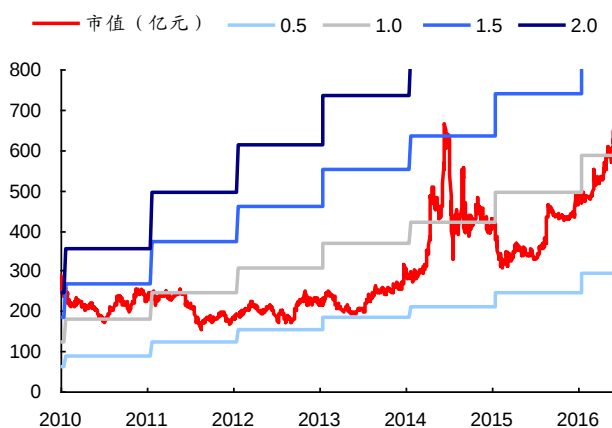
对比三者估值水平，永辉历史 PE 均值已接近或超沃尔玛、好市多的两倍，主要是由于：(1) 永辉目前处于快速成长期且享有更广阔成长空间，同时经营效率从 2016 年起已大幅且有望继续提升；(2) 中美零售市场的差异性，即中国电商市场发展后来居上，从 2013 年起迅速从 O2O 到全渠道再到新零售实现了跃升式发展，线上线下融合趋势愈加明晰，正处于新零售转型的关键时期，而永辉 2017 年初推出的超级物种业态正好契合了新零售的发展方向，龙头的稀缺性价值更加凸显。

图18 永辉超市 2010 年 12 月上市以来 PE BAND (倍)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 永辉超市 2010 年 12 月上市以来 PS BAND (倍)



资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 盈利与估值：上调 2017 年净利润至 17.2 亿，上调目标价至 8.4 元

表 15 为我们对公司合并利润表的预测，预计 2017-2019 年收入各为 584 亿、702 亿、851 亿，同比增长 18.57%、20.21%、21.23%，净利润各为 17.2 亿、23 亿和 30.2 亿，EPS 各为 0.18 元、0.24 元和 0.32 元，同比增长 38.41%、33.69%和 31.52%，2017 年考虑扣非后的净利润增速约 48%。公司当前 658 亿市值对应 2017-2018 年 PE 各 38.3 倍和 28.7 倍，PS 各为 1.1 倍和 0.9 倍。

作为兼备价值成长性和积极推进新零售（模式清晰且已盈利）的零售龙头，永辉超市的投资价值稀缺性显著，建议以中长期的时间窗口来考量其估值。随着时间节点即将步入下半年，估值中枢将逐渐向 2018 年切换，参考沃尔玛与 Costco 成长和估值，我们认为：考虑到永辉有望在未来 4 年以 20%的收入增速中枢实现千亿规模，且有更高利润增速（30%+）和净利率（逐步提升至 3-4%），可给予成长和稀缺性溢价，估值方式可由 PS 切换至 PE，按 35-40 倍 PE 区间，时间可由 2017 向 2018 年切换。

综合按 2018 年给予 35 倍 PE，上调 3-6 个月目标价至 8.4 元，目标市值 804 亿，中期 6-12 个月可按照 2018 年给予 40 倍 PE，对应 919 亿市值和 9.61 元股价，对应 40%空间，维持“买入”评级。

表 15 永辉超市合并损益表及预测 (20170523)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	42145	49232	58375	70169	85065
同比增长 (%)	14.75	16.82	18.57	20.21	21.23

营业总成本 (百万元)					
营业成本 (百万元)	33785	39292	46274	55407	66870
毛利率 (%)	19.83	20.19	20.73	21.04	21.39
营业税金及附加 (百万元)	207	219	257	309	374
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.49	0.44	0.44	0.44	0.44
销售费用 (百万元)	6377	7165	8464	10139	12249
销售费用率 (%)	15.13	14.55	14.50	14.45	14.40
管理费用 (百万元)	970	1289	1506	1789	2127
管理费用率 (%)	2.30	2.62	2.58	2.55	2.50
财务费用 (百万元)	-25	-74	-127	-97	-70
期间费用率 (%)	-0.06	-0.15	-0.22	-0.14	-0.08
资产减值损失 (百万元)	12	19	0	0	0
投资收益 (百万元)	-73	167	160	175	175
营业利润 (百万元)	761	1498	2160	2897	3840
同比增长 (%)	-27.95	96.86	44.26	34.09	32.55
营业外收入 (百万元)	181	179	160	160	160
营业外支出 (百万元)	145	120	100	100	100
利润总额 (百万元)	797	1556	2210	2967	3910
同比增长 (%)	-26.47	95.21	42.01	34.22	31.78
所得税费用 (百万元)	197	343	508	682	899
有效所得税率 (%)	24.74	22.02	23.00	23.00	23.00
净利润 (百万元)	600	1214	1702	2284	3010
少数股东损益 (百万元)	-5	-28	-17	-14	-12
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	605	1242	1719	2298	3023
同比增长 (%)	-28.92	105.18	38.41	33.69	31.52
净利润率 (%)	1.44	2.52	2.94	3.28	3.55
摊薄每股收益 (元)	0.06	0.13	0.18	0.24	0.32

资料来源: 公司 2015-2016 年报, 海通证券研究所

风险和不确定性。跨区域扩张、新业态发展及激励机制改善的不确定性。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	49231.65	58374.51	70169.39	85064.88
每股收益	0.13	0.18	0.24	0.32	营业成本	39291.93	46273.57	55407.04	66869.64
每股净资产	2.01	2.05	2.15	2.32	毛利率%	20.19%	20.73%	21.04%	21.39%
每股经营现金流	0.20	0.33	0.34	0.45	营业税金及附加	218.99	256.85	308.75	374.29
每股股利	0.120	0.140	0.140	0.140	营业税金率%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
价值评估（倍）					营业费用	7165.23	8464.30	10139.48	12249.34
P/E	51.78	37.41	27.99	21.28	营业费用率%	14.55%	14.50%	14.45%	14.40%
P/B	3.35	3.29	3.13	2.89	管理费用	1288.54	1506.06	1789.32	2126.62
P/S	1.31	1.10	0.92	0.76	管理费用率%	2.62%	2.58%	2.55%	2.50%
EV/EBITDA	25.46	22.81	17.39	13.11	EBIT	1266.96	1873.73	2524.81	3444.99
股息率（%）	1.79%	2.08%	2.08%	2.08%	财务费用	-74.20	-126.68	-96.97	-69.75
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.15%	-0.22%	-0.14%	-0.08%
毛利率	20.19%	20.73%	21.04%	21.39%	资产减值损失	18.52	0.00	0.00	0.00
净利率	2.47%	2.92%	3.26%	3.54%	投资收益	167.47	160.00	175.00	175.00
净资产收益率	6.47%	8.78%	11.19%	13.60%	营业利润	1497.60	2160.41	2896.79	3839.74
资产回报率	4.22%	5.37%	6.54%	7.65%	营业外收支	58.89	50.00	70.00	70.00
投资回报率	13.35%	27.13%	34.14%	46.39%	利润总额	1556.49	2210.41	2966.79	3909.74
盈利增长（%）					EBITDA	2207.62	2409.68	3220.63	4273.40
营业收入增长率	16.82%	18.57%	20.21%	21.23%	所得税	342.76	508.39	682.36	899.24
EBIT 增长率	57.11%	47.89%	34.75%	36.45%	有效所得税率%	22.02%	23.00%	23.00%	23.00%
净利润增长率	102.26%	40.23%	34.22%	31.78%	少数股东损益	-28.28	-17.02	-13.71	-12.04
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1242.01	1719.03	2298.13	3022.54
资产负债率	34.6%	38.7%	41.5%	43.8%	扣除非经常性损益净利润	1167.80	1663.51	2230.52	2956.60
流动比率	2.05	1.76	1.53	1.39					
速动比率	1.37	1.20	0.97	0.84	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金比率	—	—	—	—	货币资金	8097.48	9346.76	8311.28	8305.07
经营效率指标					应收款项	494.87	253.64	323.65	405.25
应收帐款周转天数	2.21	1.59	1.68	1.74	存货	5378.52	5324.63	6223.80	7328.18
存货周转天数	44.72	42.00	41.00	40.00	其它流动资产	2498.64	5158.21	5744.07	6423.14
总资产周转率	1.98	1.90	2.09	2.28	流动资产合计	20566.33	21524.25	22043.72	23902.63
固定资产周转率	16.10	19.20	22.96	26.93	长期股权投资	1975.84	3175.84	4675.84	6175.84
					固定资产	3108.69	3508.69	4308.69	5108.69
					在建工程	324.46	824.46	1624.46	2424.46
					无形资产	629.01	679.01	716.34	750.66
					非流动资产合计	8871.88	10480.95	13089.13	15614.72
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	29438.21	32005.21	35132.86	39517.35
净利润	1213.73	1702.01	2284.42	3010.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	940.66	535.96	695.82	828.41	应付账款	6495.40	6887.36	8246.79	9952.88
营运资金变动	-142.38	1164.71	628.14	848.75	预收账款	1531.64	1634.49	1964.74	2381.82
经营活动现金流	1928.19	3192.68	3263.39	4292.66	其它流动负债	0.00	2392.62	2886.03	3476.72
固定资产投资	0.00	-400.00	-800.00	-800.00	流动负债合计	10049.49	12254.34	14437.43	17151.29
无形资产投资	0.00	-50.00	-100.00	-100.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	1435.81	900.00	1630.00	1630.00	其它长期负债	147.33	147.33	147.33	147.33
投资活动现金流	-3882.86	-1943.00	-2959.00	-2959.00	非流动负债合计	147.33	147.33	147.33	147.33
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	10196.82	12401.66	14584.75	17298.61
股票发行	6356.94	0.00	0.00	0.00	实收资本	9570.46	9570.46	9570.46	9570.46
融资活动现金流	5746.21	-0.40	-1339.86	-1339.86	普通股股东权益	9628.08	10007.25	10965.52	12648.19
现金净流量	3791.54	1249.28	-1035.48	-6.21	少数股东权益	42.85	25.83	12.12	0.08
公司自由现金流	1651.59	2193.43	1568.06	2629.80	负债和所有者权益合计	29438.21	32005.22	35132.86	39517.35
股权自由现金流	1877.36	2452.68	1908.39	2987.66					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 23 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业
李宏科 批发和零售贸易行业
王晴 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：鄂武商 A,小商品城,欧亚集团,江苏国泰,北京城乡,宏图高科,通灵珠宝,皖新传媒,永辉超市,中百集团,津劝业,百联股份,安德利,东百集团,重庆百货,步步高,青岛金王,潮宏基,王府井,合肥百货,大东方,红旗连锁,天虹商场,家家悦,利群股份,茂业商业,深圳华强,苏宁云商,银座股份,天虹股份

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 (021) 23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 娜(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科 (021) 23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 (021) 23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐 宇 ty11049@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金 晶 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com
洪琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com
唐琴(021)23212208 tt9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
联系人
周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
联系人
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com
张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
赵洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
方烨晨(021)232154220 fyc10312@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com