



证券研究报告
(优于大市，维持)

社区生鲜的空间、模式与案例分析

汪立亭 首席分析师 S0850511040005

李宏科 高级分析师 S0850517040002

2019年3月14日

主要内容

1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

2. 商业模式渐清晰，到家到店融合发展

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

2.2 到家为主的前置仓模式

2.3 到家+到店综合模式

3. 个股推荐：永辉超市、家家悦、红旗连锁

核心观点

- **社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧。** ①**社区+生鲜属性，市场空间大：**据前瞻产业研究院，2017年我国生鲜市场交易规模1.8万亿元，2011-2017年CAGR约8.13%；中国小区居住环境导致人们生活半径基本为单位和小区，社区生鲜业态可有效满足消费者的即时、高频需求；②**资本入局，驱动模式创新：**随着零售龙头及资本方入局，新模式不断兴起，逐渐形成社区生鲜店、前置仓电商、到家到店结合、社区拼团等商业模式，均以效率为核心（更近更快、更有效的商品组合、更优化的面积与陈列），且各模式之间取长补短、相互融合发展。
- **到店为主的社区生鲜店模式。**400-500平米社区店，主打生鲜，便捷、低价、优质；但依赖供应链与品牌效应，跨区域难度较大。①**生鲜传奇：**五定原则打造标准化门店，选品策略宽而浅，自有品牌&基地直采，据生鲜传奇APP显示，合肥门店数超100家；测算单店坪效3.3万元/平米时，净利率可达4%。③**谊品生鲜：**垂直供应链&合伙人制快速展店，据《商业观察家》报道，2018年底近400家门店覆盖11省，预计2019年开店至1000家；测算成熟店日销5万元，分红除税后净利率3%。
- **纯到家的前置仓电商模式。**将前置仓建在社区周边，配送效率及物业可获取性高，注重到家体验、商品品质与复购率，初期拉新若过度促销会严重损耗毛利率。①**每日优鲜：**在全国10大核心城市建立城市分选中心+社区配送中心，据亿邦动力网报道，一线城市整体盈利；②**叮咚买菜：**提供“0配送费+0起送额、29分钟送达”的到家服务，据《商业观察家》报道，在上海有200余个前置仓，2019年初进入杭州，测算日均订单1250单时基本盈亏平衡；③**朴朴超市：**深耕福州市市场，据搜狐新闻报道，预计2018年底前置仓约30个，并拟向厦门、武汉等地扩张，因补贴力度较大，尚未盈利。
- **到家+到店的综合模式。**结合到家和到店优势，满足用户全渠道消费需求，但线上培育期拉低毛利率，对门店运营、供应链、技术等综合要求高。①**盒马鲜生：**据公司官网显示，截至2019年3月11日，门店数达138家，低线市场与大润发合作开设盒小马，拟开设500-1000平米的“日日鲜菜场”小业态；目前整体仍亏损，敏感性分析，测算BEP为日销60-80万元，毛利率22%-26%；②**永辉mini店：**以生鲜为主，300-600平米社区店，以大店为依托，子母店协同，且可用较轻模式如小程序、拼团等在店内嫁接一部分到家业务；与传统社区生鲜店相比，其商业模式效率更高、竞争力更强，具备开展到家业务的基础和全国可复制性，值得重点关注。
- **投资逻辑与个股推荐：**看好生鲜供应链优、门店密度高且贴近社区、具备快速与高效展店能力的超市公司；推荐生鲜运营能力领先的**永辉超市**和**家家悦**，以及积极推进门店生鲜改造的四川便利店龙头**红旗连锁**等。
- **风险提示：**跨区经营的不确定性，新业态发展不及预期，消费持续疲软。

1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.1 “社区+生鲜”属性，市场空间广阔

- 需求端：经济发展&生活水平提升，消费进入品质消费时代，对优质新鲜的生鲜产品需求提升。懒群体呈增长趋势，其中年轻群体占比大，对生鲜到家需求更高。新中产（25-40岁123线城市人群）的移动购物中，虽生鲜电商渗透率较低，但TGI为各类电商中最高，对优质生鲜需求旺盛。

图 我国城镇及农村人均可支配收入（万元）

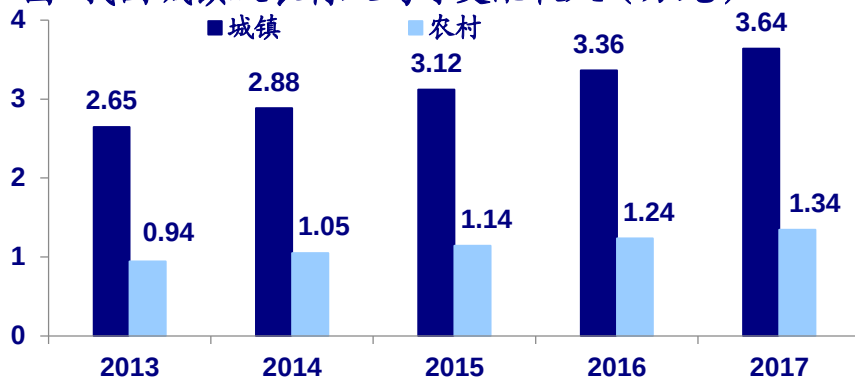


图 最终消费支出占GDP比重（%）

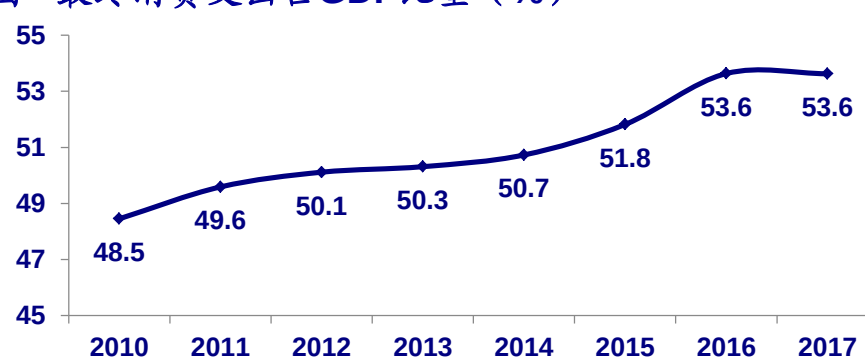


图 “懒”人群用户年龄分布（2018年12月）

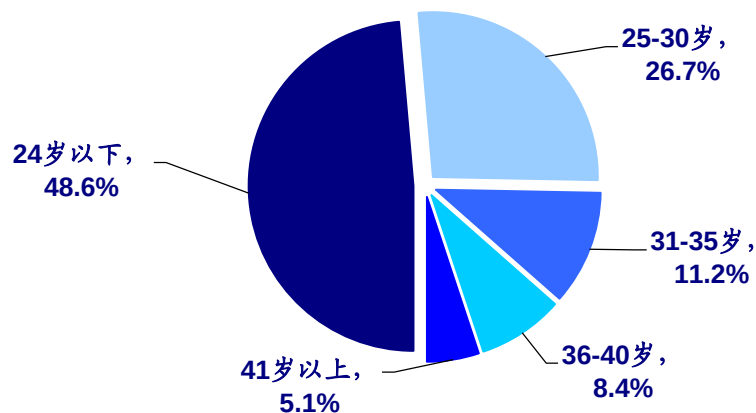
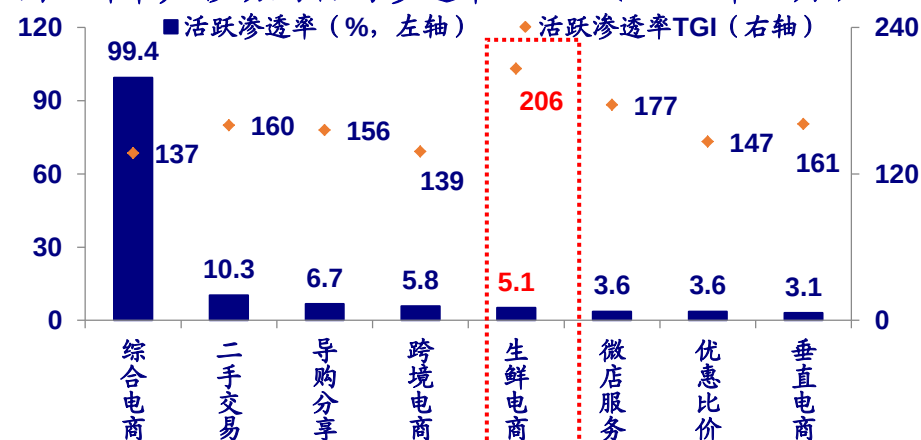


图 新中产移动购物的渗透率及TGI（2018年11月）



1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.1 “社区+生鲜”属性，市场空间广阔

- 生鲜具有高频刚需特性，据前瞻产业研究院统计，目前我国鲜食的周购买频次约为3次，高于全球的2.5次，果蔬/水产的周购买频次约4.5次/2.4次，客户粘性较强。
- 2017年我国生鲜市场交易规模达1.8万亿元，2011-17年CAGR约8.13%；考虑到我国庞大的人口基数及生鲜高频刚需的特性，我们认为行业未来发展空间广阔。

图 我国消费者购买生鲜的平均频次（次/周）

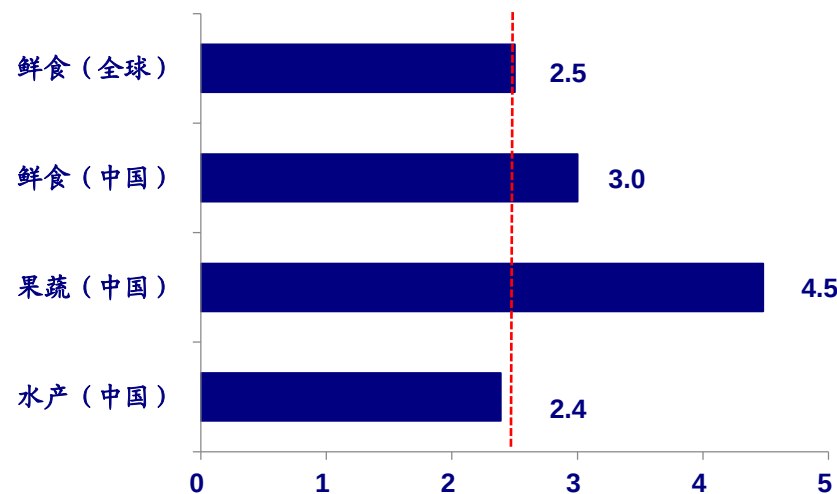
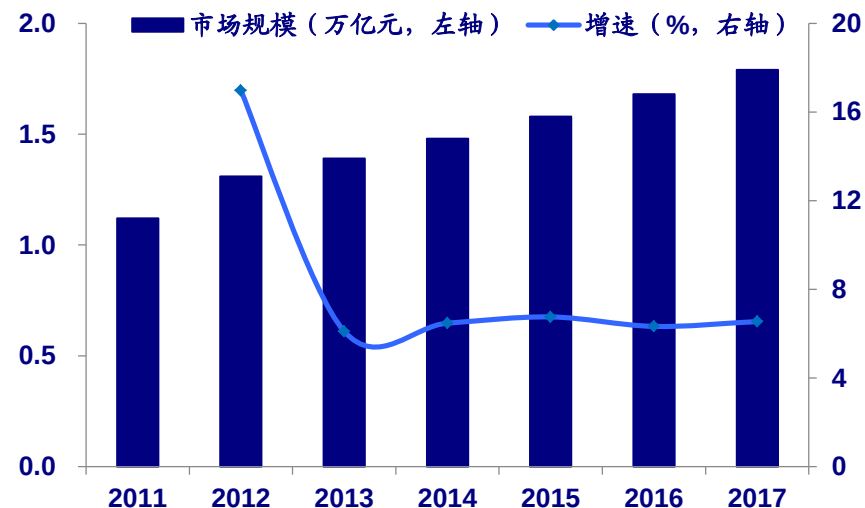


图 我国生鲜市场交易规模及增速



1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.1 “社区+生鲜”属性，市场空间广阔

- 供给端：农业发展保障生鲜源头品质；物联网、冷链物流等逐渐完善，推动标准化，降低损耗。

图 我国生鲜农产品产量（万吨）

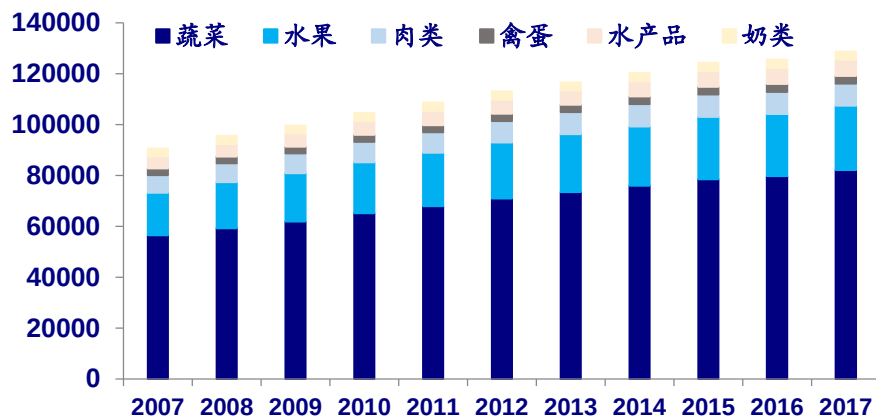


图 农产品批发市场交易额

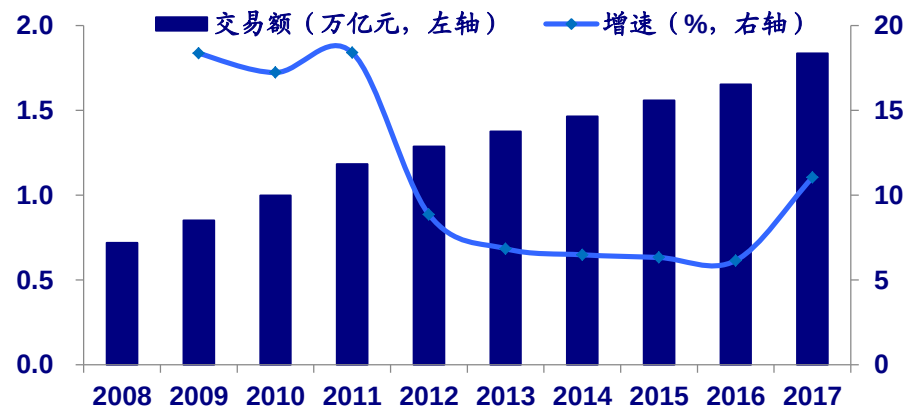


图 公路冷链运输车保有量及增速

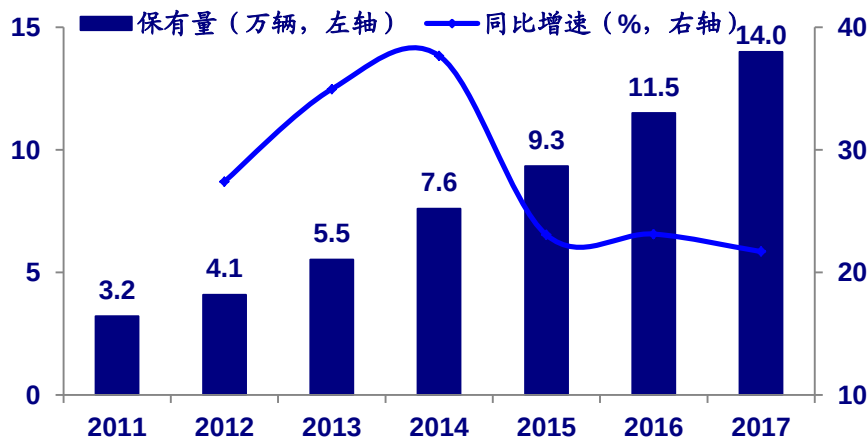
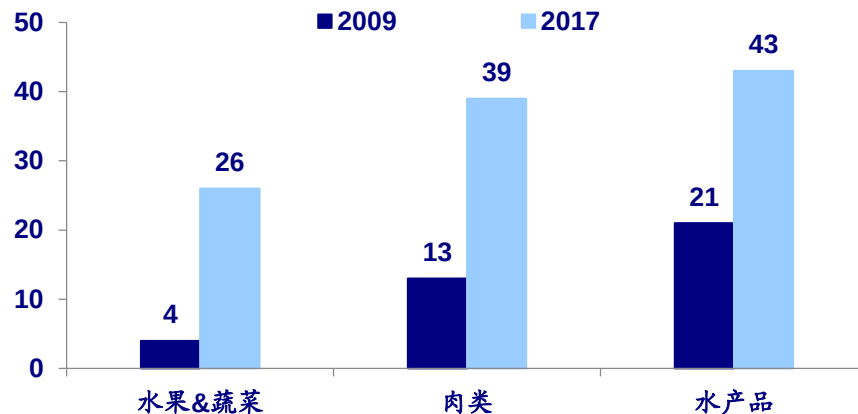


图 我国主要农产品冷链物流2009vs2017流通率 (%)



1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.1 “社区+生鲜”属性，市场空间广阔

- 从业态结构来看，据Euromonitor统计，2003-2018年，我国大卖场（单店8200平米）占比由16%增至21%、便利店（90平米）由2.3%增至3.6%，综超（1100平米）由82%降至75%；
- 坪效上，便利店提升至2.3万元/平米，综超近年稳定1.4万元/平米，大卖场略降至1.3万元/平米；
- 2014年以来，便利店与综超行业的销售增速、坪效均持续高于大卖场，体现小业态消费需求。

图 中国超市行业分业态销售额占比（%）

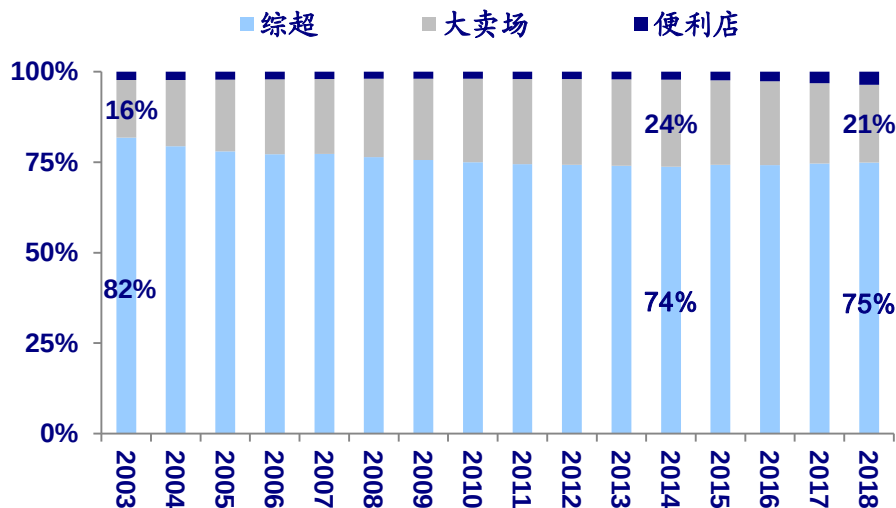
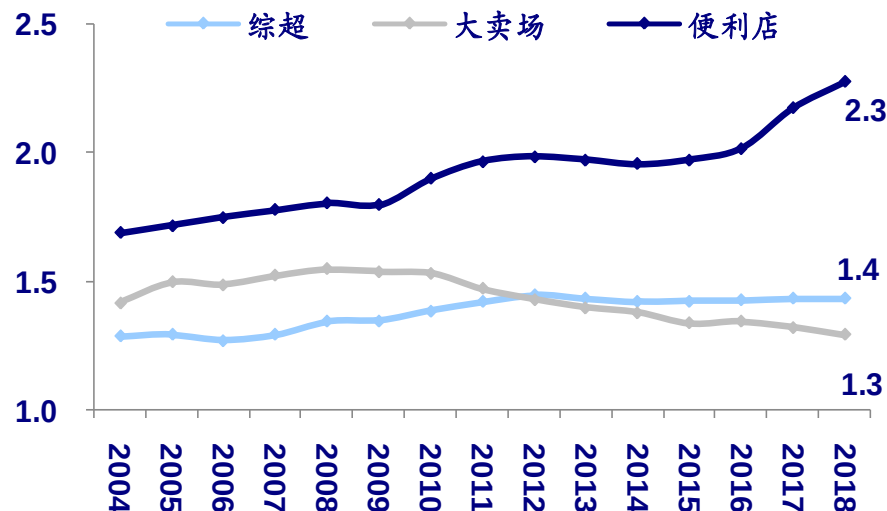


图 中国综超/大卖场/便利店的坪效（万元/平米）



注：分类标准中，大卖场面积为>2500平米、综超为400-2500平米、便利店为<400平米。

资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.1 “社区+生鲜”属性，市场空间广阔

- 对标日本，日本2018年综超、便利店的销售占比各62%、38%，其中便利店2003-2018年提升9.2pct；综超、便利店2018年坪效各5.4万元/平米、7万元/平米，均远高于中国；
- 中国小区居住环境导致人们生活半径基本为单位和小区，贴近社区的小业态可以更好的满足消费者的即时性需求；中国超市各细分业态的集中度、坪效均有较大提升空间。

图 中、日、美、英2018年超市分业态销售占比 (%)

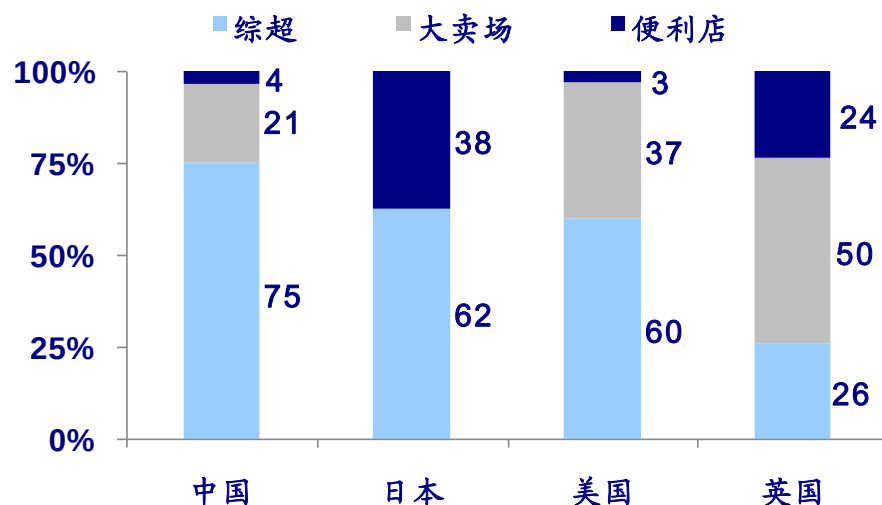
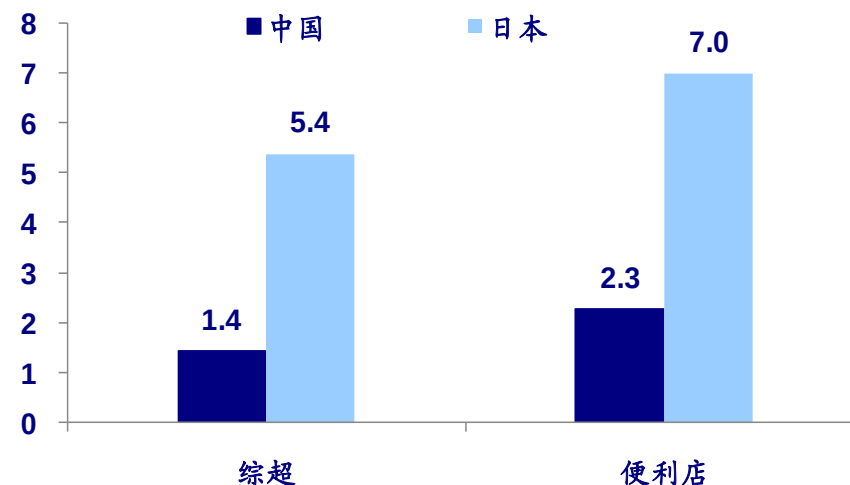


图 中国和日本2018年综超、便利店坪效 (万元/平米)



注：中国、日本综超平均面积均1100平米，便利店平均面积各90平米、120平米；汇率以0.06人民币/日元计。

资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.2 龙头&资本涌入，驱动模型迭代，加剧竞争

表 资本涌入社区生鲜行业

公司	成立	模式	融资时间	轮次	投资方	投资规模
好邻居便利店	2000	O2O模式的便利店及生活服务提供商	2014.01	A轮	心元资本	数千万人民币
			2017.10	并购	易果生鲜、鲜生活、绿城服务	8400万美元
			2018.11	战略融资	旷视科技Face++、绿城服务等	数千万美元
生鲜传奇	2015	聚焦消费者家庭厨房的核心品类	2017.11	A轮	红杉资本中国	2亿人民币
			2018.08	B轮	IDG资本、红杉资本中国	3亿人民币
盒马鲜生	2016	到店+到家，30分钟配送	2016.03	A轮	阿里巴巴	1.5亿美元
钱大妈	2014	经营生鲜肉菜市场，社区加盟制	2015.02	A轮	和君资本	-
			2017.06	A+轮	启承资本、京东、和君资本等	数千万人民币
康品汇	2009	门店三公里范围内约时配送	2017.11	A轮	龙珠资本、JJ比赛、棋盘投资	数千万人民币
谊品生鲜	2017	基于自有种养殖基地	2018.08	A轮	今日资本	-
朴朴超市	2016	前置仓生鲜电商，一站式移动端30分钟即时配送购物	2018.08	Pre-A轮	-	1000万人民币
叮咚买菜	2014	前置仓生鲜电商，自营生鲜平台及提供配送服务	2014.05	天使轮	涌金集团、好未来、今日资本等	1000万人民币
			2018.05	天使轮	高榕资本	-
			2018.07	A轮	达晨创投、红星美凯龙	-
			2018.09	A+	高榕资本	-
			2018.10	B轮	老虎基金、高榕资本、琥珀资本	-
			2018.11	B+轮	红杉资本中国、今日资本	-
永辉云创	2015	供应链服务提供商	2018.05	战略投资	创新工场（丹晟投资基金）	6250万人民币
百果园	1997	集果品生产、贸易、零售为一体的水果专营企业	2015.09	A轮	天图投资、广发乾和、广发信德等	4亿人民币
			2015.12	A+轮	前海母基金	-
			2016.10	Pre-B轮	天图投资、中金前海发展基金	亿元以上人民币
			2018.01	B轮	深创投、中金智德、源码资本等	15亿人民币

1. 社区生鲜：市场空间广阔，竞争加剧

1.2 龙头&资本涌入，驱动模型迭代，加剧竞争

- 据前瞻产业研究院统计，截至2018年10月初生鲜行业相关企业共2072家，行业参与者众多。
- CCFA联合第三只眼看零售调研了74个社区生鲜品牌：大多为区域连锁企业，竞争日趋激烈。

图 社区生鲜品牌区域分布情况



2. 商业模式渐清晰，到家到店融合发展

► 主要模式：到店、前置仓到家、到店+到家

不考虑京东到家等平台，目前社区生鲜的运营模式主要包括社区生鲜店、前置仓电商、到店到家结合、社区拼团等，且均有头部企业在引领规模扩张与模式创新。

表 社区生鲜主要模式

模式	优势	劣势	主要公司
到家：前置仓	注重用户体验 配送效率更高，损耗率较低； 降低租金、装修和运营成本；	初期过度促销损耗毛利率； 自建配送团队导致人力成本较高； 供应链能力限制跨区域扩张	朴朴超市、生鲜传奇、叮咚买菜、美团买菜（试点）
到店：社区生鲜店	最大程度贴近消费者，最后1-3公里价值高； 基本款+低价，大规模采购保证质优价低； 租金成本可控	门店运营和管理要求高； 依赖供应链与品牌效应，跨区域难度大； 无法满足消费者的到家需求	生鲜传奇、谊品生鲜等
到家+到店：综合店	满足到家到店全方位需求； 结合线上线下优势，覆盖面更广更精准	线上培育期促销拉低毛利率、配送成本高； 对后台供应链和技术高要求高； 租金成本偏高	盒马鲜生、永辉生活等
社区拼团模式	基于社区熟人的信任交易，降低获客成本； 围绕社区集中采购，降低配送成本； 模式轻，无开店成本，易于快速下沉； 损耗较低	生鲜供应链较分散，难以支撑品类需求； 品项增多时，成本将大幅增加，配送效率或降； 过于依赖团长	十荟团、你我您、食享会、邻邻壹、考拉精选

2. 商业模式渐清晰，到家到店融合发展

► 各模式均以效率为核心，相互融合迭代

（1）融合：到家+到店，或将形成动态平衡

生鲜传奇第五代店“乐鲜传奇”结合APP，探索“前置仓+社区拼团”新模型；每日优鲜试水以返利和拼团为亮点的“每日拼拼”；谊品生鲜推出小程序“谊品到家”，并上线“菜场特惠”、“谊品伙拼”等秒杀、拼团模式。

（2）更近：缩短距离，配送提效

2017年盒马提出的“三公里配送圈”，到如今叮咚买菜、生鲜传奇等聚焦社区生鲜业态，服务周边社区1公里的消费者，门店与消费者之间的距离不断拉近，商品的配送效率将大幅提升。

（3）更小：优化商品与陈列，满足一日三餐

从盒马鲜生5000平米的大店，到即将开业的盒马“日日鲜菜场”500-1000平米的小业态，到永辉300-500平米的mini店小业态，门店面积不断缩小，门店运营效率有望大幅提升。



2.1 到店为主的社区生鲜店模式

《2018社区生鲜调研报告》统计，社区生鲜企业的平均门店约24家，单店314平米，日均销售额1.7万元，客单价23元，线上销售占比不足10%，其中生鲜销售占比53%、毛利率约19.6%、损耗率8%；从成本端看，人力成本和租金成本分别占销售的8%和5.6%。

图 社区生鲜典型门店画像



2.1 到店为主的社区生鲜店模式

➤ 主要参与者对比：生鲜传奇和谊品生鲜为较早涉足社区生鲜店（到店）模式的企业，具有较强的供应链资源，门店模型几经迭代，逐渐成熟。

	谊品生鲜	生鲜传奇
成立年份	2013	2015
创始人	江建飞	王卫
定位与客群	对标“菜市场”社区生鲜折扣店	生鲜及厨房周边商品，满足25-65岁家庭一日三餐需求
门店数（家，预估值）	400	100+
区域布局	合肥、重庆、成都等城市，目前已进入全国11个省份，2019年将进入上海、福州等城市	合肥，拟进入南京
销售额	约6亿元	约20亿元
投资方	今日资本	红杉、弘章、IDG、黑蚁、凯珩、星椽湾资本等
供应链与物流	基地直采+B2B分销+零售，供应商板块自己做，批零一体化	3个配送中心，常温配送中心、生鲜配送、乐大嘴零食配送中心。
单店SKU	约2000个	不超2000个
客单价	估计20+元	估计25-30元
单店面积	估计400平米	250-300平米
坪效（预估值）	成熟门店>5万/年	4.3万/年
日均租金	估计5元/平米	估计3-4元/平米（合肥）
是否盈利	是	合肥20余家门店盈利
盈利关键变量	高日销；垂直供应链、后台模块化及合伙人机制	精准的货架管理和同城低价；高比例转租

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(1) 生鲜传奇：精细化运营，打造极致效率体验

- 门店：成立3年快速迭代，目前已开至第五代店

图 生鲜传奇第五代门店（乐鲜传奇）门店详情



表 生鲜传奇“五代店”

模式	时间	模式	代表门店
一代店	2015/6	聚焦厨房和生鲜品类，门店sku较精简	香樟雅苑店
二代店	2016/3	采用欧式常用纸箱（原包装）陈列方式，加大畅销单品的陈列面积，并升净菜加工技术等，开始进行门店标准化升级	金桥店
三代店	2016/10	采用品类“岛”式陈列，控制合理要货量；试试温控保管，采用标准包装、标准摆放，更加突出大货陈列面积，扩大零食品类和陈列，缩小百货占比	珠光雅苑店
四代店	2017/8	打造“小区门口的菜市场”，商品按月迭代，每月汰换超15%；面积由300平米减至250平米，自有品牌占比将达10%，未来将进一步提升，向软折扣店转型，完善“传奇市集”等	融科城店
五代店	2019/1	经营面积与四代店相似，但结合生鲜传奇APP实现全渠道，更加突出目的性品类，并为消费者带来更多定制化的商品以及定制化的服务	圣联香御公馆“乐鲜传奇”

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(1) 生鲜传奇：精细化运营，打造极致效率体验

- 门店：短期看，以合肥为重心，测算合肥市场空间约**1300-1600家**，假设可获**40%市场份额**，则在合肥市场空间约**500-700家**，对应增量市场空间**420家-530家**，估算整体销售规模可达**50-60亿元**。中期看，据公司官网披露的未来扩张计划，公司将逐渐向江浙沪等地扩张，**2019年起**开拓南京等城市，计划**2023年**门店规模**1400家**，单店销售额**74万元/月**，整体销售规模超**100亿元**

表 测算生鲜传奇合肥市场规模

	人口数	公司现有门店	测算合肥市场空间（家）		40%市场份额（家）		公司开店空间（家）	
	万人	家	5000人/店	6000人/店	5000人/店	6000人/店	5000人/店	6000人/店
蜀山区	125	33	250	209	100	83	67	50
包河区	95	33	190	159	76	63	43	30
瑶海区	98	20	196	163	78	65	58	45
庐阳区	67	8	134	112	54	45	46	37
肥西县	77	6	154	128	62	51	56	45
长丰县	66	5	132	110	53	44	48	39
肥东县	89	1	178	148	71	59	70	58
巢湖	100		200	167	80	67	80	67
庐江	79		158	132	63	53	63	53
合计	797	106	1593	1328	637	531	531	425

表 生鲜传奇门店扩张计划（2019-2023E）

2019E	门店（家）	200	每月8家速度开店，门店规模超200家；单店销售64万元/月
	销售额（亿元）	11+	
2020E	门店（家）	380	每月15家速度开店，门店规模超300家；单店销售67万元/月
	销售额（亿元）	23+	
2021E	门店（家）	600	每月20家速度开店，门店规模达600家；单店销售70万元/月
	销售额（亿元）	40+	
2022E	门店（家）	930	每月30家速度开店，门店规模超900家；单店销售目标72万元/月
	销售额（亿元）	60+	
2023E	门店（家）	1400	每月40家速度开店，门店规模达1400家；单店销售74万元/月
	销售额（亿元）	100+	

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(1) 生鲜传奇：精细化运营，打造极致效率体验

- **商品：**围绕消费者的一日三餐，选品以基本款为主，利用宽而浅的产品结构自有品牌、基地采购和定制等措施，保证产品的质优价低
- **运营：**利用数字化和智能化产品，提升前端门店运营和后端配送加工效率；利用标准化的门店和商品，极简管理流程；上线生鲜传奇APP及社区拼团活动，利用互联网工具解决线下消费痛点

品类

生鲜产品销售占比80%，常温商品占20%，其中蔬菜占16%-18%，水果占20%，肉类占23%-25%

品牌

目前公司自有商品SKU达400余个。自有商品SKU占总SKU的比重约20%，销售占比约20%，但利润占比超30%

商品

质量

以周围采购为主，加大基地直采和产品定制的规模，已有80多个基地，很多产品已实现源头采购和定制，并计划两年内完成90%产品的基地直采

安全

计划未来利用第三方检测机构检测公司生鲜产品，并通过给每件商品的设置二维码，实现生产运输整个过程的可视化，实现商品的可追溯

运营

数字化&智能化

- 可视化货架管理
- 电子化选址
- 自助收银
- 物流中心智能化和自动化建设

标准化

- 门店：标准布局
- 商品：严格定品定数
- 管理：标准化管理手册

电商化

- 生鲜传奇APP
- 生鲜传奇拼团小程序

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(1) 生鲜传奇：精细化运营，打造极致效率体验

- 测算成熟门店综合毛利率**21%**，人工/租金/水电/其他费用率各**7.8%/3.6%/1.5%/3%**，税后年度利润约**35万元**，净利率**4%**

表 生鲜传奇单店盈利模型

	指标	占比
建筑面积（平米）	530	
经营面积（平米）	280	
平均租金（元/平米/天）	3.3	
日销（元，含税）	30000	
坪效（万元/平米）	3.3	
客单价（元）	27	
日均客流（人）	1111	
月收入（万元，税后）	76.9	
生鲜（万元）	61.54	16%
食品等（万元）	15.38	25%
主营毛利（万元）	13.69	18%
转租收入（假设2倍转租，万元）	5.0	
转租成本（万元）	2.5	
综合毛利率（%）	16.2	21%
人工（万元）	6.0	7.8%
租金（万元）	2.8	3.6%
水电（万元）	1.2	1.5%
折旧摊销及其他（万元）	2.3	3.0%
费用合计（万元）	12.2	15.9%
利润总额（万元）	3.9	5%
税后利润（万元）	3.0	4%
年度利润（万元）	35.4	4%

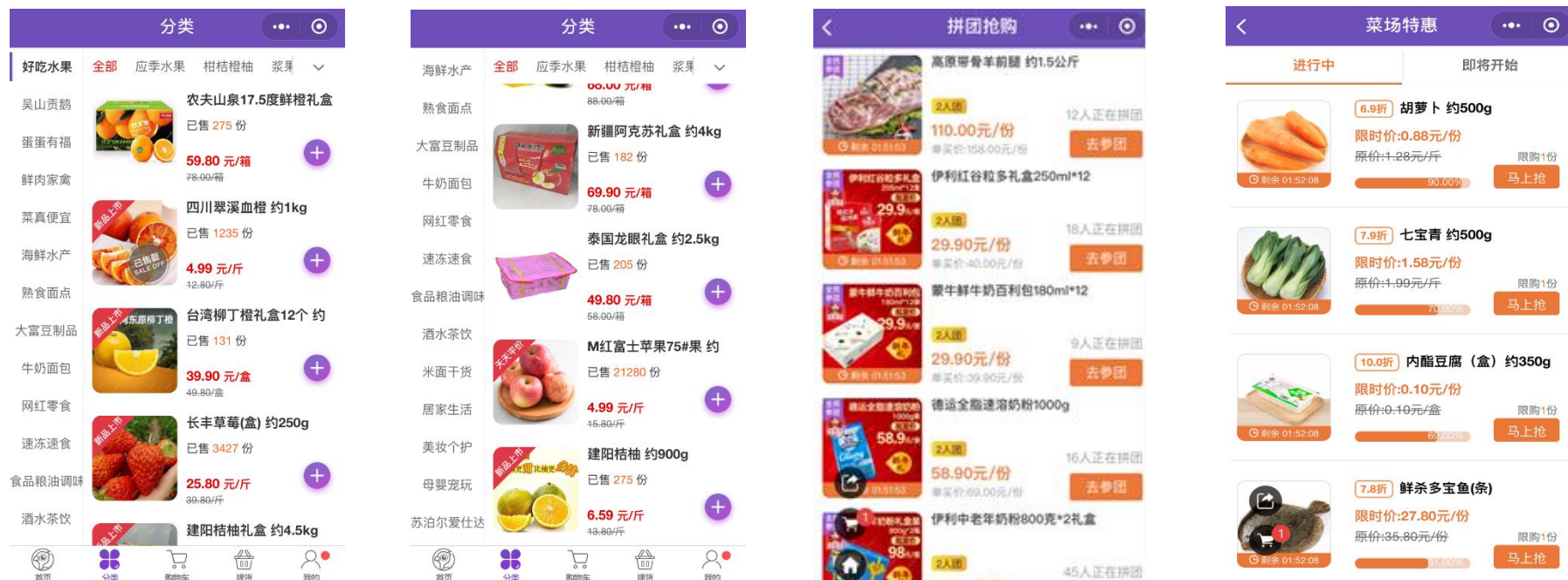
注：以上基于同业运营指标经验，并结合亿欧、36Kr、商业观察家等公开的新闻报道给予综合判断，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考
 资料来源：海通证券研究所

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(2) 谊品生鲜：垂直供应链+合伙人制，全国布局快速发展

- 门店：对标菜市场，生鲜折扣店，精简装修；主力标准店面积在300-400平米，约2000支SKU
- 扩张&区域布局：据《商业观察家》报道，①合肥：2013年首店在合肥开业，2018年5月底已开出60家店；②重庆：2016年8月下旬公司组建4人团队进入重庆，9.23和9.27门店相继开出，未来计划在重庆开800家店；③全国扩张：2018年公司陆续进入成都、武汉、南京、北京、贵阳、杭州、南昌等城市，目前已进入全国11个省份；计划2019年将进入上海、福州等城市。

图 谊品生鲜产品分类详情



2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(2) 谊品生鲜：垂直供应链+合伙人制，全国布局快速发展

- 商品：垂直供应链，批零一体化



上游：

垂直供应链，承包产能

与采购基地合作，没有中间商赚差价，保证食材不仅新鲜，而且价格实惠。



下游：

批零一体化，平滑采购波动

公司业务包括零售和批发两部分，自己进行部分产品的代理、分销，有较强的散货能力。



产品：

“单品撬动”策略

挑出在社区销售量大的几个单品做低价，形成门店实惠的信誉度

表 对比合肥主要超市线上商品价格，谊品价格优势明显

类别	规格	商品	谊品到家	生鲜传奇	华润万家	大润发	永辉生活
蔬菜	元/500g	冬笋	8.5	9		6	
	元/500g	西兰花	3	4	10	3.2	4
	元/500g	胡萝卜	2	3	4	1.6	3.1
	元/500g	菠菜	3	3	9.5	4.8	3.5
	元/500g	冬瓜	1.4	2	5.6	3	
	元/500g	金针菇	4.8	5	9.6	9	5.8
豆制品	元/500g	香芹	2.5	2.5	8	2.6	
	元/500g	豆腐	1.2	1.4		2.1	1.6
	元/500ml	豆奶			5	5	5
水果	元/袋 350g	永和豆浆粉	14	13.9	19	18.8	16.9
	元/500g	脐橙	5.58	5.5	12.5	4.8	
	元/500g	车厘子J级	54	29.8	58	32.9	40
	元/500g	苹果	4.99	5	8.8	6	
	元/500g	砂糖桔	4.99	5.8	9	5.9	4.5
肉禽蛋	元/500g	菠萝	5			8	
	元/个	鸡蛋	1.3	1	1.2	0.8	0.9
	元/500g	猪肝	7.98	8			13.6
	元/500g	老母鸡	15.3	25	27	23.8	25.6
海鲜水产	元/500g	猪肉丝		19.6		23.8	16
	元/500g	白对虾	40	33	35	34	33.8
	元/500g	鲈鱼	17	25		19	
乳品烘焙	元/500g	小黄鱼	27.5	26.8	28.7	25.6	
	元/盒 980ml	光明鲜牛奶		14.5	14.5	14.9	14.5
米面粮油	元/盒 200g	酸牛奶	4	5	6.5	5.5	5.5
	元/5kg	金龙鱼原香稻大米	73.8				90
	元/5kg	多力葵花籽油	69.9	85	88	72.9	70.9
	元/5L	鲁花花生油	139	139.8	146	145	139.9
调味品	元/5L	金龙鱼玉米油		69.9	85	72.9	67.9
	元/瓶 500ml	李锦记精选生抽酱油	5.9	8.3	9	9.2	8.5
	元/瓶 350g	太古红糖		3	12.5	10.6	10.9
	元/袋 300g	中盐健康平衡盐	2.3	2	2.5	2	2
	元/瓶 500ml	恒顺镇江香醋	6.3	10.5	8.5	7.5	8.9

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(2) 谊品生鲜：垂直供应链+合伙人制，全国布局快速发展

- 运营：合伙人机制，后台模块化

(1) 组织：合伙人机制，团队入股提高积极性。门店团队真正“自掏腰包”，拿钱入股投入到门店

(2) 后台：针对社区，分模块标准化复制。

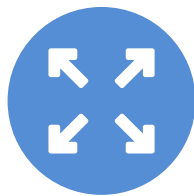
主动售卖

在合伙人模式下，店员有意识地思考如何卖出更多商品



扩大有效面积

尽可能地把有效的面积扩大



提供资金支持

门店团队自掏腰包，“合伙金”为门店持续快速复制拓展提供资金支持。



采用“模块化”构建思路

后台划分为水果、蔬菜、肉类水产、干货等6大板块，每个板块里面分成3个模块，共有18个分块



以城市为单位，以社区为落脚点复制

每个细分单元均为标准化模块，门店拓展时根据周边用户需求进行有序组合



组织



后台

2.1 到店为主的社区生鲜店模式

(2) 谊品生鲜：垂直供应链+合伙人制，全国布局快速发展

- 假设成熟门店日销5万元，测算毛利率约19.4%，费用率约13.5%，分红及除税后净利率约3.1%，年利润48万元；培育门店日销3万元，毛利率约17.4%，费用率约22%，测算月亏损约3.6万元

表 谊品生鲜单店盈利模型

	成熟单店	收入占比	培育期单店	收入占比
门店面积（平米）	400		400	
平均租金（元/平米/天）	5		5	
日销（元，含税）	50000		30000	
坪效（万元/平米）	4.6		2.7	
客单价（元）	25		25	
日均客流（人）	2000		1200	
月报表（万元）				
收入（税后，万元）	128	100%	77	100%
生鲜	103	80%	62	80%
食百等	26	20%	15	20%
毛利（万元）	25	19.4%	13	17.4%
生鲜	18	18%	10	16%
食百等	6	25%	4	23%
人工	6.5	5.0%	6.5	8.4%
租金	6	4.7%	6	7.8%
水电费	1.9	1.5%	1.6	2.1%
折旧摊销费	1	0.8%	1	1.3%
其他	1.9	1.5%	1.9	2.5%
费用合计（万元）	17.3	13.5%	17	22.0%
利润总额（万元）	7.6	5.9%	-3.6	-4.6%
税后利润（万元）	5.7	4.5%		
分红	1.7	30.0%		
除分红税后利润（万元）	4.0	3.1%		
年度利润/亏损（万元）	48.0	3.1%	-42.8	

注：毛利部分，生鲜、食百等占比列（即斜体部分）为分品类毛利率，其他均为占收入（税后）的比例

以上基于同业运营指标经验，并结合亿欧、36Kr、商业观察家等公开的新闻报道给予综合判断，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考。

资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.2 到家为主的前置仓模式

► 主要参与者对比

- 叮咚买菜（上海）和朴朴超市（福州）、每日优鲜属于以前置仓模式为主的到家生鲜电商，发展较为迅速，模型相对成熟，我们在此对比叮咚买菜、每日优鲜与朴朴超市的主要情况作简要分析

表 叮咚买菜、朴朴超市及每日优鲜基本情况对比

	每日优鲜	朴朴超市	叮咚买菜
成立年份	2014	2016	2017
创始人	徐正	陈兴文	梁昌林
定位与客群	针对25-65岁人群	针对家庭主妇	聚焦一日三餐
前置仓个数（家）	1000+	30+	200+（E），2019年计划超400个
区域布局	北京等20多个城市	深耕福州市场，拟进入厦门市场	覆盖崇明以外的上海全部区县
估值	超10亿美元	30亿元	-
投资方	Tiger Global、Sofina、高盛、腾讯、时代资本、保利资本、老虎基金等	美元投资方（具体不详）	高榕资本、琥珀资本、今日资本、红杉资本、红星美凯龙等
供应链与物流	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	1个总仓，30+个仓；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
单店SKU	精选SKU，大仓1600个，前置仓估计几百	估计2500左右	估计1500左右
客单价（预估值）	70-100元	60元左右	50元左右
单店面积（预估值）	80-130平米	300-1000平米	200-300平米
坪效（预估值）	>5万元/年	-	>4万元/年
日均租金（预估值）	一线>2元，二线1-2元	福州，1-3元	上海，估计3元左右
是否盈利	一线城市盈利	否，无盈利仓	否
盈利关键变量	前置仓分摊冷链成本，精选SKU；低租金，高密度覆盖小区	促销致毛利率低，自建配送成本高；前置仓分摊冷链成本，低租金	前置仓分摊冷链成本，低租金，高密度覆盖小区，高复购率

2.2 到家为主的前置仓模式

(1) 每日优鲜：首创前置仓模式，全渠道全品类快速迭代

- 据每日优鲜官网，2014年成立至今，已形成水果、肉蛋、水产、蔬菜等9大品类的全布局，大仓sku约1600个，并精选400余款5星级食材，为消费者提供一站式食品购买平台。在北上广深等全国10个核心城市建立“城市分选中心+社区配送中心”的极速达冷链系统，辐射周围3公里用户，实现2小时送货到家

图 每日优鲜品类结构



2.2 到家为主的前置仓模式

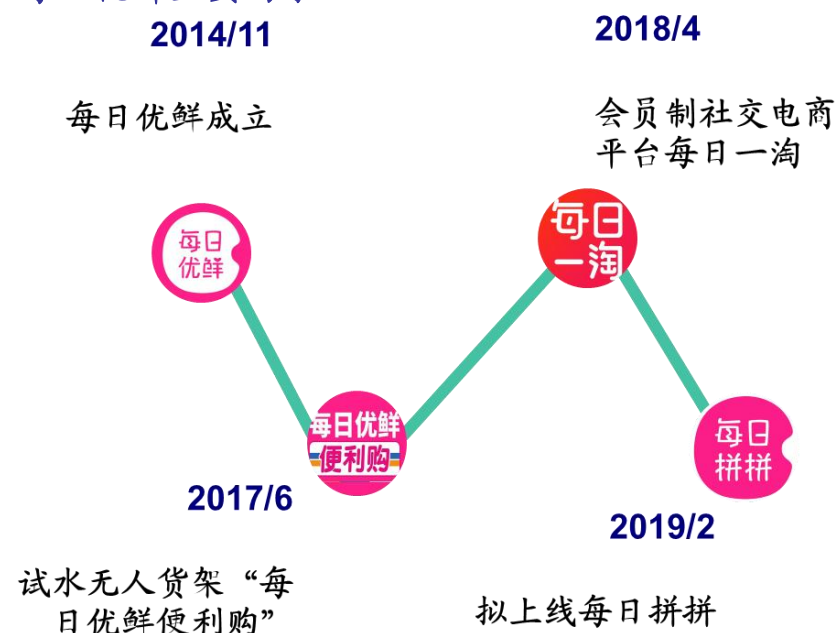
(1) 每日优鲜：首创前置仓模式，全渠道全品类快速迭代

- **融资：**成立以来共获7轮融资，累计融资额超8.5亿美元，2018年9月获4.5亿美元D轮融资，投资方包含老虎基金、腾讯等。
- **迭代发展，开放更多场景：**2014年11月成立，2015年首创前置仓模式，提供生鲜到家业务；2017年6月，上线每日优鲜便利购，试水无人货架业务；2017年11月，全面升级会员制，推出会员专享商品、专属返现、1小时达等专享特权；2018年4月，孵化会员制电商平台每日一淘，涉足社区拼团业务；2019年初上线以拼团和返利为亮点的每日拼拼。

表 每日优鲜历轮融资情况

时间	轮次	金额	参投方
2014-12	天使轮	500万美元	光信资本，元璟资本，展博创投
2015-05	A轮	1000万美元	腾讯产业共赢基金领投，光信资本跟投
2015-11	B轮	2亿元	腾讯产业共赢基金领投，浙商创投、元璟资本跟投
2016-04	B+轮	2.3亿元	远翼投资领投，华创资本跟投
2017-01	C轮	1亿美元	联想创投、浙商创投领投，腾讯产业共赢基金等
2017-03	C+轮	2.3亿美元	Tiger Global、元生资本领投，时代资本跟投
2018-09	D轮	4.5亿美元	高盛集团，老虎基金，腾讯产业共赢基金，时代资本等

图 每日优鲜主要场景



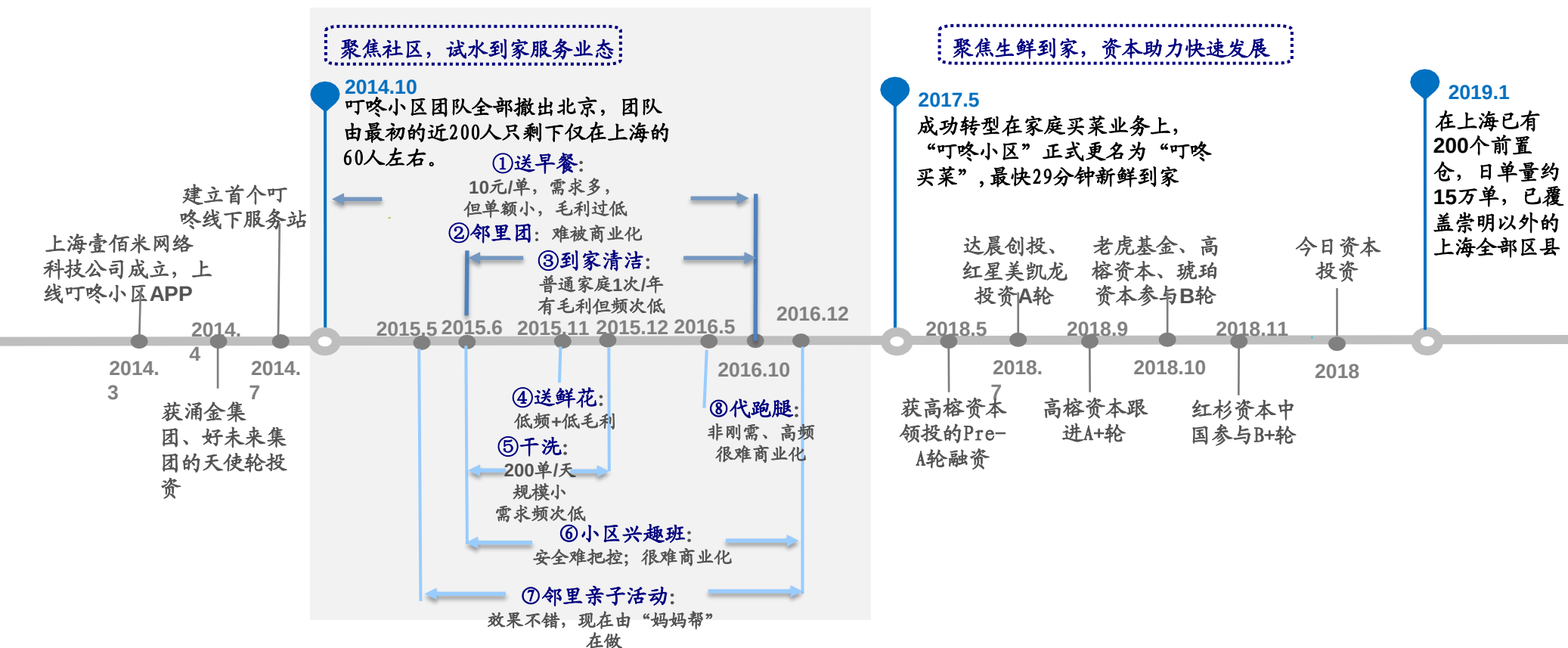
2.2 到家为主的前置仓模式



(2) 叮咚买菜：前置仓模式，专注到家

- 聚焦家庭买菜业务，资本助力下快速发展。据商业观察家报道，截至2019年初，前置仓超200个，覆盖崇明以外的上海全部区县，日单量约15万单，月销售额超1亿元。

图 叮咚买菜发展历史



2.2 到家为主的前置仓模式

(2) 叮咚买菜：前置仓模式，专注到家

- 商业模式：①采购端：以城批采购和品牌供应商直供为主；②配送端：以仓为店，将前置仓设在社区周边，下单后由自建团队配送，0配送费+0起送，满足及时消费需求；③营销端：妈妈帮、社区+分享模式及地推等轻模式快速传播，上线今日菜单，提供菜谱及一键购买；④数据：大数据贯穿采购到配送全链路，精准预测消费数据，降低损耗、提升配送效率

图 叮咚买菜“吃什么”专栏

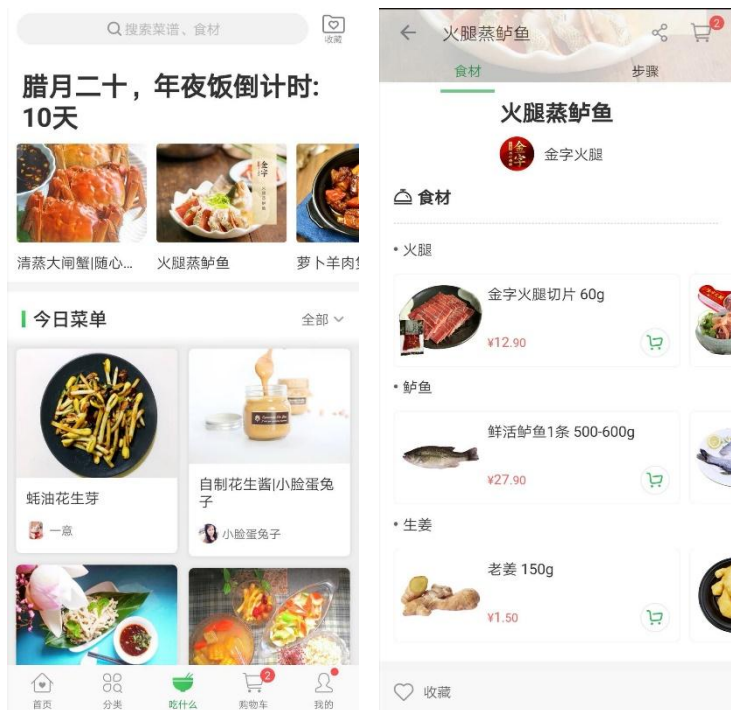
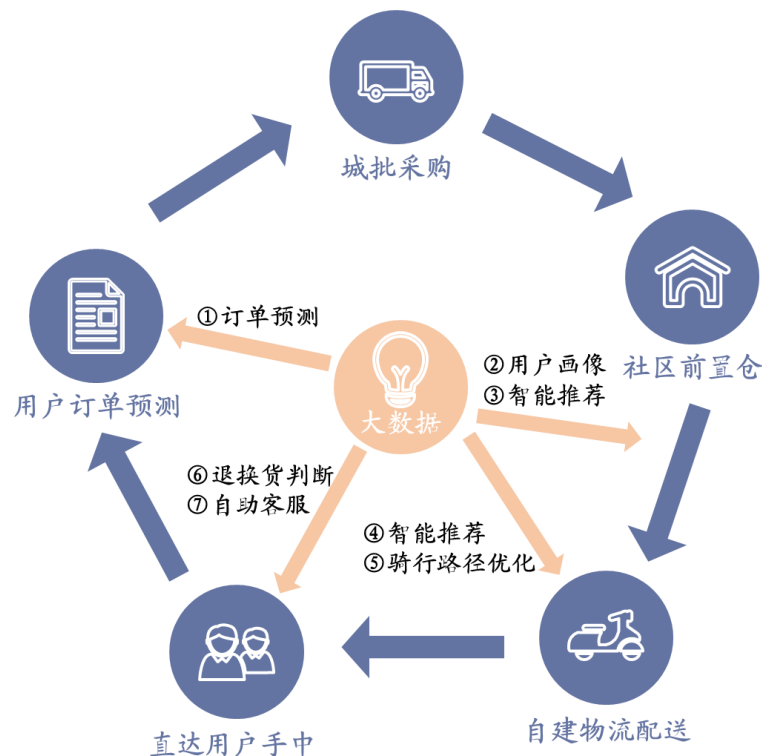


图 大数据赋能叮咚买菜产业链



2.2 到家为主的前置仓模式

(2) 叮咚买菜：前置仓模式，专注到家

- 测算当日均订单达**1250**单时，按年度计算约亏**2**万元，占总收入的**-0.1%**，基本实现盈亏平衡。

	日均订单 800 单		日均订单 1000 单		日均订单 1250 单	
	指标	占比	指标	占比	指标	占比
经营面积（平米）	300		300		300	
平均租金（元/平米/天）	3		3		3	
日销（元，含税）	40000		50000		62500	
坪效（万元/平米）	4.2		5.2		6.5	
客单价（元）	50		50		50	
日均订单/单仓（单）	800		1000		1250	
月收入（万元，税后）	103		128		160	
毛利额（万元）	30.8	30%	38.5	30%	48.1	30%
损耗与满减活动（万元）	8.2	8%	10.3	8%	12.8	8%
人工（万元）	24.5	23.9%	26.6	20.7%	29.2	18.2%
租金（万元）	2.7	2.6%	2.7	2.1%	2.7	1.7%
水电（万元）	2.0	2.0%	2.0	1.6%	2.0	1.2%
折旧摊销及其他（万元）	1.5	1.5%	1.5	1.2%	1.5	0.9%
费用合计（万元）	30.7	29.9%	32.8	25.6%	35.4	22.1%
利润总额（万元）	-8.1	-7.9%	-4.6	-3.6%	-0.2	-0.1%
年度利润（万元）	-98	-7.9%	-55	-3.6%	-2	-0.1%

注：以上基于同业运营指标经验，并结合联商网、搜狐新闻等公开新闻报道给予综合判断，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考。

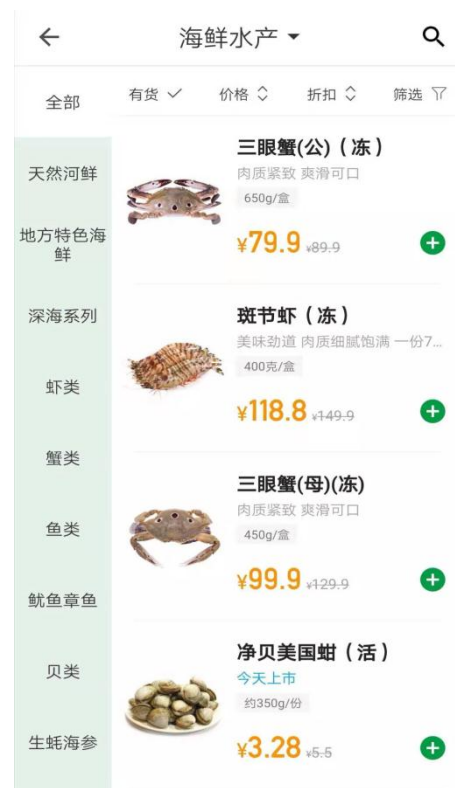
资料来源：海通证券研究所

2.2 到家为主的前置仓模式

(3) 朴朴超市：深耕福州区域，前置仓+纯线上模式

- 2016年成立，以生鲜为主要品类，据搜狐新闻报道，平台sku保持在3000个左右，目前已覆盖福州仓山、台江、鼓楼、晋安等区域，预计2018年底，在福州开设30个前置仓，并计划向厦门、长沙、武汉等地扩展。

图 朴朴超市品类结构



2.2 到家为主的前置仓模式

(3) 朴朴超市：深耕福州区域，前置仓+纯线上模式

- 前置仓选址：**将福州按经纬线格式划分为网格状，每隔半径约3公里，多在网格交叉点选址，并按区域注册用户数规模确定开仓时间，以前置仓作为商品周转、短期仓储及分拣中心，成本更低、灵活性更强。
- 流量：**主要来自于朴朴超市APP及微信小程序。

表 朴朴超市单店模型

	指标	基本假设
➤ 采购： 大中型农业公司直供及产地直采；	面积（平米） SKU（个）	300-1000 2500左右
➤ 商品： 覆盖全品类，以生鲜五品为主，采用气调盒等标品包装形式售卖；	日租金（元/平米） 单量（天/仓）	2 1500-2000
➤ 配送： 自建配送团队，未接入饿了么、京东等渠道，模式较重。目前0元起送，单笔订单满19元即免3元运费。	客单价（元） 日销（万元）	40-60 12
➤ 盈利模型： 补贴力度较大，目前尚未盈利	月报表（万元） 收入（万元） 毛利额（万元） 人工（万元） 租金（万元） 配送（万元）	占比 310 31 10% 38 12% 3.6 1.2% 18 6%
		估计蔬果鱼肉、日配冷藏SKU 700-800个，直采占比约10%，基本来自第三方供应商 估计租金在50-70元/月左右，看地段 估计单仓单日单量约1500-2000个 取决于促销力度 估计生鲜销售占比超50% 估计初始毛利25%，满立减10%、降价3-4%，损耗1% 估计80-100人，40%是配送员 自建团队，估计每单成本3-4块

注：以上基于同业运营指标经验，并结合36Kr等公开新闻报道给予综合判断，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考。

资料来源：海通证券研究所

2.3 到家+到店综合模式

► 主要参与者对比

- 以盒马和永辉生活等为代表的综合模式（虽到家占比不定），结合到家和到店的优势，以门店为中心服务周边1-3公里的用户。我们认为，两大龙头携规模/资本/供应链/技术等优势，均蓄势待发。

表 盒马、永辉生活、永辉mini店对比

	盒马	永辉生活	永辉超市mini
成立年份	2016	2015	2018
创始人	侯毅	永辉超市	永辉超市
定位与客群	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
门店数（家）	100左右	400+(2018E)	<10(18E) 400-800(19E)
区域布局	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
估值（亿）		60	
投资方	阿里巴巴	永辉超市	永辉超市
供应链与物流	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大店，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
单店SKU	3000-4000	1000+	估计2000+
客单价	估计线下100-120，线上70-75	估计30-40	估计20-30
单店面积	估计5000	估计100-150	估计300-600
坪效（预估值）	成熟门店>5	~3	估计>2
日均租金	分区域，估计一线>5，二线2-3	估计一线8-10	估计3-4
是否盈利	否，培育期12个月	否	区域分化，整体仍在培育期
盈利关键变量	高客单价、高毛利率、高复购率，摊薄后台费用和配送成本	日销低、租金高；生鲜SKU丰富度不够	高日销；协同大店供应链，高周转

2.3 到家+到店综合模式

(1) 盒马鲜生：到家&到店，双线融合的效率与机会

- 盒马鲜生的“四不像”模式以数据化、规模化、平台化为关键，以自营或合作的形式加快全国复制，以持续的技术迭代、流程优化降低成本、提升效率，改善盈利

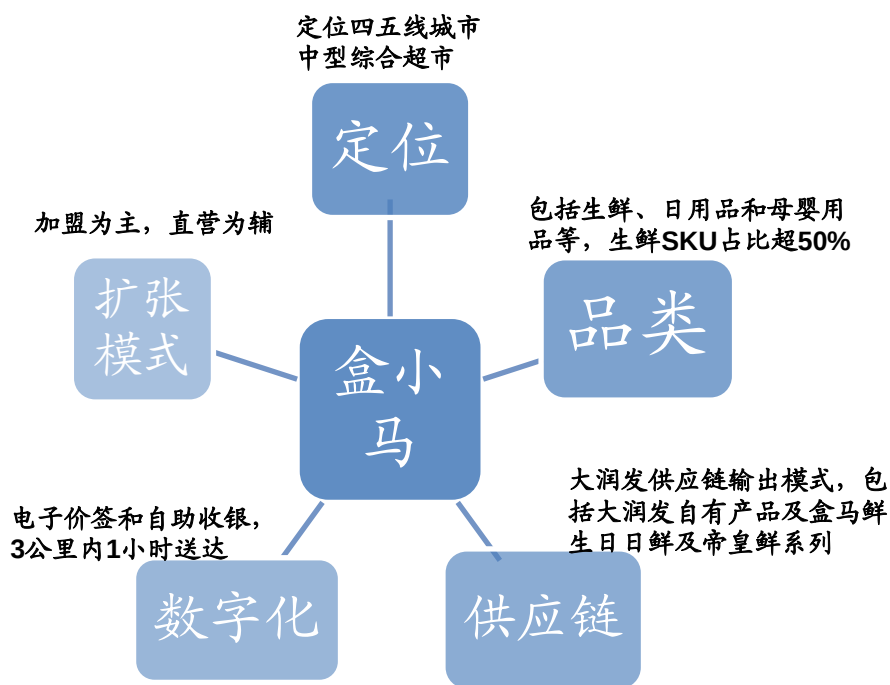


2.3 到家+到店综合模式

(1) 盒马鲜生：到家&到店，双线融合的效率与机会

- 针对低线城市，与大润发合作开设盒小马，阿里的智慧零售基因叠加大润发的供应链基因。2018年6月首店开业，据灵兽报道，盒小马苏州文体占地面积仅800平米，共有8000多个SKU，生鲜占比超50%。截至2018年底共开设9家门店。
- 对标叮咚买菜等社区商业，拟开500-1000平米左右的小业态“日日鲜菜场”小业态。

图：盒小马门店详情



2.3 到家+到店综合模式

(1) 盒马鲜生：到家&到店，双线融合的效率与机会

- 整体运营3年左右，目前盒马整体仍亏损；敏感性分析，测算盒马BEP为日销60-80万元，毛利率22%-26%。

盒马单店模型测算

面积（平米）	5000	
日销（元）	525000	
毛利率	23.0%	
年坪效（万元/平米）	3.83	
平均租金（元/平米/天）	10	
月销售（万元）	1575	占比收入
租金（万元）	150	9.5%
人工（万元）	150	9.5%
水电（万元）	36	2.3%
折旧摊销（万元）	67	4.2%
配送费用（万元）	45	2.9%
营销费用（万元）	20	1.3%
管理费用（万元）	60	3.8%
利润总额（万元）	-86	-5.4%

	客单价（元）	客流/订单	日销（元）
线上	65	3000	195000
线下	110	3000	330000
合计		6000	525000

盒马单店盈亏平衡点敏感性分析

日销（万元）	毛利率（%）					
	20%	22%	24%	26%	28%	30%
50	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%
55	-7%	-5%	-3%	-1%	1%	3%
60	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
65	-3%	-1%	1%	3%	5%	7%
70	-2%	0%	2%	4%	6%	8%
75	-1%	1%	3%	5%	7%	9%
80	1%	3%	5%	7%	9%	11%

注：以上仅为我们根据联商网、搜狐新闻等公开资料及实地考察给予综合判断，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考。

资料来源：海通证券研究所

2.3 到家+到店综合模式

(2) 永辉：以mini店为核心，到店+到家创新

- **Mini店**：以生鲜为主，300-600平米左右的社区店，2018年底开始试水，拉长到店长板，做赚钱的到家业务。

定位精准

- 家门口新鲜的永辉：1公里内，主打生鲜
- 新鲜/便宜/SKU 丰富
- 社区服务基站、到家支撑点、社区拼购点
- 装修简单，低成本投入低

运营与供应链效率

- 商品、人员、培训、调拨等，母店全方位赋能支持mini店
- 高效补退清货，全链条效率优势
- 长半径、短半径、有温度、个性化

永辉mini

裂变拓展

- 以大店为依托，子母店模式拓展
- 航母与护卫舰模型，精准选址
- 布局核心区、潜在盲区、潜力区
- 300-600平米店面，具有品牌效应

到家到店协同

- 开店优于到家：拉长板，补短板
- 外部重于内部：市场换技术，时间换空间
- 轻模式强于重模式：小程序、拼团...APP

2.3 到家+到店综合模式

(2) 永辉：以mini店为核心，到店+到家创新

- “到店”模型：测算500平米店面日销 ≥ 3.5 万元，生鲜毛利率 $\geq 15\%$ ，单店盈利。

	门店A			门店B		
面积（平米）	480			400		
SKU（个）	2700			2500		
税前日销（万元）	3.5			3.0		
坪效（万/平米）	2.3			2.4		
月报表（万元）	占比			占比		
收入（万元）	91			78		
生鲜	59	65%		50	65%	
其他	32	35%		27	35%	
毛利（万元）	15	17%		13	17%	
生鲜	9	15%		8	15%	
其他	6	20%		5	20%	
销售管理费用（万元）	15	16.2%		13	16.7%	
人工	5.9	6.5%		5.4	7.0%	
租金	4.8	5.3%		4.0	5.2%	
折旧摊销	1.5	1.7%		1.3	1.7%	
水电	0.7	0.8%		0.6	0.8%	
其他	1.8	2.0%		1.6	2.1%	
利润总额（万元）	0	0.5%		0	0.1%	
净利润（万元）	0	0.4%		0	0.1%	

门店A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	-9.2%	-8.7%	-8.2%	-7.7%	-7.2%
2.5	-4.9%	-4.5%	-4.0%	-3.5%	-3.0%
3.0	-2.1%	-1.6%	-1.1%	-0.6%	-0.2%
3.5	-0.1%	0.4%	0.9%	1.4%	1.9%
4.0	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%	3.4%
5.0	3.6%	4.1%	4.5%	5.0%	5.5%

注：以上仅为我们基于同业运营指标经验，结合联商网、灵兽等公开新闻及实地考察给予综合判断，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考。

资料来源：海通证券研究所

2.3 到家+到店综合模式

(2) 永辉：以mini店为核心，到店+到家创新

- Mini店“到店+到家”模型：假设到店:到家的日销占比为7:3，测算到店日销 ≥ 4 万、到家毛利率 $\geq 14\%$ ，或日销 ≥ 4.5 万、到家毛利率 $\geq 11\%$ ，单店盈利。

Mini店	到店		到家		到店+到家	
面积（平米）	400		客单价	35	400	
SKU（个）	2500		日订单	422		
税前日销（万元）	4.0		1.7		5.7	
坪效（万元/平米）	3.1				4.5	
月报表（万元）	占比					
收入（万元）	103		44	30%	148	
生鲜	67	65%				
其他	36	35%				
毛利（万元）	17	17%	6.2	14%	24	16%
生鲜	10	15%				
其他	7	20%				
销售管理费用（万元）	13	12.5%	11		24	16%
人工	5.4	5.2%	1.8	4.1%		
租金	4.0	3.9%				
折旧摊销	1.3	1.3%				
水电	0.6	0.6%				
广宣等其他	1.6	1.5%	9	20%		
利润总额（万元）	4	4.2%			-0.1	0.0%
净利润（万元）	3	3.2%			0.0	0.0%

整体净利率对到店日销&到家毛利率的敏感性分析

到店日销 （万元）	到家毛利率						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
3.0	-3.7%	-3.4%	-3.2%	-3.0%	-2.8%	-2.5%	-2.3%
3.5	-2.2%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.3%	-1.1%	-0.9%
4.0	-1.2%	-0.9%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.2%
4.5	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%
5.0	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	1.7%
5.5	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%

注：以上仅为我们根据基于同业运营指标经验及实地考察测算数值，与公司实际经营情况或有偏差，仅供参考。

资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

3. 投资逻辑及个股推荐

- **龙头企业：**对有商品供应链、门店运营、技术和物流能力优势的龙头企业而言，以社区店为主、前置仓为辅，以店&仓为支撑实现更有效率的到家和拼购，是我们理解的更优路径。
- **创业型企业：**在流量成本高企和自身供应链能力不足的约束下，短期的亏损无法避免，因而保持漂亮的成长曲线和持续取得资本的支持至关重要。
- **二级市场角度：**重点推荐生鲜供应链优势显著、门店密度高且贴近社区、具备快速与高效展店能力的超市公司，重点推荐**永辉超市**、**家家悦**、**红旗连锁**等。

永辉超市

- **核心逻辑：**治理、组织、机制的变化，回归核心能力，但更有效的创新。
- **复盘：**治理、组织、激励的创新历程。历经4任董事会和至少3种组织架构，从家族创业成功转型现代化治理结构；理顺业务板块，回归核心大卖场，有望蓄势第二波人效红利；
- **中期转折：**变革创新，2019年再迎高效成长。①两个外部机会：与同业/科技企业更快更好的整合/合作期；②Bravo+mini店协同，到店+到家创新。
- **风险提示：**跨区域扩张、新业态发展、激励机制改善以及投资收益的不确定性

家家悦

- 公司为零售行业稀缺的确定性价值成长标的，优秀的供应链与密集的网点强化竞争壁垒；
- 我们预计2019年扩张提速，多业态/区域密集/供应链优势，同店稳定增长；
- 高管持股+合伙人制度激励充分，拟回购股份用于激励等用途。
- **风险提示：**开店速度低于预期、新店培育期拉长、电商渠道分流、区域竞争加剧。

红旗连锁

- 公司为四川便利店龙头，兼具成长与效率：
- **成长：**成都便利店市场空间大，我们预计可支撑公司未来5-6年快速成长；成功并购红艳、互惠等，整合力较优；
- **效率：**整合完成后内生提效，与永辉合作打造生鲜+便利样本，且新网上银行2018年盈利显著，我们认为，新网上银行未来有望为公司贡献可持续的投资收益。
- **风险提示：**门店租金上涨；门店整合不确定性以及大量开店后管理的复杂性；其他便利店的竞争

风险提示：跨区经营的不确定性，新业态发展不及预期，消费持续疲软

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师声明和研究团队



分析师声明

汪立亭 李宏科

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。

批零研究团队：

批零行业首席分析师

汪立亭

SAC编号：S0850511040005

电 话：021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

联系人：高瑜

SAC编号：S0850118080013

电 话：021-23219415

Email: gy12362@htsec.com

高级分析师

李宏科

SAC编号：S0850517040002

电话：021-23154125

Email: lhk11523@htsec.com

联系人：谢茂萱

SAC编号：S0850118090030

电话：021-23154123

Email: xmx12344@htsec.com

信息披露和法律声明



投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。