

## 商业贸易

2017年07月04日

## 永辉超市 (601933)

——“工匠”思维做零售，业绩加速剑指三千亿市值！

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年07月04日

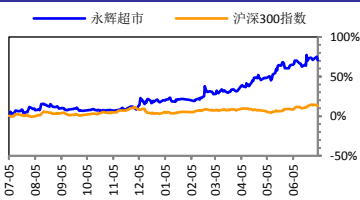
收盘价(元)	7
一年内最高/最低(元)	7.38/4.27
市净率	3.4
息率(分红/股价)	1.71
流通A股市值(百万元)	45562
上证指数/深证成指	3182.80/10474.83

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	2.08
资产负债率%	32.67
总股本/流通A股(百万)	9571/6509
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《晨会推荐 170509》 2017/05/09  
《晨会推荐 170425》 2017/04/25

## 证券分析师

王俊杰 A0230515030002  
wangjj@swsresearch.com

## 联系人

王昊哲  
(8621)23297818×7480  
wanghz@swsresearch.com

## 投资要点：

- 外资超市优势弱化、频频关店，内资超市区域内发展、业绩分化，行业竞争环境优化。外资超市受本土超市崛起的冲击及租金上涨带来的经营压力影响，频频关闭门店。内资超市仍以区域龙头为主，跨区域发展成功案例少，除百联股份（华联超市）、联华超市、华润万家、永辉超市等实现全国范围内扩张外，大部分公司均处在深耕区域市场阶段，经营业绩出现明显分化。随着经营管理能力弱的超市被挤出市场，永辉的发展环境空前良好。
- 采购+物流+陈列+运营+管理，竞争优势难模仿，以生鲜为特色经营有效对抗线上冲击。  
**采购环节：**生鲜品类“农超对接”源头直采，与韩国希杰合作发力全球生鲜采购，引进“中央厨房”模式试水生鲜标准化；食品用品与中百合作开展联合采购，引入牛奶公司打造全球采购垂直供应链，与美国零售服务商达曼国际合作，发展自有品牌业务；服装品类对标国际快时尚品牌，开发自有品牌服饰。**物流配送：**公司拥有12个物流中心，满足全国70%左右的商品配送需求，生鲜冷链物流系统正在加紧建设。**陈列布局：**商品摆放讲求创新，补货、理货及时有序。**运营技术：**生鲜管理技术专业，着眼细节保证品质。**管理制度：**“赛马机制”形成集群间良性竞争，“合伙人制度”充分调动员工积极性，流程优化委员会简化决策节点提高效率。永辉对零售各个环节精益求精，持续提供优质价廉的商品，依靠难以触网的生鲜品类有效抵抗线上冲击，依靠生鲜引流、食品用品盈利成功实现跨区域扩张。
- 门店盈利周期缩短叠加议价能力提升，公司现金流结构迎来拐点推动市值股价同步提升。2010年上市至2016年，公司收入复合增速26%，净利润复合增速23%，市值增长85%，股价仅上涨15%。公司经营模式和过快扩张导致现金流缺口较大，持续股权融资摊薄EPS，市值增长与股价上涨分离。自2016年开始，公司异地市场基本实现全面盈利，新开门店培育期大幅缩短，门店自身的现金流回款周期随之缩短；经营规模扩大之后，门店固定资产和装修的折旧摊销回款金额巨大；随着经营规模的扩大，公司对上下游的议价能力在持续提升，上下游占款能力增强，因此公司现金流结构从2016年将迎来拐点，结束公司长期以来现金流结构存在的缺口问题，市值、股价进入同步提升阶段。
- 2017年同店/收入/净利润增速逐季向好，未来销售额有望超3000亿，净利率达5%。随着价格效应的逐步减缓，2017年门店同店增速将会逐季向好，收入增速随之逐季向好，而净利率的提升幅度和节奏不变，因此未来几个季度净利润增速将呈现加速的情况。按照公司目前的展店计划和经营效率，营收规模将超过3000亿规模，净利率有望达到5%。
- 上调盈利预测，上调目标价，维持买入评级。我们上调公司盈利预测，预计2017-2019年营收为610/747/912亿元（原预测604/732/879亿元），归母净利润为20.5/27.6/36.2亿元（原预测17.1/23.3/29.8亿元），对应当前股价的PE分别为33/24/19倍。参考同行业可比上市公司，我们给予公司2017年40倍PE，对应的合理股价为8.6元，较当前股价仍有超过20%的上涨空间，维持投资评级“买入”。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,232	15,261	60,950	74,672	91,200
同比增长率(%)	16.82	13.76	23.80	22.51	22.13
净利润(百万元)	1,242	744	2,053	2,729	3,566
同比增长率(%)	105.18	57.55	65.30	32.93	30.67
每股收益(元/股)	0.13	0.08	0.21	0.29	0.37
毛利率(%)	20.2	20.9	20.8	21.0	21.2
ROE(%)	6.5	3.7	10.2	12.5	14.8
市盈率	54		33	24	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年营业总收入合计分别为 610 亿元、747 亿元、912 亿元，同比增速分别为 23.8%、22.5%、22.1%；实现归母净利润分别为 20.5 亿元、27.6 亿元、36.2 亿元，同比增长 65.2%、34.6%、31.0%，对应当前股价的 PE 分别为 33、24、19 倍。鉴于公司未来几年业绩高、增长确定性强，参考同行业可比上市公司，我们给予永辉超市 2017 年达到 40 倍 PE 的预测，对应的合理股价为 8.6 元，较当前股价仍有超过 20% 的上涨空间，维持投资评级“买入”。

### 关键假设点

公司当前门店培育周期大幅缩短，员工开店积极性大幅增加，账上现金流充裕，预计未来几年门店开设速度加快，预计 2017-2019 年新开门店数量分别为 108/122/141；

公司目前已经实现绝大部分省份的盈利，未来开店将会在成熟区域的门店加密，各区域尤其是次新区域毛利率将维持稳步小幅提升；

公司全面推广门店扁平化管理和合伙人机制，预计未来几年每平方米经营面积员工数将呈现小幅下降，预计 2017-2019 年每平方米经营面积员工薪酬费用分别为 898 元、923 元、963 元；

随着实体商业物业供给过剩及公司议价能力的提升，公司每平方米物业租金涨幅放缓，预计 2017-2019 年每平方米经营面积日租金分别为 0.85 元、0.85 元、0.85 元。

### 有别于大众的认识

中长期的角度来看，市场可能认为，永辉超市在收入规模和净利率水平当前即将接近天花板。收入规模来看，市场可能会对标高鑫零售，认为高鑫零售是一个全国化的大卖场公司收入规模当前也只有永辉的 2 倍多，因此永辉超市未来的收入规模的极限大体也在这一水平，我们认为，高鑫零售的全国化布局具有比较强的偶然性，尽管它在内部经营管理水平确实较高，但是它的异地扩张是在外资超市的光环下推动的，是在各地纷纷吸引外商投资的背景下占领的市场份额，而永辉超市的全国布局是通过踏实的供应链能力和差异化的竞争手段实现的，因此，二者实现全国化布局的过程是完全不一样的，全国化布局之后的发展空间也不可同日而语。一旦丧失外资超市的超国民待遇之后，高鑫零售的展店将受到很大的限制，而永辉凭借强大的供应链管理能力和在消费者心目中打下的口碑在门店扩张过程中具有强大的生命力。净利率水平来看，市场普遍认为，作为一个超市公司，净利率水平的极限水平也就是 3%-4% 左右，不会再高，因为沃尔玛、高鑫零售的净利率水平差不多是这个水平。我们至少有三个层面的证据能够证明，永辉的长期的净利率水平将很有可能达到 5% 以上。第一，沃尔玛在美国国内的净利率水平接近 6%；第二，永辉超市当前成熟区域如重庆地区的净利率水平也在 5% 以上；第三，我们通过测算永辉毛利率、费用率未来的提升和压缩空间，也可以得出公司未来的净利率水平很有可能达到 5% 以上。

短期来看，公司 2017 年一季度收入增长 13.5%，净利润增长 57.5%，市场普遍认为，一季度的净利润增速是全面最高增速，之后增速将逐季回落。我们认为，今年一季度公司净利润增速很有可能是全年最低增速。原因在于，今年一季度由于受到猪肉和鲜菜价格大幅下跌等因素的影响，同店增速情况非常差，老店同店增速为 0，净利润大幅增长的重要原因在于公司今年处于全面盈利合伙人机制全面推广之后的净利率大幅提升周期，我们认为，后面几个季度，随着价格效应的逐步减缓，门店同店增速将会逐季向好，收入增速将逐季向好，而净利率的提升幅度和节奏不变，因此，未来几个季度净利润增速将呈现加速的情况。

### 股价表现的催化剂

公司业绩持续超预期。

### 核心假设风险

通货紧缩、新开门店培育期拉长，业绩不达预期。

## 目录

<b>1. 公司概况：国内超市龙头，行业精耕细作多年</b>	<b>9</b>
1.1 超市行业龙头白马，收入利润持续增长	9
1.2 多品牌体系齐头并进，业态发展不断创新	9
1.3 区域布局逐步完善，物流建设稳步推进	10
<b>2. 行业分析：生鲜品类超市渠道，巨大市场待开发</b>	<b>12</b>
2.1 生鲜商品高频微利，农贸市场和超市为主要渠道	12
2.2 超市渠道渗透率低，对标海外占比提升空间巨大	13
2.3 农改超助力民生超市发展，消费升级带动精品超市扩张	14
2.4 生鲜品类触网难度大，电商渠道难以成为消费主流	15
<b>3. 同业比较：外资退出+内资分化，行业版图重构</b>	<b>16</b>
3.1 外资/合资超市：外资企业优势弱化，频频关店退场	16
3.1.1 高鑫零售：线上冲击对客流影响明显，经营优势不断弱化	16
3.1.2 沃尔玛：收购1号店欲进军电商业务，发展现状不尽如人意	18
3.1.3 家乐福：重点布局一线城市，租金上涨带来巨大经营压力	19
3.2 内资超市：区域性超市为主，门店经营出现分化	20
3.2.1 中百集团：中西部超市龙头，与永辉合作推进供应链建设	20
3.2.2 步步高：西南地区密集布点，跨境电商业务仍处于探索阶段	21
3.2.2 家家悦：借山东资源优势发展生鲜，竞争优势难跨区域复制	23
<b>4. 公司分析：进入高速增长通道，未来千亿规模可期</b>	<b>25</b>
4.1 竞争优势：“工匠”思维做零售，竞争优势难模仿	25
4.1.1 采购环节：统采/直采/联采，多渠道保证产品优质低价	25
4.1.2 物流配送：全国网络构架完善，引进技术提高周转	28
4.1.3 陈列布局：商品摆放讲求创新，补货、理货及时有序	29
4.1.4 运营技术：生鲜管理精益求精，着眼细节保证品质	31
4.1.5 管理机制：赛马机制+合伙人制度，充分激发企业活力	31
4.2 门店布局：行业低迷中逆势扩张，全国布局基本完成	33
4.2.1 零售行业景气低迷，永辉超市逆势展店	33
4.2.2 跨区域布局基本完成，华西、华东为未来展店重点	35
4.2.3 收入与门店同步增长，公司坪效保持稳定	36
4.3 财务状况：扩规模、提毛利、降费用，三管齐下增厚利润	38
4.3.1 同店+新店双马车拉动，收入增速提升仍有空间	38
4.3.2 成熟区域维持高毛利，新区/次新区提升空间大	40
4.3.3 门店盈利周期缩短叠加议价能力提升，公司现金流结构迎来拐点	41

4.3.4 公司各方面经营指标持续向好，处于历史最好发展时期 .....	42
<b>4.4 未来发展：“云超+云创+云商+云金”四轮驱动 .....</b>	<b>47</b>
4.4.1 云超：继续加码高端绿标店，稳步提升门店密集度 .....	47
4.4.2 云创：孵化培育零售新业态，引导消费结构转型升级 .....	49
4.4.3 云商：探索生鲜加工 B2B 业务，大力建设“彩食鲜”中央厨房 .....	49
4.4.4 云金：开展银行/保理/小贷服务，掘金供应链金融市场 .....	50
<b>5. 盈利预测与估值.....</b>	<b>50</b>

## 图表目录

图 1: 永辉上市以来收入稳步增长.....	9
图 2: 永辉上市以来利润稳步增长.....	9
图 3: 永辉超市品牌体系.....	10
图 4: 永辉超市门店及物流中心区域拓展历程.....	11
图 5: 全国超市渠道各品类年均购买频次.....	12
图 6: 生鲜产品四类主要购买渠道.....	13
图 7: 2011-2016 年中国生鲜超市行业市场规模 (万亿元).....	13
图 8: 中国农产品流通各渠道占比 (%).....	14
图 9: 主要国家农产品超市渠道流通比重 (%).....	14
图 10: 各类商品产品附加值和电商化难度对比.....	15
图 11: 大润发全国门店分布图.....	17
图 12: 欧尚全国门店分布图.....	17
图 13: 沃尔玛全国门店分布图.....	18
图 14: 家乐福全国门店分布图.....	19
图 15: 中百集团近十年营收及增速情况.....	20
图 16: 中百集团近十年净利润及增速情况.....	20
图 17: 步步高近十年营收及增速情况.....	22
图 18: 步步高近十年净利润及增速情况.....	22
图 19: 步步高云猴全球购电商平台.....	23
图 20: 家家悦上市以来营收及增速情况.....	23
图 21: 家家悦上市以来归母净利润及增速情况.....	23
图 22: 家家悦全国采购网络.....	24
图 23 家家悦自有品牌体系.....	24
图 24: 永辉开发自有品牌拿典.....	27
图 25: 永辉重庆西永物流中心作业流程.....	29
图 26: 永辉超市水果区陈列布局.....	30
图 27: 永辉超市蔬菜区陈列布局.....	30
图 28: 永辉超市公司管理架构图.....	32

图 29: 永辉超市合伙人制度具体实施细则 .....	33
图 30: 2016 年部分连锁超市净利润仍为负增长 .....	34
图 31: 连锁超市市场占有率出现分化 .....	34
图 32: 永辉超市与高鑫零售新增店面对比 (家) .....	35
图 33: 永辉超市与高鑫零售营业面积对比 (万平米) .....	35
图 34: 公司门店分布和密集度示意图 .....	35
图 35: 永辉销售收入和门店扩张速度同步 .....	37
图 36: 高鑫零售门店扩张速度明显快于收入增速 .....	37
图 37: 永辉超市与高鑫零售的总坪效 (万元/平方米) .....	37
图 38: 永辉超市与高鑫零售的坪效 YOY .....	37
图 39: 永辉超市营业收入及增长情况 (亿元) .....	38
图 40: 永辉超市收入净增长拆分 (亿元) .....	40
图 41: 高鑫零售收入净增长拆分 (亿元) .....	40
图 42: 永辉超市与高鑫零售新增店面贡献率对比 .....	40
图 43: 永辉超市与高鑫零售同店增长率对比 .....	40
图 44: 各区域毛利率情况 .....	41
图 45: 永辉超市综合毛利率 .....	41
图 46: 永辉超市净现金流变化情况 .....	42
图 46: 超市行业相关公司控股股东及其一致行动人持股比例 .....	42
图 47: 永辉超市物业租金费用率变化情况 .....	43
图 48: 永辉超市人效变动情况 (万元/人) .....	44
图 49: 永辉超市人效 (万元/人) 和员工薪酬费用率 .....	44
图 50: 永辉超市固定资产及长期待摊费用周转情况 .....	45
图 51: 永辉超市固定资产及长期待摊费用周转情况行业对比 .....	45
图 52: 永辉超市存货周转情况 .....	45
图 53: 永辉超市应付账款周转天数情况 (月) .....	46
图 54: 永辉超市应付款与预收款占比 .....	46
图 55: 永辉超市门店转租租金水平 (元/平米/天) .....	46

表 1: 永辉超市采购方式汇总 .....	25
表 2: 永辉各区域物流中心情况 .....	28
表 3: 生鲜运营是一系列细微技术与技巧的组合 .....	31
表 4: 近年来倒闭的区域性超市 .....	34
表 5: 永辉超市各大区门店数量及新增门店分布 .....	36
表 6: 永辉超市销货收入拆分 (百万元) .....	38
表 7: 永辉超市各业态同店增速 (%) .....	39
表 8: 永辉超市与高鑫零售销货收入拆分对比 (百万元) .....	39
表 9: 永辉超市营业规模预测 .....	47
表 10: 永辉超市毛利率及净利率预测 .....	48
表 11: 超市行业可比上市公司未来两年估值情况 (股价采用 2017-07-04 收盘价) .....	50

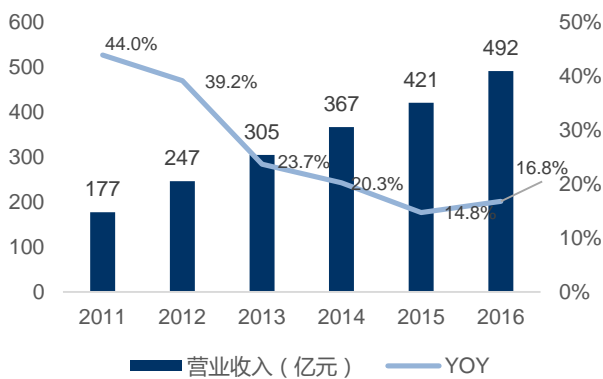


# 1. 公司概况：国内超市龙头，行业精耕细作多年

## 1.1 超市行业龙头白马，收入利润持续增长

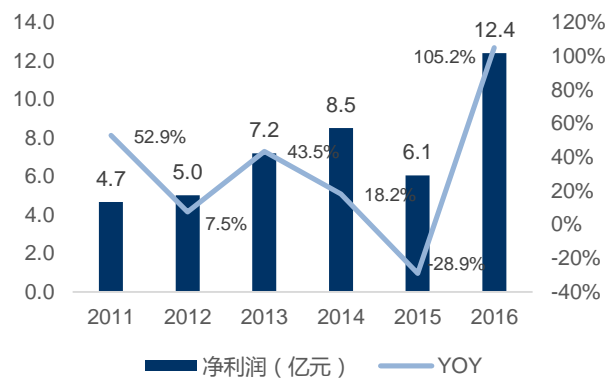
永辉超市是国内超市行业龙头，上市以来跨区域扩张迅猛，营收利润稳步增长。永辉超市是中国首批将生鲜农产品引进现代超市，实现“农改超”的流通企业之一。公司成立于2001年，成立之初以生鲜品类作为切入点，不断完善零售企业供应链上的各个流通环节，形成独具特色的零售经营之术，2010年底登陆资本市场，借助资本市场逐步开始跨区域扩张，截至2017年一季度末，公司在福建、重庆、四川、北京、安徽等19个省市共开设520家门店，总面积444万平方米，成为国内第5大超市企业。2016年，公司营业收入492.32亿元，同比增长16.8%，归母净利润12.42亿元，同比增长105.2%，其中经常性归母净利润10.94亿元，同比增长80.80%，上市以来营收复合增速达26%，经常性归母净利润复合增速达24%。

图 1：永辉上市以来收入稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：永辉上市以来利润稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 多品牌体系齐头并进，业态发展不断创新

公司持续加码新业态，多种品牌协同发展。2000年07月，公司开设第一家“农改超”超市——永辉生鲜超市（福州屏西店），尝试把生鲜农产品引进现代超市。永辉屏西超市经营面积为1500平方米，其中“生鲜区”的经营面积就占到整个超市的50%~70%。永辉最早均为**红标店**，即大卖场式的平价超市，大多接近社区。为顺应时代趋势，永辉超市进行了门店改制升级，第一家**绿标店**2010年于重庆开业，绿标店在商品结构和服务上定位相对高端。第一家**精标店**2015年12月于福州开业，同属于Bravo系列，但是规格要高于一般的BravoYH门店。2015年11月18日，第一家O2O门店**会员店**在上海开业，永辉开始尝试打通线上线下渠道。2016年，在资本助推下，便利店行业一举站上风口，进入快速扩张期。2016年11月，永辉于重庆开出了第一家社区店“**永辉优选**”，依托其供应链优势，尝试切入社区便利店市场。2017年，经过长期对新零售业态的思考，永辉第五种业态横空出世，名为**超级物种**。2017年1月1日，“超级物种”在福州开业，位于福州鼓楼区五四路商圈CBD核心地段，其营业面积500平方米。

永辉超市目前核心品牌包括：永辉超市（红标店）、BravoYH（绿标店）、永辉会员店、永辉优选店、超级物种。永辉超市（红标店）是永辉旗下大卖场式的平价超市，是公司最早的业态，主要服务于居民日常生活中的必需品购买，属于民生型超市。BravoYH（绿标店）在商品结构和服务上定位相对高端，是在线下卖场的体验性越来越重要、一线市场消费者的需求越来越细分化、高端商品的需求稳步增加的背景下成立；同属于 Bravo 系列的精标店规格要高于一般绿标店，主打 Slow Food（慢饮食），通过“餐厅+零售+智能体验”结合，吸引中高端消费人群。永辉会员店经营面积一般在 200 平左右，为顾客提供购物、餐饮等一站式服务体验，不仅提升了商品档次和品质，而且引进电子价签，强化信息技术升级，提供线上下单，打通线上线下消费闭环。永辉优选店每个门店面积约在 300~800 平方米左右，前期主要辐射周边 1 公里内的发展较为成熟的中高端社区，并支撑京东到家、线上线下互动、收发快递等生活服务项目，其目标为致力于打造 O2O 社区型便民生活服务中心。超级物种营业面积 500 平方米，餐饮部份占据 70% 左右的门店面积，余下部分由健康有机生活馆与静候花开花艺馆组成，其核心概念为超市+餐饮，作为多重餐厅的结合模式，提供新鲜、安全、高性价比的全球优质食材。

图 3：永辉超市品牌体系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 区域布局逐步完善，物流建设稳步推进

上市以来，永辉超市稳步推进全国各区域布局。1995年12月，永辉福建第一家超市（福州市鼓楼区古乐微利超市）成立。2004年，永辉实施“根植福建，走向全国”的发展战略，首站选择进军重庆。2004年10月，永辉省外市场第一家门店于重庆开业。2009年1月，永辉开始进军以北京为中心的京津冀都市圈和环渤海经济区。2010年4月，永辉超市入驻合肥，标志着永辉超市启动长三角经济区“安徽”发展战略。2010年10月，永辉贵州首家门店（金源购物中心店）隆重开业，标志着永辉正式启动黔北经济区扩张战略，华西区域版图向南扩大。2011年8月，永辉超市江苏首店（南京滨江新城店）盛大开业，永辉逐渐开始华东区域市场布局。2011年9月，永辉超市河南第一店（郑州东太康路店）隆重开业，标志着永辉超市正式拓展中原经济区。2011年11月，黑龙江、吉林永辉超市首店相继开业，永辉超市进入东北三省。2013年6月，永辉超市正式进驻广东市场，永辉大卖场（广东深

圳宝安大道店)盛大开业,华南区域市场慢慢打开。2013年11月,永辉超市陕西首店(西安大明宫万达店)盛大开业,华西区域版图向北扩张。

目前,永辉已形成福建大区(福建、广东、江西)、华西大区(重庆、四川、贵州、陕西、云南)、北京大区(北京、天津、河北、山西)、东北大区(黑龙江、吉林、辽宁)、华东大区(江苏、浙江、上海)、河南大区、安徽大区共七大区域。

**物流体系逐渐完善,随门店扩张节奏进行布局。**2004年2月,福建永辉采购配送中心成立。2005年7月,永辉集团斥资2亿元建设福建南屿永辉现代物流配送中心,并于2011年7月正式投入使用,福建大区物流中心最早完成建设。永辉进入以重庆为首的华西大区后,逐步展开物流仓储配送中心的建设。2008年11月,永辉(彭州)农产品加工配送中心奠基,并于2015年6月正式开业。2010年,永辉斥资6亿元在重庆沙坪坝区打造华西大区西永食品用品配送中心,常温库于2012年8月投入使用,生鲜库于2014年1月投入使用。2011年3月,位于安徽省合肥市肥东县的“永辉华东商贸物流园”开工奠基,第一期于2012年12月运行。2011年9月,公司与沈阳市于洪区人民政府签订项目投资框架协议,规划建设占地770亩的“永辉东北交易物流中心”,并于2015年投入使用。2012年9月18日,北京朗各庄物流中心投入使用。2013年10月24日,河南郑州物流中心投入使用。2014年,上海和江苏南京的物流中心相继投入使用。2015年4月,河北石家庄物流中心投入使用,与北京郎各庄物流中心共同为北京大区商品仓储配送提供服务。2015年新增广东东莞、浙江杭州两个物流中心,增强相应区域物流配送能力,为各区继续扩张奠定供应链基础。

目前,公司拥有12个物流中心,包括3个全国性物流中心(福建南屿、重庆西永、安徽肥东)和9个区域性物流中心(北京朗各庄、河南郑州、上海、江苏南京、四川彭州、浙江杭州、广东东莞、辽宁沈阳、河北石家庄),各区域物流配送中心建设初步完成。

图4:永辉超市门店及物流中心区域拓展历程



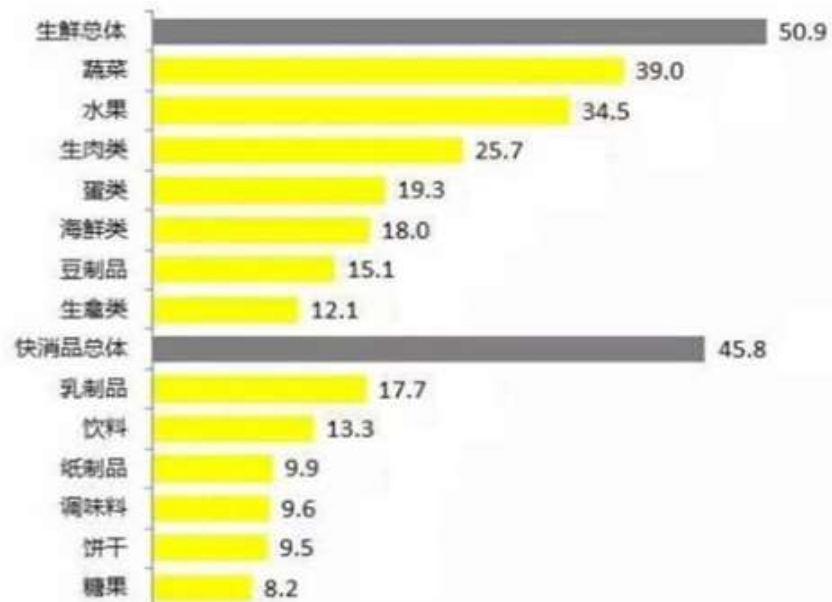
资料来源:公司公告,申万宏源研究

## 2. 行业分析：生鲜品类超市渠道，巨大市场待开发

### 2.1 生鲜商品高频微利，农贸市场和超市为主要渠道

生鲜产品是居民生活必需品，具有消费频次高、毛利低的特点。生鲜主要是指人们日常生活中所消费的农副产品，包括蔬菜、水果、水产、粮食等，它是人们居家饮食中一个极其重要的组成部分，其显著特点是消费者购买量大、频率高、周转速度快，在超市经营中能起到聚客引流作用。由于生鲜食物保质时间短，运输中容易产生损耗，经营管理难度大，因此超市生鲜品类往往毛利低，一般在 15%以下，远低于日用百货类 30%以上的毛利水平，在产品结构中处于次要和补充地位。一般超市生鲜销售占比在 10%-30%之间，永辉超市生鲜销售占比较高，在 40-60%左右。

图 5：全国超市渠道各品类年均购买频次



资料来源：凯度消费者指数、申万宏源研究

生鲜产品购买渠道包括农贸市场、马路市场、连锁超市、电商平台等。传统的农贸市场是由政府或企业兴办、在城乡设立的可以进行自由买卖农副产品的市场。农贸市场一般规模较大，拥有独立用地，经营场所固定，管理较为规范，商户入驻需要缴纳摊位租金。现有农贸市场多为 20 世纪 80 年代改革开放的产物，建设年限已久，场内摊档位陈旧，购物环境十分恶劣。马路市场以道路为载体，经营者既不进市场，也不进店铺，占道为市，当街交易，是对现有农贸市场和连锁超市的补充，在一定程度上方便了周边居民的生活。但马路市场不能保证所售食品的安全，经营者流动性强，对城市市容秩序、环境、卫生、交通都带来了很大的负面影响。随着城市的连锁超市、生鲜超市、大卖场的增加，超市已成为消费者日常采购生鲜的重要渠道。超市往往地理位置优越，购物环境良好，管理服务规范，满足了居民高档次农副产品的日常需求。但是，超市地理位置一般靠近城市人流密集区，门店租金较高，因此生鲜产品价格比农贸市场高，通常作为超市聚客引流产品存在。电商平台作为近年来新发展的渠道之一，渐渐吸引到部分中高端消费群体，但由于其较高的物流成本和供应链管理要求，目前其经营品类还主要以高端蔬果为主。

图 6：生鲜产品四类主要购买渠道

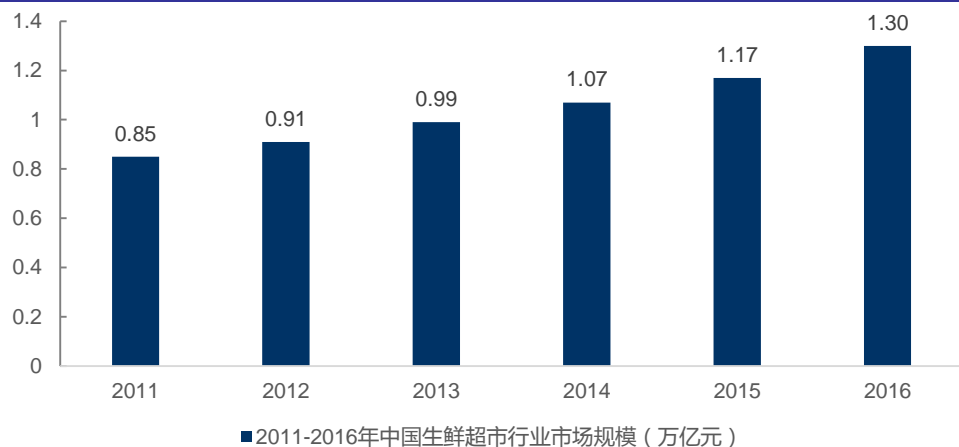


资料来源：申万宏源研究

## 2.2 超市渠道渗透率低，对标海外占比提升空间巨大

中国生鲜消费市场体量巨大，生鲜超市行业规模逐步扩张。生鲜商品作为居民生活必需品，在百姓居家饮食中占有重要作用。中国居民食品消费支出中，生鲜类食品占比超过 50%。2015 年，中国食品消费支出近 7 万亿，生鲜类食品支出超过 3 万亿，消费市场体量巨大。根据博思数据发布的《2016-2022 年中国生鲜超市市场分析与行业调查报告》，2011 年至 2016 年我国生鲜超市行业市场规模保持着稳定增长的良好态势，2011 年生鲜超市行业市场规模为 0.85 万亿元，2016 年的市场规模增长至 1.30 万亿元。

图 7：2011-2016 年中国生鲜超市行业市场规模（万亿元）

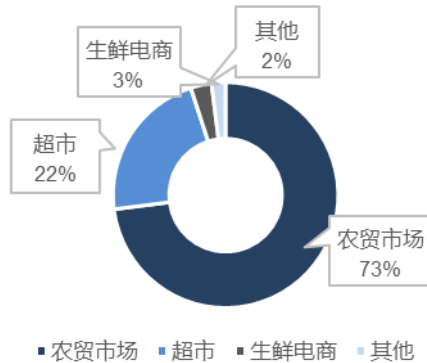


资料来源：中国连锁经营协会，申万宏源研究

生鲜产品销售仍以农贸市场为主，超市渠道渗透率提升空间大。根据易观智库《2016 中国生鲜电商物流行业专题报告》，2016 年中国农产品交易活动中，73%是通过农贸市场完成的，超市渠道只占到 22%的市场份额。发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店流通，其中美国和德国该类渠道占比达到 90%，日本该类渠道销售的农产品也达到 70%。从世界范围内农贸市场的发展过程来看，农贸市场的发展与城市经济发展水平息息相

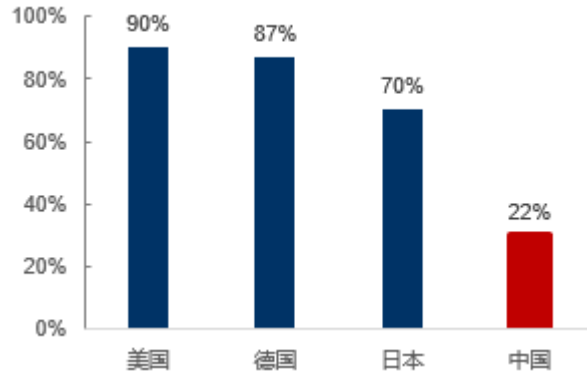
关，超市化是农贸市场进一步发展的必然趋势，我国超市渠道在生鲜品销售中的占比还有很大提升空间。

图 8：中国农产品流通各渠道占比（%）



资料来源：易观智库，申万宏源研究

图 9：主要国家农产品超市渠道流通比重（%）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

### 2.3 农改超助力民生超市发展，消费升级带动精品超市扩张

**全国各地纷纷试水“农改超”模式，超市渠道有望成为生鲜品消费主流。**自 2001 年以来，从福建省的福州市开始，由南而北，广州、深圳、昆明、杭州、南京、北京等等许多城市都提出了自己大规模的“农改超”计划。这些城市计划用 3-5 年的时间完成三环或几环内的“农改超”工作，其目标是将传统的集贸市场用现代化的连锁超市形式取而代之，最终将农贸市场赶出城市。在政府“农改超”政策的大力支持下，超市有望抢占现有农贸市场渠道的市场份额，成为居民生鲜产品采买的主要方式。

**主流消费群体向年轻一代转移，带动日常消费习惯和购买方式变迁。**老一代人买菜主要去菜市场，这是他们长久的生活习惯和省钱的生活意识使然。年轻一代的消费者，70 后甚至部分 60 后，不但要求价格实惠，更加重视购物环境的舒适及便利性，80 及 90 后更是讲求购物体验。在购物环境上，超市比起拥挤的菜市场具有绝对优势；在品类上，超市因其全国采购及资源调配，提供的品种远胜过局限于当地农业作物的菜市场；在便利性上，超市不局限于早晚两个买菜高峰，全天均有供应，而且去超市买日常用品已经成为习惯，可以顺便买菜。因此，超市更迎合年轻消费者的购物习惯。随着年轻人逐渐成为社会的主流消费群体，传统的菜市场必然会被超市所取代，这是消费者习惯变迁的自然产物，也是超市渠道能够在全国成功扩张的群众基础。

**居民生活质量不断提升，对品质的要求推动消费结构转型升级。**随着人均收入水平不断提高，居民生活质量逐渐改善，对食品品质、安全、便捷性方面提出了更高的要求。目前我国正处于消费水平快速增长和消费结构转型升级时期，生鲜是消费者进行消费升级意愿最高的品类。根据 2016 年 BCG 中国消费者信心调查显示，有 63% 的消费者表示要购买品质更好的生鲜产品，而所有品类的平均比率仅为 42%。生鲜消费者不仅仅追求购买更优质的产品，他们同时要求更专业、值得信赖的产品和服务以及创新的生活解决方案。以蔬菜类为例，消费者对包装净菜的需求持续增强；而在肉类中，牛羊精品小肉种占比不断提高，

升级趋势明显。消费升级给精品超市扩张提供了巨大的发展空间，中高端消费群体购买力不容小觑。

## 2.4 生鲜品类触网难度大，电商渠道难以成为消费主流

生鲜电商行业处于资本驱动下抢占市场阶段，全行业亏损面高达 90%以上。前瞻产业研究院提供的生鲜电商报告指出，在目前全国 4000 多家生鲜电商企业中，能够盈利的平台极少，比例仅为 1%，盈亏平衡的生鲜电商所占的比例为 4%，而略有亏损的生鲜电商所占比例高达 88%，剩下的 7%是巨额亏损。在经历了 3 年左右的爆发式增长后，2016 年我国生鲜电商集体进入寒冬期，呈现出业绩下滑、增长缓慢的状态。据不完全统计，仅 2016-2017 年间，就有 14 家生鲜电商企业倒闭，如鲜品会、菜管家、美味七七等。目前，生鲜批发毛利在 10-20%，对于生鲜电商企业而言，物流加仓储一般占整体价格的 10%，人工成本占 10%，用于市场推广的用户补贴占 10%，货物损耗占 10%，平台盈利难度非常大。

图 10：各类商品产品附加值和电商化难度对比



资料来源：易观智库、申万研究

生鲜商品作为非标品，SKU 多、品控难度大，购物体验难以保证。生鲜产品天然有好有坏、品相不一，消费者自己去店中挑选，无论好坏，都是自己的责任，同时自行承担品控、物流等工作，对商家来说这是成本最低的销售方式。与在传统卖场自行选购生鲜相比，消费者在电商平台上购买生鲜产品，由于不能看到商品实物，只能通过图片及描述进行决策，无法确保需求完全匹配，往往会在收到货物时产生预期偏差。一方面，生鲜产品实物通常品相没有网上图片展示得精美，消费者反映最多的问题也是最后到手的货物与在网上看到的图片存在差异；另一方面，消费者对口味、品相、价格等方面的需求是个性化、多样化的，例如沱沱工社遇到过明明是原生态的黄瓜，但用户认为品相不好而退货造成损耗的现象，这些因素都将造成用户购物体验差的问题，从而影响电商平台集客能力。

**我国生鲜品类流通环节损耗率高、毛利率低，盈利空间有限。**生鲜商品保质期短，运输过程中容易产生损耗，且目前我国仓储和冷链物流配送体系并不完善，导致我国生鲜品损耗率居高不下。根据易观智库《2016 中国生鲜电商市场年度盘点报告》，我国生鲜品的损耗率高达 10-25%，发达国家的生鲜品损耗率维持在 5%左右，普通电商产品损耗率则低于 1%。生鲜商品在流通过程中出现的损耗，如果发生在出库前，则需要在仓库中进行筛选报废，这无疑增加了经营成本；如果发生在出库后，则可能导致用户退货，商品同样会报废，且电商平台用户粘性低，品质一旦出现问题还将直接导致用户流失，因此生鲜品类与其他商品相比，普遍毛利率较低，经营难度大。

**电商渠道物流成本高，倒逼平台经营以高端果鲜为主，目标客群有限难成消费主流。**由于目前国内第三方冷链配送服务并不完善，电商平台往往选择自建物流配送体系，而生鲜商品冷链物流成本要比普通产品成本高出一倍，使得电商运营成本高企。高成本倒逼生鲜电商平台选择经营高端果鲜产品，客单价高，目标客群集中在中高端消费者，订单量不足，市场空间有限。根据尼尔森发布的《中国生鲜电商行业发展白皮书》，线上和线下渠道在客单价方面差异显著，与传统线下渠道相比，网购生鲜以进口水果为主，客单价为线下一倍之多，频次仅为线下的 50%左右，呈现出客单价高、购买频次低的特点。

### 3. 同业比较：外资退出+内资分化，行业版图重构

1995 年，外资超市巨头开始进入中国，催生超市行业在中国快速发展。随着外资超市“超国民待遇”的消失，资本优势、采购资源优势 and 运营经验优势的相对弱化，内资超市崛起，开始快速成长。经过 20 多年的迅猛发展，我国超市行业基本形成了全国性外资或合资超市+区域性国有或民营超市的市场格局。近年来，受到电子商务的异军突起、土地成本持续上涨以及居民消费结构转型等多重因素影响，中国传统零售行业受到巨大冲击，超市行业进入洗牌整合期，行业版图面临重构。

#### 3.1 外资/合资超市：外资企业优势弱化，频频关店退场

受国内本土超市崛起的冲击以及租金成本上涨带来的经营压力影响，外资超市在当前零售寒冬中表现出水土不服的现象，曾风光无限的跨国巨头沃尔玛、家乐福等，深陷供应商货款问题、食品安全问题等泥沼，频频关闭门店，为曾过度扩张留下的诟病买单。

##### 3.1.1 高鑫零售：线上冲击对客流影响明显，经营优势不断弱化

**高鑫零售是中国最大的大卖场运营商，旗下涵盖了大润发/欧尚/喜士多三个品牌。**大润发是台湾的大型连锁量贩超市，由润泰集团总裁尹衍梁所创设，1997 年大润发在大陆成立上海大润发有限公司，正式进入中国。欧尚是法国一家以大型超市为主营产业的跨国集团，1997 年进入中国市场，1999 年在上海创建第一家大型超市。喜士多是润泰集团投资中国零售市场的便利店业态，2001 年 4 月于上海成立，以上海为中心，辐射华东、华南等地区。2011 年，大润发、喜士多与欧尚合并上市。截至 2016 年 12 月 31 日，高鑫零售在全国共有 446 间综合性大卖场，横跨一线至五线 170 座城市，覆盖 29 个省、自治区及直辖



市，总建筑面积约为 1200 万平方米。高鑫零售 2010 年在大陆的销售额为 637 亿元，超过沃尔玛和家乐福，2016 年营业收入为 970 亿元，位列中国超市行业第二位。

图 11：大润发全国门店分布图



资料来源：申万宏源研究

图 12：欧尚全国门店分布图



资料来源：申万宏源研究

采用大店策略，布局重点放在二三线城市，是行业精细化管理标杆。高鑫零售采用“农村包围城市”战略，以二三线城市展店为主，避开竞争激烈的一线城市，门店布局明确，战略规划清晰。高鑫零售采用大店策略，门店面积平均在 2.8 万平方米左右，位置大多位于城市中环成熟区域。公司注重精细化管理，对各个运营环节制定流程标准，通过营运手册的管理方式，最终保证经营链的畅通。

受到线上渠道冲击，近年来经营优势弱化，展店速度不断放慢。尽管公司门店管理精细化程度较高，但受近年来电商迅猛发展的影响，高鑫零售也难逃大卖场行业进入下行通道的发展趋势。在线上渠道的冲击下，高鑫零售的客流量受到了一定的影响，门店扩张与

收入增速出现结构性分化，依靠增加新店以实现增长的方式开始受限。因此，从 2013 年开始，高鑫零售的新开门店数量逐年减少，转而寻求提升管理效率和探索新业态。为应对线上冲击，高鑫零售上线自营电商平台飞牛网，然而网站自投入运营以来一直处于亏损状态，对母公司业绩形成拖累。

### 3.1.2 沃尔玛：收购 1 号店欲进军电商业务，发展现状不尽如人意

沃尔玛是美国的连锁超市企业，目前国内品牌包括沃尔玛超市/山姆会员店。沃尔玛在全球 15 个国家有 8500 家门店。沃尔玛于 1996 年进入中国，在深圳开设了第一家沃尔玛购物广场和山姆会员商店，2010 年全面收购台资企业好又多在中国的门店。目前沃尔玛在中国经营多种业态和品牌，包括购物广场、山姆会员商店等。截至 2016 年 12 月 31 日，沃尔玛已经在全国 25 个省份 148 个城市开设了 458 家商场、8 家干仓配送中心和 11 家鲜食配送中心。

图 13：沃尔玛全国门店分布图



资料来源：申万宏源研究

采用自营模式，打造商品价格优势，赚取产品进销差价。沃尔玛比一般的超市面积略大一些，经营的商品品种齐全，提出“天天平价、始终如一”的口号，从进货渠道、分销方式以及营销费用、行政开支等各方面节省资金，并努力实现价格比其它商号更便宜的承诺。其严谨的采购态度，完善的发货系统和先进的存货管理是促成沃尔玛做到成本最低、价格最便宜的关键因素。沃尔玛在中国的经营始终坚持本地采购，目前，沃尔玛中国与超过 7000 家供应商建立了合作关系，销售的产品中本地产品超过 95%。

欲借 1 号店涉足电商业务，扭转线下发展颓势，实际效果并不理想。受到电商渠道的猛烈冲击，沃尔玛在华业绩持续下滑，2013 年开始陆续关闭无锡、深圳、合肥等多家门店。为了抵抗线上冲击，沃尔玛欲借 1 号店开展电商业务，以此来扭转线下发展的颓势。2011 年 5 月，沃尔玛首次进入 1 号店，持有 17.7% 的股权；2012 年 8 月，中国商务部批准沃尔玛对 1 号店的持股比例增至 51.3%，至此沃尔玛成为 1 号店最大股东。但是，沃尔玛接手 1 号店后，两方并未实现良好的业务融合，沃尔玛与 1 号店创始团队在未来发展规划上始终存在分歧，1 号店市场份额在短短几年间迅速下滑。2016 年 6 月 20 日，沃尔玛将 1 号店悉数转让给京东，电商业务板块的尝试以失败告终。

### 3.1.3 家乐福：重点布局一线城市，租金上涨带来巨大经营压力

家乐福是法国最大的零售集团，国内重点布局一线城市。成立于 1959 年的法国家乐福集团是大型综合超市概念的创始者，是欧洲第一，全球第二的跨国零售企业，1970 年于巴黎上市，在全球 30 多个国家运营近 1 万家零售商店，旗下经营多种业态：大型综合超市、超市、折扣店、便利店以及会员制量贩店。家乐福于 1995 年进入中国大陆市场，在北京建立了第一家门店，其后着力于发展北上广等一线城市及省会城市。截止至 2016 年年底，家乐福在中国 28 个省 73 个城市开设了 418 家门店，拥有员工 6 万多人。

图 14：家乐福全国门店分布图



资料来源：申万宏源研究

产品采用低价策略，收取进场费为主要盈利方式。家乐福的经营理念是以低廉的价格、卓越的客户服务和舒适的购物环境为消费者提供一站式购物体验。家乐福的商品以上游供应商配送为主，其收入由进店费、堆头费、促销费等构成，进场费占到了营业额的 36%。家乐福秉承“本土化战略”，与本地企业共同投资成立合资公司，中方占股达到 30%-45%，并与 2 万多个本地供应商建立了良好的合作关系。目前，家乐福 99% 以上的员工、97% 的店长是中国人，其所销售的产品 99% 是中国产品。

门店多位于一二线城市核心商圈，近年发展面临租金上升压力。由于家乐福较早进入中国市场，其完整分享了中国城市化进程。家乐福在所进入的几乎每个城市都低成本地拿到了较好的商业位置，这些商业物业在当时可能不是最好的选择，但由于中国城市化进程的快速推进，这些商业物业随着周边人口的聚集，目前已成为“黄金地段”，在 10-25 年的租约到期后，家乐福早前的物业租约将面临重新签订，租赁价格则将“今非昔比”。这会大幅增加单店盈利压力，甚至“闭店”压力。2015 年，家乐福在华关店数量超过 15 家，2016 在中国则关闭了广州金沙店、新乡平原路店、温州汤家桥店等 3 家门店。从趋势来看，家乐福关店潮正从发达的沿海城市向内陆及西南地区蔓延。

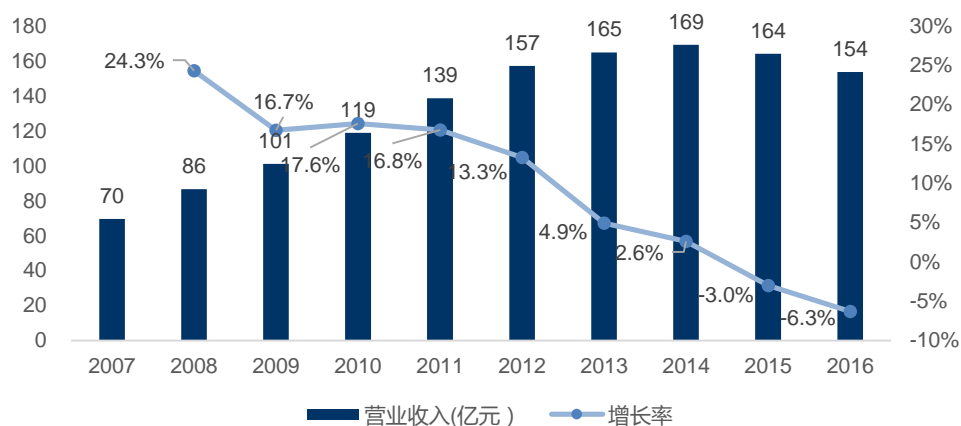
## 3.2 内资超市：区域性超市为主，门店经营出现分化

目前内资超市发展格局依然以区域龙头为主，跨区发展且比较成功的案例很少，能够实现全国范围内扩张的企业屈指可数，除了百联股份（华联超市）、联华超市、华润万家、永辉超市等实现全国范围内扩张之外，大部分公司均处在深耕区域市场阶段。在行业不景气的情况下，内资超市各自寻找发展出路，经营业绩出现明显分化。永辉目前尚未进入的主要省份中，湖北、广西市场主要由中百集团占据，湖南地区步步高占有绝对优势，山东地区市场则由家家悦等公司瓜分，这些公司是永辉进入相应省份较为有力的区域竞争对手。

### 3.2.1 中百集团：中西部超市龙头，与永辉合作推进供应链建设

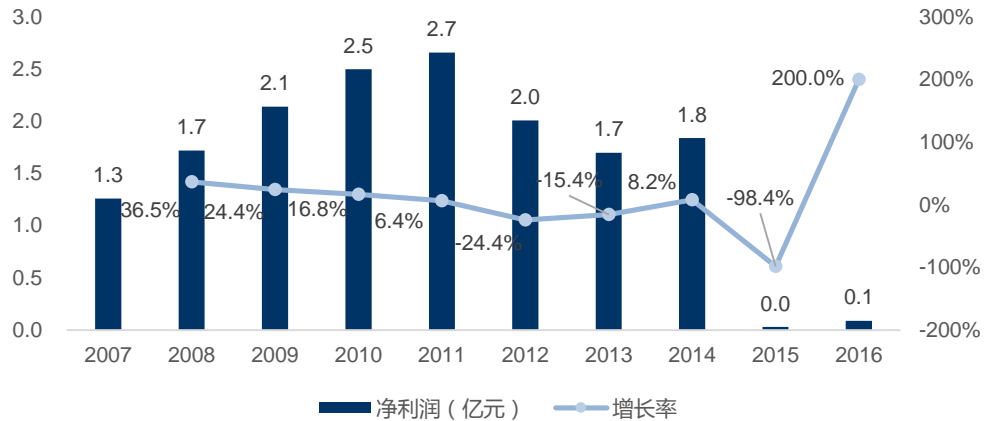
中百集团是我国中西部地区连锁规模最大、商业网点最多的零售国企。集团旗下拥有中百仓储、中百超市、中百百货、中百电器、中百好邦便利、生活剧场、中百商网等众多品牌，其商业网点达到 830 余家，以丰富的商品和优质的服务为消费者创造全新的购物体验。公司连续 10 年进入全国连锁经营 30 强，连锁网点数量和经济效益连续 10 年位居湖北商业上市公司前列。2016 年，公司连锁网点达 1026 家，其中，中百仓储 184 家（武汉市内 71 家、市外湖北省内 79 家，重庆市 34 家）；中百便民超市 812 家（含中百罗森便利店 50 家、邻里生鲜绿标店 20 家）；中百百货店 11 家；中百电器门店 19 家。2016 年，公司实现营业收入 154 亿元，同比下降 6.3%，利润总额 0.64 亿元，同比增长 20.9%，归母净利润 0.06 亿元，同比增长 15.3%。

图 15：中百集团近十年营收及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：中百集团近十年净利润及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

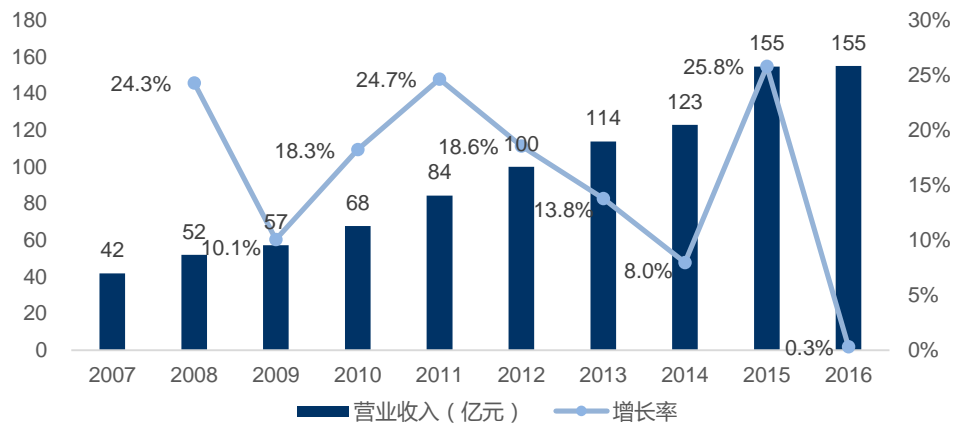
**以中百超市现有门店为基础，进行门店业态升级。**调整扩大生鲜经营面积，加快打造邻里生鲜绿标店，提高门店整体销售。围绕武汉居民集中的社区积极选点，加快发展社区仓储食品超市，力争全年发展新店 10 家，储备仓储超市新的网点项目 10 家。加快发展中百罗森便利店，强势扩大网点规模，力争全年发展新店 150 家，不断增强中百罗森武汉市场主导地位。

**借力永辉超市，持续推进供应链建设，提升经营管理效率。**公司与永辉以股权关系为纽带，形成战略合作伙伴，进行联合采购，通过联合采购增强谈判力度，取得更大的规模采购效益。在永辉管理团队的指导下，大力调整商品经营结构，精简门店 SKU，通过扩大适销对路的畅销商品，提升门店整体销售和毛利额。认真总结“买手制”推进经验，设定买手直采业绩目标，围绕提升商品销售、扩大商品销售毛利额、提高商品毛利率等指标，进行独立绩效评估和直采考核奖励兑现，促进直采商品销售占比有较大的提升和盈利模式的根本性转变。

### 3.2.2 步步高：西南地区密集布点，跨境电商业务仍处于探索阶段

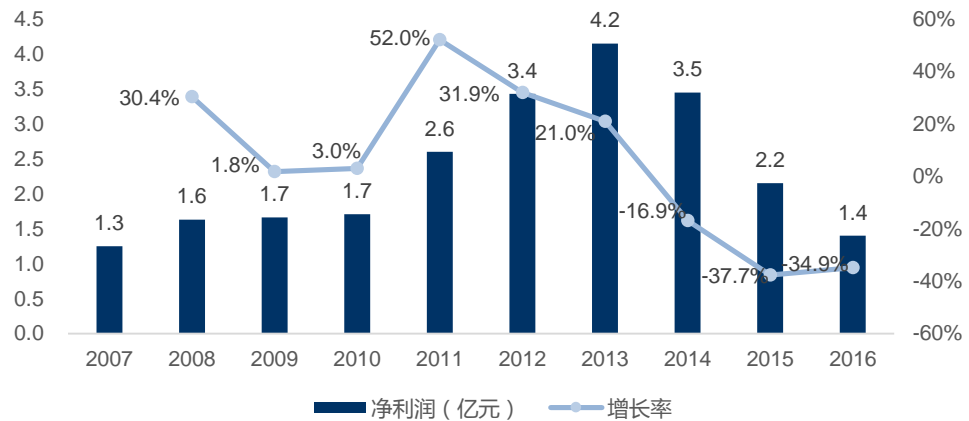
**步步高是西南地区零售龙头企业，中国民营连锁超市企业首家上市公司。**步步高目前业务体系包括商业、置业、金融三大板块，是涉及零售业、电子商务、商业地产、互联网金融、大型物流等业态的大型商业集团。公司线上线下业务齐头并进，线下业务主要集中于湖南、江西、广西、四川、重庆、云南、贵州等西南区域，线上业务已经在全国乃至全球铺开，旨在成为中国领先的全渠道多业态商业服务商。2016 年，公司实现营业收入 155 亿元，同比增长 0.3%，归母净利润 1.4 亿元，同比下降 34.9%。

图 17：步步高近十年营收及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：步步高近十年净利润及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

采用中小城市发展战略，以密集布点、跨区域展店的形式进行业务扩张。公司制定了“用现代商业的服务理念，走中小城市道路”的发展战略，避开大城市的竞争，坚持立足中小城市，以密集式开店、“双核”多业态、跨区域的发展模式向消费者提供零售服务。目前，其零售业务版图已经覆盖了湖南、江西、广西，进入四川、重庆多个地市，并战略性进入云南、贵州等省区，拥有门店 400 余家。

推出“云猴”大平台战略，加强线上线下融合，业务发展仍在探索中。步步高电子商务 2013 年上线，2014 年推出云猴大平台战略，2015 年发力全球购和生鲜购，并于当年 3 月和 4 月分别上线全球购的 PC 端和移动端，涉足跨境电商进出口业务。为实现线上线下融合，公司加大研发力度，16 年研发投入 3488 万元，占营业收入的 0.23%，研发项目主要为步步高翔龙 ERP 系统、云猴平台电子交易系统开发、财务共享中心。公司研发项目上线后，将从流程精细化、促销管理、自动补货、品类管理等方面对现有业务进行全面提升，建立零售运营核心能力。目前，云猴全球购平台仍处于亏损状态，步步高由于近 3 年持续对其进行资金投入，净利润逐年下滑，业务发展仍在不断探索过程中。

图 19：步步高云猴全球购电商平台

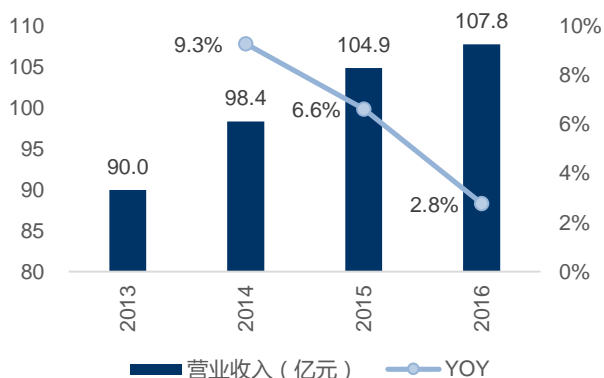


资料来源：公司官网，申万宏源研究

### 3.2.2 家家悦：借山东资源优势发展生鲜，竞争优势难跨区域复制

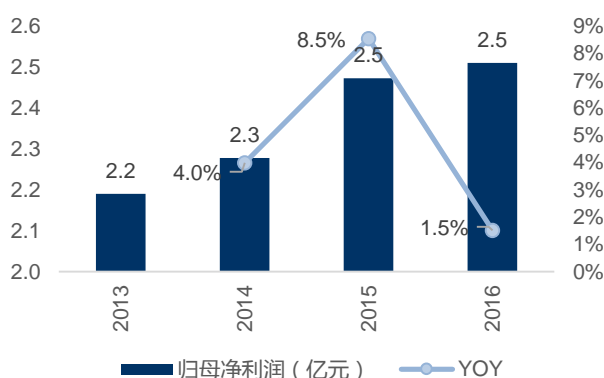
家家悦是山东省连锁超市龙头企业，现有业务主要集中在烟威地区。家家悦立足于山东省内，是以大卖场和综合超市为主体，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。公司主营超市业务，所有门店均分布在山东区域，覆盖威海、烟台、青岛、莱芜、济南、临沂、淄博等地市，形成以大卖场、综合超市、百货、便利店和专业店互补的多业态经营。从区域布局来看，公司以“山东广度、胶东深度”为发展战略，现有门店主要集中在胶东地区（威海、烟台、青岛），胶东地区门店数量 551 家（总门店数量 631 家）。在公司多年发展过程中，家家悦立足于山东省精耕细作，奠定了其在省内尤其是胶东地区的龙头优势。2016 年度，公司实现营业总收入 108 亿元，同比增长 2.8%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 1.5%。

图 20：家家悦上市以来营收及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：家家悦上市以来归母净利润及增速情况

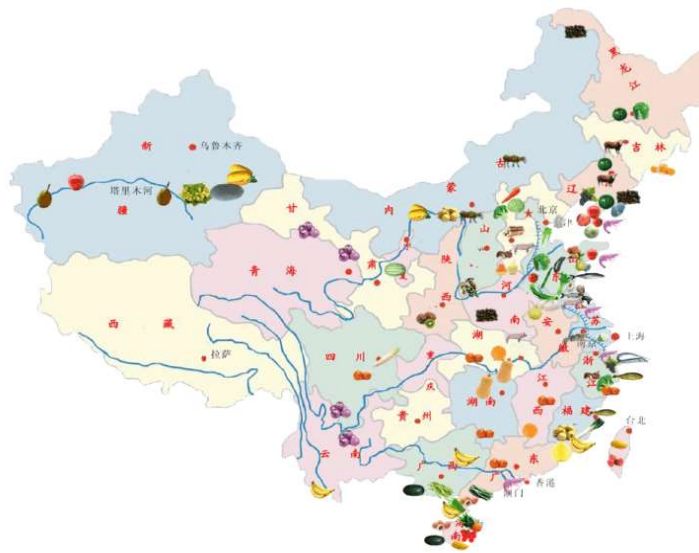


资料来源：公司公告，申万宏源研究

以生鲜为经营特色，辅以高效的冷链物流体系，逐步构建其区域内竞争优势。近年来公司的生鲜业务收入占比维持在 40%以上，在行业中处于较高水平。一方面具备源头直采的实力，在上游深度参与了 200 多家采购合作社，100 多家协议基地，80%通过源头直采，在上游供应链积累了优势，通过“规模采购+源头直采”的模式强化了品控和议价能力；另

一方面配套建立了全程监控、高频配送的冷链物流体系，实现高品质、低损耗率，在 15% 左右的毛利率水平下实现稳定的盈利，生鲜收入占比、毛利率、周转率均在业内处于第一梯队。目前，公司在干货、水果、蔬菜、肉制品、水产和禽蛋 6 大品类的近 1200 种生鲜单品与合作基地实现了对接，这些合作基地将根据公司的需求完成生鲜商品的种植、生产和包装等环节。

图 22：家家悦全国采购网络



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

通过设立中央厨房、控股上游公司，不断打造自有品牌，形成品牌优势。公司已经形成“品品香”、“悦记飘香”、“麦香苑”等多个自有品牌，涵盖干货食品、自制熟食、食用油等品类，并借助门店网络和区域影响力强化品牌优势。近年来，公司自有品牌收入对营业收入的贡献维持在 8%-10% 的水平。自有品牌的建设帮助企业为客户提供更好的消费体验，增厚企业利润空间。

图 23 家家悦自有品牌体系



资料来源：申万宏源研究



## 4. 公司分析：进入高速增长通道，未来千亿规模可期

### 4.1 竞争优势：“工匠”思维做零售，竞争优势难模仿

生鲜经营耗时费力、投入产出比低，是超市中最难做的品类，因此大多数超市都选择联营或者外包模式，生鲜的经营、采购、物流、管理等环节由供应商负责，超市仅提供场地来获取收入分成。与其他超市不同，永辉选择了自营模式，从上游采购、到物流运输、仓储保管、商业选址、卖场设计、上架陈列、切割补货、以及营销管理等一些列环节都由自己操刀，从最硬的骨头啃起，经过十多年不断磨练改进，在生鲜技术方面积累了丰富的实践经验。永辉以生鲜品类为切入点，参与到商品供应链的每一个环节，围绕产业链打造出一系列精细化、创新性的零售技术，成为其他零售商难以模仿的竞争优势。

#### 4.1.1 采购环节：统采/直采/联采，多渠道保证产品优质低价

采购是自营的首要环节，良好的采购管理能够取得规模优势，降低成本，构建丰富的品种组合，并且保证果蔬的质量和品相。永辉根据产品的结构将采购模式划分为：全国统采、区域直采、供应商采购，由总部的采购部垂直管理。大批量、易保存的基础商品采用全国统采，如香蕉、大米等；有当地特色、不易长时间保存的商品下放为区域直采，如叶菜类；同时通过供应商采购的调节，降低缺货率和损耗率。

表 1：永辉超市采购方式汇总

采购方式	核心优点
全国统采	增加采购量，取得规模效应，减小成本
源头直采	减少农产品流通环节，避免层层加价
农超对接	与全国 20 多个农业基地合作，保证生鲜高质量，帮助当地农业发展
跨区域采购	季节性差异、地方性特色的生鲜跨地域供应
批发市场采购	快速、有效的补充，及时、新鲜

资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### （一）生鲜产品采购

**生鲜品源头直采，形成“农超对接”，保证商品优质低价。**传统的超市生鲜采购渠道为：产地-采购商-批发商-超市采购员。农产品从菜农到消费者手中，层层加价后通常要涨 5 倍以上。永辉拥有 600 人的生鲜直采团队，常年驻扎在全国 20 余个农产品基地，深入田间地头选购生鲜品种，积累了丰富的农产品专业知识和大量的生鲜采购经验。永辉通过源头采购省略了中间的两个环节，不仅降低了采购成本，保证了价格优势，而且可以控制货源，实现农户和超市的双赢。此外，永辉采取自建和投资等方式，建立起自营和合作的农业基地，从而深入到商品流通的整个链条。2016 年，永辉富平现代农业柿子产业园项目开工，带动富平县柿子产业标准化、品牌化发展；与中粮集团、北大荒集团在东北建设“大米种植基地”；与海升集团全面达成鲜果战略合作，全方位构建苹果产业链深度融合的生态圈。上游的这种规模化生产，保证了商品的优质低价，且产销机制灵活，同时农企和农户

也能降低生产风险和资金压力，还可以把全国各地的名优特农产品引进超市，满足了消费者的多样性需求。目前，永辉已形成“超市+农户”、“超市+农业合作社”、“超市+农业企业”梯级“农超对接”模式，生鲜产品直采占比 60%，部分生鲜农产品价格较农贸市场低 10%左右。

**永辉与韩国希杰合作，发力全球生鲜采购，扩充商品种类。**2015 年，永辉与韩国 CJ 集团旗下 CJ Freshway 合作成立希杰富乐味永辉(上海)贸易有限公司。CJ Freshway 生鲜采购网络覆盖全球 50 多个国家，包括 2.4 万种产品，新成立的合资公司将借助 CJ Freshway 的全球网络采购农产品、水产品及肉类产品等，初期进入上海永辉绿标店，以后逐步扩大至永辉全国门店，第一阶段向永辉提供 2.8 亿元的采购量，产品包括牛肉、水产品、进口水果等，未来计划向永辉提供 46%的采购量，采购总额为 3.5 亿元。2017 年，永辉将向希杰富乐味采购商品 5000 万元。

**引进“中央厨房”模式，试水生鲜标准化，降低商品损耗率。**将生鲜品事先打捆打盒，按照标准规格包装，可以有效降低单元化翻动带来的商品损耗，这是目前日韩超市行业常用的降损方法。2015 年，永辉开始建设以中央厨房为核心的食品工业体系，以韩国 CJ Freshway 先进的食品安全技术及严格的审核流程为基础，引进国际先进的加工、冷链等配套设施，建立高标准的 HACCP、GMP 标准化安全管理体系，对采购来的蔬菜、水果、肉类进行安全检测、清洗、切割、包装，然后全程冷链配送至永辉门店，既迎合现代消费者快节奏、高品质的生活需求，又能保障食品安全、降低损耗。公司计划 2020 年之前，建设 5-10 个“彩食鲜”中央厨房，第一阶段推出的产品以蔬菜、水果、猪肉等农产品为主，率先在重庆、北京等部分门店上架，并逐步扩充农产品品类推广到全国门店、电商渠道，未来业务涵盖 B2C 和 B2B 渠道，B2C 包括永辉超市、全时便利、世纪联华等超市企业，B2B 包括希尔顿酒店、云海肴等餐饮企业及企事业单位食堂。2016 年 3 月，重庆工厂正式投产，同年 8 月北京工厂投产，目前福建工厂进入全面改造中，安徽、江苏、四川三地也即将投资设厂。

## (二) 食品用品采购

**加大统采力度，推行 532 体系，强化箱值精细化管理，及时淘汰末端商品。**食品用品事业部采购团队分为全国厂商采购部、大区采购部和自采采购部三个部分。随着公司竞争力不断提升，永辉对上游供货商议价能力增强，逐渐压缩批发商中间环节，2015 年个用品品类已全部取消中间环节改向工厂直采，目前标准商品直采比例已达到 30%。永辉将继续提升全国共性商品比例，加大产品集中化统采力度，形成 50%全国统采、30%省采、20%地采模式，15 和 16 年全国统采商品销售占比分别提升 2.5%和 0.8%。同时，强化品类商品箱值精细化管理，加快末端商品淘汰，通过招投标方式精选出具有优势、差异性的商品，提升商品的竞争力和盈利水平，2016 年梳理淘汰近 2 万 SKU 和 15%供应商，毛利率提升 0.57%。

**与中百合作开展联合采购发挥规模优势，引入牛奶公司打造全球采购垂直供应链。**永辉与中百集团进行战略合作，建立采购竞价体系和联合采购团队，通过联采方式形成规模优势，提高对上游供应商的议价能力，降低商品采购成本。通过非公开发行和派驻董事的方式，永辉引入境外战略投资者牛奶公司，以股权投资为纽带，借助其母公司牛奶国际的全球供应链网络，提高国外商品进口效率，优化公司全球采购产业链。引入牛奶国际后，

公司国际化采购的难度大大降低。以泰国为例，很多商品集中在军方手中，永辉通过牛奶国际大大缩短了采购流程，拓宽了商品品类。

**与美国零售服务商达曼国际合作，发展自有品牌业务，强化供应链管理能力。**达曼国际是全球最大的零售商服务企业，在自有品牌开发、全球采购和零售端执行方面具有专业能力和丰富经验，为 7-11、Costco 等全球 51 个国家 100 多个零售企业提供服务。达曼国际品牌开发事业部管理着 1700 个自有品牌 16.5 万支 SKU，且每年新开发的 SKU 数超过 2 万支，与全球顶尖的 8000 家供应商保持着稳定的合作关系，能够以最具竞争力的价格生产高品质的自有品牌商品。永辉入股达曼国际，通过达曼为公司提供的全方位的自有品牌研发服务及国际范围内的优质供应商合作服务，公司将提升自有品牌研发水平，适应消费升级需求和顾客群体变化，增强消费者的品牌忠实度和线下粘性。

### （三）服装品类采购

**与厂商联合运作形成 F2C 模式，完善供应链 KPI 考核，实行末位淘汰。**服装事业部与品牌商合作，直接从厂商采购，省去中间商环节；重叠品项统一采购，提高单品采购规模及议价能力，优化单品盈利水平；对门店进行分类，供应商分店群合作，改善供应商的商品满足率。完善供应链 KPI 考核，对供应商实行分级管理、末位淘汰，定期对低效供应商进行提升或淘汰，2016 年淘汰近 25% 服装供应商。

**试水 SPA 模式，对标国际快时尚品牌，开发自有品牌服饰。**SPA (Speciality Retailer of Private Label Apparel) 即自有品牌服饰专营店，是一种企业全程参与商品设计、企划、生产、物流、销售等产业环节的一体化商业模式。SPA 模式以用户需求为导向，通过纵向整合供应链来实现对市场的快速反应。永辉试水 SPA 模式，改变 F2C 模式下对供应链的被动接受，依托永辉自身强大的终端系统，将用户的需求逆向引导到供应链。服装商行计划推出 4-5 个自有品牌，超过 300 个 sku，对标 ZARA 的拿典、对标无印良品和宜家的 DD 尚品及童装品牌 TUTU，将于 2017 年上半年在重庆南坪万达永辉率先亮相，单店盈利模式经 2-3 个季节验证后向其他门店快速复制。

图 24：永辉开发自有品牌拿典



资料来源：申万宏源研究

#### 4.1.2 物流配送：全国网络构架完善，引进技术提高周转

全国物流中心网络初步形成，生鲜冷链物流系统加紧建设。生鲜商品保存时间短、易变质、易腐烂、易损坏，对于物流、储存、配送、保鲜等都有特殊要求，对部分品类还需要冷链物流。只有精细化管理生鲜的供应链流程，才会使商品在新鲜度、品相等方面保持最优状态，并使运输保存过程中的损耗降到最低。由于生鲜商品品类繁多，彼此特性差别较大，实施精细化供应链管理的复杂程度远远超过一般服装类、日用品、以及包装类食品。永辉通过长期的生鲜运营实践，积累了丰富的生鲜物流配送经验，不断完善物流配送体系，形成竞争优势。目前，公司拥有 12 个物流中心，包括 3 个全国性物流中心（CDC）和 9 个区域性物流中心（RDC），能够满足全国 70% 左右的商品配送需求。2016 年 8 月，公司定增 5.7 亿元建设生鲜冷链物流系统，将实现各大区冷链生鲜商品的储、运、配冷链闭环。

表 2：永辉各区域物流中心情况

	福建		华西		北京		河南	安徽	华东		东北	
地理位置	福建南屿	广东东莞	重庆西永	四川彭州	北京朗各庄	河北石家庄	河南郑州	安徽肥东	江苏南京	上海	浙江杭州	辽宁沈阳
级别	CDC	RDC	CDC	RDC	RDC	RDC	RDC	CDC	RDC	RDC	RDC	RDC
产权性质	自营	3PL	自营	自营	租赁	租赁	租赁	自营	3PL	3PL	3PL	租赁
占地面积 (亩)	106	20	550	108	50	50	50	310	400	400	20	20
配送面积 (万平方米)	4 (一期)	0.65	10	4 (一期)	0.8	0.6	0.5	4 (一期)	0.4	0.7	0.6	0.63
年配送能力 (亿元)	60	5	120	50	12	4	6	50	8	5	5	5
存储能力 (万件)	100	10	200	100	40	10	20	30	12	12	10	10
使用时间	2011.07	2015.12	2012.05	2014.07	2012.09	2015.04	2013.10	2012.12	2014.01	2014.03	2015.11	2015.05
配送范围	福建大区+ 全国商品	广东、 深圳	华西大区	四川	北京大区	石家庄	河南大区	安徽大区	华东大区 19 家店	华东大区 11 家店	浙江	东北大区
区域年销量 (亿元)	119		171		76		16	39	46		10	
配送满足率	55%		100%		21%		37%	170%	39%		49%	
地理区划	华南		华西		华北		华中		华东		东北	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

专门成立物流部，引进国外专业技术设备，提升供应链效率。2011 年，公司成立物流部，与日本超龙物流集团合作，邀请日本物流专家进行 5S 管理指导，打造永辉物流配送网络。以重庆西永物流配送中心为例，作为永辉超市在中国西南地区最大的物流中心，重庆永辉华西大区的西永食品用品配送中心负责向重庆、贵州、四川和西安四大区域的永辉超市 160 多家门店配送商品。永辉委托北京超龙时代物流有限公司作为管理方，引进日本大福公司高速自动分拣系统，该系统分拣能力达 1 万箱/小时，在零售行业居于首位。重庆西

永物流中心投入使用后，重庆永辉的库存周转天数从 48.2 天缩短至 43.5 天，周转速度提升 4.8 天，每日节省流动资金超过 1 亿元。

图 25：永辉重庆西永物流中心作业流程



资料来源：申万宏源研究

### 4.1.3 陈列布局：商品摆放讲求创新，补货、理货及时有序

陈列布局是通过商品展示直接与消费者发生互动的重要环节。门店商品陈列管理是零售商非常重要的技能之一，用什么颜色和大小盘子来盛装不同品种的商品、食品和洗涤品分别应该放在卖场的哪个位置、甚至某个规格的包装应当放在货架第几层等等都大有讲究。好的陈列布局就像一个无声的“促销员”，能很好地引导客流在店内的动线，使顾客更多关注到你卖给他商品。漂亮的陈列和主动的推销可以扩大 15% 以上的销量，利用好商品的陈列布局能够有效提升门店坪效。

永辉门店商品摆放整洁有序，突出新鲜和量感，端头、堆头布局讲求新意。以永辉超市的生鲜商品为例：水果岛柜按照商品规格、颜色分类陈列，整洁美观，对比鲜明，增强顾客购买欲，岛柜中层和堆头黄金面位置对进口水果、果篮等集成陈列，新、奇、特商品吸引客流，提高门店档次；蔬菜扎捆打包、陈列整齐紧密，既让人感觉新鲜，又减少随意

撕扯叶梗等造成损耗，岛柜利用假体阶梯陈列，突出立体感和层次感，提升购物体验；肉类水产等陈列丰满，品项齐全，分割精细，通过特色的陈列突出鲜活的一面，吸引客流，营造良好的销售氛围。一旦有产品被挑走，理货员会非常迅速及时地进行补货，并重新调整陈列，使其始终保持质量新鲜、数量充足的状态。即使是到下午或者晚上，消费者也不会面对只剩下烂菜叶、或者被掰得零散的香蕉的货架，不会有买“剩菜”的感觉，形成良好的购物体验。永辉内部还会进行陈列比拼，标杆陈列分享等活动，将门店经营效果提升到最佳。

图 26：永辉超市水果区陈列布局



资料来源：申万宏源研究

图 27：永辉超市蔬菜区陈列布局



资料来源：申万宏源研究

#### 4.1.4 运营技术：生鲜管理精益求精，着眼细节保证品质

**专业的运营技术保证生鲜品质，降低商品损耗。**生鲜的经营管理蕴含着大量技术手段，比如鲜度管理、苏生处理、冷盐水处理、放热处理、以及注意利用果蔬的背地性等等。生鲜的分类很细，每一个分类每一个品项都有自己的特性，永辉对每一个品项都分开研究，并制定相应的营运策略。以鲜度管理为例，永辉十分注意不同水果的保鲜期，除了品类不同，同品种果蔬的保鲜期还分早熟与应季、春与冬、整体与切割之别。再如猪肉和水果，猪肉的关键点是分割技术和价格策略，高超的分割技术可以让每头猪多产出 150 元销售，合理的价格策略让损耗减低 80%。而水果的关键点是采购、陈列和推销技巧，采购可以降低成本控制品质从而提高利润 10%以上，精美的陈列和主动的推销可以扩大销量 15%以上。定价策略也是一门学问，水果的定价甚至要受到天气和温度影响。如果温度急升，则多汁水果价格可以高些，少汁水果则价格低些。生鲜运营是一系列细微技术与小技巧的组合，分散在各个流程的细节之中，局部的优化有时就能起到四两拨千斤的作用，永辉的生鲜优势就建立在众多运营技术点滴积累聚合之上。

**表 3：生鲜运营是一系列细微技术与技巧的组合**

处理技术	方法和作用
苏生技术	将鲜度开始减退的生鲜商品再次提高鲜度的方法，苏生库房的环境在 3~5℃低温及 90~95%湿度条件下方可执行。
冰冷水处理	利用冰冷水及碎冰覆盖于生鲜产品表面的方法。例如：冰鲜鱼、葱、蒜保鲜等。
冰盐水处理	提供一个盐浓度 3.5%的环境，加上碎冰使水温降至 0℃下的处理。此方法可保持生鲜商品养分不易流失、保持新鲜。例如：水产品。
强风预冷处理	利用强风预冷，使其呼吸未达到峰值时就迅速下降，因而保持叶面翠绿，常用于刚采摘的叶菜类。
放热处理	有些水果的呼吸热较大，在运输过程中，纸壳箱中会蓄积热量产生潮气，在进货后要打开纸壳箱，进行放热处理。
低温与湿度管理	防止蔬菜的散热作用及抑制呼吸量最有效的方法
冷藏库冷藏	将生鲜商品保持在 0~5℃的低温条件下保鲜
冷冻库冷冻	将生鲜商品保持在 -18~-40℃的冻温条件下冷冻

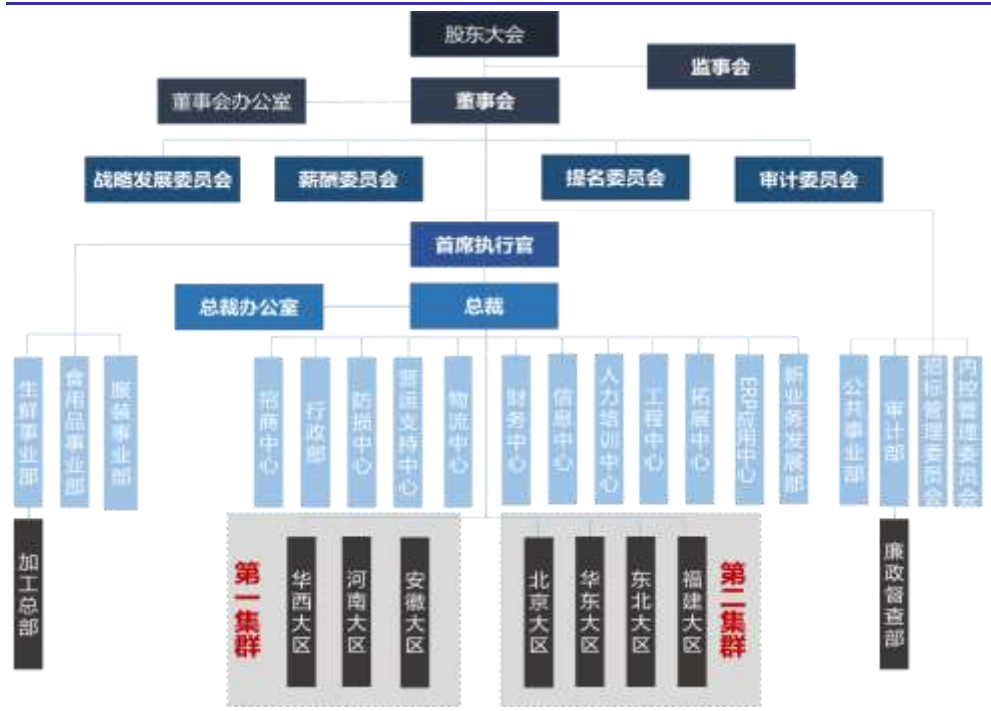
资料来源：申万宏源研究

#### 4.1.5 管理机制：赛马机制+合伙人制度，充分激发企业活力

**“赛马机制”激发各区域发展活力，形成集群之间良性竞争。**公司从 2015 年三季度开始推行“赛马机制”，将 18 个省份划分为 2 个集群，第二集群包括北京、上海、江苏、浙江、广州、天津 6 个地区，着力发展永辉的 BravoYH 绿标店，第一集群仍以原来的红标店为主，部分地区在 CBD 开绿标店，内部资源（财权、人事权、薪酬等）向第二集群倾斜，鼓励第二集群进行创新。2016 年 10 月，公司进行了第二次改革，把第一集群中的福建和东北三省划入第二集群，并继续向第二集群提供内部资源支持。两个集群独立发展，相互竞争。自“赛马机制”推行以来，两个集群形成良性竞争，2016 年第二集群超过第一集群，2017

年一季度第一集群赶超第二集群，“赛马机制”效果明显。同时，在公司资源支持下，第二集群不断探索创新业态，推出会员店、精标店、超级物种等多种新型业态。

图 28：永辉超市公司管理架构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

“合伙人制度”充分调动员工积极性，门店业绩提高显著。公司 2012 年底从福建大区开始试点门店合伙人项目，2015 年开始全面推行合伙人方案，将垂直化的组织架构变革为矩阵式扁平化的组织架构。合伙人计划以小店为考核单位，将一个门店分成 13 个小店，每个小店由 5+1 个人组成（人数可以上下浮动，由小店团队自行决定），小店长由小店选举产生。公司人力和财务部门根据小店的历史业绩和销售预测制定指标，超额利润按档级和职级以不同比例分成。合伙人计划覆盖门店所有全日制员工，包括店长、店助、四大营运部门、后勤、和固定小时工。各个合伙人业绩累计 3 个月进行比较，3 个月后仍然没有达标或落后的就会被淘汰，再由新的合伙人加入。成为合伙人后，员工在店面经营方面可以在边界之内拥有更大自主权，例如永辉门店生鲜有严格的台面销售处理标准，小店长可以根据台面上商品的质量进行及时处理。2017 年一季度公司的总员工数为 7 万人，去年一季度公司员工 7 万 5 千人，员工数量在 2016 年新开 79 家大店的基础上还减少了 5 千人，合伙人制度带来的人效提升十分明显。



图 29：永辉超市合伙人制度具体实施细则



资料来源：申万宏源研究

成立流程优化委员会，简化决策流程，提高反应速度。2016年8月，永辉成立公司流程优化管理委员会对公司决策流程进行管理，同时责成各业务集群、有关部门及经营性子公司相应设立流程优化管理小组负责流程优化及管理。决策流程改革前，处理一个项目需要90多个节点；决策流程改革后，处理过程只需要30个节点，人员结构得以精简，决策效率也得到提升。

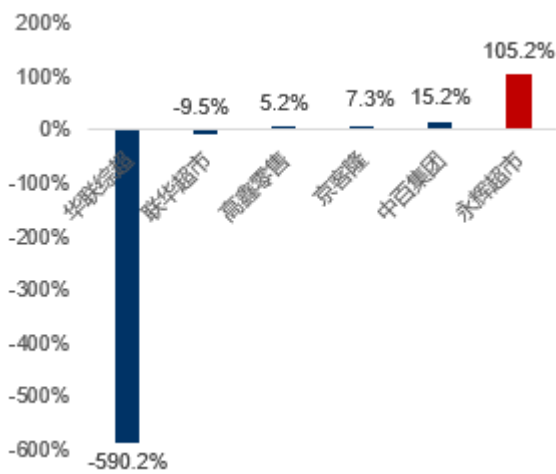
## 4.2 门店布局：行业低迷中逆势扩张，全国布局基本完成

### 4.2.1 零售行业景气低迷，永辉超市逆势展店

零售行业景气度下行，超市行业关店和退出动作增加。近年来，特别是2013年之后，受经济增长放缓以及电商行业的冲击，零售行业景气度转弱下行，多数零售企业面临营收和盈利水平双重下滑的局面。2016年，国内一些具有代表性的连锁超市的净利润仍出现了同比负增长。在这一形势下，多数零售企业对拓展新店都采取了审慎的态度，关闭亏损的店面则更为频繁，防御收缩动作明显。从市场占有率来看，除了高鑫零售保持较为平稳外，沃尔玛、家乐福、联华超市等传统巨头的市场份额都出现了下滑。另外，许多实力较弱的区域性超市，面临的经营压力更大，近年来出现了大面积的倒闭潮。相对于业内主要竞争

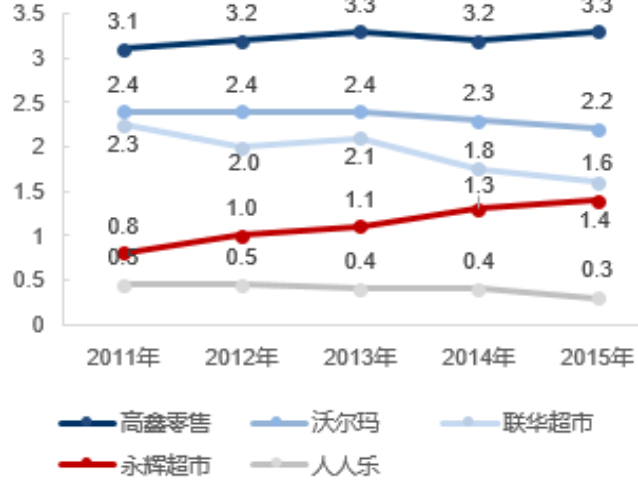
对手的持续弱化，永辉超市依托其生鲜特色战略逆势扩张，保持了利润的增长和市场占有率的提升，表现出强劲的市场竞争力。

图 30：2016 年部分连锁超市净利润仍为负增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 31：连锁超市市场占有率出现分化



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

表 4：近年来倒闭的区域性超市

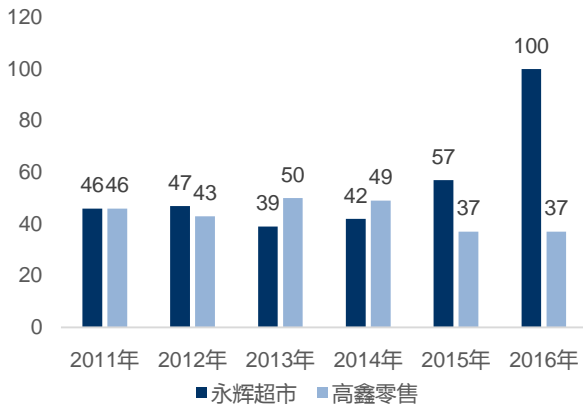
超市名称	倒闭时间	事件
家和超市	2014 年 6 月	自贡市家和超市欠自贡市农业银行贡井分行、民生银行成都分行等 4 家银行 1.35 亿贷款，欠 900 多家供货商 9000 多万元贷款等，现已严重资不抵债，家和超市总部及分布在各地的 26 家门市关门。
百全超市	2014 年 6 月	作为中国邮政集团和美国地平线投资集团合作的项目，4 年来百全超市在中国几个农业大省辛苦“打拼”，却仍然无法避免水土不服、亏损不断的问题。赣、豫、鲁陆续关店 98 家店。
天天壹加壹	2015 年 4 月	铜川市本土最大的民营连锁超市“天天壹加壹”因资金链断裂，突然关停 30 多家门店。
天顺超市	2015 年 5 月	云南本土最大的天顺超市出现资金链断裂，拖欠供应商货款，银行贷款逾期等情况，被迫陆续关闭所有 40 家门店。
九头崖超市	2016 年 7 月	已经成立 23 年的河南本土品牌九头崖超市因管理不善，经营资金紧张，停止营业。

资料来源：申万宏源研究

**永辉逆势保持高速展店，与传统巨头差距逐步缩小。**对比传统零售巨头中表现最好的高鑫零售，我们发现公司在扩张速度已超越对方，且两者在规模上的差距正逐步缩小。近年来，高鑫零售也受到了电商的较大冲击，其客流量受到了一定的影响，依靠增加新店以实现增长的方式开始受限。因此，从 2013 年开始，高鑫零售的新开店数量逐年减少，转而寻求提升管理效率和探索新业态。而永辉超市在新增门店方面则保持了逆势快速扩张的态势，我们预计 2017-2019 年的年均新增店面数量仍将保持在 100 家以上，发展速度远快于传统零售企业。截至 2016 年底，永辉超市的门店面积已达到 427.67 万平方米，其与高鑫零售门店面积的比例由 2011 年的 0.24 提升至当前的 0.36，差距正逐步缩小，考虑到高

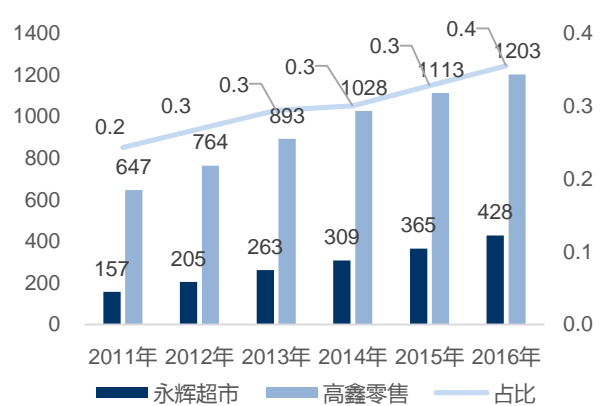
鑫零售有 1/2-2/3 的面积用于对外转租，从实际经营面积角度来看，永辉超市与高鑫零售差距以更快的速度缩小。

图 32：永辉超市与高鑫零售新增店面对比（家）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 33：永辉超市与高鑫零售营业面积对比（万平米）

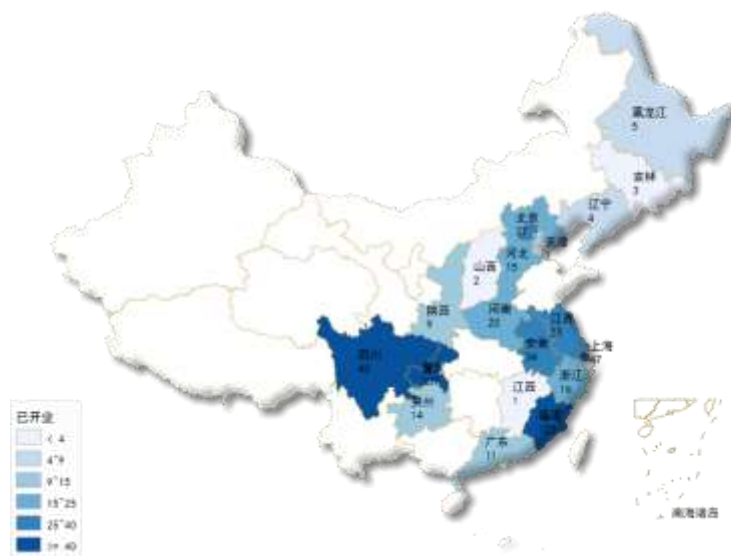


资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 4.2.2 跨区域布局基本完成，华西、华东为未来展店重点

公司经过多年扩张，跨区域布局基本完成。公司已经形成了福建大区、华西大区、北京大区、华东大区、安徽大区、河南大区和东北大区等 7 大战略板块，超市门店进入福建、广东、江西、重庆、四川、贵州、陕西、云南、北京、河北、天津、山西、河南、安徽、江苏、浙江、上海、东北三省等 20 个省份。目前，公司的跨区域战略布局已经基本完成，截至 2017 年一季度，公司已开业门店数量达 520 家，已签约未开业门店数量达 207 家。

图 34：公司门店分布和密集度示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

华西、华东和北京区域市场空间大，成为公司未来扩张重点。店面密集度最高的区域是福建和华西大区，而扩张速度最快的则是华西、华东和北京大区。福建地区作为公司大本营，建设时期较早，目前市场已经基本成熟，公司在该地区以优化调整为主，不是开设新店的首选之地。而重庆、四川等地的人口众多，市场潜力尚未充分发掘，竞争对手相对

薄弱，自然成为永辉新店扩张的重点区域。华东和北京地区是我国的经济中心地带，市场规模大，尽管竞争对手强劲，也是公司的重要目标区域。其他地区则是公司布局的未来潜在增长点。

表 5：永辉超市各大区门店数量及新增门店分布

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
福建大区	97	104	107	113	121	130
新增		7	3	6	8	9
华西大区	68	80	94	112	133	163
新增		12	14	18	21	30
北京地区	14	25	30	39	47	57
新增		11	5	9	8	10
华东大区	5	11	20	24	37	74
新增		6	9	4	13	37
安徽大区	12	14	17	20	24	32
新增		2	3	3	4	8
河南大区	3	7	11	12	15	20
新增		4	4	1	3	5
东北大区	3	8	9	10	11	11
新增		5	1	1	1	0
门店合计	202	249	288	330	388	487
新增		47	39	42	58	99

资料来源：公司公告、申万宏源研究

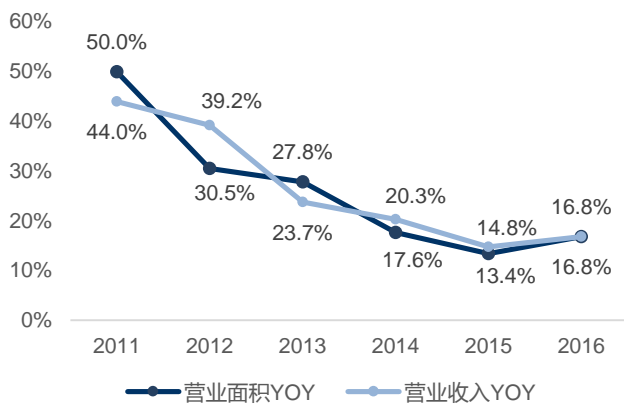
**公司新店培育期缩短，未来门店开设数量大概率超预期。**得益于行业竞争减缓、议价能力提升以及员工激励机制改革，公司新开门店的培育期大幅缩短，过去几年新店培育期至少需要 1 年，现在成熟区域的新店培育期在 3 个月左右，部分门店开业次月甚至当月即可实现盈利。目前门店筹备期不超过 4 个月，优选店、会员店自物业交付至开业仅需 1-2 个月，红标店、绿标店物业交付后大多 3 个月即可开业，因此新店筹备+培育周期最多需要半年时间。未来几年，门店开设数量超预期将是大概率事件。一方面，公司门店储备充足，目前已签约未开业门店超过 200 家，各区组拿店积极性高，尤其是新区和次新区，急需通过开店提高规模效应，储备门店数量仍将持续增长；另一方面，公司资金和员工储备充足，16 年账面现金 81 亿，较 15 增长近一倍，选取优秀大学毕业生入选总部和各大区培训生，为公司展店提供有力的资金和人才支持。公司展店能力大幅提升，预计未来几年公司每年新店开设数量将维持在 100+ 家水平。

#### 4.2.3 收入与门店同步增长，公司坪效保持稳定

**门店快速扩张带来营收规模的明显提升，总体坪效维持高位水平。**在生鲜特色战略下，新开门店的速度和质量都得到有效保障，公司近几年的主营收入保持高速增长态势，2016 年的营业收入已实现 492 亿元，是 2010 年营收水平的 4 倍。公司的总体坪效在不利的行

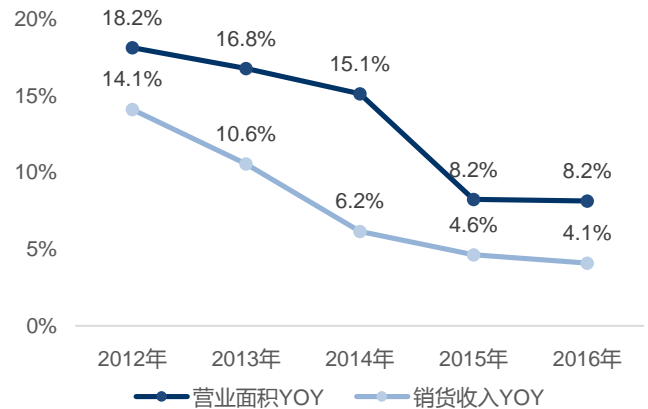
业背景和高速扩张下，仍保持相对平稳，近五年都维持在 11000 元/平方米左右的水平。相比之下，尽管高鑫零售近年来经营面积也以较快速度扩张，但在门店面积扩张的同时销售收入并没有呈现同步增长，从 2012 年开始，高鑫零售门店面积的增速持续高于销货收入的增速，单店坪效下降至 10000 元/平米以下，这显示出高鑫零售近年门店的扩张有一大部分是无效的。而观察永辉超市的情况，我们发现，永辉超市从 2010 年以来门店经营面积扩张速度和销售收入的增长速度是同步的，总体坪效维持在较高水平，说明永辉在门店扩张方面的效率是非常高的。我们预计，随着公司布局的深入，规模效应将带来采购、销售等成本的降低以及综合竞争力的提升。

图 35：永辉销售收入和门店扩张速度同步



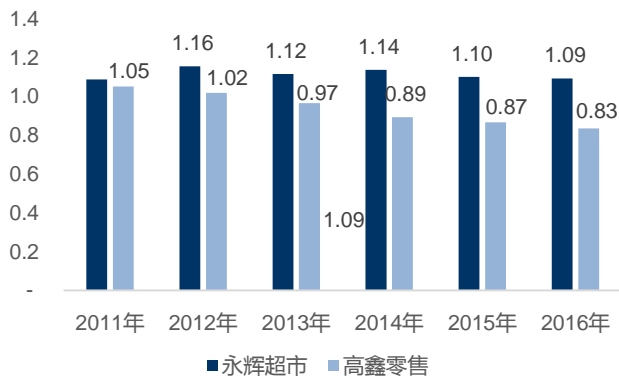
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 36：高鑫零售门店扩张速度明显快于收入增速



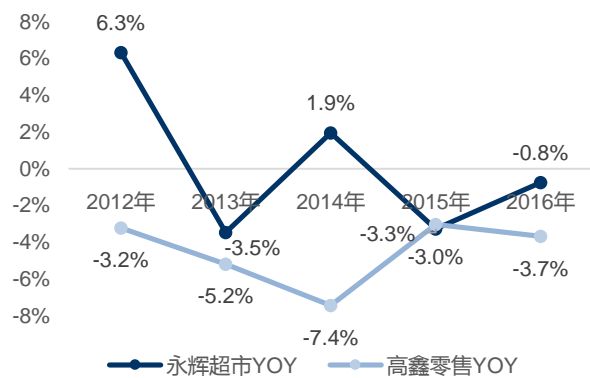
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 37：永辉超市与高鑫零售的总坪效（万元/平方米）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 38：永辉超市与高鑫零售的坪效 YOY



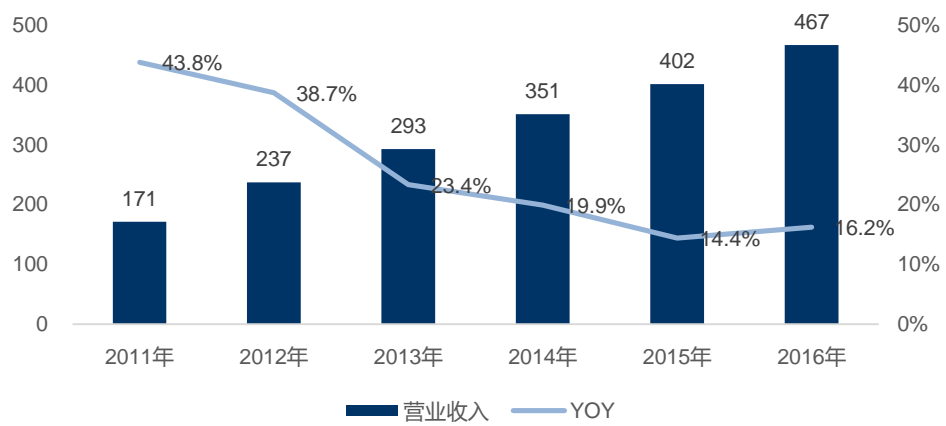
资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 4.3 财务状况：扩规模、提毛利、降费用，三管齐下增厚利润

### 4.3.1 同店+新店双马车拉动，收入增速提升仍有空间

**同店增长与新增门店，双马车贡献收入增长。**超市行业营业收入的增长主要有两个来源：同店收入增长和营业面积增加所带来的收入增长。我们将永辉超市的销货收入拆分为两部分，一部分是现有店面的收入，即同店收入；另一部分是新增门店带来的收入。同时，再观察同店增长与新增门店对两者营业收入净增长的贡献。通过对比我们发现，公司的营业收入增长受到同店增长与新增门店两架马车的同时拉动。

图 39：永辉超市营业收入及增长情况（亿元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 6：永辉超市销货收入拆分（百万元）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
销货收入	17,118	23,748	29,298	35,130	40,199	46,712
YOY	43.8%	38.7%	23.4%	19.9%	14.4%	16.2%
同店收入	13,389	17,723	25,355	28,335	32,053	37,299
同店增长贡献率	30.3%	16.3%	0.2%	20.2%	-13.1%	10.7%
新店收入	3,729	6,025	3,943	6,795	8,146	9,413
新增门店贡献率	69.7%	83.7%	79.9%	79.8%	113.1%	89.3%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**绿标店逐步进入成熟期，营收占比提升拉动收入增长。**从公司各业态同店增速数据来看，绿标店增速远超其他业态。2010年末，公司为迎合高端客户购物需求，在重庆推出第一家绿标店-Bravo精品超市。截至2016年底，永辉拥有绿标店99家，占总门店数量的20%。公司计划未来新开门店以绿标店为主，并对现有门店进行“红改绿”升级改造，预计3-5年后，绿标店将在公司门店结构中占绝对体量。随着绿标店占比逐步提升，同店增速也将随之提高。

表 7：永辉超市各业态同店增速（%）

业态	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
大卖场	12.64	4.87	5.09	6.11	-0.15	2.50
卖场	14.73	7.01	4.52	3.07	-3.74	-
社区店	8.55	4.07	1.96	3.92	-2.32	1.20
绿标店	-	54.1	12.64	7.68	4.27	11.30
合计	13.36	6.5	4.61	4.33	-2.03	1.90

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 对标行业龙头高鑫零售，永辉新店贡献和同店增长均保持更高水平。

首先，相对于高鑫零售，永辉超市新增店面对总收入水平的贡献率更高，且已经成为收入净增长的主要动力，这也契合了当前公司积极扩张的战略。考虑到未来几年，公司新开店面的速度仍将维持在年均 100 家左右，新增门店所带来收入将推动公司总营收保持稳健增长。

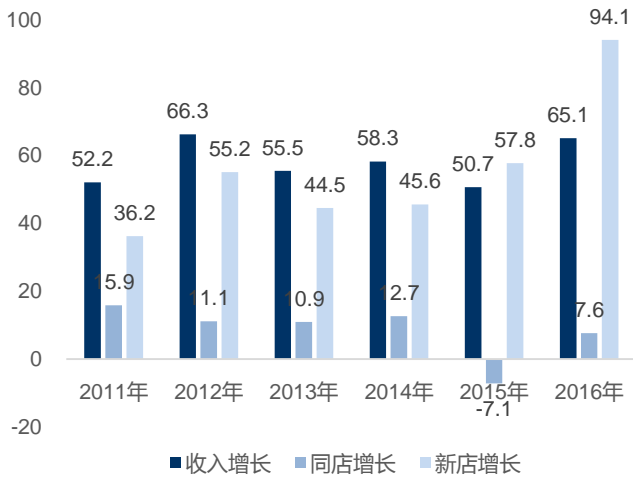
其次，永辉超市的同店增长 YOY 也优于高鑫零售。同店增长来源于可比店面经营效率的改善。相对于零售运营已经相当成熟的高鑫零售，永辉的提升空间仍然很大。而对比两者同店增长 YOY，2014 年以来，永辉超市可比同店持续改善，维持小幅正增长，而高鑫零售则陷入持续负增长的境地。此外，我们这里比较的数据是永辉超市开业两年门店的同店增速，而高鑫零售的数据则是开业一年以上门店的同店增速。如果比较口径一致的话。永辉的同店增速优势将更为可观。

尽管永辉超市和高鑫零售的新店部分增长态势接近，但由于同店增长方面的差异，高鑫零售的收入净增长额呈现了趋势性的下滑，而永辉超市则稳定在较高的水平。我们预计在“双马车”驱动下，永辉的营业收入未来将进入一个中等速度的平稳增长期。

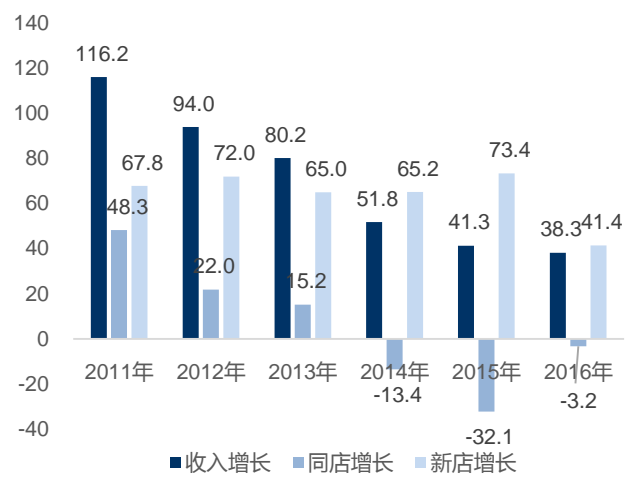
表 8：永辉超市与高鑫零售销货收入拆分对比（百万元）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
永辉超市						
销货收入	17,118	23,748	29,298	35,130	40,199	46,712
YOY	43.8%	38.7%	23.4%	19.9%	14.4%	16.2%
同店收入	13,389	17,723	25,355	28,335	32,053	37,299
YOY	13.4%	6.5%	4.6%	4.3%	-2.0%	1.9%
新店收入	3,729	6,025	3,943	6,795	8,146	9,413
新店收入占比	21.8%	25.4%	13.5%	19.3%	20.3%	20.2%
高鑫零售						
销货收入	66,540	75,936	83,958	89,136	93,270	97,096
YOY	21.1%	14.1%	10.6%	6.2%	4.6%	4.1%
同店收入	59,757	68,736	77,455	82,615	85,927	92,953
YOY	8.8%	3.3%	2.0%	-1.6%	-3.6%	-0.3%
新店收入	6,783	7,200	6,503	6,521	7,343	4,143
新店收入占比	12.3%	10.8%	8.6%	7.8%	8.2%	4.4%

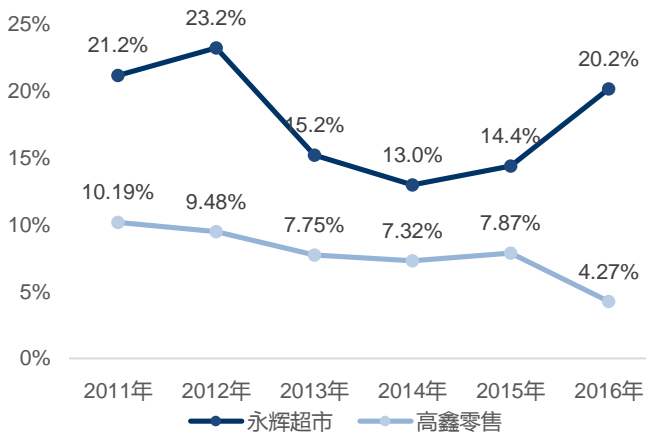
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 40：永辉超市收入净增长拆分（亿元）**


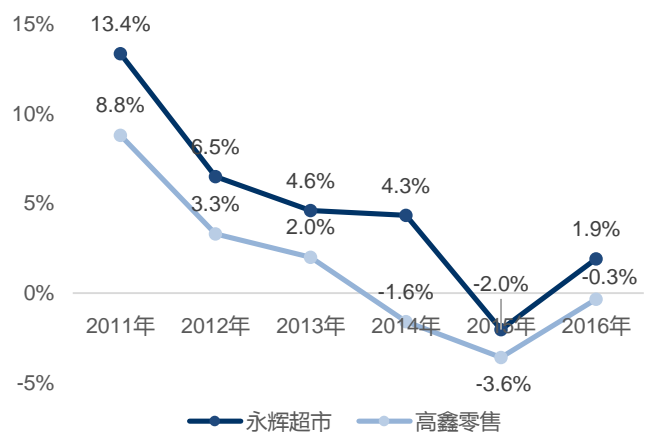
资料来源：公司公告、申万宏源研究

**图 41：高鑫零售收入净增长拆分（亿元）**


资料来源：公司公告、申万宏源研究

**图 42：永辉超市与高鑫零售新增店面贡献率对比**


资料来源：公司公告、申万宏源研究

**图 43：永辉超市与高鑫零售同店增长率对比**


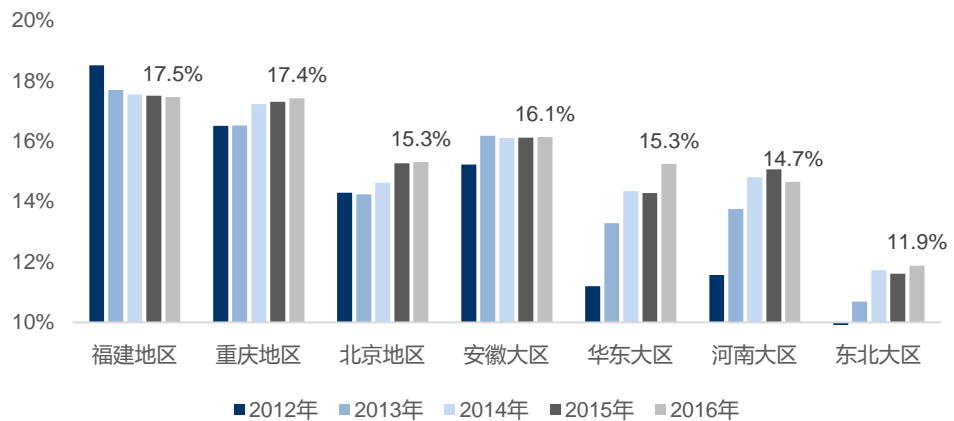
资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 4.3.2 成熟区域维持高毛利，新区/次新区提升空间大

多数区域已经实现盈利，毛利提升仍有空间。近年来，公司的成熟区域维持了较高的毛利率，而非成熟区域能够实现较快的增长，总体毛利率水平提升迅速，多数区域已经具备盈利能力。其中，福建地区已经基本成熟，毛利率最高，主营业务毛利率为 17.51%。重庆地区已经发展到密集布点阶段，主营毛利率较高为 17.31%，后期预计还有进一步上升空间。作为营收占比最大的区域，其毛利的提高对整体毛利的上升具有重要的拉动作用。其他次新地区如北京、安徽、河南、华东等区域处于快速成长期，当前毛利率在 15-16% 左右，已基本实现盈利。随着公司在次新区域门店密集度的提升，次新区域的规模优势将开始体现，毛利率将逐步提升。唯有东北地区的毛利率提升最慢，这和店面太少，布局过于分散，以及东北喜欢早市等情况有关。因此，总的来看，在次新店和新店的快速成长下，公司未来三年的综合毛利率水平将呈现增长的趋势。



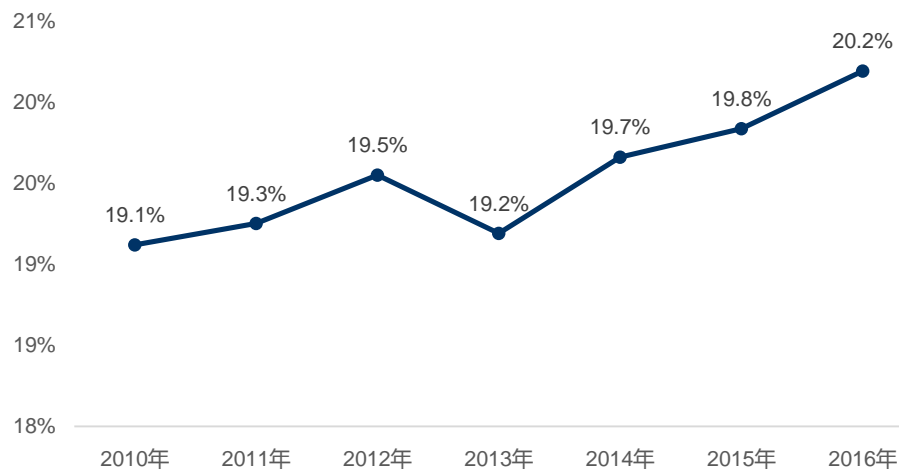
图 44：各区域毛利率情况



资料来源：公司公告、申万宏源研究

**新开门店培育期大幅缩短，增量对存量盈利冲击有限。**近年来，公司一直在加速扩张，新增门店较多，且不断进入新的区域。由于公司的成熟门店已经达到一定体量，布局的多数区域已具备较好的盈利能力，即便未来公司高速拓展新店，新店占总营业面积的比例也是逐渐下降的，新店对总体毛利水平的冲击将越来越有限。此外，在盈利区域加大门店密集度的展店，新开门店的培育期也将大幅缩短。因此，对于公司未来的发展来说，不会再出现因为新进入某个区域而出现亏损或者对利润导致的损伤的问题。

图 45：永辉超市综合毛利率



资料来源：公司公告、申万宏源研究

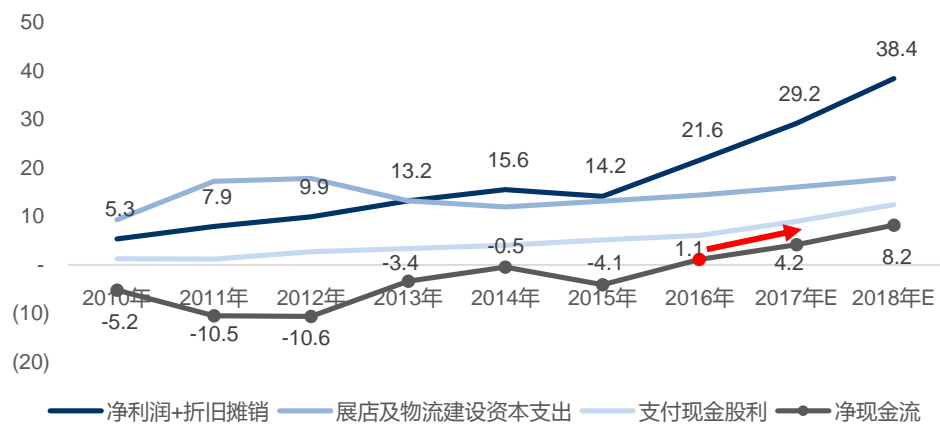
### 4.3.3 门店盈利周期缩短叠加议价能力提升，公司现金流结构迎来拐点

**现金流结构迎来拐点，市值和股价进入同步增长通道。**过去几年永辉超市收入增长、利润增长、市值也增长，而股价反映较少，一个非常重要的原因是公司过去几年快速发展过程中持续进行股权融资，股权融资导致中小股东 EPS 被摊薄。经过我们测算，公司现金流结构从 2016 年将迎来拐点，公司经营活动现金流将可以完全覆盖新增门店及物流中心的

资本开支以及分配现金股利的资金需求，将结束公司长期以来现金流结构存在的缺口问题，现金流结构迎来拐点。原因主要体现在三个方面，第一，2016年公司异地市场基本实现全面盈利，新开门店的培育期大幅缩短，门店自身的现金流回款周期缩短；第二，公司经营规模扩大之后门店固定资产和装修的折旧摊销回款金额巨大；第三，随着公司经营规模的扩大，公司对上下游的议价能力在持续提升，对上下游的占款能力提升。

与同行业公司相比，永辉超市的控股股东及其一致行动人持股比例处于较低水平，大股东持股比例较低的原因在于公司快速发展需要持续融资，所以现金流的变化对公司至关重要。现金流结构的拐点意味着从经营层面来讲，公司未来继续进行股权融资的概率极低，公司未来业绩的增长将会直接转化为股价的上涨和估值的消化。

图 46：永辉超市净现金流变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 47：超市行业相关公司控股股东及其一致行动人持股比例

证券代码	证券简称	控股股东及其一致行动人	持股比例 (%)
002336.SZ	人人乐	何金明、宋琦	74.47
603708.SH	家家悦	王培桓	66.46
002264.SZ	新华都	陈发树、陈志勇	55.80
601116.SH	三江购物	陈念慈	53.49
002697.SZ	红旗连锁	曹世如、曹曾俊	48.63
002251.SZ	步步高	王填、张海霞	46.00
000759.SZ	中百集团	武汉国资委	32.00
601933.SH	永辉超市	张轩宁,张轩松	29.21

资料来源：公司公告，申万宏源研究

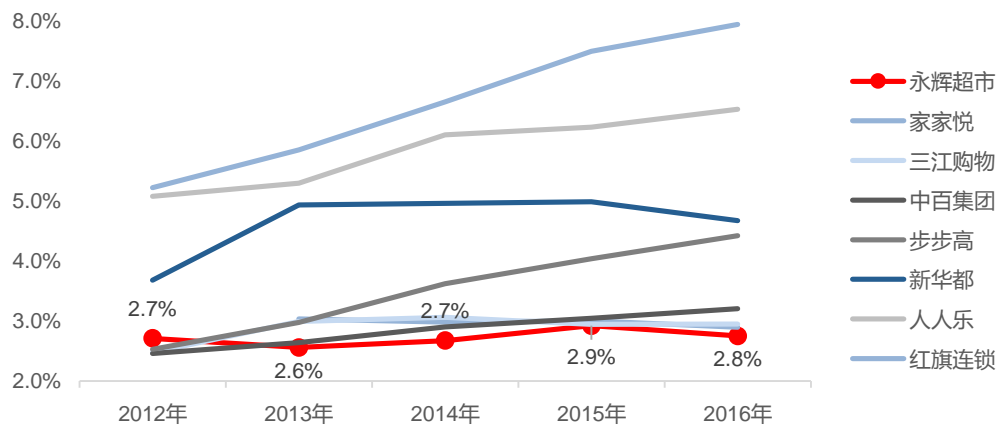
#### 4.3.4 公司各方面经营指标持续向好，处于历史最好发展时期

管理机制改革带来效率提升，公司营业成本降低，资产周转率提高。超市企业为典型的物业密集型行业和劳动密集型，营业成本最大的部分来源于物业租金及员工薪酬。公司倡导以工业化和流程化的经营理念来梳理超市经营过程中的各个环节，在门店密集度提升带来的区域规模效应和门店合伙人机制推广双重作用下，公司内部的经营效率得到改善，经营成本和费用得到有效控制，资产周转率持续向好，而且保持在行业较高水平。

### （一）物业租金

与同行业公司相比，永辉的租金及物业费用率一直稳定在行业较低水平，在整个行业租金逐渐上涨的大趋势下，永辉的租金及物业费用率甚至呈现拐头向下的趋势，体现出公司较高的物业综合使用效率。此外，近年来，随着公司规模扩大和品牌影响力的提升，公司对物业出租方的溢价能力持续提升，很多商业地产开发商愿意以低于市场价格的租金吸引永辉来经营实现带动人气、繁荣市场的效果，所以公司新开门店在可比区域的租金将呈现逐年下降的趋势。

图 48：永辉超市物业租金费用率变化情况

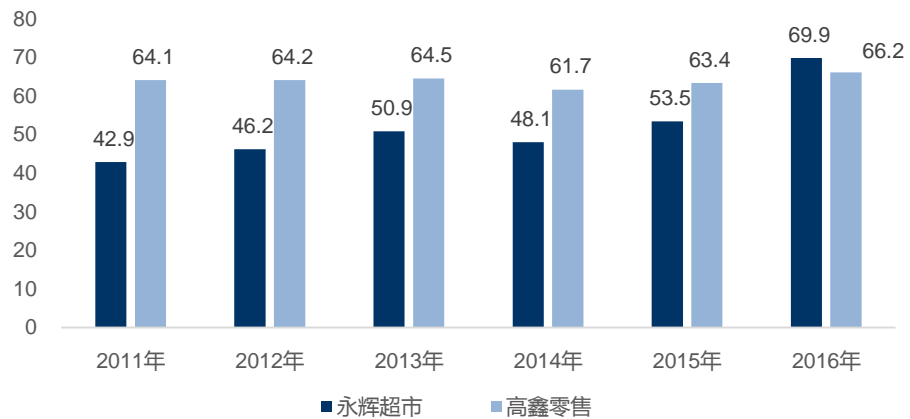


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### （二）员工薪酬

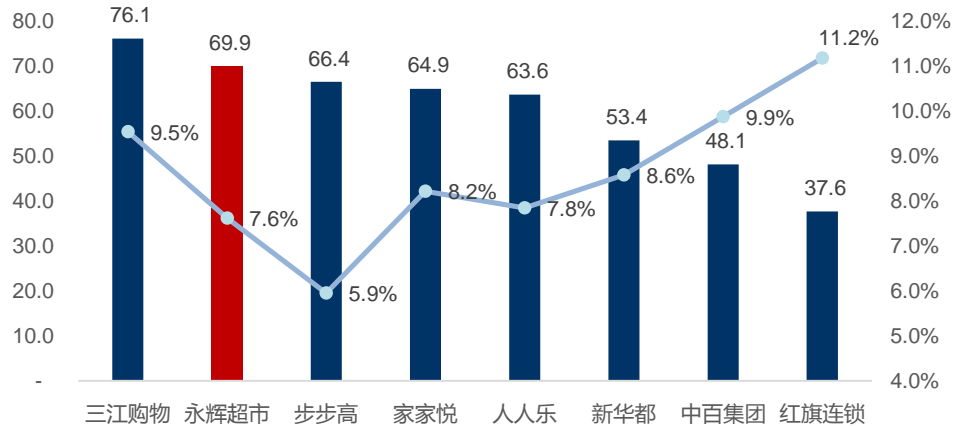
随着公司内部精细化管理的持续推进，员工人数得到了精简，尽管员工平均薪酬总体增速在 10% 以上，但是公司每平米经营面积的人力成本呈现下降趋势，人效得到了较快提升，已超过行业龙头高鑫零售。与 A 股市场同业公司相比，永辉在保持较高人效的同时，人力成本占比在行业内却处于较低水平，这反映出公司门店合伙人机制推广带来的经营效率的极大改善。同时，永辉目前员工平均薪酬为 5.32 万元/年，在行业内也处于中上等水平，具有竞争力的薪酬待遇、直接有效的激励机制加上丰富的人才培养计划，为永辉未来的快速发展奠定了良好的人才基础。

图 49：永辉超市人效变动情况（万元/人）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 50：永辉超市人效（万元/人）和员工薪酬费用率

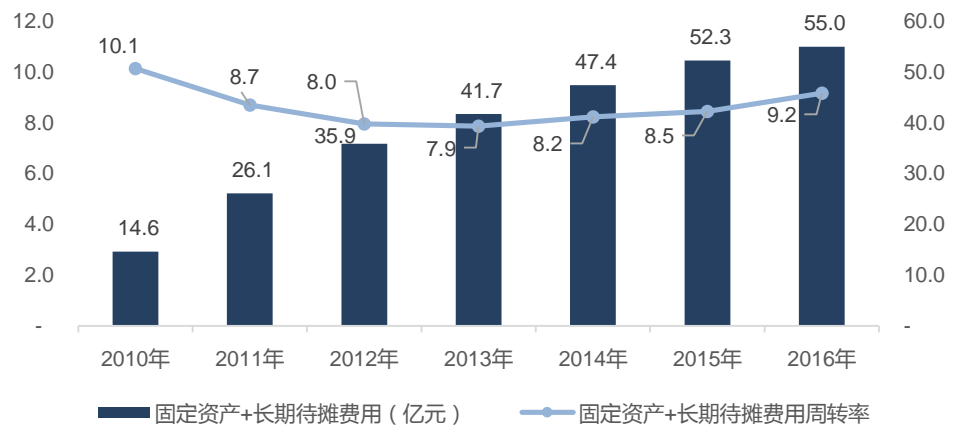


资料来源：公司公告、申万宏源研究

### （三）资产周转

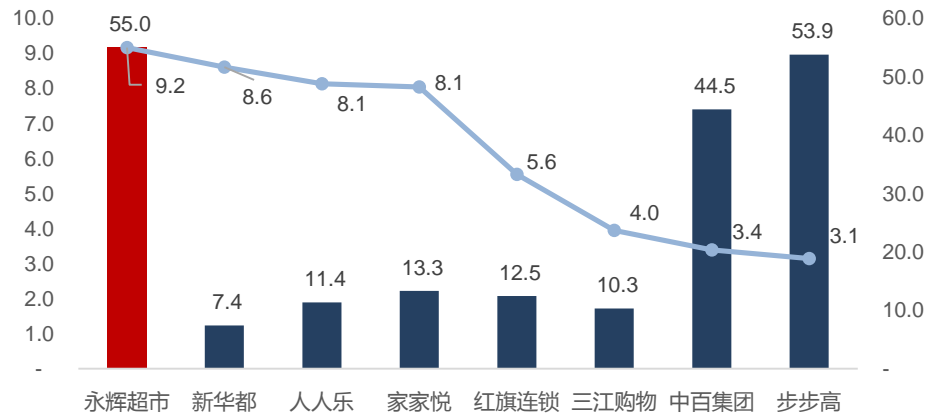
对于零售行业而言，随着门店规模的扩大，公司的固定资产及长期待摊费用周转率将出现下滑，尤其是门店突破原有优势区域，向全国扩张之后，公司整体的资产周转效率将很难保持原有区域的水平。永辉超市在进行门店快速扩张的同时，固定资产及长期待摊费用周转率指标仍能保持向上趋势，且处于行业领先地位，实属不易，说明公司一直在进行管理流程的精细化和科学化，从而带来经营能力和经营效率的持续提升。此外，公司的存货周转率与同行业相比处于较高水平，存货周转率体现了公司的经营效率，存货周转率快对于经销商来说能够更快地实现销售，它们就更愿意来公司的门店卖货，从而形成良性循环。同时，公司的应付账款周转天数又处于行业低位，仅为 1.8 个月，说明公司给到供应商的账期短，供应商会更愿意和公司合作。存货周转率高和对上游账期短有利于减少永辉在食品用品等非生鲜品类上跨区域经营的渠道限制，从而打破内资零售商区域化发展的现状。

图 51: 永辉超市固定资产及长期待摊费用周转情况



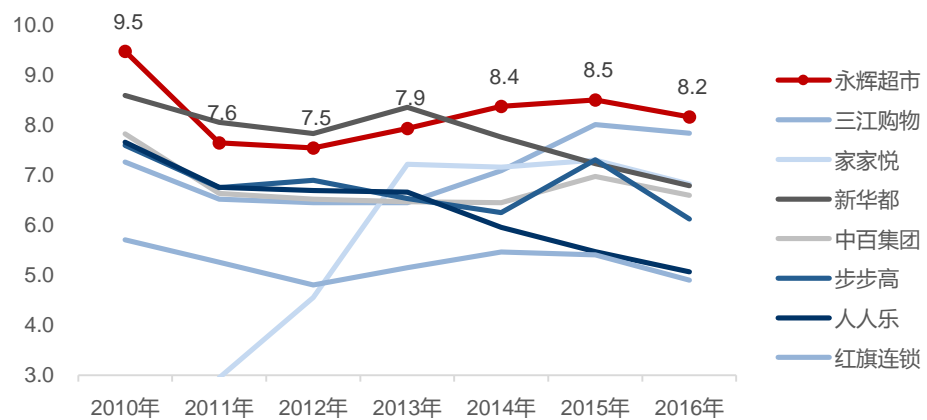
资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 52: 永辉超市固定资产及长期待摊费用周转情况行业对比



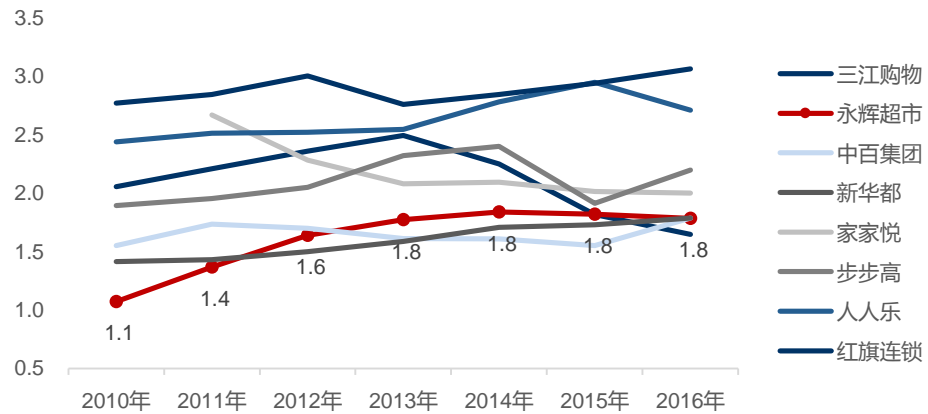
资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 53: 永辉超市存货周转情况



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 54：永辉超市应付账款周转天数情况（月）

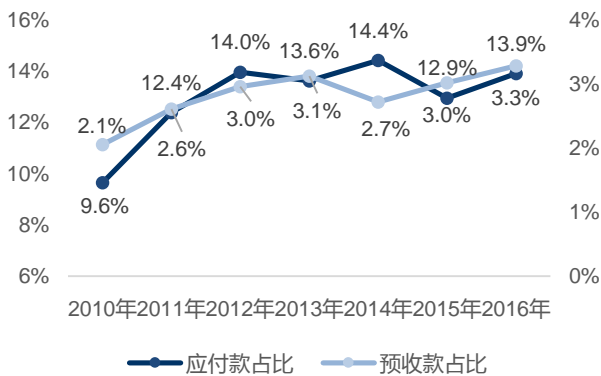


资料来源：公司公告、申万宏源研究

**公司品牌影响力提升，上下游占款能力增强。**随着近年来公司经营规模的扩大以及供应链管理能力的增强，公司的品牌影响力也不断得到提升。一般来说，反映一家超市企业品牌影响力的指标有两个：经营活动中的占款能力和店面租金水平。我们分析了近年来公司经营过程中应付款和预收款占销售收入比重的变化。2010 年公司应付账款占销售收入的比重为 9.6%，2016 年该比重增至 13.9%，提升了 4.3%；2010 年预收款占销售收入的比重为 2.1%，2016 年该比重增至 3.3%，提升了 1.2%。应付款和预收款占比的提升反映了公司占款能力的增强，也表明公司品牌影响力逐步扩大，上游供应商更愿意在公司的超市平台销售产品，同时消费者更加愿意接受和购买公司发行的购物卡等支付工具。

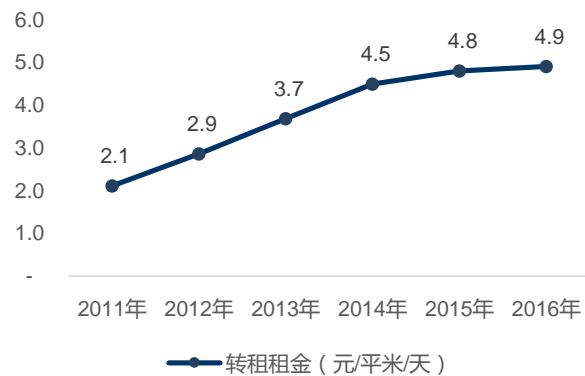
另外，由于公司超市门店的聚客能力强，公司品牌的市场认可不断提升，更多的商户愿意选择租用公司的门店物业。因此，近年来公司每平方米物业的日租金也呈现了持续增长的走势，2011 年单位日租金为 2.1 元，而到 2016 年已增至 4.9 元，我们预计未来仍会保持缓慢上涨。随着公司商业物业供给的大量增加以及公司品牌效应的提升，公司物业租金收入将继续增长。

图 55：永辉超市应付款与预收款占比



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 56：永辉超市门店转租租金水平（元/平米/天）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 4.4 未来发展：“云超+云创+云商+云金”四轮驱动

### 4.4.1 云超：继续加码高端绿标店，稳步提升门店密集度

云超板块即传统的超市业务，业态包括红标店、绿标店两类。门店布局方面，公司未来将主要以绿标店的形式持续展店，选择性进入新的省份，重点提高新区域的门店密集度。产品结构方面，持续进行门店产品升级，依托现有供应平台，稳步拓展、整合全球优质供应链资源，顺应中国消费升级趋势，提供全球优质商品；携手行业战略合作伙伴，深化供应链合作；建设中央厨房，加大“彩食鲜”初加工产品供应；培育自有品牌，提高产品附加值。员工管理方面，继续落实“赛马机制”和“合伙人计划”，提高人效，针对新店推出“新店合伙人方案”，缩短新店培育期；加强人员梯队建设和培训，通过区长浅海班、储备店长班、1933 零售精英等主打课程，打造了具备合伙创业理念的永辉特种兵部队，通过实施融才计划，为永辉生态变革提供一流的人才储备；提高经营管理数字化程度，上线永辉生意人，永辉到家，永辉管家等 APP，帮助各部门优化工作流程，提升工作效率。

超市业务巨大市场空间待挖掘，公司销售额有望超过 3000 亿规模。一般情况下，在县级行政区划范围内，每 10 万人口就可以开设一家大卖场。假设 2020 年我国人口达到 14.2 亿，县域人口占比 70%，则超市门店数量将达到 9940 家。参照沃尔玛在美国市场的占有率水平，永辉超市业务规模有望达到 3220 亿元。从另一个角度来看，按照永辉超市的经营计划，未来将在每一个县城开一家店，即“千城千店”。截至 2016 年底，我国大陆县级行政区划共 2856 个，按照公司的展店计划和目前的经营管理效率，永辉超市业务规模也将达到 3336 亿元。

表 9：永辉超市营业规模预测

地区	县级行政区划								总计(个)	现有门店数量(个)	预计门店数量(个)	预计营业额(亿元)
	市辖	县	自治	县级	旗	自治区	林区	特区				
福建	28	43	0	13	0	0	0	0	84	119	150	162
重庆	26	8	4	0	0	0	0	0	38	106	120	130
四川	52	111	4	16	0	0	0	0	183	37	200	216
上海	16	0	0	0	0	0	0	0	16	37	50	54
北京	16	0	0	0	0	0	0	0	16	34	50	54
安徽	44	55	0	6	0	0	0	0	105	32	105	113
江苏	55	20	0	21	0	0	0	0	96	23	96	104
河南	52	85	0	21	0	0	0	0	158	20	158	171
河北	46	97	6	19	0	0	0	0	168	15	168	181
浙江	36	33	1	19	0	0	0	0	89	14	89	96
贵州	15	54	11	7	0	0	0	1	88	12	88	95
广东	66	34	3	20	0	0	0	0	123	11	123	133
陕西	29	75	0	3	0	0	0	0	107	8	107	116
天津	16	0	0	0	0	0	0	0	16	7	16	17
辽宁	59	17	8	16	0	0	0	0	100	4	100	108
黑龙江	65	43	1	19	0	0	0	0	128	4	128	138
吉林	21	17	3	20	0	0	0	0	61	3	61	66

山西	23	85	0	11	0	0	0	0	119	1	119	129
云南	16	69	29	15	0	0	0	0	129	0	129	139
西藏	6	68	0	0	0	0	0	0	74	0	74	80
新疆	13	62	6	24	0	0	0	0	105	0	105	113
甘肃	18	58	7	4	0	0	0	0	87	0	87	94
青海	6	27	7	3	0	0	0	0	43	0	43	46
宁夏	9	11	0	2	0	0	0	0	22	0	22	24
内蒙古	23	17	0	11	49	3	0	0	103	0	103	111
山东	54	56	0	27	0	0	0	0	137	0	137	148
湖北	39	37	2	24	0	0	1	0	103	0	103	111
湖南	35	64	7	16	0	0	0	0	122	0	122	132
江西	24	65	0	11	0	0	0	0	100	0	100	108
广西	40	52	12	7	0	0	0	0	111	0	111	120
海南	10	4	6	5	0	0	0	0	25	0	25	27
<b>总计</b>	<b>958</b>	<b>1367</b>	<b>117</b>	<b>360</b>	<b>49</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2856</b>	<b>487</b>	<b>3089</b>	<b>3336</b>

资料来源：国家统计局，民政部，申万宏源研究

**生鲜及食品用品业务毛利仍有提升空间，整体净利水平有望达到 5%。**目前，永辉生鲜及加工品类毛利率为 13.4%，随着“彩食鲜”中央厨房的建设，加工食品占比将提高，预计未来毛利可以达到 15%；永辉食品用品类毛利率为 18.9%，相比之下高鑫零售前台业务综合毛利率 21.3%，沃尔玛毛利率高达 25.7%，永辉食品用品类供应链持续优化，毛利率至少能提高至 22%，公司整体毛利率将达到 22.3%。根据永辉门店扩张趋势，按照租金、人工及其他费用（固定+浮动）、所得税项目进行分拆预测，公司净利率有望达到 5% 的水平。

**表 10：永辉超市毛利率及净利率预测**

一级项目	二级项目	金额（亿元）
营业收入		3,336
	坪效（万元/平米）	1.2
业务占比		
	食品用品	49%
	生鲜及加工	46%
	服装	0%
	其他业务	5%
<b>毛利率</b>		<b>22.3%</b>
	食品用品	22%
	生鲜及加工	15%
	服装	-
	其他业务	90%
毛利润		743
租金		88
	门店数量（个）	3,089
	营业面积（万平方米）	2,780
	单店面积（平米）	9,000
人工		226
	员工数量（万人）	30
	单店员工数量（人）	96



一级项目	二级项目	金额 (亿元)
其他费用		216
	固定费用	2
	浮动费用	213
其他经营收益		1
营业利润		215
	营业外收入	2
	营业外支出	1
利润总额		215
所得税		47
净利润		168
<b>净利率</b>		<b>5.0%</b>

资料来源：申万宏源研究

#### 4.4.2 云创：孵化培育零售新业态，引导消费结构转型升级

云创是永辉的创新孵化平台，目前已培育了永辉生活 app、永辉会员店和超级物种等多种业态。会员店是服务于周边社区中高端细分消费人群的小型精品超市，2015 年底从上海地区开始试水，门店面积在 200-300 平米，SKU 约 1000 种，进口商品比例不低于 50%，生鲜产品占比为 25%-30%。消费者除到店消费外，可以在永辉生活 APP 下单，然后到店自提或由门店配送。目前，会员店已在上海开 35 家店，北京开 1 家店，后续在北京上海开业的会员店都将更名永辉生活，业态仍处于培育阶段。超级物种是永辉应对线上电商冲击、试水新零售、引领消费升级的新型业态体验店，其采用“超市+餐饮”的结合形式，融合了永辉目前孵化的 8 个产物：鲑鱼工坊、波龙工坊、盒牛工坊、麦子工坊、咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆、静候花开花艺馆。目前，超级物种在福州已开 2 家门店，福州温泉公园店（2017.1.1）和万象城店（2017.5.1），门店营业面积约 500 平，SKU 约 1000 种，开业以来经营业绩亮眼，门店坪效超过 10 万。超级物种试水成功后，将依托永辉现有供应链在全国快速扩张，今年将在北上广和福建的 CBD 地带开 24 家店，明年年底门店数量有望达到 100 家。

#### 4.4.3 云商：探索生鲜加工 B2B 业务，大力建设“彩食鲜”中央厨房

云商目前主要着力于生鲜初加工 B2B 业务，针对企事业单位、机关、学校、军队、酒店等提供生鲜初加工食材配送。目前，该业务领域国内尚属空白，现有供应商规模很小，行业发展空间巨大。在未来行业环境清廉、公开、透明的情况下，企事业单位等有望通过公开招标方式解决公共食堂的食材供应问题，行业将有良好的发展趋势。永辉目前正与韩国希杰公司合作，大力建设“彩食鲜”中央厨房。希杰公司是韩国最大的食品公司，在韩国初加工食材供应市场占据垄断地位。2016 年 3 月，永辉“彩食鲜”重庆工厂已正式投产，同年 8 月北京工厂投产，目前福建工厂进入全面改造中，安徽、江苏、四川三地也即将投资设厂。

#### 4.4.4 云金：开展银行/保理/小贷服务，掘金供应链金融市场

云金板块定位为零售产业科技金融服务，目前主要为永辉提供系统的供应链金融业务。2016年11月，永辉战略投资华通银行，成为第一大股东（27.5%），华通银行系福建首家民营银行，主要解决客户支付和财富管理问题，团队成员来自兴业银行、微众银行等机构，从业经验丰富。2016年12月，永辉开展商业保理业务，陆续推出“惠商超”（针对全渠道零售体系的供应商融资产品）、“惠租”（针对线下商业物业企业主提供的租赁金融服务）等产品，保理业务依托供应商提供的商品，基本没有坏账，目前累计服务中小企业客户超过1000家，累计支付近30亿元，平均单笔融资25万元，平均融资周期28天。此外，永辉的互联网小贷公司正在筹备开业中，未来将上线“惠薪贷”（针对蓝领群体包括永辉超市员工以及永辉超市外的零售服务从业人员的贷款服务）、“惠商”（针对线下中小商户的信用贷款产品）等产品，瞄准蓝领群体的现金贷市场。

## 5. 盈利预测与估值

我们预计：

公司2017-2019年新增门店数量分别为108家、122家、141家。

其中重庆地区、北京地区、华东地区等门店密集度将加快提升，东北地区由于仍处于亏损状态而且经营情况一般，未来门店的扩张速度将大幅放缓。

公司2017-2019年营业总收入合计分别为610亿元、747亿元、912亿元，同比增速分别为：23.8%、22.5%、22.1%；

公司2017-2019年综合毛利率分别为16.7%、16.8%、17.0%。

公司2017-2019年实现归属于母公司股东净利润分别为20.5亿元、27.6亿元、36.2亿元，同比增长65.2%、34.6%、31.0%。对应当前股价的PE分别为33、24、19倍。

鉴于公司未来几年业绩高、增长确定性强，参考同行业可比上市公司中百集团和步步高未来两年的动态PE水平：按照行业可比公司2017年平均PE水平58倍，我们给予永辉超市2017年达到40倍PE的预测，对应的合理股价为8.6元，较当前股价仍有超过20%的上涨空间，维持投资评级“买入”。

表 11：超市行业可比上市公司未来两年估值情况（股价采用 2017-07-04 收盘价）

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2017E 净利润 (亿元)	2018E 净利润 (亿元)	2017 年 PE	2018 年 PE
000759.SZ	中百集团	62	1.12	0.99	56	63
002251.SZ	步步高	108	1.80	2.17	60	50
	平均				57	56

资料来源：wind，申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	42,145	49,232	60,950	74,672	91,200
福建地区	1,096,199	1,193,081	1,298,446	1,405,799	1,525,759
重庆地区	1,429,330	1,705,578	2,051,172	2,407,915	2,943,029
北京地区	647,252	758,236	878,347	1,183,269	1,551,604
安徽大区	245,265	293,917	366,253	442,664	514,907
华东大区	368,676	456,337	846,941	1,243,316	1,636,054
河南大区	124,712	161,207	205,902	254,663	307,786
东北大区	108,514	102,867	107,623	105,471	116,448
营业总成本	41,326	47,909	58,343	71,135	86,539
营业成本	33,785	39,292	48,255	58,998	71,892
福建地区	904,279	985,141	1,069,919	1,157,675	1,255,699
重庆地区	1,181,936	1,408,308	1,689,140	1,981,714	2,420,641
北京地区	548,358	642,044	742,204	996,313	1,302,106
安徽大区	205,718	246,488	305,675	368,562	427,682
华东大区	316,005	386,758	714,818	1,044,386	1,367,741
河南大区	105,919	137,582	175,017	215,955	260,387
东北大区	95,910	90,644	94,708	92,814	102,474
营业税金及附加	207	219	268	329	401
销售费用	6,377	7,165	9,593	11,592	14,055
管理费用	970	1,289	536	572	616
财务费用	(25)	(74)	(324)	(371)	(440)
资产减值损失	12	19	15	15	15
公允价值变动损益	15	7	0	0	0
投资收益	(73)	167	60	72	84
营业利润	761	1,498	2,667	3,609	4,745
营业外收支	37	59	50	50	50
利润总额	797	1,556	2,717	3,659	4,795
所得税	197	343	664	897	1,178
净利润	600	1,214	2,053	2,762	3,617
少数股东损益	(5)	(28)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	605	1,242	2,053	2,762	3,617

资料来源：申万宏源研究

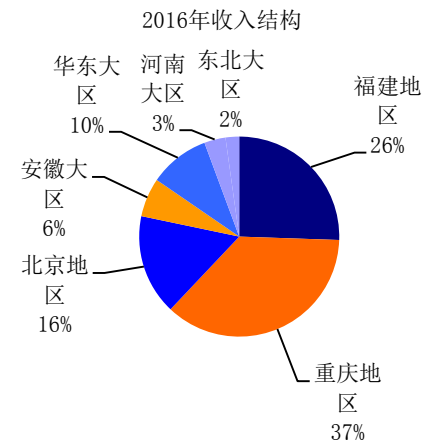
### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,930	20,566	22,525	25,259	28,866
现金及等价物	4,375	9,538	10,147	11,273	12,950
应收款项	1,945	3,154	3,270	3,405	3,569
存货净额	4,250	5,379	6,613	8,085	9,852
其他流动资产	1,360	2,496	2,496	2,496	2,496

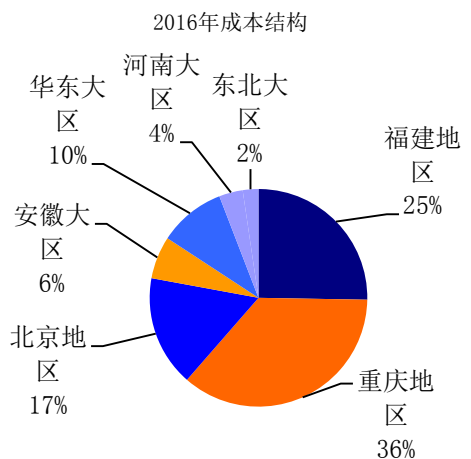
### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
福建地区	9%	9%	8%	9%
YOY				
重庆地区	19%	20%	17%	22%
YOY				
北京地区	17%	16%	35%	31%
YOY				
安徽大区	20%	25%	21%	16%
YOY				
华东大区	24%	86%	47%	32%
YOY				
河南大区	29%	28%	24%	21%
YOY				
东北大区	-5%	5%	-2%	10%
YOY				

### 收入结构



### 成本结构



长期投资	1,955	1,986	1,986	1,986	1,986
固定资产	3,384	3,433	4,792	6,200	7,715
无形资产及其他资产	3,035	3,453	3,094	3,070	3,045
资产总计	20,304	29,438	32,397	36,515	41,613
流动负债	7,929	10,049	12,053	14,453	17,335
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	6,980	8,781	10,784	13,185	16,066
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	94	147	147	147	147
负债合计	8,023	10,197	12,200	14,601	17,482
股本	4,068	9,570	9,570	9,570	9,570
资本公积	5,675	6,511	6,511	6,511	6,511
盈余公积	318	415	620	893	1,249
未分配利润	2,167	2,702	3,431	4,861	6,706
少数股东权益	54	43	43	43	43
股东权益	12,281	19,241	20,176	21,879	24,080
负债和股东权益合计	20,304	29,438	32,376	36,479	41,562

资料来源：申万宏源研究

### 合并现金流量表

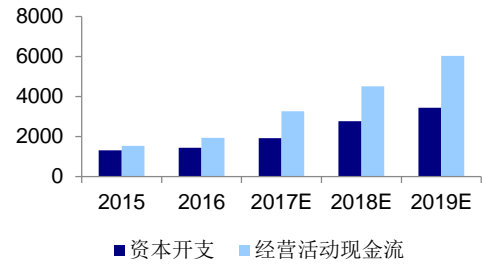
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	600	1,214	2,053	2,729	3,566
加：折旧摊销减值	815	947	933	1,393	1,967
财务费用	21	0	-324	-326	-371
非经营损失	52	-157	-60	-72	-84
营运资本变动	-34	-142	659	793	951
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,538	1,928	3,260	4,517	6,029
资本开支	1,310	1,436	1,918	2,762	3,443
其它投资现金流	-799	-1,654	-499	72	84
投资活动现金流	-3,067	-3,883	-2,417	-2,690	-3,359
吸收投资	5,704	6,357	0	0	0
负债净变化	-1,444	0	0	0	0
支付股利、利息	513	611	794	700	993
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	3,748	5,746	-794	-700	-993
净现金流	2,219	3,792	49	1,127	1,676

资料来源：申万宏源研究

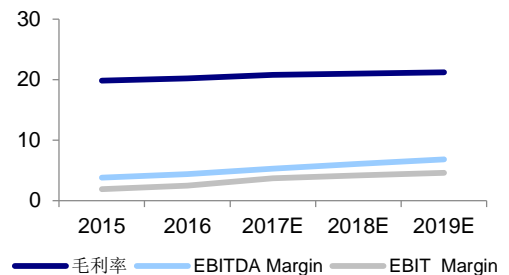
### 重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.13	0.21	0.29	0.37
每股经营现金流	0.16	0.20	0.34	0.47	0.63
每股红利	-	-	0.12	0.11	0.14
每股净资产	1.28	2.01	2.10	2.28	2.51
关键运营指标(%)					
ROIC	10.2	11.9	20.9	27.0	33.9
ROE	5.0	6.5	10.2	12.5	14.8
毛利率	19.8	20.2	20.8	21.0	21.2
EBITDA Margin	3.8	4.4	5.3	6.1	6.8
EBIT Margin	1.9	2.5	3.7	4.2	4.6
收入同比增长	14.8	16.8	23.8	22.5	22.1
净利润同比增长	-28.9	105.2	65.3	32.9	30.7
资产负债率	39.5	34.6	37.7	40.0	42.0

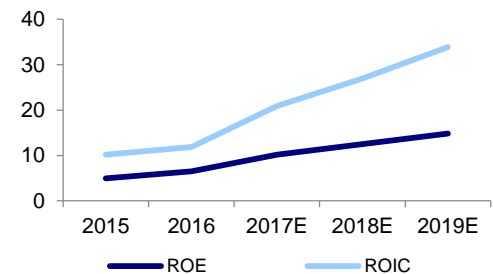
### 资本开支与经营活动现金流



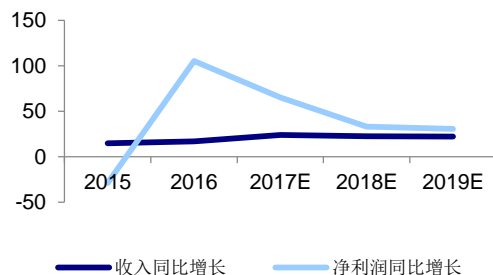
### 经营利润率(%)



### 投资回报率趋势(%)



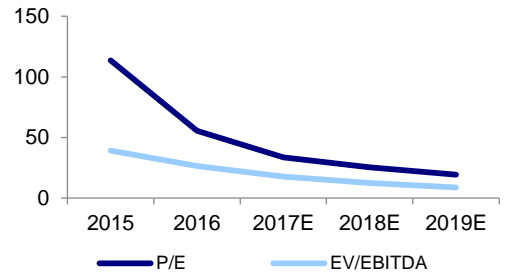
### 收入与利润增长趋势(%)



### 相对估值(倍)

净资产周转率	3.45	2.56	3.03	3.42	3.79
总资产周转率	2.08	1.67	1.88	2.04	2.19
有效税率	22.7	24.7	25.0	25.0	25.0
股息率	-	-	1.6	1.5	2.0
估值指标(倍)					
P/E	113.5	55.3	33.5	25.2	19.3
P/B	5.6	3.6	3.4	3.1	2.9
EV/Sale	1.5	1.2	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	39.0	26.2	17.7	12.2	8.7

资料来源：申万宏源研究



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。