

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 7.09

目标价格: 8.01—8.01

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qizq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42,144.83	49,231.65	61,197.58	73,699.07	86,952.70
增长率 yoy%	14.75%	16.82%	24.31%	20.43%	17.98%
净利润	605.33	1,242.01	1,755.33	2,189.45	2,745.91
增长率 yoy%	-28.92%	105.18%	41.33%	24.73%	25.42%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29
每股现金流量	0.38	0.20	0.31	0.33	0.39
净资产收益率	4.95%	6.47%	8.86%	9.95%	11.10%
P/E	67.87	37.83	38.66	30.99	24.71
PEG	—	0.36	0.95	1.27	0.98
P/B	3.01	2.01	2.07	2.30	2.59
备注:					

**投资要点**

- 核心观点: 业态迭代加速拓展, 制度改革提效, 规模及盈利进入增长双通道。**本篇报告我们独辟蹊径, 从生鲜电商数据、公司战略方向、现金流以及估值角度, 深度挖掘公司核心竞争力、行业天花板、竞争格局, 透视公司制度改革下的变化, 推演公司估值。我们认为公司门店业态迭代及扩张, 主要基于三点: 1、生鲜直采; 2、超市领域深厚的供应链管理能力和管理层的产业视角; 3、适时的创新能力。依托于过去经营实力积淀, 公司现金流充裕, 抗风险能力提升, 在消费趋势下, 公司依托核心的供应链体系, 业态迭代持续创新, 提升效率及体验, 规模及市占率提升。在管理效率上, “赛马制”及合伙人制度提升经营效率, 员工积极性提升, 人均创收比例提升, 费用率进入下降通道, 毛利率提升及费用率下降, 净利润水平增速高于营收增速; 参考国内及国外超市历史估值, 公司高估值存在合理性, 龙头溢价及供应链效率存潜在提升空间是主因。参考可比公司估值, 考虑下半年估值切换, 给予公司**2018年35XPE**, 目标价**8.01元**, 维持“买入”评级。
- 公司概况: 加速拓展, 合纵连横, 全国化超市龙头雏形显现。**2004年在重庆开店, 异地开店持续成功, 打破区域发展天花板; 2010年上市, 募集18.94亿元, 开启加快全国化布局的战略; 截止2016年底, 公司拥有门店数量487家, 2010-2016年营收CAGR20.89%+, 区域营收占比前五名为福建、重庆、四川、北京、安徽, 全国化路线持续成功。上市之后, 为补充流动现金流及加快区域拓展, 先后引入牛奶国际、京东等战投, 并入股中百、上蔬永辉, 2017年将和中百在湖北省开门店。公司现有物流配送中心12个, 覆盖福建、重庆、安徽、北京、辽宁、陕西、浙江等地区, 配送中心距离城中心门店近3-4小时车程, 保证运送效率。
- 行业分析: 线下商超具备生鲜强壁垒, 超市供应链提效加速, 分化加剧。**商超生鲜具备天然的优势, 线上生鲜远未到爆发期, 电商生鲜渗透率仅为1.6%, 基于物流配送费用率高、生鲜难以降低损耗率角度, 99%的生鲜电商仍处于亏损状态, 线下生鲜消费仍是主力。国内生鲜市场近9万亿, 商超生鲜渗透率仅为13%左右, 刚刚超过万亿市场, 从天花板以及增长潜力来看, 仍具备较高的提升空间, 我们认为商超符合消费升级趋势, 未来将持续增长。参考日本发展经历, 国内人均收入与超市增速远未达最高点(4万美元/人/年)。国内线下商超出现分化, 生鲜直采及精细化管理成为超市持续扩张的必胜法宝, 考验物流配送能力、生鲜损耗率、精细化管理能力等等, 以永辉超市、家家悦为代表的强供应链公司优势凸显, 存货周转率及ROE水平远高于竞争对手, 线下分化加速, 强供应链公司将享受龙头效应, 强者恒强。
- 业态迭代升级彰显竞争力和创新力, 现金流充裕, 门店拓展加速。**永辉超市依托生鲜直采能力(70%以上直采), 同时凭借多年的资金沉淀以及战略投资积累, 2017年Q1账上货币资金约为75亿元, 持续进行业态迭代, 符合现代年轻人消费趋势。从传统的红标店到绿标店, 绿标店到超级物种, 公司持续的业态迭代, 经营效率及坪效显著高于传统门店, 现有未成熟绿标店坪效高于红标店约10%左右, 预计未来将继续提升。公司门店由大卖场转绿标店, 业态由“大”变“小”, 背后体现供应链效率的厚度以及管理能力的质量, 预计2017-2019年年均开店增速在20%+, 同店增长3-5%, 预计2019年营收规模有望达到千亿, 2016-2019年收入端CAGR26%+, 考虑毛利率提升、费用率优化, 利润端CAGR35%+。
- 制度改革释放红利, 供应链提效, 盈利能力进入提升通道。**公司深度践行合伙人制度以及集群的赛马制, 赛马制度保证前端收入规模的持续提升, 同时有利于提升内部经营效率, 防止规模扩大下的效率降低, 同时公司优

**基本状况**

总股本(百万股)	9,570
流通股本(百万股)	9,570
市价(元)	7.09
市值(百万元)	67,851
流通市值(百万元)	67,851

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 合众连横空间大, 关注投资收益及业态调整

化供应链采购体系，梳理 SKU，淘汰 15% 供应商，毛利率持续提升，但仍与行业内如家家悦、中百集团等有一定差距，具备较大的提升潜力；合伙人制度实施，总部和合伙人双赢，2016 年人均创收提升 24.67%，薪酬费用率水平下降 0.23%，但员工收入提升约 20%，离职率下降 2.75%，提升了公司盈利能力，未来依托于制度优势以及赛马制改革，效率有望持续提升。总体上来看，公司有望将 EBITA MARGIN 提升至 5.5% 以上(2016 年 4.7%)，预计未来三年利润端仍高于收入端增长。永辉超市核心竞争力明晰，制度优化下、效率提升，现金流加速流转，支撑新开门店，保证资金滚动，我们认为公司进入新增长通道，具备长期配置价值。

- **投资建议：目标价 8.01 元，维持“买入”评级。** 估值层面，纵向对比来看，公司历史 PE 估值中枢大约 30 倍左右，按照 A 股消费股提升的逻辑来看，估值相较于历史提升 30%-50%，那么永辉超市 PE (TTM) 合理区间应该在 40-45XPE 的区间，按照我们的预测，永辉超市 2018 年有望实现净利润约 22.89 亿元，当前市值对应 2018 年估值约为 30.99XPE 倍，估值提升的空间仍具备较大潜力。且对标好市多、沃尔玛等国外零售巨头，历史开店增速最高时，估值大约为 35-40 倍，亚马逊收购全食超市的 PE 为 33 倍。考虑到行业空间足够大，且对于全国化零售龙头公司永辉超市鲜有竞争对手，业绩增长确定性更高，市占率稳步提升，我们认为永辉超市合理的估值应该在 35XPE-40XPE 区间。预计 2017-2019 年公司实现营业收入 611.97/736.99/869.52 亿元，同比增长 24.31%/20.34%/17.98%。实现净利润约为 17.55/21.89/27.46 亿元，同比增长 41.33%/24.73%/25.42%，当前市值对应 2017-2019 年 PE 约为 38.66/30.99/24.71 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部拓展空间，给予 2018 年 35XPE，维持目标价 8.01 元，“买入”评级。
- **风险提示：公司门店建设不及预期，导致营收增长缓慢；宏观环境恶化，消费者消费能力大幅下降；食品安全问题；**

## 内容目录

有别于市场的观点：99%生鲜电商亏损，线下更有机会，现金流充裕下，门店迭代升级加快拓展.....	5 -
公司概况：加速拓展，合纵连横，全国化超市龙头雏形显现 .....	5 -
福建和重庆为大本营，07年拓展北京，10年开启全国化路线 .....	5 -
民营龙头、合纵连横，京东战投、入股中百集团 .....	7 -
永辉拥有物流配送中心12个，“CDC+RDC”保证门店配送效率 .....	7 -
行业分析：线下商超具备生鲜强壁垒，超市供应链提效加速，分化加剧.....	8 -
商超渗透率稳步提升，线下占据生鲜消费99%的市场，电商威胁小 .....	8 -
生鲜引流，供应链提效，线下超市结构性分化加剧 .....	12 -
业态迭代升级彰显竞争力和创新力，现金流充裕，门店拓展加速 .....	14 -
生鲜直采核心助力门店迭代，门店年轻化，符合消费升级趋势 .....	14 -
单店投入约2千万，账上现金流75亿元，助力门店拓展速度加快 .....	17 -
全面推进云超、云创、云商、云金融融合，立体化更具协同性 .....	18 -
制度改革释放红利，供应链提效，盈利能力进入提升通道 .....	18 -
赛马制提升规模，供应链优化，毛利率进入提升通道 .....	18 -
合伙人制度提效，赛马制改革更具竞争力 .....	19 -
投资建议：门店迭代，制度改革提效，目标价8.01元，“买入”评级 .....	21 -

## 图表目录

图表 1：永辉超市区域占比情况	- 5 -
图表 2：永辉2010-2016年营业收入 CAGR+25.98%	- 5 -
图表 3：永辉生鲜及食品总体占比达到 92.16%	- 6 -
图表 4：2017年 Q1 归母净利润同比+57.55%	- 6 -
图表 5：2010年-2016年公司门店净开店 CAGR20.89%+	- 6 -
图表 6：永辉超市福建地区渐入成熟	- 6 -
图表 7：成熟区域的毛利率水平高于成长区域毛利率水平	- 6 -
图表 8：一致行动人张轩松以及张轩宁持有永辉约 29.15%的股权比例	- 7 -
图表 9：永辉超市合营以及联营企业名称	- 7 -
图表 10：永辉超市已在全国建立较为完善的物流配送体系	- 8 -
图表 11：相较于服装、家电及化妆品等品类，线上电商的渗透率较低	- 8 -
图表 12：生鲜超市行业市场规模未来五年 CAGR 超过 13%	- 8 -
图表 13：2016年国内整体生鲜市场达到 9 万亿规模	- 9 -
图表 14：相较于农贸市场等，超市从采购到体验具备天然的优势	- 9 -
图表 15：生鲜电商模式尚处于探索阶段	- 10 -
图表 16：预估生鲜电商营业利润率为-3%左右	- 10 -
图表 17：生鲜电商品质管理问题是当前电商发展的主要障碍	- 10 -
图表 18：生鲜电商的整体规模仅为 1000 亿元左右	- 10 -
图表 19：日本超市业态零售总额在人均 GDP 距离 4 万美元时仍具备较大的提升空间	- 11 -
图表 20：日本超市业态的永旺营收以及门店数量仍保持持续增长	- 12 -
图表 21：中百集团、家家悦、永辉超市直采比例在 70% 以上	- 12 -
图表 22：永辉超市整体价格较易买得和菜市场便宜约 25-30%	- 12 -

图表 23: 永辉超市与家家悦等以生鲜直采的模式为主	- 13 -
图表 24: 供应链越强的零售企业, 门店拓展速度较快	- 13 -
图表 25: 永辉超市、家家悦等强供应链企业, 存货周转率较为平稳	- 13 -
图表 26: 线下商超经营开始分化, 精细化程度越高的企业, 公司 ROE 越好	- 13 -
图表 27: 永辉超市、家家悦、中百集团、高鑫零售建立较为完全的生鲜配送体系	- 14 -
图表 28: BARVO 绿标店整体坪效水平高于大卖场	- 15 -
图表 29: 永辉超市 BARVO 精标店	- 15 -
图表 30: 永辉超市单店经营面积在下降	- 15 -
图表 31: 2017 年 Q1 永辉超市新开门店总数量达到 31 家	- 15 -
图表 32: 预计 2016 年之后, 公司坪效将会进入提升周期	- 16 -
图表 33: 公司新开超级物种业态, 整体经营状况良好	- 17 -
图表 34: 永辉超市单店固定资产投资约在 2000-25000 万元	- 17 -
图表 35: 上市以来永辉经过 4 轮资金募集, 主要用在门店建设以及物流配送体系	- 17 -
图表 36: 永辉超市单店的模型表	- 18 -
图表 37: 2017 年 Q1 永辉自有货币现金流充裕	- 18 -
图表 38: 牛奶国际在东南亚地区拥有广泛的门店资源以及采购资源	- 18 -
图表 39: 永辉超市毛利率进入上升通道	- 19 -
图表 40: 永辉超市与大润发合伙人制度对比	- 19 -
图表 41: 2015-2016 年永辉超市人均创收提升 24.67%	- 20 -
图表 42: 2016Q2 公司期间费用率水平下降速度加快	- 20 -
图表 43: 公司践行合伙制以来单店的平均运营人员在减少	- 20 -
图表 44: 永辉超市历史 PE 估值中枢大约为 30XPE	- 22 -
图表 45: 参考可比公司估值, 对应 2018 年估值水平约为 45XPE	- 22 -
图表 46: 好市多历史开店增速最快时, PE 水平约为 40 倍	- 22 -
图表 47: 永辉超市财务估值三张表	- 24 -

## 有别于市场的观点：99%生鲜电商亏损，线下更有机会，现金流充裕下，门店迭代升级加快拓展

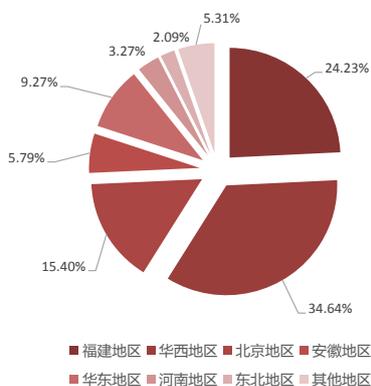
- 本篇报告我们独辟蹊径，从生鲜电商数据、公司战略方向、现金流以及估值角度，深度挖掘公司核心竞争力、行业天花板、竞争格局，透视公司制度改革下的变化，推演公司估值。当前99%的生鲜电商处于亏损状态，生鲜电商远未到爆发期，线下仍是生鲜消费的主要场所，龙头将享受万亿生鲜市场，未来生鲜商超 CAGR13%+，天花板足够高。我们认为永辉门店业态迭代及扩张，主要基于三点：1、生鲜直采；2、超市领域深厚的供应链管理能力和管理层的产业视角；3、适时的创新能力。依托于过去经营实力积淀，公司现金流充裕，抗风险能力提升，在消费趋势下，公司依托核心的供应链体系，业态迭代持续创新，提升效率及体验，规模及市占率提升。在管理效率上，“赛马制”及合伙人制度提升经营效率，员工积极性提升，人均创收比例提升，费用率进入下降通道，毛利率提升及费用率下降，净利润水平增速高于营收增速；参考国内及国外超市历史估值，公司高估值存在合理性，龙头溢价及供应链效率存潜在提升空间是主因。

## 公司概况：加速拓展，合纵连横，全国化超市龙头雏形显现

福建和重庆为大本营，07年拓展北京，10年开启全国化路线

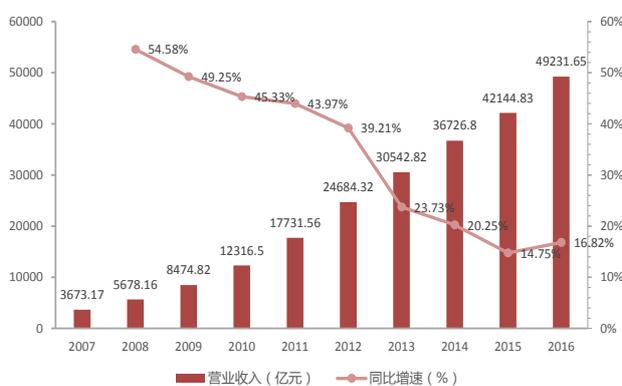
- 2001年永辉成立，2004年走出福建省，2010年募资全面走向全国。永辉超市成立于2001年，由张轩松和张轩宁董事长创立，2004年走出福建省，利用异地物业资源拓展至重庆地区，2009年公司门店拓展至北京，2010年公司上市，募集18.94亿元，开启全国化拓展战略。现已成长为以重庆与福建地区为大本营、区域性百花齐放战略布局，2016年底覆盖全国20个省份。2016年重庆地区和华西地区营收占比为24.23%和34.64%。**截止2016年，永辉实现营业收入492.23亿元，同比+16.82%，实现归母净利润为12.42亿元，同比+105.18%，扣非后归母净利润为10.87亿元，同比+67.33%，2010-2016年营业收入CAGR+25.98%，扣非后净利润CAGR+23.93%。**

图表 1：永辉超市区域占比情况

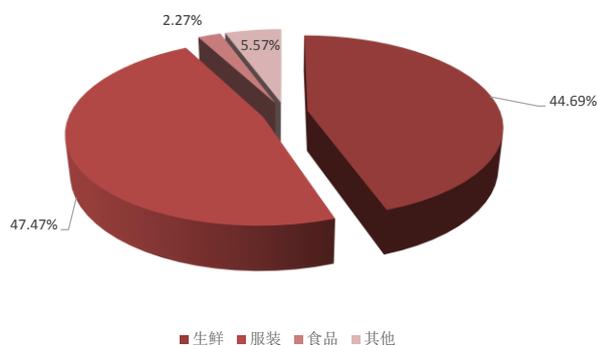


来源：公司公告 中泰证券研究所

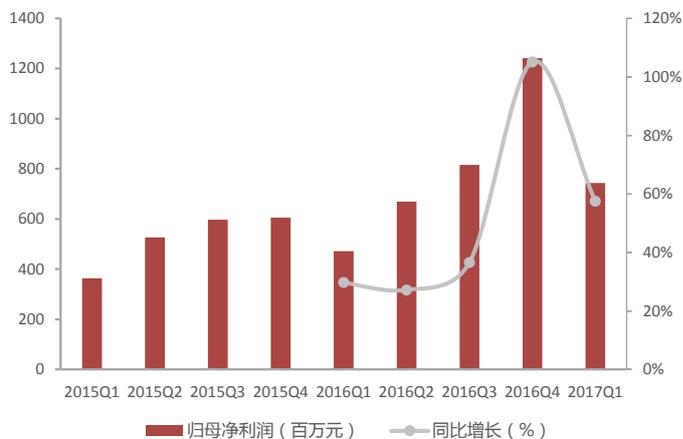
图表 2：永辉2010-2016年营业收入 CAGR+25.98%



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 3：永辉生鲜及食品总体占比达到 92.16%**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 4：2017 年 Q1 归母净利润同比+57.55%**


来源：公司公告 中泰证券研究所

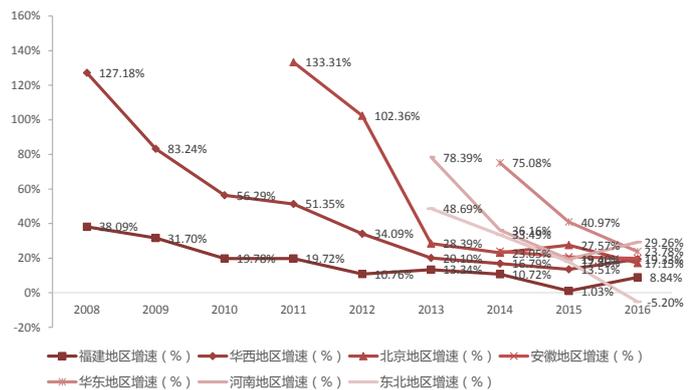
- 区域拓展门店，门店数量 CAGR20.89%+。**2016 年永辉超市拥有门店数量 487 家，开业经营面积 427.67 万平方米，储备门店数量 202 家，2010-2016 年年开店数量增速 CAGR20.89%+，前五名福建、重庆、四川、北京、安徽地区门店数量占比分别为 24.44%/21.77%/7.60%/6.98%/6.57%。福建地区门店基本饱和，未来主要集中于华西地区、北京、华东及河南等区域，预计福建地区门店建设增速及营收增速将下降，营收占比将呈下降趋势。毛利率方面，成熟区域规模效应释放，上游议价、损耗率等方面较新进区域有优势，毛利率水平较高，如福建地区、华西地区等。生鲜、食品用品、服装、其他营收分别占比为 44.69%、47.47%、2.72%、5.12%。

**图表 5：2010 年-2016 年公司门店净开店 CAGR20.89%+**

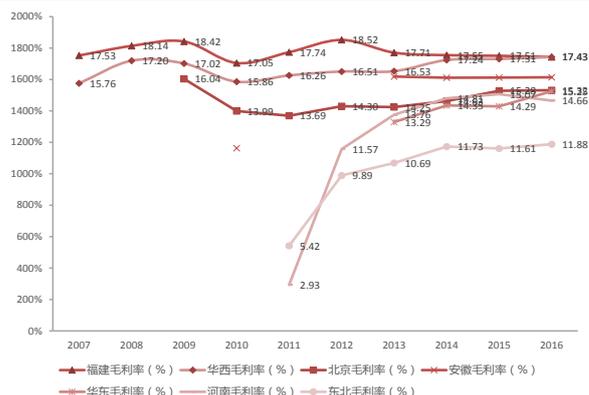
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	88	97	104	104	108	113	119
重庆				1	3	4	9	18	41	53	64	71	79	88	93	106
北京									2	7	13	18	20	24	30	34
安徽										7	12	14	17	20	24	32
四川												4	7	13	26	37
江苏										5	10	15	15	18	23	
河北											1	5	8	13	13	15
河南											3	7	11	12	15	20
贵州										1	4	5	6	7	8	12
浙江												1	4	6	8	14
辽宁											1	5	5	5	5	4
广东													3	5	8	11
陕西													2	4	6	8
上海													1	3	11	37
吉林										1	2	2	2	3	2	3
天津										2	2	2	2	2	3	7
黑龙江												1	2	2	4	4
山西															1	1
总门店数：个	3	9	15	22	35	47	58	77	122	156	203	249	288	330	388	487
经营面积：平米	20171	36219	67537	106740	155462	202753	288676	405559	719216	1050000	1574522	2054513	2625577	3088043	3662290	4276681
净增门店数：个	6	6	7	13	12	11	19	45	34	47	46	39	42	58	62	
门店增速：%	200.0%	67.0%	47.0%	59.0%	34.0%	23.0%	33.0%	58.0%	28.0%	30.0%	23.0%	16.0%	15.0%	14.6%	17.6%	25.5%

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 6：永辉超市福建地区渐入成熟**
**图表 7：成熟区域的毛利率水平高于成长区域毛利率水平**



来源：公司公告 中泰证券研究所

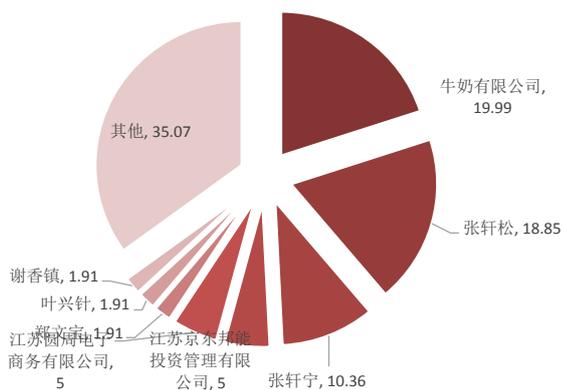


来源：公司公告 中泰证券研究所

### 民营龙头、合纵连横，京东战投、入股中百集团

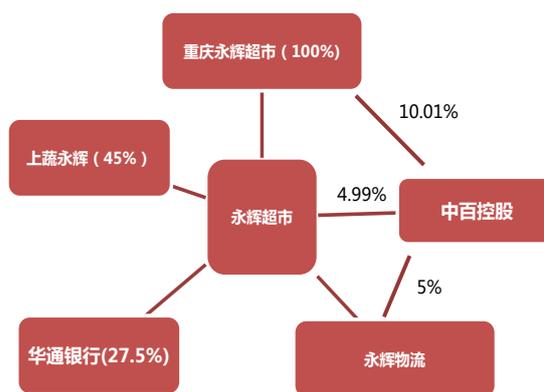
- 引入牛奶国际及京东战投，加强协同，入股中百控股、上蔬永辉。永辉超市创始人为张轩松和张轩宁董事长，二人合计持股数量比例达到 29.21%，为公司实际控制人。2015 年 3 月份，牛奶国际入股，持股比例为 19.99%，2015 年 8 月永辉发布非公开发行预案，发行对象为京东邦能（刘强东持股 45%；孙加明：55%）、江苏圆周（刘强东持股 45%；孙加明：55%）、牛奶有限公司、和张轩松；发行后，京东邦能、江苏圆周占比分别为 5%/5%，引入京东系，定增方案于 2016 年 7 月完成，定增资金总规模 43 亿元。公司入股中百集团、上蔬永辉食品有限公司，持股分别为 25%、45%，加速拓展区域门店，与合资及入股公司联合采购商品，如中百集团、上蔬永辉。

图表 8：一致行动人张轩松以及张轩宁持有永辉约 29.15%的股权比例



来源：公司公告 中泰证券研究所 (单位：%)

图表 9：永辉超市合营以及联营企业名称

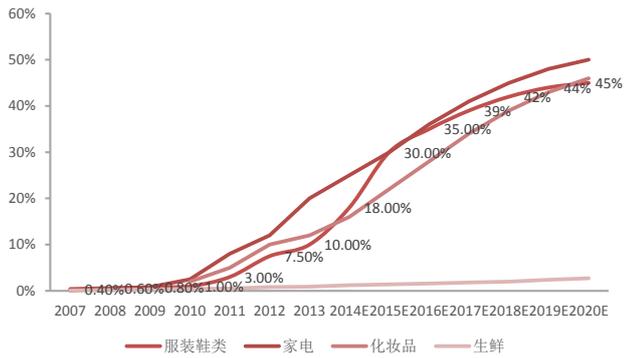


来源：公司公告 中泰证券研究所

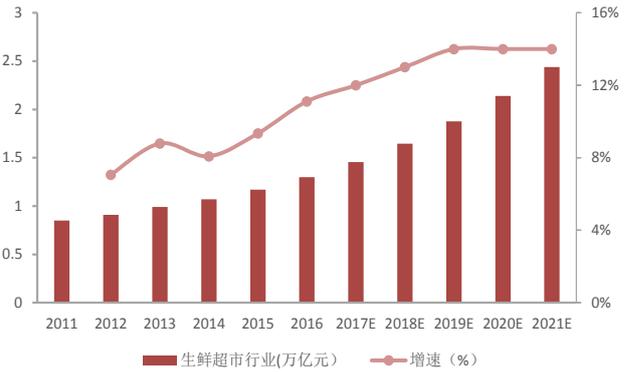
### 永辉拥有物流配送中心 12 个，“CDC+RDC”保证门店配送效率

- “CDC+RDC”配送模式，永辉拥有物流配送中心 12 个。截止 2016 年底，永辉共有物流配送中心 12 个，覆盖的核心区域包括福建、重庆、





来源：国家统计局 艾瑞咨询 中泰证券研究所



来源：Euromonitor 中泰证券研究所

**图表 13: 2016 年国内整体生鲜市场达到 9 万亿规模**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
生鲜 (千吨)	586,187.90	613,450.80	636,345.00	656,940.80	678,953.40	704,785.30	729,343.60	753,394.90	776,449.60	798,670.20	820,344.50
价格 (元/千克)					13.80	14.10	14.38	14.67	14.96	15.26	15.57
总销售额 (亿元)					93,695.57	99,374.73	104,894.20	110,520.32	116,180.41	121,895.39	127,707.45
其中:											
鸡蛋 (千吨)	20,794.00	21,189.00	21,358.60	21,593.50	21,766.20	21,955.60	22,153.20	22,374.70	22,643.20	22,937.60	23,258.70
价格 (元/千克)					10.00	9.40					
总销售额 (亿元)					2,176.62	2,063.83					
海鲜 (千吨)	32,857.70	34,304.60	35,637.10	37,031.20	38,648.50	40,244.80	41,792.70	43,248.50	44,625.50	45,957.10	47,265.50
价格 (元/千克)					33.10	35.00					
总销售额 (亿元)					12,792.65	14,085.68					
水果 (千吨)	149,146.60	157,330.70	163,847.00	170,435.10	178,895.60	188,169.40	196,275.80	204,019.90	211,431.20	218,456.10	225,316.50
价格 (元/千克)					12.40	12.00					
总销售额 (亿元)					22,183.05	22,580.33					
肉类 (千吨)	59,052.70	62,442.20	64,462.00	65,656.20	65,361.80	65,552.30	66,112.10	66,922.90	67,672.70	68,337.30	68,899.90
价格 (元/千克)					30.60	33.70					
总销售额 (亿元)					20,000.71	22,091.13					
坚果 (千吨)	6,544.40	6,752.80	7,021.40	7,311.80	7,599.50	7,899.90	8,213.10	8,540.90	8,876.90	9,224.70	9,585.00
价格 (元/千克)					69.20	72.10					
总销售额 (亿元)					5,258.85	5,695.83					
豆类及其制品 (千吨)	694.40	650.70	766.60	726.90	752.80	760.80	767.00	771.50	775.40	778.10	780.00
价格 (元/千克)					12.00	12.20					
总销售额 (亿元)					90.34	92.82					
糖和甜味剂 (千吨)	7,636.90	8,392.50	9,531.60	9,626.90	9,819.40	9,996.20	10,166.10	10,318.60	10,463.10	10,588.60	10,705.10
价格 (元/千克)					9.00	9.10					
总销售额 (亿元)					883.75	909.65					
蔬菜 (千吨)	223,350.70	233,889.10	242,882.00	251,571.90	261,681.20	272,897.40	283,813.80	294,662.40	305,147.10	315,418.60	325,466.20
价格 (元/千克)					5.40	5.50					
总销售额 (亿元)					14,130.78	15,009.36					

来源：Euromonitor 中泰证券研究所

**图表 14: 相较于农贸市场等, 超市从采购到体验具备天然的优势**

销售渠道	主要特点	竞争方式	进入要求	主要供应商
小型零售店	服务周边居民, 贴近消费者, 采购计划性较弱, 价格波动幅度较大	价格竞争	门槛较低	农产品批发市场
农贸市场	市场中经营者众多, 价格较低; 以易于保存的果蔬为主, 质量安全难以保障, 基本无品牌概念	完全竞争	门槛极低	批发商、中间商
超市	采购计划性较强, 价格稳定, 质量要求高, 食品安全有保障, 以中高档果蔬为主, 品牌忠诚度较高	品质稳定性、货源充足性、品种齐全以及品牌知名度等	对果蔬源头、加工场所、贮藏环境、员工情况具有严格的要求	大型果蔬加工企业、大型经销商

来源：宏辉果蔬招股说明书 中泰证券研究所

- 生鲜电商尚处于探索阶段，线下仍占据 99% 的生鲜市场。** 线下销售仍为果蔬销售的主要渠道，而大型超市在需求量、市场占有率、资金实力、结算周期等方面与其他销售渠道相比具备明显的竞争优势，而消费者对电商生鲜的品质不信任，导致生鲜电商发展缓慢。国内主流的生鲜电商商业模式由平台型（以天猫商城、京东为代表）、垂直电商（B2C，中粮我买网、天天果园为代表）、垂直电商（O2O，天天果园、一米鲜为代表）、线下超市（飞牛网、1 号店）、产地直供型（沱沱工社、多利农庄为代表）、众包/社区型（京东到家、多点为代表）。从盈利状况来说，生鲜电商的整体毛利率水平为 10%-12%，而生鲜电商的“仓储+配送”的费用率水平一般在 10% 以上，加上其他引流成本，生鲜电商基本处于亏损状态。虽然生鲜电商增速很快，但仍面临障碍。

**图表 15：生鲜电商模式尚处于探索阶段**

商业模式	特点	产品类型	物流配送	盈利模式	代表企业
平台型	提供平台吸引生鲜、食品厂家进驻	全品类	只负责监管，由进驻的生鲜厂家自行配送；	平台进驻费	天猫商城、京东、亚马逊、苏宁易购；
垂直电商（B2C）	专注于食品及生鲜品领域，自行配送，具有区域性特征	水果、农产品、生鲜食品类，并且趋全生鲜品类，少量关联品类；	自营生鲜配送服务+第三方物流，顺丰优选为自己配送；	采购与销售价差	中粮我买网、天天果园、本来生活、优菜网、易果生鲜、顺丰优选；
垂直电商（O2O）	有线下实体店，线上线下互动	水果、蔬菜及附属产品	第三方物流	采购与销售价差	天天果园、许鲜、爱鲜蜂、鲜码头、一米鲜
线下超市电商型	依托门店辐射，发展线上服务—依托体系优势；	农产品及生鲜食品类	自行配送、客户自提，以自己的门店辐射为主；	采购价及零售价的价差	飞牛网、E万家、1号店、永辉微店
产地直供型	所售食品由自己农场/基地种植	水果、蔬菜及附属产品	第三方物流	成本与售价价差	中粮我买网、沱沱工社、多利农庄
众包/社区型	轻资产，无仓储、无物流	超市所售品类	自行组建物流团队	超市返点+服务费	京东到家、多点

来源：宏辉果蔬招股说明书 中泰证券研究所

**图表 16：预估生鲜电商营业利润率为-3%左右**

项目	数据
生鲜毛利率	12%
客单价	60-70元
配送费用	6-7元/单
配送费用率	10%
销售费用率	4-5%
营业利润率	-3.00%

来源：草根调研 中泰证券研究所

**图表 17：生鲜电商品质管理问题是当前电商发展的主要障碍**


来源：消费者报道 中泰证券研究所

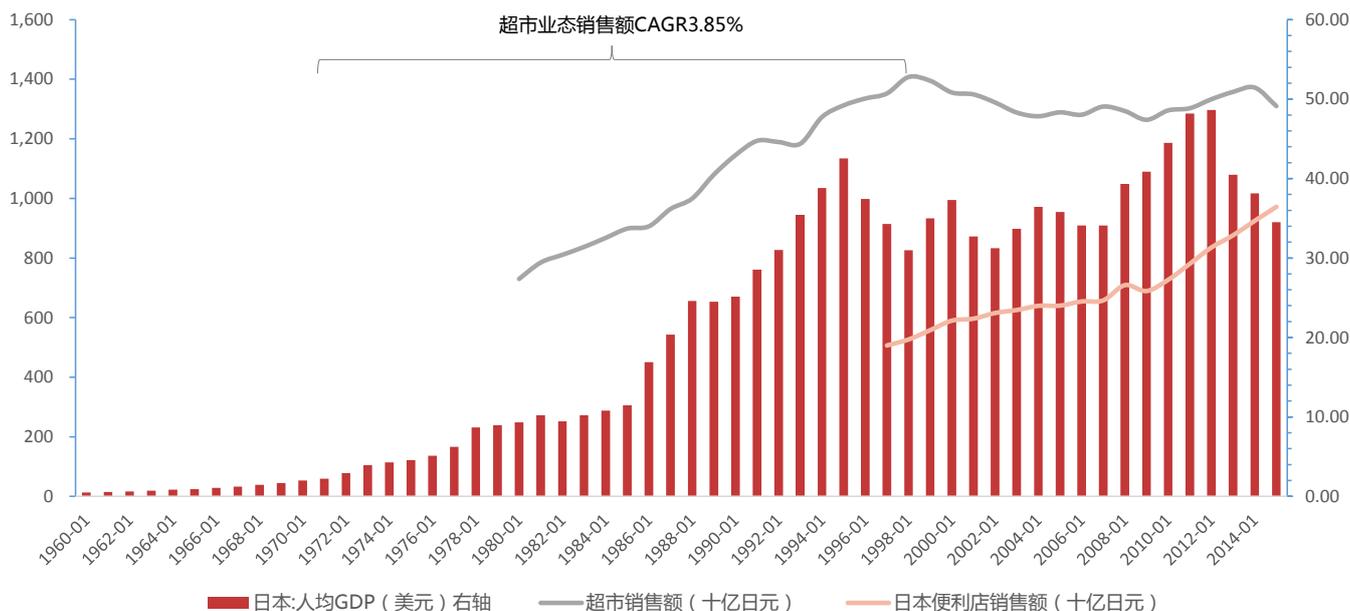
**图表 18：生鲜电商的整体规模仅为 1000 亿元左右**



来源：宏辉果蔬招股说明书 中泰证券研究所

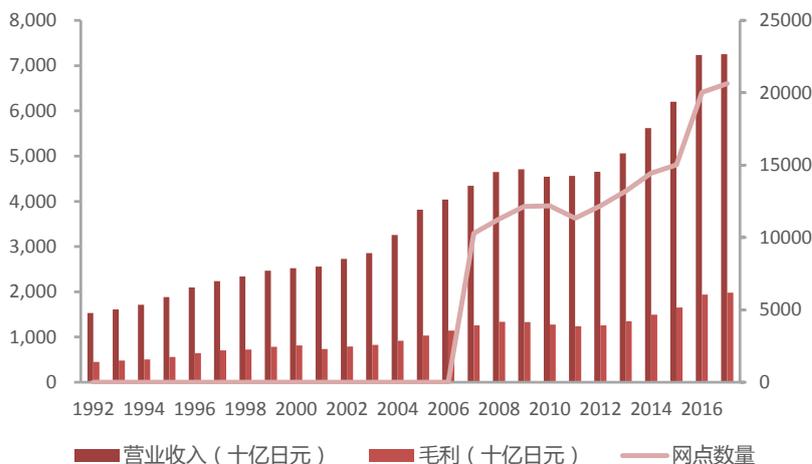
- 随着消费升级衍生品的品质需求，超市逐渐成为大众品购买的主要渠道，超市已经成为品质、安全的代名词，正逐步替代农贸市场，成为生鲜及日用品的主要消费渠道。以日本超市业态的发展历程来看，人均GDP总额达到4万美元即见顶之前，超市零售额复合增长率保持在3.85%，且在人口老龄化加速、GDP增速下降的大背景下，作为传统的零售业态龙头超市依然保持持续的增长；当前国内人均GDP约为7400美元，而距离人均4万美元的水平尚有较强的提升空间，预计超市零售额仍能持续稳健增长。我们假设单个大型超市覆盖人群数量约为1万人左右，考虑5000平方米以上的大型商超基本位居城市区域，2016年国内城镇化率为57.35%，人口总量为13.75亿人，那么城镇人口数量约为7.89亿人，即国内总体大型商超的需求总数量在7.89万家左右。

图表 19：日本超市业态零售总额在人均GDP距离4万美元时仍具备较大的提升空间



来源：日本国家统计局 中泰证券研究所

**图表 20：日本超市业态的永旺营收以及门店数量仍保持持续增长**

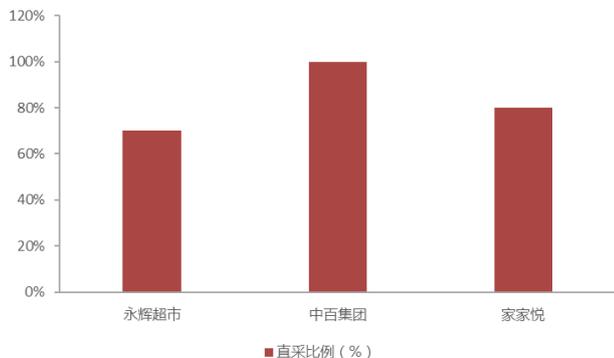


来源：彭博 中泰证券研究所

**生鲜引流，供应链提效，线下超市结构性分化加剧**

- **生鲜聚客，直采模式提升品质以及性价比。**前端不断的消费升级要求超市在品质、丰富度、补货速度等方面升级，唯有通过供应链体系以及信息开放平台，引导消费升级。生鲜具备较强的引流效果，高频次、覆盖人群广的生鲜品类适合超市业态，在性价比的时代，生鲜的品质以及价格成为消费者主要考量指标，而背后考验企业的供应链能力。以高薪零售、永辉超市、家家悦为代表的超市企业，采取生鲜直采，确立以生鲜为核心竞争力的发展模式，在生鲜环节建立较完善的强供应链体系，如永辉超市/家家悦/中百集团等生鲜直采比例在 70%以上，部分超市实现 100%生鲜直采。优质供应链超市建立专门的采购团队，与农户基地或者是养殖户签订直采合同，如家家悦、永辉超市等。

**图表 21：中百集团、家家悦、永辉超市直采比例在 70%以上**



来源：公司调研 公司公告 中泰证券研究所

**图表 22：永辉超市整体价格较易买得和菜市场便宜约 25-30%**

品种	永辉 (元/500g)	易买得	菜市场
西红柿	2.18	1.98	3.5
黄瓜	2.68	没有	5
西兰花	3.88	4.8	4
胡萝卜	1.48	1.68	3
冬瓜	0.5	没有	1.5
大青椒	2.18	没有	4
小青菜	2.68	没有	3
萝卜	没有	0.95	2
蔬菜价格指数	1	1.24	1.32
水果价格指数	1	1.34	1
猪肉	1	1.1	1.1
水产	1	1.44	1.1

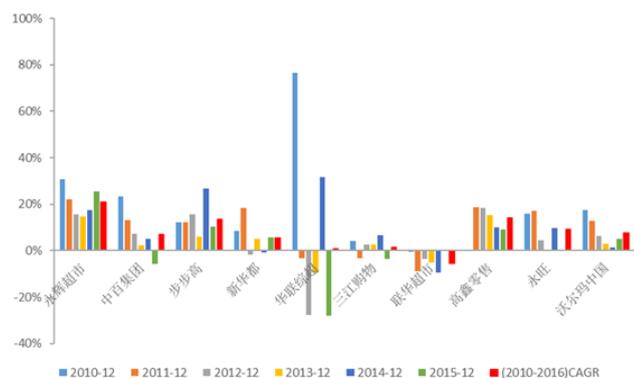
来源：中泰证券研究所 (2014 年数据，根据新浪 Blog 资料整理)

**图表 23: 永辉超市与家家悦等以生鲜直采的模式为主**

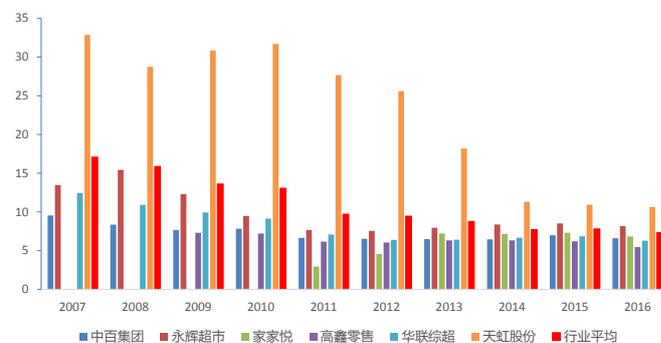
公司名称	内容	生鲜损耗率	价格
永辉超市	全国统采+区域直采, 拥有700多人的生鲜采购团队, 和全国;	3%-4%	相较批发市场约有25-30%的利差;
家家悦	与国内200多个合作社及养殖场建立了直接合作关系, 超过 80%的生鲜都采取了“直采”的模式;	3%	相较于菜市场便宜约15-20%;

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 完善后端供应链系统, 提升超市的运行效率以及消费体验。**生鲜的采摘、保存、运输、加工等需要较强的供应链的管理能力, 对零售的精细化程度要求较高, 超市行业企业重视生鲜管理, 完善供应链体系, 加强生鲜加工基地、物流转运中心、冷链运送系统等基础设施投入, 降低生鲜损耗率、提升周转天数, 让利消费者, 提升门店吸引力; 超市对于供应链的把控能力以及精细化管理程度, 提升渠道体系内产品的竞争力以及前端消费体验。我们认为具备强供应链的标的, 门店拓展能力较强, 如永辉超市、家家悦、天虹股份等。而我们看到在超市行业增速下降的大趋势下, 部分超市企业不能够较好的完成调整, 门店的拓展速度放缓, 存货周转率下降, 费用率水平开始上升, 盈利水平大幅下降。

**图表 24: 供应链越强的零售企业, 门店拓展速度较快**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 25: 永辉超市、家家悦等强供应链企业, 存货周转率较为平稳**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 26: 线下商超经营开始分化, 精细化程度越高的企业, 公司 ROE 越好**

项目	中百集团	永辉超市	家家悦	高鑫零售	华联综超	天虹股份
毛利率	21.03%	20.19%	21.68%	24.18%		24.16%
销售费用率	18.20%	14.55%	16.24%	20.71%	19.91%	18.13%
管理费用率	3.35%	2.62%	1.94%		2.43%	1.84%
净利率	0.06%	2.47%	2.33%	2.55%	-2.14%	3.03%
ROE	0.22%	7.90%	15.09%	12.09%	-9.15%	9.44%
存货周转率	6.6	8.16	6.82	5.45	6.27	10.63
应付账款周转率	6.71	6.72	5.99		2.94	3.97
营业收入CAGR (5年)	2.08%	22.66%	9.96%	8.12%	1.54%	5.79%
净利润CAGR (5年)	-49.20%	21.00%	9.84%	9.95%	--	-1.81%

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 27：永辉超市、家家悦、中百集团、高鑫零售建立较为完全的生鲜配送体系**

公司名称	物流基地	效率	能力	基地建设
家家悦	3个常温物流中心及5个生鲜物流中心;	省内2.5小时配送圈	杂货日均吞吐量达21万件、生鲜日均吞吐量超过1400吨;	募资生鲜加工物流中心项目
中百集团	以黄冈、恩施、咸宁物流为区域配送中心;	3-4个小时	--	江夏生鲜物流配送基地
永辉超市	12个物流配送中心;	核心区域2-3小时;	在福建、重庆、安徽等核心区	京东战略入股, 物流基地建设;
高鑫零售	以省单位建立区域性配送中心;	辐射性配送	配送465家门店;	

来源：公司公告 中泰证券研究所

## 业态迭代升级彰显竞争力和创新力，现金流充裕，门店拓展加速

生鲜直采核心助力门店迭代，门店年轻化，符合消费升级趋势

- **扩大生鲜供应链优势，走向新业态升级，更符合消费趋势。**近两年，永辉超市加快业态迭代，由传统的大卖场升级为 BARVO 绿标店，同时在业态创新方面，依托自有生鲜的供应链体系，发展“餐饮+超市”的业态，以及偏社区型的业态永辉会员店，截止 2017 年 6 月 30 日，永辉开设超级物种 5 家，永辉会员店约 40 家，整体经营情况不错。6 月 30 日超级物种走出福州地区，在深圳开店；从经营情况来看，复制福州地区的火爆情况，在水果、海鲜、进口食品等品类方面具备较强的性价比优势，吸引大批年轻用户消费，未来将继续拓展一二线城市，作为公司新业态，增强潜力十足；永辉 BRAVO 精标店大约有 1 万个 SKU，相比普通大卖场而言，永辉生鲜及食品占比更高(永辉:90%;大卖场:20-30%)，并且未来继续拓展进口商品，预计占比生鲜及食品达到 80-90%。门店经营的趋势是由“大”到“小”，业态门店的功能越来越丰富，效率越来越高。仅仅运营 2 年的 BARVO 精标店整体坪效比成熟的红标店高出约 10%，且在继续运营的基础上，新业态整体坪效仍在提升的通道当中。公司年均新开门店数量 100 家左右（不包括超级物种等），门店总数增速达到 20%+，带动前端营收增长，预计未来营收 CAGR20%+，有望至 2019 年达到千亿营收目标。

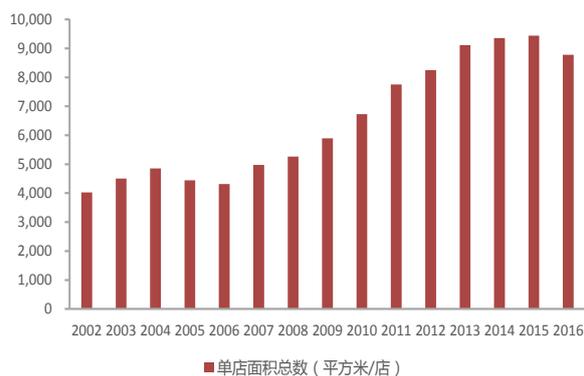
**图表 28: BARVO 绿标店整体坪效水平高于大卖场**

	大卖场	卖场	社区店	BRAVO精标店	合计
店铺数量	95.00	155.00	43.00	26.00	319
营业收入	144.35	175.64	22.16	30.84	372.99
同比增减	2.50%	0.00%	1.20%	11.30%	1.90%
坪效	1643	1858	2243	1810	1782
平均租金水平(元/平方米)	39	30	29	50	36

来源: 公司公告 中泰证券研究所 (月均数据)

**图表 29: 永辉超市 BARVO 精标店**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 30: 永辉超市单店经营面积在下降**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 31: 2017 年 Q1 永辉超市新开门店总数量达到 31 家**

时间 (六月份)	地点	开店项目	面积	门店业态
2017/6/23	江西省南昌市云锦路368号西湖万达广场	江西南昌西湖万达店	7000多平方米	"BRAVO YH" 7000
2017/6/22	什邡市亨江东路蓝剑天耀中心商业广场	什邡天耀中心店	近6000平方米	"BRAVO YH" 6000
2017/6/20	陕西西安雁塔区西影路于公园南路十字金业缙香山	陕西西安公园南路店	4900平方米	"BRAVO YH" 4900
2017/6/16	重庆市江北区大石坝组团B分区B3-4地块龙湖源著天街内	重庆龙湖源著天街店	4200	"BRAVO YH" 4200
2017/6/16	衢州新城吾悦广场店	新城吾悦广场隆重开业	8000多平米	"BRAVO YH" 8000
2017/6/9	安徽省芜湖市弋江区	银泰城负一层	8000平米	"BRAVO YH" 8000
时间 (五月份)	地点	开店项目	面积	门店业态
2017/5/25	桐乡新城	桐乡新城吾悦广场店	6000平方米	"BRAVO YH" 6000
2017/5/22	四川郫县时代家庭店	永辉卖场	9000多平方米	卖场 9000
2017/5/1	福州万象生活城	超级物种万象生活城	950多平米	超级物种 950
时间 (四月份)	地点	开店项目	面积	门店业态
2017/4/30	福州马尾中环广场店隆重开业	福州马尾中环广场店	10000多平米	BARVO精标店 10000
2017/4/28	浙江省台州市路桥区腾达路527号星光耀广场	台州星光耀广场店	5000平米	BARVO精标店 5000
时间 (三月份)	地点	开店项目	面积	门店业态
2017/3/30	浙江省嘉兴市南湖区中山东路666号	嘉兴旭辉广场店	近4000	BARVO精标店 4000
时间 (二月份)	地点	开店项目	面积	门店业态
2017/2/24	上海市闵行区龙吴路5859号嘉怡水岸购物中心	上海吴泾嘉怡水岸店	近7000	BARVO精标店 7000
时间 (一月份)	地点	开店项目	面积	门店业态
2017/1/25	北京大兴区枣园路与兴盛路交叉口西侧270米路南	北京康庄天健广场店	6000+	BARVO精标店 6000
2017/1/21	达州市宣汉县东乡镇石岭大道255号宏帆巴人广场	达州市宣汉巴人广场店	近8000	BARVO精标店 8000
2017/1/20	泉州市惠安县罗阳镇世纪大道禹洲商业广场一层	惠安禹洲店	近7000	BARVO精标店 7000
2017/1/18	上海市闵行区鹤庆路老闵行碧江广场	上海碧江广场店	近7000	BARVO精标店 7000
2017/1/18	四川省绵阳市科创园区剑南路西段323号	绵阳东荟城店	6000+	BARVO精标店 6000
2017/1/18	北京市朝阳区望京西路与湖光中街交叉口向南200米路西	北京望京西路店	3000+	BARVO精标店 3000
2017/1/18	四川省达州市达川区二号干道升华广场	达州达川店	近10000	BARVO精标店 10000
2017/1/18	漳州市长泰县武安镇人民西路万豪天悦广场	万豪天悦广场店	近3500	BARVO精标店 3500
2017/1/17	浙江省宁波市江北大道188号江北万达广场负一楼	江北万达店	近14000	BARVO精标店 14000
2017/1/16	福州市仓山区淮安路8号D3商业楼一层	金辉淮安半岛店	近1000	BARVO精标店 1000
2017/1/13	南昌市新建区长征西路和长麦南路交叉口新建中心商业A#1号楼一、二层	新建中心店	近9000	BARVO精标店 9000
2017/1/13	山西省太原市并州路48号并州路和并州东街交叉口东南角	太原并州路店	8550	BARVO精标店 8550
2017/1/12	安徽省芜湖市芜湖县芜湖路与湾石路交口芜湖悦达广场购物中心	芜湖悦达广场店	1100+	BARVO精标店 1100
2017/1/12	黑龙江省大庆市萨尔图区经六街与纬五路路交叉口毅腾商都二层	大庆毅腾店	8000+	BARVO精标店 8000
2017/1/10	贵州省都匀市斗篷山路(天乐路)普罗旺斯	贵州都匀剑江中路店	近8000	BARVO精标店 8000
2017/1/6	盐城市开放大道65号新纪元商业广场负一层	盐城新纪元广场店	6000+	BARVO精标店 6000
2017/1/2	陕西省渭南市仓程路中段新洲华盛购物中心	陕西渭南仓程路店	近8000	BARVO精标店 8000
2017/1/1	昆山市玉山镇长江路与衡山路交汇处	苏州市昆山弥敦城店	近5000	BARVO精标店 5000
2017/1/1	贵州省黔南州瓮安城北大道思丰财富广场	贵州思南思唐财富广场店	8000+	BARVO精标店 8000
2017/1/1	安徽省合肥市政务新区南二环路怀宁路口-天鹅湖万达广场购物中心	合肥天鹅湖万达店	12000+	BARVO精标店 7001

6490.94

来源：公司官网 中泰证券研究所

图表 32：预计 2016 年之后，公司坪效将会进入提升周期



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 生鲜直采，品类全、种类多、损耗低。**1、生鲜品类多，品类全，传统大卖场面积 9000-10000 平方米左右，新开 BARVO 精标店大约为 6500 平方米左右，生鲜面积占比约为 40%左右，单店 SKU 数量大约为 1 万个左右；2、海鲜品类多而且物美价廉，直接面向渔民采购，采购价格较菜市场以及同类超市便宜 15-20%，且依托自有物流基地，快速实现流转，保证产品的质量与品质，公司生鲜采购团队约为 700 人，基本面向全国采购，整体采购人员数量达到 1211 人，非生鲜人数大约为 500 人

左右；3、行业损耗率约为 20-30%，而永辉超市仅为 3-4%，损耗率低于其他竞争对手，即使与大润发相比来看，永辉超市的生鲜损耗率仍低。

**图表 33：公司新开超级物种业态，整体经营状况良好**

超级物种	<b>推出原因</b>
	1. 消费者主导消费模式，可选择线上或者线下购物，选择权增多，服务作用彰显。
	2. 对于中高端客户，服务的影响不单是个人，而是涉及整个社交圈。
	3. 这种未来超市+餐饮的全新业态是互联网化和全球化的结果，是体验消费发展的必然选择。
	4. 打造永辉第二个价值链曲线（从线下业态来看，永辉Bravo精标店、上海永辉会员店以及超级物种被永辉内部归属于永辉的第二条价值链）。
	<b>开店数量</b>
	2017年1月1日，永辉超级物种温泉店在福州落地，是永辉继 <b>红标店、绿标店、精标店、会员店</b> 之后的第五个业态。门店面积约为500平方米。门店单品数量超过1000种，以“ <b>餐饮+超市</b> ”为主要经营模式，消费者可以选择多种支付方式。
	<b>市场定位</b>
	商业核心区的 <b>白领和中高端社区</b> 。
	<b>八大物种</b>
超级物种融合了永辉目前孵化的8个物种：鲑鱼工坊、波龙工坊、盒牛工坊、麦子工坊、咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆和静候花开园艺馆。	
<b>鲑鱼工坊</b> 是一家以三文鱼为主线的体验店，依托永辉的全球采购链，食材精挑细选，从供货源地到餐桌，坚持不过夜原则保证新鲜。	
<b>波龙工坊</b> 引进来自加拿大和美国的鲜活波龙。且除波龙外，还有帝王蟹、面包蟹、虾菇、生蚝、鲍鱼等海中美味。	
<b>盒牛工坊</b> 同样依托永辉全球供应链资源经营进口牛肉，提供现切现煎、原汁原味牛排的体验店。	
<b>麦子工坊</b> 主打手感烘焙，健康自然的软欧包。依托永辉全球供应链，致力于生产健康、优质、高性价比的烘焙品。	
<b>咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆、静候花开园艺馆</b> 则是永辉利用全球供应链资源把红酒、饮食辅料、有机产品和鲜花等消费者生活密切相关的产品，进行品类集中意境陈列销售。	
<b>首店开店成本：</b>	
首店选址在城市CBD核心区，每月租金成本为15万，其次是70名员工，每月共计30万的人工成本，以及一次性支付300万的装修成本。	
<b>营业状况</b>	
目前超级物种的客单价在200元左右，日均客流为1000人左右，因此可做到日均20万元左右的销售额，其中线上销售额占比约为10%。	
综合可以看出，单月基本可实现盈利。一旦品牌溢价形成，超级物种的成本将会大幅降低，从而发力轻资产扩张的直营模式。	
<b>2017年开店计划</b>	
今年超级物种计划开出24-50家新门店。除了目前的福州市场，将重点布局厦门、深圳、北京、上海等城市。鲑鱼工坊、盒牛工坊、波龙工坊、麦子工坊、咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆、静候花开园艺馆8个物种将会迭代升级，目前已知可能加入的新物种名为沙拉工坊。	

来源：公司公告 中泰证券研究所

### 单店投入约 2 千万，账上现金流 75 亿元，助力门店拓展速度加快

- 永辉的规模越来越大，自有现金流越来越多，为门店拓展提供充足弹药。跟踪永辉募集资金以及公司的固定资产投入情况，我们大致测算单个门店固定资产投入大约为 2000-2500 万左右，按照平均 8-10 年的折算期，单店折旧额约为 150-200 万，单店固定资本的投入对公司现金流要求较高。公司从上市以来，总共募集资金约 150 亿元，先后引入上海糖业烟酒、朗源股份、牛奶有限公司、京东邦能、江苏圆周、牛奶有限公司等，募集资金基本用在门店拓展、物流配送体系、中央厨房、农产品加工建设等等，2017 年 Q1 账上自有现金数量约为 75 亿元，按照年均 20 亿元的固定资产投入，公司账上现金足够未来 3 年的扩张，且目前经营向好，支撑未来门店持续扩张。

**图表 34：永辉超市单店固定资产投入约在 2000-2500 万元**

项目	费用	计算依据
单店固定资产投入	2000-3000万	根据历年公司募集资金投入门店建设数量
固定资产折旧平均年数	8-10年	根据公司公告
单店折旧费用	150-200万元	根据固定资产投入/折旧平均年数
单店年营业额	12000万	根据人流量以及客单价计算
单店营运人数	133人	根据公司2016年年报运营人数数量及门店数量计算
单店管理人数	6	根据2016年年报行政人员及门店数量计算

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 35：上市以来永辉经过 4 轮融资募集，主要用在门店建设以及物流配送体系**

时间	募集资金	发行对象	扩增股份数量	募集资金用途
2010年10月份	18.94亿元	上市募资：社会公众	11000万股	连锁超市、农产品加工、信息化系统
2012年9月份	9.14亿元	张轩松、上海糖业烟酒、邮源股份	4510万股	经营网点布局，物流配送体系
2015年4月份	56.92亿元	牛奶有限公司	81310万股	门店拓展（40亿元）、中央厨房等
2012年11月份	64.59亿元	京东邦能、江苏圆周、牛奶有限公司和张轩松	717695万股	连锁超市门店项目、物流配送中心

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 36：永辉超市单店的模型表**

项目	数据
单店客流量（人次/店）	5000-5500人次
人均客单价（元/人）	60-70元/人
单店营业额（万元）/天	30万-38.5万元
单店毛利率（%）	20.50%
单店营业销售人员数量	135人
单店租金费用	30-35元/平方米
租金费用率（%）	2.22%-2.78%
单店租金费用（月度）	20-25万元
单个员工平均工资水平（月度销售）	4000-4200
销售工资费用率水平	6.00%

来源：草根调研 公司公告测算 中泰证券研究所

**图表 37：2017 年 Q1 永辉自有货币现金流充裕**


来源：公司公告 中泰证券研究所

### 全面推进云超、云创、云商、云金融融合，立体化更具协同性

- “云超”方面，新开 Bravo 店超过 100 家，选择性进入新的省份，缩短培育期，提高人效。“云创”方面，引导消费升级，继续引领“超市+餐饮”行业转变，继续布局会员店，打造全新的“超级物种”，争取全年开店 24 家，截止目前已开设 5 家，其中福建地区 4 家，深圳地区 1 家。“云商”方面，探索 BtoBtoC 的加盟商业新模式大力建设“彩食鲜”中央大厨房。“云金”方面，战略投资华通银行，积极开展保理、小贷等金融业务。

### 制度改革释放红利，供应链提效，盈利能力进入提升通道

#### 赛马制提升规模，供应链优化，毛利率进入提升通道

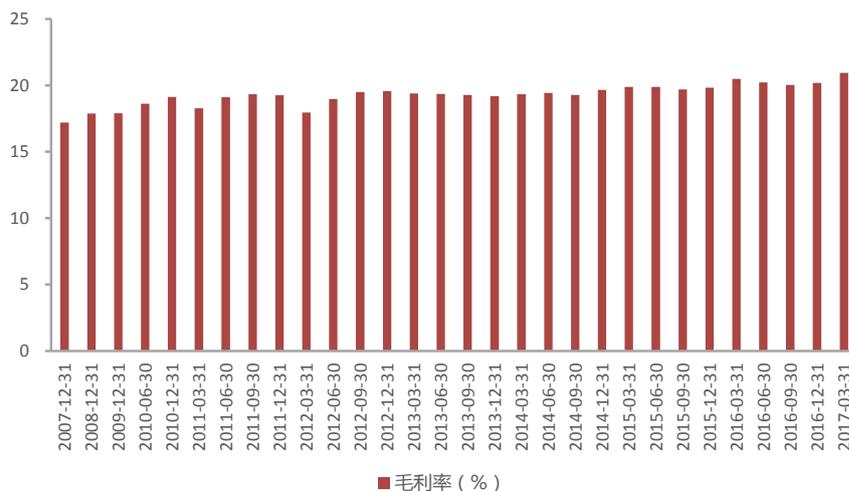
- 供应链优化有效提升毛利率水平。通过供应链资源整合，降低采购成本，从而有效提升毛利率，2014 年的 19.66% 到 2015 年的 19.83% 再到 2016 年的 20.19%。规模化采购与区域灵活性兼顾：优化商品结构，聚焦核心商品。食品用品集中化采购占比提升 0.8 个百分点，梳理淘汰近 2 万 SKU，淘汰 15% 供应商；服装淘汰近 25% 供应商，公司深化与牛奶国际合作及源头采购，截止 2013 年 12 月，牛奶国际经营 308 家超市、916 家便利店及 3 家家居用品商店，截止 2016 年 12 月，集团及合营公司经营超过 6500 家店铺，借助牛奶国家在海外的供应链资源，永辉超市可进口海外生鲜、食品等，有利于永辉发展高端零售业态。

**图表 38：牛奶国际在东南亚地区拥有广泛的门店资源以及采购资源**

	超级市场、大型超市	便利店	美健产品零售店	家居用品店	餐饮业	合计 (截至2016年)
数量 (截至2013年)	308	916	366	3		6500间
品牌	Giant, Hero, Mercato, Olive	[七·十一]	ise Pharmacy, General Nut	宜家家居	美心、星巴克咖啡、The Cheesecake Factory、元气寿司及一风堂拉面	
地域	香港, 台湾, 菲律宾, 中国大陆, 新加坡, 马来西亚, 柬埔寨, 文莱, 印度尼西亚, 越南	港、澳门、新加坡及广东	香港、澳门与中国大陆	台湾、澳门、印度	香港、澳门、中国内地、越南、柬埔寨及泰国	

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 39: 永辉超市毛利率进入上升通道



来源: 公司公告 中泰证券研究所

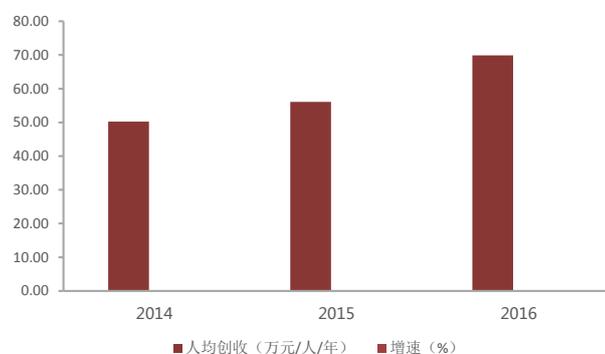
### 合伙人制度提效，赛马制改革更具竞争力

- 深入实行“合伙人制”，总部和合伙人双赢。2015年永辉开始全面实施合伙人制度，总部与经营单位根据历史数据和销售预测制定一个业绩标准，若实际经营业绩超过设定的目标，增量部分则在总部和合伙人之间分配，永辉超市目前100%的门店参与到合伙人制度当中，每一个门店作为一个利润中心点核算。2016年受益于合伙人制度，人均创收同比24.67%+，人均效率提升幅度较大，薪酬/营收比例下降0.23个百分点，整体费用率（管理费用率与销售费用率之和）下降0.58个百分点。2017年Q1延续2016年费用率呈下降态势，合伙人践行之后，营运人员的年均薪酬待遇由2015年的3.8万元，提升到2016年的4.6万元，同比增长19.75%，员工离职率下降2.75%。

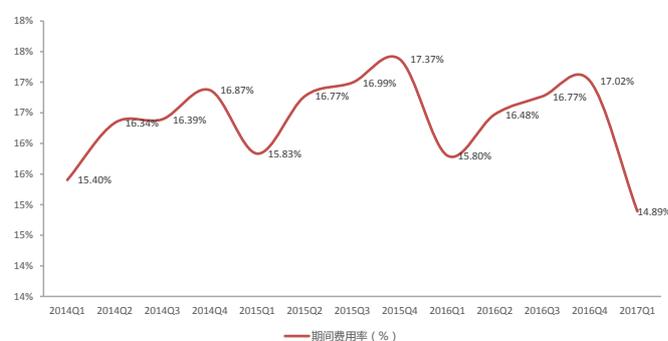
图表 40: 永辉超市与大润发合伙人制度对比

合伙人制度比较		
对象	永辉超市	大润发
	同属零售业，主要业态均为超市。主营生鲜、食品等，品类相似，具备可比性。	
简介	永辉超市是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一。公司已发展成为以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础的大型集团企业。公司目前主营构成食品用品、生鲜及加工、服装以及其他。2010年上市，永辉超市。	“大润发”是由台湾润泰集团投资创办的会员制大型连锁综合超市。大润发主要经营生鲜食品、各类副食品、日用杂品、家用纺织、文化体育用品和五金家电等。逐渐由实体零售向电商O2O模式转变，线下实体为大润发超市，线上平台飞牛网。2011年大润发和欧尚在香港捆绑上市。
企业文化	合伙人制度都是企业文化的重要组成部分	
	永辉不仅是创业者的，也是全体员工的，将来是社会公众的公司。永辉是共同创业和共同发展的平台；来永辉工作是创业，不仅是就业。	倡导所有员工都是兄弟姐妹及合伙人的关系，员工不仅是伙计，也是主人公，企业文化是建立在超越劳工关系之上的。
制度核心	门店合伙人方案：总部与经营单位(合伙人代表)根据历史数据和销售预测制定一个业绩标准，如果实际经营业绩超过了设立的标准，增量部分的利润按照比例在总部和合伙人之间进行分配。一般是以门店或者柜组为经营单位，他们代表基层员工参与合伙人计划，与总部讨论至关重要的业绩标准。在完成销售达成率和利润达成率等指标前提下，合伙人根据增量部分的利润，与总部按照三七、四六、二八等比例分红。	大润发飞牛网千人万馆合伙人计划：所谓千乡万馆合伙人是指覆盖各类合伙人，包括体验馆、社会精英合伙人、校园合伙人、社区合伙人、内部员工合作人等，分为有实体的飞牛网体验馆经营者、无实体但利用自己的关系网做推广的高级合伙人和初级合伙人。注册为合伙人之后，就可以进行推广，但凡是合伙人推广产生的有效客户则合伙人可以按照客户消费额的1%—2%进行分成。
参与前提	门店销售达成率≥100%，门店利润总额达成率≥100%。	推广产生订单即可获得佣金。
覆盖人群	以门店为单元，基本覆盖全员（店长、店助、四大营运部门人员、后勤人员、固定小时工）。	飞牛网千乡万馆合伙人计划覆盖各类合伙人，包括体验馆、校园合伙人、社区合伙人、内部员工合作人等一系列实现方式。
简评	以门店为单位，以门店整体业绩任务达成作为参与分红的前提条件，以全员参与，共同经营门店为目的，充分调动员工工作的积极性。	飞牛网合伙人制度与目前业内同行等推出的微店有相似性。合伙人邀请亲朋好友，通过邀请码注册成为飞牛网会员，从而分享导流来获取佣金。

来源：公司公告 公开资料整理 中泰证券研究所

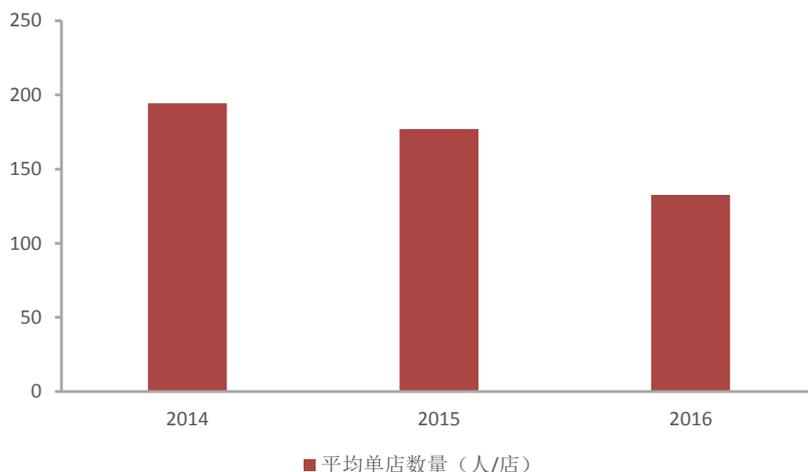
**图表 41：2015-2016 年永辉超市人均创收提升 24.67%**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 42：2016Q2 公司期间费用率水平下降速度加快**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 43：公司践行合伙制以来单店的平均运营人员在减少**



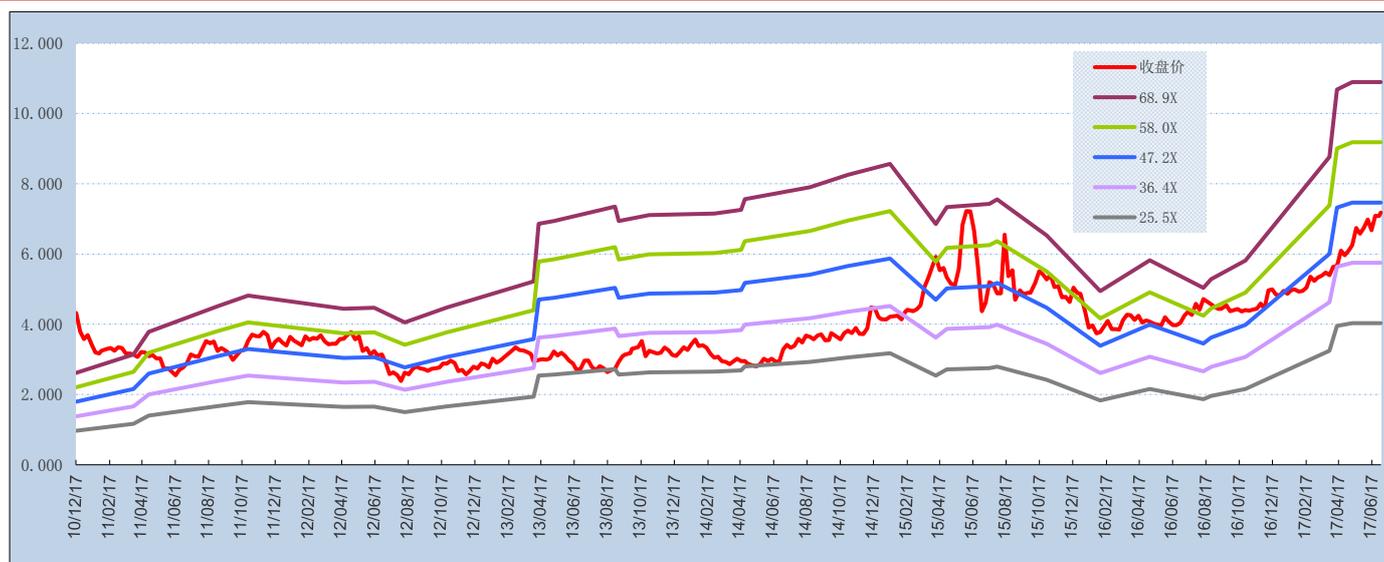
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 深化集群制改革，开启赛马制度改革。**永辉将红标、绿标两种业态分为两大事业集群，鼓励竞争，优势互补；经营区域划分为第一集群和第二集群，第一集群覆盖重庆、四川、贵州、河南、河北、安徽、陕西、山西八个中西部省市，第二集群覆盖广东、福建、浙江、上海、江苏、北京、天津、辽宁、吉林、黑龙江十个东部省市；第三集群重组原有总部各部门及事业部。第一集群和第二集群内部竞争，通过赛马制的良性竞争，提升总体的营收规模，预计制度发力将显著提升效率以及前端的营业收入。对比沃尔玛等优质的超市龙头，我们认为永辉超市的净利率水平仍具备较大的提升空间，沃尔玛规模优势起来时，EBITA Margin 大约在 5.5-6.0%左右，而永辉超市的 EBITA Margin 为 4.7%左右，处于提升通道，但对于规模化的龙头企业来看，仍具备提升空间。

**投资建议：门店迭代，制度改革提效，目标价 8.01 元，“买入”评级**

- 永辉估值水平为何能够享受一定的溢价？**2011-2016 年过去五年永辉超市营收 CAGR：22.66%，净利润 CAGR：21.61%，PE 估值中枢水平：30XPE，整体 PEG 水平高于 1，为何永辉估值能够享受一定的溢价？我们认为（1）、全国化的超市享受一定的溢价，高鑫零售（大润发）高速增长时，市场给予的 PE 水平约为 40XPE，相较于其他公司而言，享受一定的溢价，而永辉超市上市之前已经走出区域性发展的限制，在重庆、北京等地区已经开店，是全国化走的比较好的超市之一；（2）、超市是未来增长性较为确定的业态，给予成长空间一定的溢价。相较于百货业态来看，超市可成长的空间较大，在估值层面，优质潜力的公司享受的一定的溢价，如家家悦等，其 PE 水平约为 30XPE，但其增速水平只有 10%。（3）、国内超市的 PE 水平虽然高估，但按照 PS 估值法，仍然处于合理的区间，国内超市业态相较于国外在效率上仍然存在一定的改善区间，营收规模内仍然能够改善。

图表 44: 永辉超市历史 PE 估值中枢大约为 30XPE



来源: WIND 中泰证券研究所

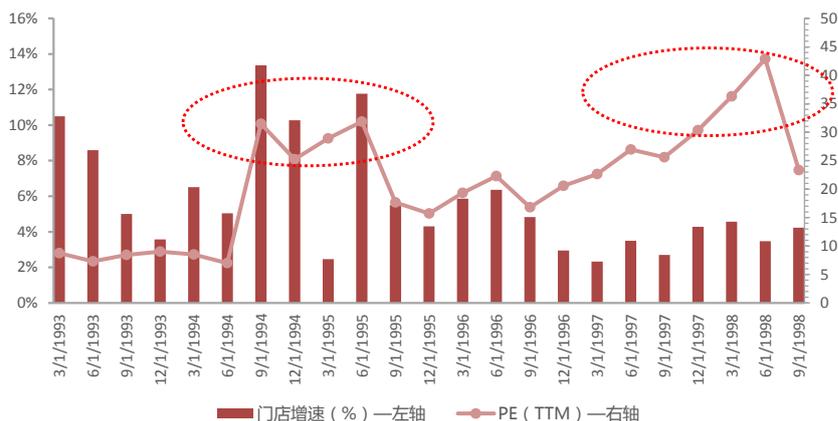
- 估值层面, 纵向对比来看, 公司历史 PE 估值中枢大约 30 倍左右, 按照 A 股消费股提升的逻辑来看, 估值相较于历史提升 30%-50%, 那么永辉超市 PE (TTM) 合理区间应该在 40-45XPE 的区间, 按照我们的预测, 永辉超市 2018 年有望实现净利润约 22.89 亿元, 当前市值对应 2018 年估值约为 30.99XPE 倍, 估值提升的空间仍具备较大潜力。且对标好市多、沃尔玛等国外零售巨头, 历史开店增速最高时, 估值大约为 35-40 倍, 亚马逊收购全食超市的 PE 为 33 倍。考虑到行业空间足够大, 且对于全国化零售龙头公司永辉超市鲜有竞争对手, 业绩增长确定性更高, 市占率稳步提升, 我们认为永辉超市合理的估值应该在 35XPE-40XPE 区间。我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 611.97/736.99/869.52 亿元, 同比增长 24.31%/20.34%/17.98%。实现净利润约为 17.55/21.89/27.46 亿元, 同比增长 41.33%/24.73%/25.42%, 当前市值对应 2017-2019 年 PE 约为 38.66/30.99/24.71 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部拓展空间, 给予 2018 年 35XPE, 维持目标价 8.01 元, “买入”评级。

图表 45: 参考可比公司估值, 对应 2018 年估值水平约为 45XPE

	EPS			PE		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
家家悦	0.54	0.59	0.68	30.88	28.10	24.38
步步高	0.17	0.21	0.25	73.41	59.43	49.92
红旗连锁	0.11	0.13	0.16	55.27	46.77	38.00
平均PE				53.19	44.77	37.43

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 46: 好市多历史开店增速最快时, PE 水平约为 40 倍



来源：彭博 中泰证券研究所

- 风险提示：** 门店建设不及预期，营收增长缓慢，公司目前年均同店增长保持在 2-5%，如果门店建设不及预期，将大幅拖累公司整体营收增长，影响净利润增长；宏观环境恶化，消费能力大幅下降，消费能力下降会导致消费量和价格下降，导致超市板块整体营收规模增长不及预期；食品安全问题，永辉超市 70%以上是食品和生鲜，若发生食品安全问题，可能影响公司品牌，导致收入短期下降。

**图表 47: 永辉超市财务估值三张表**

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售净收入	36,727	42,145	49,232	61,198	73,699	86,953
增长率	20.25%	14.8%	16.8%	24.3%	20.4%	18.0%
销售成本	-28,804	-32,974	-38,351	-47,949	-57,406	-67,566
%收入	78.4%	78.2%	77.9%	78.4%	77.9%	77.7%
毛利	7,922	9,170	10,880	13,249	16,294	19,386
%收入	21.6%	21.8%	22.1%	21.6%	22.1%	22.3%
销售及行政费用	-6,268	-7,553	-8,673	-10,637	-12,993	-15,360
%收入	17.1%	17.9%	17.6%	17.4%	17.6%	17.7%
EBITDA	1,655	1,617	2,208	2,612	3,301	4,027
%收入	4.5%	3.8%	4.5%	4.3%	4.5%	4.6%
折旧与摊销	-702	-811	-941	-545	-580	-609
%收入	1.9%	1.9%	1.9%	0.9%	0.8%	0.7%
EBIT	952	806	1,267	2,066	2,721	3,417
%收入	2.6%	1.9%	2.6%	3.4%	3.7%	3.9%
利息费用	-104	25	74	0	0	0
投资收益	220	-73	167	120	10	10
税前经营收益	1,068	758	1,509	2,186	2,731	3,427
%收入	2.9%	1.8%	3.1%	3.6%	3.7%	3.9%
其他非经营收益	17	40	48	46	49	50
税前利润	1,084	797	1,556	2,233	2,780	3,477
%收入	3.0%	1.9%	3.2%	3.6%	3.8%	4.0%
所得税	-232	-197	-343	-509	-636	-790
所得税率	21.4%	24.7%	22.0%	22.8%	22.9%	22.7%
少数股东损益	1	-5	-28	-32	-46	-59
归属于普通股股东净利润	852	605	1,242	1,755	2,189	2,746
净利率	2.3%	1.4%	2.5%	2.9%	3.0%	3.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	853	600	1,214	1,723	2,144	2,687
少数股东损益	0	0	0	-32	-46	-59
非现金支出	702	815	947	545	580	609
非经营收益	-103	158	-90	-166	-59	-60
营运资金变动	564	-34	-142	887	516	474
经营活动现金净流	2,016	1,538	1,928	2,957	3,136	3,652
资本开支	1,197	1,310	1,436	-25	116	82
投资	-788	-818	-1,656	0	0	0
其他	31	-939	-791	120	10	10
投资活动现金净流	-1,954	-3,067	-3,883	145	-106	-72
股权募资	2	5,704	6,357	0	0	0
债权募资	533	-1,444	0	0	0	0
其他	-432	-512	-611	0	-1,148	0
筹资活动现金净流	103	3,748	5,746	0	-1,148	0
现金净流量	165	2,219	3,792	3,102	1,881	3,580

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,093	4,294	8,097	11,232	13,158	16,797
应收款项	892	869	1,708	1,484	1,793	2,140
存货	3,699	4,250	5,379	5,838	6,995	8,240
其他流动资产	1,566	2,518	5,382	5,695	6,003	6,393
流动资产合计	8,250	11,930	20,566	24,249	27,950	33,570
%总资产	53.3%	58.8%	69.9%	74.4%	77.9%	81.8%
长期投资	1,379	2,092	2,353	2,353	2,353	2,353
固定资产	3,182	3,384	3,433	3,050	2,624	2,160
无形资产	2,602	2,823	3,026	2,885	2,897	2,883
非流动资产合计	7,229	8,374	8,872	8,348	7,933	7,455
%总资产	46.7%	41.2%	30.1%	25.6%	22.1%	18.2%
资产总计	15,480	20,304	29,438	32,597	35,882	41,025
短期借款	1,410	0	0	0	0	0
应付款项	6,853	7,362	9,296	10,573	12,693	14,945
其他流动负债	631	567	754	2,060	1,082	1,285
流动负债	8,893	7,929	10,049	12,633	13,775	16,230
长期贷款	34	0	0	0	0	0
其他长期负债	88	94	147	147	147	147
负债	9,015	8,023	10,197	12,780	13,922	16,378
普通股股东权益	6,438	12,228	19,199	19,805	21,995	24,741
少数股东权益	26	54	43	11	-35	-93
负债股东权益合计	15,480	20,304	29,438	32,597	35,882	41,025

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.262	0.149	0.130	0.183	0.229	0.287
每股净资产(元)	1.978	3.006	2.006	2.069	2.298	2.585
每股经营现金净流(元)	0.619	0.378	0.201	0.312	0.332	0.388
每股股利(元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.23%	4.95%	6.47%	8.86%	9.95%	11.10%
总资产收益率	5.50%	2.98%	4.22%	5.38%	6.10%	6.69%
投入资本收益率	16.94%	10.35%	13.35%	32.94%	41.48%	64.30%
增长率						
主营业务收入增长率	20.25%	14.75%	16.82%	24.31%	20.43%	17.98%
EBIT增长率	9.62%	-15.32%	57.11%	63.10%	31.67%	25.60%
净利润增长率	18.18%	-28.92%	105.18%	41.33%	24.73%	25.42%
总资产增长率	19.35%	31.17%	44.99%	10.73%	10.08%	14.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	0.9	2.2	1.6	1.7	1.7
存货周转天数	43.6	42.9	44.7	43.9	44.0	44.1
应付账款周转天数	56.0	55.5	54.3	55.0	54.8	54.8
固定资产周转天数	25.2	24.8	22.7	17.7	13.1	9.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.96%	-35.62%	-49.57%	-63.95%	-66.48%	-74.00%
EBIT利息保障倍数	15.9	-65.8	-29.8	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。