

强烈推荐-A (维持)

永辉超市 601933.SH

目标估值: 8.1 元

当前股价: 6.81 元

2017 年 08 月 31 日

砥砺前行，十六载蝶变之路

基础数据

上证综指	3360
总股本(万股)	957046
已上市流通股(万股)	650887
总市值(亿元)	652
流通市值(亿元)	443
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	33.4%
主要股东	牛奶有限公司
主要股东持股比例	19.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	29	48
相对表现	-1	19	33



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《永辉超市(601933)——从量变到质变,一直在超预期》2017-07-31
- 2、《永辉超市(601933)——依托生鲜核心实力,四大板块协同发展》2017-04-19
- 3、《永辉超市(601933)——季报大超预期,制度改革成效显著》2017-04-16

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

很多人都在思考是什么成就了如今的永辉?我们认为,一家企业的成功必定是天时地利人和和综合作用的结果,永辉也不例外。本文将以历史发展的眼光结合宏观环境和行业背景梳理永辉的发展脉络,全面客观地总结永辉各个阶段的发展特色,为读者清晰呈现永辉的蜕变之路。

- 概括起来,永辉的发展可以划分为四个阶段。第一阶段初创期(2000-2004),创始人中国连锁超市业态崛起以及政府推广农改超项目之时,在福建省福州市崛起;第二阶段生鲜壁垒成熟期(2005-2010),永辉没有在行业高速发展期高枕无忧地坐享行业红利,而是脚踏实地锤炼经营能力,构筑强大的生鲜经营壁垒;第三阶段快速扩张期(2011-2014),发扬永辉模式,借助资本力量快速扩张,在实体零售一片颓势中逆势走向全国;第四阶段新零售转型期(2015-至今),打造全球供应链,“云超+云创+云商+云金”四大板块协同运作,业态迭代升级。
- 永辉最大的优势在于强大的经营能力和内生增长能力。良好的外部环境只是成功的助推器,打铁还需自身硬——生鲜差异化经营战略、自采自营的盈利模式,全球垂直采购供应链、O2O全渠道建设、“合伙人”员工激励制度、精细化的内部管理以及适应外部环境的变革能力是永辉的核心竞争优势,使永辉从“农改超”小店蜕变为内资民营超市的龙头企业。
- 永辉和沃尔玛有诸多相似的成功基因:都曾把握历史机遇,乘行业东风崛起;都在行业低迷期抓住机遇,将危机化为转机;都实行农村包围城市战略,由区域龙头至全国巨头;都注重供应链能力的建设;创始人都拥有的丰富的商超运营经验。同时,中国连锁超市业集中度相对国外较低,零售企业在电商等冲击下进入转型期,马太效应会进一步凸显。基于永辉生鲜领域的竞争壁垒和长期发展潜力,我们认为,在新一轮行业浪潮中,永辉有望成为实体零售转型升级的大赢家,发展成沃尔玛级别的全国巨头企业。永辉超市营收增长逐季加速,毛利率继续提升,供应链整合见效,预计17/18年EPS分别为0.20/0.26元,复合增速接近40%。目标价8.1元,维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示:居民消费增速不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	42145	49232	58192	68550	77873
同比增长	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润(百万元)	761	1498	2413	3213	4229
同比增长	-28%	97%	61%	33%	32%
净利润(百万元)	605	1242	1910	2528	3313
同比增长	-29%	105%	54%	32%	31%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.20	0.26	0.35
PE	45.4	52.4	34.1	26.2	19.5
PB	2.3	3.4	3.3	3.1	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、2000-2004: 乘行业风口, 起家“农改超”, 崛起福建	4
(一) 经济腾飞, 连锁超市业态崛起	4
(二) “农改超+区域流通障碍”助力永辉扎根福建	5
二、2005-2010: 夯实内功, “生鲜基因”筑高壁垒, 成功上市主板	6
(一) 生鲜领先战略, 生鲜、食品用品、服装“三位一体”	7
(二) 盈利模式: 自营为主, 不依赖渠道费用	8
(三) 采购方式: 直接采购为主, 全国统采+区域直采	9
(四) 配送模式: 建立配送中心配送	10
(五) 良好的零供关系	10
(六) 向管理要效益: 精细化、标准化管理	11
(七) 严格精细的库存管理与控制	11
(八) 生鲜基因成熟, 初步走向全国	11
三、2011-2014: 顶压维坚, 速度与规模并举, 全面走向全国	12
(一) 区域领先, 稳步扩张	13
(二) 依托生鲜核心优势, 规模和营利齐涨	14
(三) 优化供应链	15
1、引入战略合作伙伴, 建立享机制和平台	15
2、建设物流配送中心	16
(四) 信息化建设	17
(五) “合伙人”激励制度	17
四、2015-至今: 革新进取, 布局新业态, 升级新零售	17
(一) 全面升级全球供应链, 转型食品供应链公司	18
(二) 四大板块协同运作, 业态加速迭代	20
1、云超方面	20
2、云创方面	21
3、云商方面	21
4、云金方面	21
五、永辉 VS 沃尔玛, 相似的基因, 相似的巨头?	22

图表目录

图 1: 1995-2005 年中国人均 GDP 和增速	4
图 2: 1995-2005 福建、北京、上海人均 GDP	4
图 3: 1995-2010 城镇人口和农村人口比重	5
图 4: 2000-2010 年社会消费品零售总额及增速	5
图 5: 永辉生鲜基因形成图	7
图 6: 永辉“三位一体”图	7
图 7: 2007-2010 年 6 月永辉超市主营收入占营业收入比例	8
图 8: 2009 年同业其他业务收入占比	8
图 9: 永辉采购模式	9
图 10: 永辉直采模式示意图	9
图 11: 永辉配送模式	10
图 12: 2016 年全国型零售商零供关系净优势值和排名	11
图 13: 永辉连锁门店和经营面积增长情况	12
图 14: 2008-2014GDP 季度同比增速	12
图 15: 2008-2014CPI 当月同比增速	12
图 16: 2008-2014 社会消费品零售总额及增速	13
图 17: 2008-2014 中国网络零售市场交易规模及增速	13
图 18: 2011-2014 永辉各地区新增门店数量	14
图 19: 2012-2014 永辉各地区新增门店面积	14
图 20: 2010-2014 年末永辉累计经营面积和数量	14
图 21: 2011-2014 年末永辉各业态数量分布图	14
图 22: 2007-2014 年永辉营业收入及增长率	15
图 23: 2007-2014 年永辉净利润及增长率	15
图 24: 2007-2014 永辉各项营业收入构成	15
图 25: 2007-2014 永辉各项业务毛利率	15
图 26: 永辉战略合作伙伴	16
图 27: 永辉合伙人项目	17
图 28: 2005-2016 城镇居民人均可支配收入及增速	18
图 29: 中国网络零售市场成交规模	18
图 30: 永辉变革宣传图	18
图 31: 彩食鲜 APP	19
图 32: 彩食鲜食材	19
图 33: 永辉四大板块协同运作	20
图 34: 2013-2016 年永辉 Bravo 精致超市门店数量和营业收入	20
图 35: 超级物种店	21
图 36: 超级物种静候花开花艺馆	21
图 37: 永辉金融官方图	22
图 38: 2016 年中国零售业前十强市场份额	23
图 39: 2016 年连锁百强占社会消费品零售总额比例	23
表 1: 2000 年中国商业零售业前十强排序	5
表 2: 2014 年永辉物流中心介绍	16
表 3: 永辉打造全球垂直供应链历程回顾	18
附: 财务预测表	24

很多人都在思考是什么成就了如今的永辉。是 21 世纪初中国连锁超市崛起浪潮的历史机遇？是农改超项目的政府扶持？是生鲜差异化经营战略？是内部精细化、标准化管理？还是居安思危、勇于变革的企业智慧？也许这都是永辉成功不可或缺的因素，因为一家企业的成功必定是天时地利人和综合作用的结果，永辉也不例外。本文将以历史发展的眼光结合宏观环境和行业背景梳理永辉的发展脉络，全面客观地总结永辉不同阶段的发展特色，为读者清晰呈现永辉的蜕变之路。概括起来，永辉的发展可以划分为四个阶段。

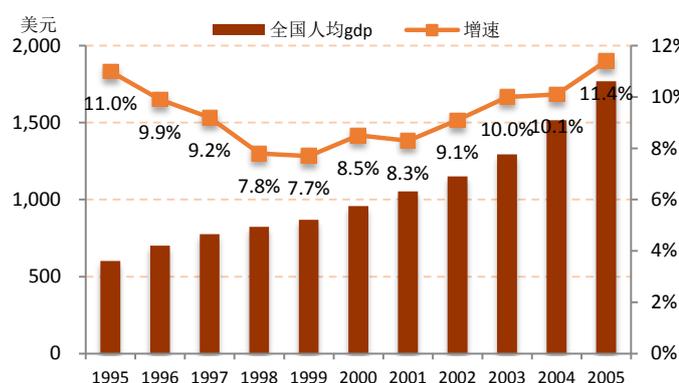
一、2000-2004：乘行业风口，起家“农改超”，崛起福建

这一阶段是永辉的初创期。2000 年 7 月第一家“农改超”超市——福州屏西生鲜超市在福州开业，永辉自此开启了特色鲜明的生鲜之路。值得一提的是永辉并非一开始就定位生鲜，创始人张轩松早在 1995 年就进入超市行业，成立了第一家超市——福州市鼓楼区古乐微利超市，此后又相继创办几家超市，完成了资金和管理经验的原始积累。结合当时的宏观环境和行业背景，我们认为在这一阶段永辉受益于零售行业大浪潮，特定的历史环境整体有利于永辉的发展，定位生鲜的商业模式是富有战略眼光的差异化路线，虽不能为古老的零售业带来颠覆式冲击，但却帮助永辉在外资超市、国有超市的夹击下在福建站稳脚跟。

（一）经济腾飞，连锁超市业态崛起

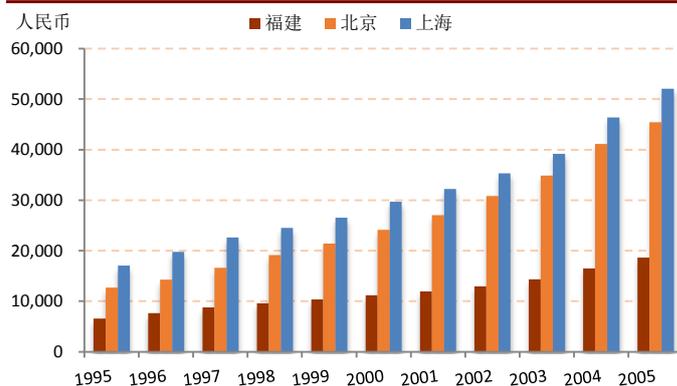
美国学者戴韦森等人于 1976 年共同提出了零售业的生命周期理论——与产品生命周期一样，零售业态也要经过导入、成长、成熟、衰退四个阶段。从发达国家零售业态的演变历程看，人均 GDP 是零售各子业态演变的决定因素。一般而言，人均 GDP 突破 1,000 美元至 3,000 美元是现代百货业的高速发展期，3,000 美元以上大型综合超市开始兴起，6,000 美元以上便利店业态流行，10,000 美元及 12,000 美元以上仓储式商店和大型购物中心逐步繁荣。换言之，经济水平内生决定了零售子业态的发展现象。

图 1：1995-2005 年中国人均 GDP 和增速



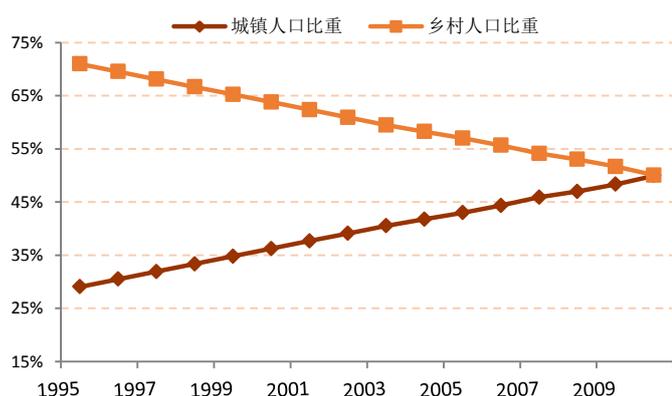
资料来源：国家统计局、招商证券

图 2：1995-2005 福建、北京、上海人均 GDP



资料来源：wind 资讯、招商证券

图 3: 1995-2010 城镇人口和农村人口比重



资料来源: wind 资讯、招商证券

图 4: 2000-2010 年社会消费品零售总额及增速



资料来源: wind 资讯、招商证券

中国高速发展的宏观经济为连锁超市业态的爆发提供了必要的经济基础,永辉诞生于中国连锁超市的初级阶段,可以说永辉赶上了行业大发展的历史浪潮。中国 1995-2004 年经济飞速发展,城市化加速进行, GDP 平均增速超过 9%,虽然 2000 年人均 GDP 不足 1,000 美元,但是部分发达城市的 GDP 已达到发展大型连锁超市的水平,如北京、上海 2000 年的 GDP 分别为 2914 美元、3,584 美元。社会消费品零售总额保持高速增长态势,至 2000 年已达到 3.9 万亿元。2000 年之前中国零售业以百货业态为主,之后各类超市业态开始爆发。

1999 年上海联华超市公司取代上海第一百货成为零售百强之首,2000 年其差距进一步扩大,联华超市销售额超过 111 亿,而上海第一百货销售额只有联华超市的 50% 左右;2000 年 9 月,华联超市股份成为国内首家以连锁超市为主的上市公司。这两件事均标志着中国零售业以百货店业态为王的时代结束,连锁超市业态正式崛起,步入黄金发展期。同期,沃尔玛、家乐福等外资连锁超市巨头也加快门店扩张步伐,外资大型连锁超市的成功也鼓舞了本土企业进军超市行业。

表 1: 2000 年中国商业零售业前十名排序

公司名称	排名	销售总额(万元)	零售总额(万元)
联华超市有限公司	1	1,114,007	787,011
上海华联商厦股份有限公司	2	651,951	442,846
辽宁大连商场集团公司	3	621,430	333,975
上海市第一百货商店股份有限公司	4	584,372	368,230
上海农工商超市有限公司	5	540,258	540,258
三联商社	6	531,143	349,354
上海豫园商城股份有限公司	7	411,080	295,864
江苏苏果超市股份有限公司	8	402,000	402,000
上海锦江麦德龙购物中心有限公司	9	374,379	374,379
重庆商社集团	10	365,663	173,658

资料来源: 中国连锁经营协会、招商证券

(二) “农改超+区域流通障碍” 助力永辉扎根福建

1、“农改超”政策扶持

除了行业大浪潮外,“农改超”政策推动和区域相互分割的流通障碍也是永辉得以在福建崛起的重要外部原因。农改超是指将农贸市场改为超级市场,扫除传统农贸市场“杂、

乱、脏、差”的弊端，政府为推广这一行动也给予了相应的政策扶持。2000年，福建省政府、福州市政府做出“杜绝餐桌污染，改善社区生活，建设放心市场”的决定，公司创办者敏锐地捕捉到商机，开办了福州第一家“农改超”超市，经营面积为1,500平方米，生鲜区经营面积超过50%。2002年，国务院七部委联合检查组考察永辉超市，提倡在全国范围内推广永辉模式。

2、区域流通障碍

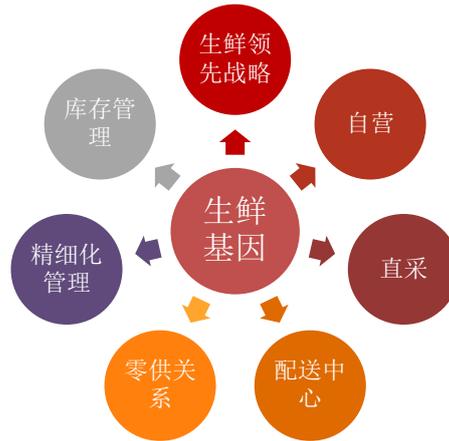
我国商品流通领域存在区域分割的现象，区域分割是指厂商为了销售其产品，一般会在每个省、区指定一家代理商或经销商直采，同时各地风土人情、经济水平、政策环境差异巨大再加上地方保护主义，从而造成了我国区域彼此分割的流通障碍，使得大规模跨地区发展困难重重，但这同时也为区域内本土连锁超市提供了生存土壤。所以，尽管2000年开始台湾零售业连锁巨头“好又多”及世界500强企业麦德龙、沃尔玛相继进入福建市场，但本土商超企业仍然可以凭借差异化路线避开巨头锋芒，从中小型业态做起，提供更符合中国人习惯的本土化服务，从而形成区域龙头企业。到2004年，永辉农改超经营模式在福州取得成功，共有22家门店，经营面积超过10万平米，基本在福建站稳脚跟。

二、2005-2010：夯实内功，“生鲜基因”筑高壁垒，成功上市主板

这一阶段受益于高速发展的经济、城市化进程和人口红利，超市行业整体继续高速发展，2005年至2010年社会消费品零售总额平均增速超过10%。永辉在这一阶段最令人称道、最凸显战略眼光的是：没有在行业高速发展期高枕无忧地分食行业红利，而是精心锤炼企业核心能力，不断改进商业模式，为长期竞争和做大做强构建坚固壁垒。

在今天看来，永辉的杀手锏是生鲜，但那只是结果，而非原因，真正让永辉依靠生鲜突出重围的是在这一阶段打造的生鲜经营的内部机制。“农改超”模式并不稀奇，政府在全国推广并大力扶持，但成功者寥寥无几，超市扩大生鲜产品经营也不稀奇，物美、家乐福都努力尝试，但始终也没有把生鲜内化为一项核心优势。生鲜是永辉的基因和文化，从诞生到壮大渗透到永辉经营的各个细节，这也是模仿者始终无法超越的原因。所以，我们想重新回顾永辉生鲜基因成型的最重要时期，尽管永辉在这一阶段创立的一些模式已不为现在所用，比如买手文化和一些软件系统，但无论之后永辉的业务如何变化，生鲜内核始终不变，透过这段历史可以从细节处了解永辉的在超市业的辛勤耕作。概括起来，永辉的生鲜基因至少包含以下七个方面。

图 5：永辉生鲜基因形成图



资料来源：招商证券

（一）生鲜领先战略，生鲜、食品用品、服装“三位一体”

永辉主打生鲜，永辉超市结合了农贸市场和现代超市优点，具备三大特色。第一，扩大生鲜区营业面积，包含粮食、蔬菜、水果、肉禽、水产等 3,000 多种主要农产品，并对陈列台、灯光照明、称量、保鲜设施、服务技术等改造升级，营造干净、舒适的购物环境，生鲜及加工商品的销售收入占比超过 50%；第二，直采模式减少中间环节，确保农产品价格低廉，部分生鲜产品价格甚至比农贸市场更有优势；第三，门店选址主要集中在与传统农贸市场位置相似、贴近居民生活社区的场址，既方便购物又比农贸市场营业时间更长。

生鲜是高频次购买的日常消费品，具有高聚客能力。永辉依靠物美价廉的生鲜汇聚客流量，从而带动食品日用品和服装的销量，形成“生鲜+食品用品+服装”三位一体的模式，实现整体利益最大化。

图 6：永辉“三位一体”图



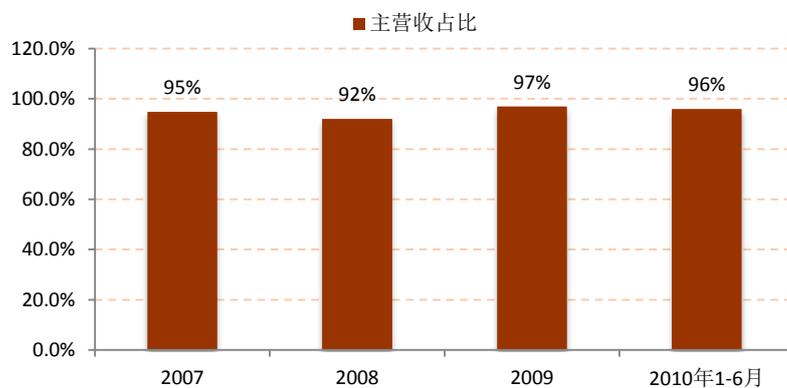
资料来源：招商证券

从另外一个角度讲，永辉要培养生鲜核心竞争力，就决定其必须从采购（乃至生产）到运输到销售全程管控，同时也很大程度上决定了永辉的盈利模式、采购模式、配送模式、管理模式等，以最大程度保证生鲜产品新鲜、低价和低损耗。

（二）盈利模式：自营为主，不依赖渠道费用

行业发展早期，很多超市生鲜产品以联营和物业出租为盈利模式，业主根据销售额给予超市一定的毛利率回扣或出租场地收取租金，这两种模式的优点是收益稳定，无需承担经营风险，但缺点也显而易见：超市企业对经营商户的商品陈列、价格、质量等均没有实质的控制权，不参与实际采购及店内运营，不利于统一管理和积累运营经验，也不利于超市企业的长期发展。因此，永辉坚持以自营为主的盈利模式，自行采购及销售生鲜产品，在实践中不断累积生鲜操作技巧和经验，但自营模式也加大了永辉在资金、买手人才、管理经验、打破分销体系等方面的困难，对永辉而言，是压力也是不断提高企业竞争力的动力。从长远来看，永辉的盈利模式卓有远见，因为合理的盈利模式应当具备可持续发展的能力，以自营为主、赚取进销差价才是保持企业竞争力的长久之道。

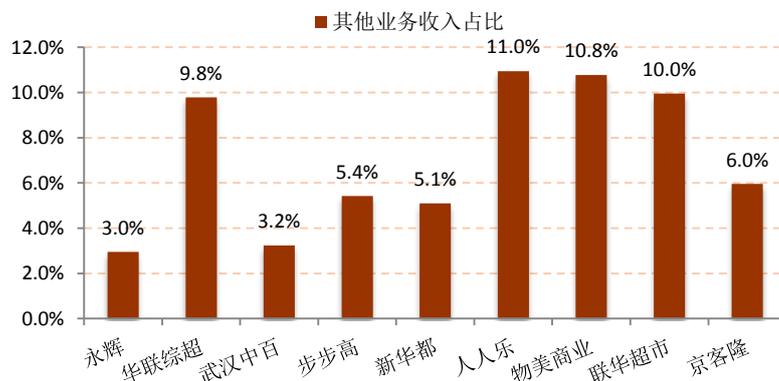
图 7：2007-2010 年 6 月永辉超市主营收入占营业收入比例



资料来源：永辉超市招股说明书、招商证券

除自营模式外，其他盈利模式还包括物业出租和促销服务费，但占比很小，2009 年物业出租和促销服务费等其他业务收入占比为 2.95%，充分体现了永辉提升内在经营能力、避免依赖通道费用的决心。与永辉形成鲜明对比的是同行业上市公司其他业务收入占比远高于永辉，人人乐 2009 年其他业务收入占比高达 10.95%，其他业务毛利率高达 99%。

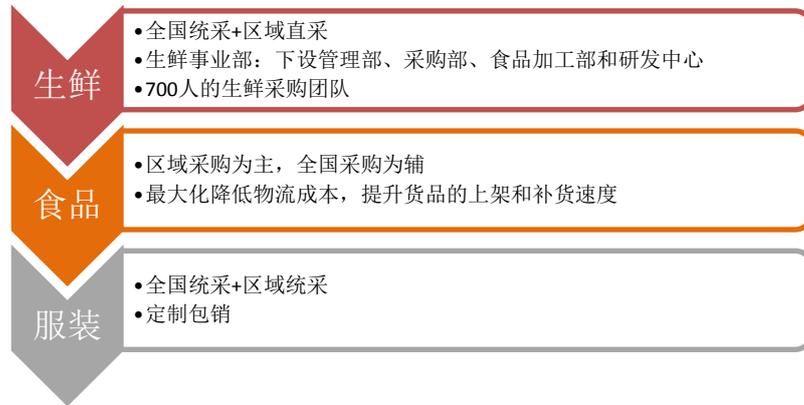
图 8：2009 年同业其他业务收入占比



资料来源：永辉超市招股说明书、招商证券

(三) 采购方式：直接采购为主，全国统采+区域直采

图 9：永辉采购模式



资料来源：招商证券

永辉除生鲜外还经营食品用品和服装，三个品类都有特定的采购模式，在此重点介绍生鲜商品的采购模式。生鲜商品的采购模式是全国性统采和区域直采，包含四种采购渠道：基地采购、当地采购、远程采购和批发市场采购。永辉生鲜事业部是专业负责生鲜采购的主体，下设管理部、采购部、食品加工部和研发中心等四大部门，特别值得一提的是研发中心。研发中心主要通过分析比较全国各不同农产品产区的生鲜商品的特点及各销售渠道的商品质量和价格情况，确定具体的采购渠道和品种，然后将分析结果传达给采购部和管理部，由采购部根据研发中心的结果进行相关采购工作，此外研发中心还负责生鲜商品销售模式的开发，如一品多样化销售，即一种生鲜单品的不同销售策略。研发中心的员工均是经验丰富的生鲜买手，掌握全国各地区的生鲜产品的价格、生长周期、产品质量等，充分了解哪个季节在全国哪个产区生产的哪类生鲜商品的质量和价格更符合公司的采购要求。

图 10：永辉直采模式示意图



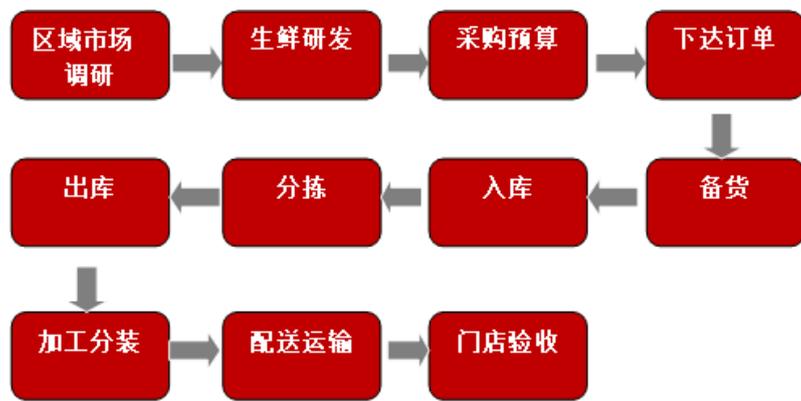
资料来源：招商证券

永辉生鲜的全局性统采和区域直采体系，加上生鲜研发中心对全国各地农产品的深入研究，最大限度的减少了“产地—门店—顾客”的生鲜产业链的中间环节，降低了物流、仓储和损耗成本，保持了生鲜产品的色香味和低价优势。

（四）配送模式：建立配送中心配送

配送模式通常包含配送、直通和直送三种方式：配送是指供应商将商品送到公司自有的配送中心，再由配送中心统一配送到门店；直通是指供应商将商品送到公司自有的配送中心，商品不再入物流配送中心的仓库，直接配送到门店；直送是指供应商将商品直接送到门店。直通和直送有助于降低超市企业的经营成本，但配送式更有助于超市企业管控流程，自由调度，保证产品质量。

图 11：永辉配送模式



资料来源：永辉超市招股说明书、招商证券

永辉定位生鲜、自营和直采的经营模式决定了其更多采用配送方式。即公司直接向生鲜基地的农民采购生鲜产品，将采购回来的商品在送到各连锁门店之前将统一送到配送中心进行分类、加工、整理等处理，然后再根据各门店的需求将生鲜产品配送到各门店。通过这种方式，公司能够有效控制和降低生鲜产品的库存量和损耗率，有利于保证生鲜产品的质量和分类管理。配送方式要求现代化的物流中心作为支撑，对企业的资金、信息化技术、物流技术、加工技术提出了更高要求。

（五）良好的零供关系

建立良好的零供关系在今天看来是一种共识、也是一种趋势，但在当时零售商处于绝对强势地位时，并不是所有超市企业都像永辉一样富有远见，放弃通道费用，毕竟比起苦心经营，向上游供应商收取通道费用简单粗暴但却十分有效。互惠的零供关系作用在2010之前并不明显，零供矛盾突出、压榨供应商是当时的主流趋势，但这却是永辉可持续发展的动力。

中国连锁经营协会发布的《2009年零售企业资金链风险研究》显示，2009年零售企业的经营模式中，应付账款是零售商最主要的资金来源，收取通道费用、物业出租利润和投资收益是最主要的利润来源。永辉很早就意识到：盈利过多依赖通道费用，会影响新、特产品的引进，使经营趋于同质化，同时易于滋生内部腐败，最终破坏企业稳定收益和可持续发展能力。因此，面对众多的供应商，永辉坚持周结、月结的货款结算制度，与供应商之间形成战略伙伴关系。2009年永辉超市北京首店开业时，甚至为供应商开出了15天的到账期。

零供之间双赢的战略关系帮助永辉打造了更稳固和扎实的供应链，长期优势逐渐显露。中国连锁经营协会和 ADVANTAGE 共同出具的《2016零供关系研究报告》显示，在所监测的全国型零售商样本中，永辉零供关系综合排名第四，是唯一进入前5的内资民营企业，实力可对标国际一流超市企业。

图 12：2016 年全国型零售商零供关系净优势值和排名



资料来源：中国连锁经营协会、ADVANTAGE 咨询、招商证券

（六）向管理要效益：精细化、标准化管理

永辉没有在行业一片繁荣的时候粗放式经营，而是有力地抓住时机建立起精细化、标准化的管理制度，逐步向现代化、国际化的管理制度靠近，最终永辉向管理要到了效益，帮助公司快速复制门店的同时稳步提升经营绩效。

到 2010 年时，永辉在生鲜农产品及加工、服装及食品用品营运部门分别制定了近 800 万字的内部流程控制手册，同时 ISO9002 质量管理体系、IT 信息控制系统和财务信息管理系统运用使得公司的内控体系和运营机制日趋完善。为提升标准化、复制优势经验，永辉将各门店的创新以及实践证明的商品品类管理、购物环境设置和最高人效等门店的成功经验标准模式化，通过专题、专项、专人培训，稳健、快速复制推广到全国各区域门店，提升所有门店及新店的整体营运水平。2007 年以后，公司开始引进日本管理团队为其提供管理咨询；先后两次引进汇丰直投，之后引入国际服务贸易咨询公司奥美、安永、贝恩咨询、伯乐等服务于公司；2009 年聘请全球最大的人力资源管理咨询机构——韬睿惠悦作为战略合作伙伴，进行全方位的人力资源管理体系建设与优化；2010 年引入 IBM 咨询团队，优化业务流程、IT 规划、建立全面预算体系和资金中心。

（七）严格精细的库存管理与控制

永辉的库存管理与控制主要包括库存管理，缺货管理，滞销和淘汰商品的管理，过期、残次商品报损的管理，仓库及卖场监控等。严格精细的库存管理与控制有助于永辉把控商品质量、节约成本、提高效益。

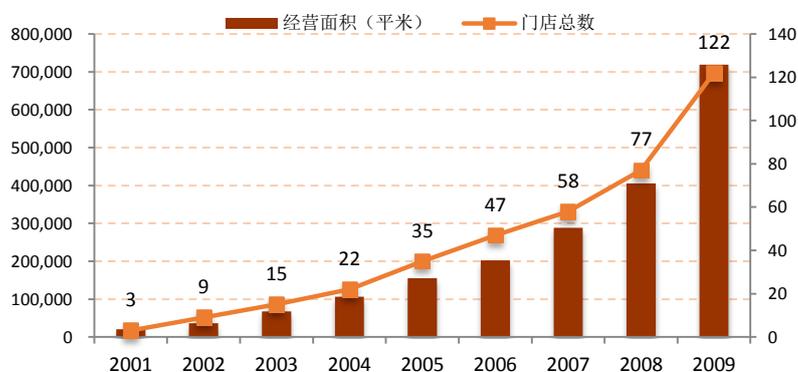
（八）生鲜基因成熟，初步走向全国

至此，永辉通过在生鲜经营七个方面的协调运转，使生鲜文化逐步走向成熟，筑造了在生鲜领域内的绝对优势和竞争壁垒。生鲜基因成型后，永辉开始走出福建。

事实上到 2004 年 10 月之前，永辉 21 家门店全部位于福州，仅仅是在福州取得了龙头地位，为扩大企业规模，同时为检验“农改超”、“生鲜特色”的可复制性，永辉决定走出福州，最终选择重庆作为走出去的第一站。虽然当时重庆百货（含新世纪百货）已经占领了市场，但是重庆市作为西部核心城市，具备市场空间较大、农业资源丰富以及消费者差异较大等特点，具备广阔的发展前景，同时二三线城市竞争压力相对小于一线城市和东部沿海城市，可以避开外资巨头和泉州龙头企业新华都的竞争。5 年时间永辉在

重庆取得了巨大成功，开出 47 家大中型超市，营业面积超过 30 万平方米，跻身重庆超市行业领先地位，也标志着永辉真正实现了跨区域发展。继重庆之后，永辉分别在 2009 年和 2010 年进军北京和安徽，经营面积和门店数量稳步提升，到 2009 年共有 122 家门店。

图 13: 永辉连锁门店和经营面积增长情况



资料来源: 永辉超市招股说明书、招商证券

2010 年 12 月 15 日,永辉超市股份有限公司(股票代码:601933)在上交所正式挂牌上市。发行价为 23.98 元/股,发行市盈率高达 73.14 倍,创造了当时主板市场发行市盈率的新高。

三、2011-2014: 顶压维坚, 速度与规模并举, 全面走向全国

这一阶段,宏观经济和超市行业的基本面发生重大变化。宏观经济方面,2011 年底开始各项经济指标下滑、城镇化速度放缓、人口红利释放殆尽,经济步入新常态;行业方面,超市行业由初创期进入成熟期,竞争达到白热化,零售业增速放缓,人工成本和物业租金成本急剧上升,电商普及为实体零售业带来巨大冲击。传统超市行业在这一阶段面临巨大的生存和转型压力。永辉也不可避免受到行业的负面冲击,但整体上依靠先进的“永辉模式”顶住巨大压力、逆势扩张,无论是规模还是经营效益都迈上了新高度。此时前期培养的核心竞争力凸显优越性,行业经历一番洗牌,永辉超越竞争对手迈向新的台阶。到 2014 年以 430 亿的销售总额位居中国连锁百强第 12 名,快消品连锁百强第 6 名。

图 14: 2008-2014GDP 季度同比增速



资料来源: wind 资讯、招商证券

图 15: 2008-2014CPI 当月同比增速



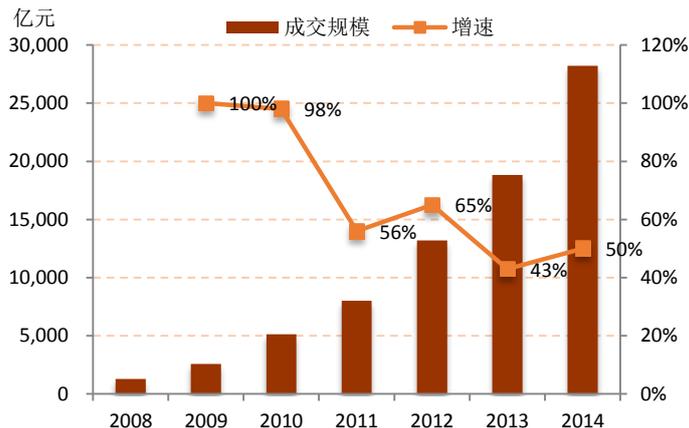
资料来源: wind 资讯、招商证券

图 16: 2008-2014 社会消费品零售总额及增速



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 17: 2008-2014 中国网络零售市场交易规模及增速



资料来源: 中国电子商务研究中心、招商证券

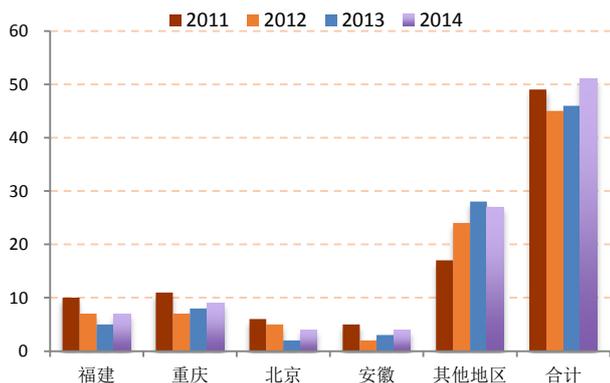
客观地说, 永辉在这一阶段所做的是渐进式改良, 因为前期十年基本功的深厚积淀, 永辉只需要借助资本市场的力量按部就班地大力在全国开店、推行已经试验成功的“永辉模式”, 同时在发展中对内部管理、成本控制、供应链建设、信息化建设和物流中心建设不断做出改良即可。永辉在这一阶段的成功是市场对永辉过去十年精耕细作的检验和回馈。

(一) 区域领先, 稳步扩张

超市行业是薄利多销的行业, 只有经营规模达到一定程度时才可以发挥资金、人力、采购和物流的协同效应, 因此超市企业的竞争也是一场速度与规模的较量。永辉是在跨国零售业巨头、本土大型国有零售企业和民营零售企业三面夹击中成长起来的, 所以其扩张也是谨慎而理智的。从创立开始, 永辉的发展战略便是“区域领先、稳健扩张”, 即守住一个区域市场, 坚持成本领先和差异化的经营策略, 苦心经营、精耕细作, 确保取得该区域市场的绝对份额和核心竞争优势。

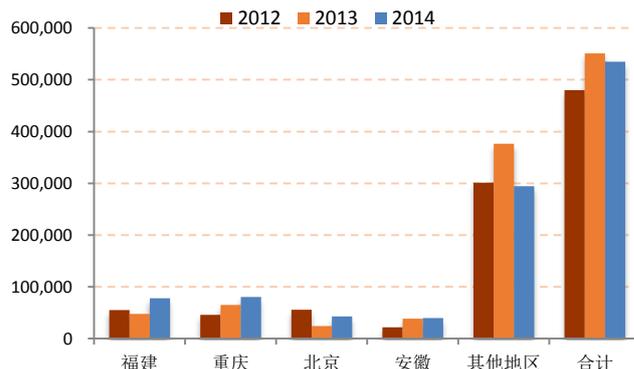
永辉上市募集资金后门店扩张步伐大幅加快, 四年间平均每年新开 48 家店, 平均每年新增面积 52 万平米, 到 2014 年永辉共有 330 家门店, 经营面积超过 308 万平方米。永辉在这一阶段已经全面走向全国, 除福建、重庆、北京、安徽四个主要区域外, 还进入贵州、河南、天津、河北、浙江、江苏、四川、辽宁、吉林、黑龙江、陕西、广东和上海。主营大卖场、卖场和社区店三种业态, 同时引进精品店业态, 其中以中型业态——卖场的数量最多, 占比超过 50%。

图 18: 2011-2014 永辉各地区新增门店数量



资料来源: 永辉年报、招商证券

图 19: 2012-2014 永辉各地区新增门店面积



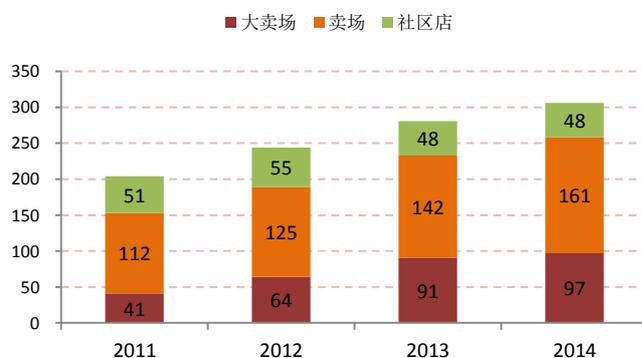
资料来源: 永辉年报、招商证券

图 20: 2010-2014 年末永辉累计经营面积和数量



资料来源: wind 资讯、招商证券

图 21: 2011-2014 年末永辉各业态数量分布图



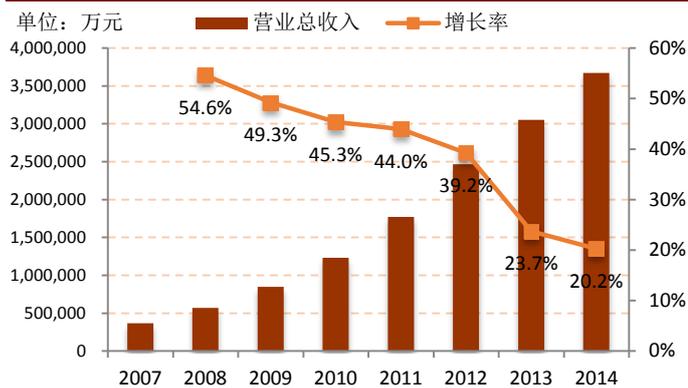
资料来源: wind 资讯、招商证券

(二) 依托生鲜核心优势，规模和营利齐涨

此前十年连锁超市行业处于高速发展期，即使企业没有差异化战略，没有核心竞争力，也可鱼龙混水分享行业红利，但是当行业整体增速放缓尤其是电商强力冲击实体店时，只有前期内功扎实、具备强大经营能力的企业才可能禁受得起市场的巨大起伏。永辉受益于前期深厚的经营功底和生鲜竞争力，不仅禁受住了市场考验，同时逆流而上、壮大企业。

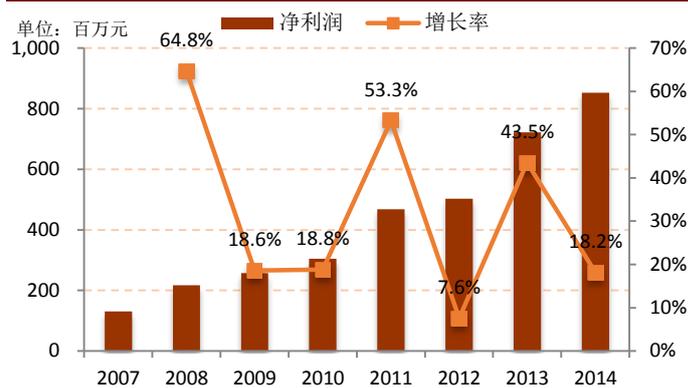
永辉在行业下行时逆势扩张，2007-2014 年间营业收入增长率均超过 20%，复合增长率达 33.35%，至 2014 年底营业收入超过 360 亿元；净利润同步增长，2007-2014 复合增长率达 26.33%。

图 22: 2007-2014 年永辉营业收入及增长率



资料来源: wind 资讯、招商证券

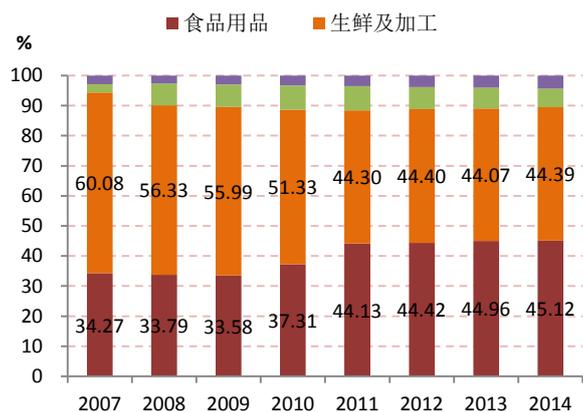
图 23: 2007-2014 年永辉净利润及增长率



资料来源: wind 资讯、招商证券

永辉在这一阶段营业结构也发生了重大变化。上市后,永辉的生鲜加工业务的营业收入贡献由第一位调至第二位,2012 年食品用品的营业收入首次超过生鲜加工业务,占比达到 44.42%。生鲜营收占比降低并不意味着永辉生鲜优势下降,相反正说明了永辉具备强大的生鲜竞争力,因为生鲜虽是高聚客商品,但是毛利率明显低于食品和服装,所以永辉依靠生鲜吸引客流从而带动了其他业务的增长。

图 24: 2007-2014 永辉各项营业收入构成



资料来源: wind 资讯、招商证券

图 25: 2007-2014 永辉各项业务毛利率



资料来源: wind 资讯、招商证券

(三) 优化供应链

超市行业发展进入成熟期后,竞争已从门店前端延伸到了上游供应链,永辉也不断改造和优化供应链,着力打造全球垂直采购供应链。

1、引入战略合作伙伴,建立享机制和平台

永辉从 2013 年起几度举牌中百,到 2014 年末累计持有中百集团 20% 股份,在建立采购竞价体系和联合采购团队、开展物流基地和重庆地区经营合作等方面构建战略合作模式。2014 年 8 月牛奶国际 57 亿入股永辉,双方达成战略合作协议,对方将为永辉超市开放采购供应链,使国外优质产品陆续进入永辉超市,永辉在打造全球供应链上迈出了重要一步。同时,永辉还与农业巨头新希望六合、茅台集团达成战略合作。

图 26: 永辉战略合作伙伴



资料来源：招商证券整理

2、建设物流配送中心

永辉全国物流中心采用“以服务门店为核心，整体成本最优”的管理模式，力争让每一个 DC 都成为“高素质、高效率、高质量”的配送中心。永辉上市后加大了对物流中心的建设投入，到 2014 年底共有 9 个主要配送中心，配送面积约 25 万平米，年配送能力约 315 亿。

表 2: 2014 年永辉物流中心介绍

配送中心名称	园区规模(亩)	配送面积(万平米)	配送范围	配送品项(支)	DC/TC	存储能力	配送能力	2014 年配送能力
福州南屿 CDC	106	4	福建大区及全国性	50,000	45/55	1.8 万个存储位，囤货 100 万件	周配送 0.68 亿	年约 60 亿
重庆西永 CDC	550	10	华西大区	45,000	55/45	1.6 万个存储位，囤货 200 万件	周配送 0.96 亿	年约 120 亿
安徽肥东 CDC	310	4	安徽大区	35,000	35/65	0.5 万个存储位，囤货 30 万件	周配送 0.08 亿	年约 50 亿
北京朗各庄 RDC	50	0.8	北京大区	30,000	30/70	0.6 万个存储位，囤货 40 万件	周配送 0.1 亿	年约 12 亿
河南郑州 RDC	50	0.5	河南	10,000	20/80	0.34 万个存储位，囤货 20 万件	周配送 0.04 亿	年约 6 亿
江苏南京 RDC-3PL	400	0.4	华东大区 19 家门	15,000	30/70	0.2 万个存储位，囤货 12 万件	周配送 0.08 亿	年约 8 亿
上海 RDC-3PL	400	0.7	华东大区 11 家门	15,000	30/70	0.20 万个存储位，囤货 12 万	周配送 0.08 亿	年约 5 亿
河北石家庄 RDC	50	0.6	石家庄区	30,000	30/70	0.2 万个存储位，囤货 10 万件	周配送 0.08 亿	年约 4 亿
四川彭州 RDC	108	4	华西大区 四川地区	30,000	20/80	1.8 万个存储位，囤货 100 万件	周配送 0.1 亿	年约 50 亿
合计	2024	25	/	260,000	/	7.2 万个存储位，囤货 524 万件	/	年约 315 亿

资料来源：永辉年报、招商证券

（四）信息化建设

永辉在这一阶段积极推进信息化建设，搭建了现代化数据中心、财务共享中心、资金系统和办公系统，2012年3月启动核心业务系统ERP，2013年7月ERP系统在全国上线。2013年开始探索移动商务O2O运营模式，并于2014年1月推出永辉微店手机APP端，实现线上下单支付、门店自提服务。2014年加快实体门店从传统商品服务到顾客服务为中心的转型，应用IT技术改善购物体验，引进JOYA自助购物系统（亚洲第一家）、自助收银系统、自助会员建卡发卡系统、自助查价机等系统设备及支付宝、微信支付等新型支付方式。

（五）“合伙人”激励制度

永辉2012年开始试点合伙人项目，2013年逐步推广，以此激励一线员工发挥主人翁精神，树立“生意人”意识，建立绩效挂钩、多劳多得的激励考核制度。合伙人制度对于激发一线员工热情意义重大，可以从基础层面的点点滴滴节约成本、提升效率。此后合伙人制进一步推广，永辉云创即采用合伙人制和赛马制，并且核心管理层持有公司股权。

图 27：永辉合伙人项目



资料来源：永辉超市《2013年社会责任报告》、招商证券

四、2015-至今：革新进取，布局新业态，升级新零售

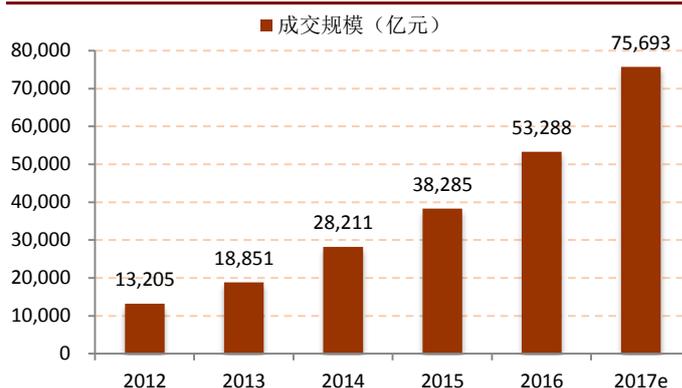
以京东战略入股为标志，永辉在这一阶段的主旋律是转型和升级。这一阶段，一方面实体零售业继续遭受经济探底、行业天花板已至、成本上升、电商分流的负面冲击，另一方面人均可支配收入提高，消费者认知水平提升，电商增速放缓，人工智能、物流网新技术不断突破又为传统超市业带来了新的想象空间。传统实体零售都身处于转型的十字路口，机遇与挑战并存，变革成功者将继续保持辉煌，而转型不利者只能湮没在零售业的大潮之中。当有人嘲笑永辉老态龙钟，可能无法适应新环境时，永辉用行动证明了自己正值壮年，极富创造力。打通O2O全渠道、打造全球垂直供应链、红标升绿标、推出超级物种、孵化新业态，永辉正以革新者的身份成为新零售时代的“弄潮儿”。

图 28: 2005-2016 城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源: wind 资讯、招商证券

图 29: 中国网络零售市场成交规模



资料来源: 中国电子商务研究中心、招商证券

图 30: 永辉变革宣传图



资料来源: 公司官网、招商证券

(一) 全面升级全球供应链，转型食品供应链公司

永辉前三个阶段的成功，买手文化功不可没。当永辉处于弱小阶段时，大型优质供应商不愿意与永辉合作，再加上信息技术不发达，与供应商信息沟通存在障碍，所以只能依靠专业的买手分析全国商品，同各个供应商谈判，再把货保质保量地送到门店，但是当永辉发展壮大后，大型供应商愿意主动与永辉合作，信息技术的提升也使同供应商的沟通更加顺畅，所以买手时代逐渐过去，取而代之的是建立高效的供应链体系，优化流程，增强信息透明度。继 2014 年与牛奶国际达成战略合作后，永辉从 2015 年开始供应链全面升级，大步向全球垂直供应链迈进。

表 3: 永辉打造全球垂直供应链历程回顾

时间	合作方	合作内容
2014-08	牛奶国际	为永辉超市开放采购供应链，使国外优质产品陆续进入永辉超市
2015-05	蜀海供应链管理有 限责任公司（海底 捞旗下）	打造餐饮业供应链综合服务平台。该平台集采购加工、信息管理、仓储配送等全产业链功能于一体，旨在为第三方餐饮企业提供完整供应链解决方案，可以结构性提升公司零售技术和服务能力
2015-07	富邑集团	直接采购奔富、禾富等品牌葡萄酒，首批订单金额超 6000 万元人民币
2015-09	/	直接从泰国采购茉莉香米

2015-11	桃乐丝	从桃乐丝中国直接采购其旗下的品牌葡萄酒
2015-12	韩国希杰集团	双方合资成立：希杰富乐味永辉(上海)贸易有限公司，承接海外供应商商品采购；北京彩食鲜食材流通有限公司，建设现代化的中央厨房
2016-04	新加坡 POKKA 国际有限公司	把以健康、天然、活力和新鲜著称的 POKKA 饮料引入中国
2016-05	佳沃鑫荣懋集团、佳沛公司	引进佳沛新西兰奇异果
2016-06	中粮集团、北大荒集团	在东北黑山水间共同推进优质东北大米的定制生产；使永辉在东北“黄金水稻带”拥有了两万多亩优质稻田——田趣东北大米基地
2016-10	海升集团	标准化鲜果供应链的基础上，进行全产业链融合，全方位构建中国生鲜果蔬领域苹果产业链深度融合的生态圈
2017-01	达曼国际（40%股份）	达曼公司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。为永辉构建全球供应链平台起到关键作用，更可结构性提升公司零售技术和服务能力，并能推动公司变革以及支持新业态、新业务的发展。
2017-03	星源农牧（20%股份）	以工业化理念在农业细分行业发展高品质、标准化生产和定制化供应的上游合作企业，实现产业布局和定位、产品综合开发以及终端需求导向型生产等全方位协同发展，从而整合公司的品类供应商，提升公司重点单品差异化竞争力、品类定制化能力和毛利空间。

资料来源：招商证券整理

通过在全球供应链上的一系列布局，永辉不仅获得了世界各地的优质商品，更为重要的是强大的供应链体系使永辉业务延升到 B 端，转型成为食品供应链公司。彩食鲜项目是永辉转型食品供应链的主要载体，被定义为生鲜食材供应的生产商及平台服务商，永辉超市、B 端零售商、企事业单位食堂以及线上平台是其主要销售渠道。此外，彩食鲜可以大幅提升农产品标准化、精细化和品牌化，从而有助于提升生鲜毛利率，彩食鲜业务成熟后能为永辉开辟新的盈利点。

图 31：彩食鲜 APP



资料来源：网络公开资料、招商证券

图 32：彩食鲜食材

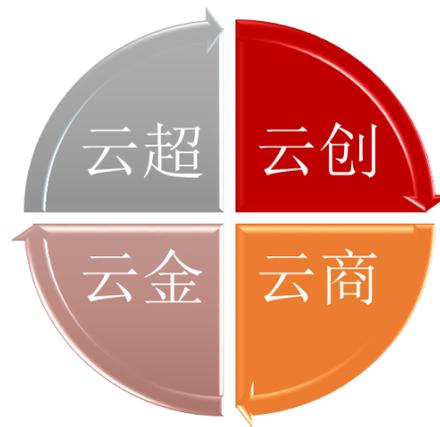


资料来源：网络公开资料、招商证券

永辉通过蜀海供应链、达曼国际、彩食鲜等供应链体系，逐渐搭建起一个可对第三方企业开放的供应链平台，这种供应链战略有助于其转型为平台式、共享式企业，在新零售竞争中占据制高点。

（二）四大板块协同运作，业态加速迭代

图 33：永辉四大板块协同运作



资料来源：招商证券

永辉在 2017 年形成了云超、云创、云商和云金四大板块，云超指以红标店与绿标店为主的传统超市业态，云创是创新业态、孵化项目的平台，云商指以彩食鲜平台为主的 B 端业务，云金指金融业务，四大板块协同运转，永辉的产业链布局和商业生态进一步完善，告别过去单一经营业态的局面，盈利点不断增加，综合毛利率有望进一步提升。

1、云超方面

业态不断迭代升级，目前包含 5 种业态——红标店、绿标店、优选店、会员店和超级物种店。2017 年永辉店面迭代速度加速升级，全面推进红标升绿标，2017 年上半年绿标店增至 52 家，占店面总数的 24%，营业收入达到 31.3 亿，同比增长 11.6%，坪效为每平方米 2,103 元，高于红标店的 1,954 元/m²。到 2016 年 Bravo 精致超市共有 26 家，营业收入超过 30 亿。融合“餐饮+超市”的全新业态超级物种汇集了鲑鱼工坊、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花艺馆等多种永辉孵化的最新物种，给顾客带来极致的消费体验。

图 34：2013-2016 年永辉 Bravo 精致超市门店数量和营业收入

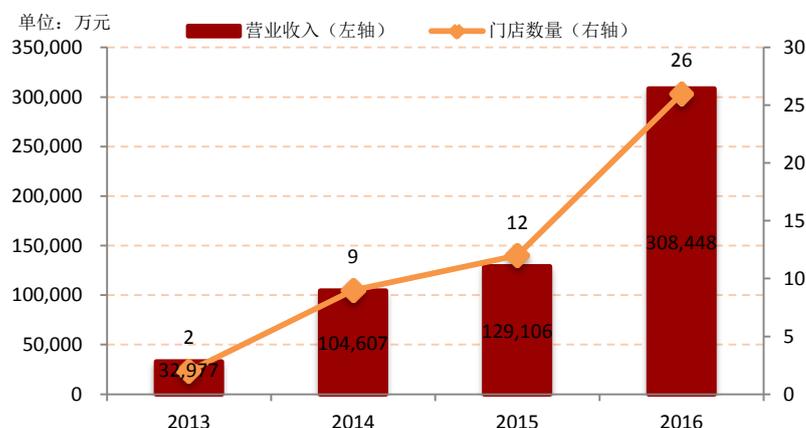


图 35：超级物种店



资料来源：网络公开资料、招商证券

图 36：超级物种静候花开艺馆



资料来源：网络公开资料、招商证券

2、云创方面

永辉云创于 2015 年成立，是创新业态、孵化新物种的主要载体，以应对瞬息万变的新零售环境。2016 年 7 月底，永辉云创的注册资本增资到 6 亿元，同时设立单项投资金额在 500 万元以下的创新种子基金。2016 年 9 月以合伙人代持股方式调整了股本结构。2017 年今日资本注资，战略地位进一步上升，先后入股达曼，孵化超级物种、打造云创生活、链接优空间等项目。永辉云创所孵化的项目将以不同的组合方式出现在超级物种、会员店、bravo 精标店等业态中。永辉云创采用“合伙人”、“赛马制”，核心管理层实行持股合伙方案，核心团队是 12 位联合创始人及战略合伙人组成，再由他们规划新公司业务和人员架构，其次每位合伙人可以再度组建子公司。永辉云创这一制度可以充分激发团队源动力以及自我迭代升级能力。

3、云商方面

永辉将探索 B2B2C 的加盟商业新模式并建设“彩食鲜”中央大厨房，把控供应链上游，同时将业务拓展端 B 端业务。

4、云金方面

集齐保理、银行、小贷三块金融牌照，全面布局供应链金融。2015 年成立永辉青禾，2017 年 1 月战略投资华通银行，2017 年 3 月永辉小贷获批，由此永辉在供应链金融布局上取得重大进展。涉足供应链金融将助力永辉打通全产业链、构建“大生鲜食品全产业链共享经济生态圈”。

图 37: 永辉金融官方图



资料来源：永辉金融官网、招商证券

目前，永辉的新零售转型已初见成效，各项财务指标强劲反弹。2016 年实现营业收入 492.32 亿元，归属于上市公司股东的合并净利润 12.42 亿元，归母净利同比大涨 105.18%，2017 上半年实现营业收入总收入 283.17 亿元，同比增长 15.49%，归属于上市公司股东的合并净利润 10.55 亿元，同比增长 57.57%。

五、永辉 VS 沃尔玛，相似的基因，相似的巨头？

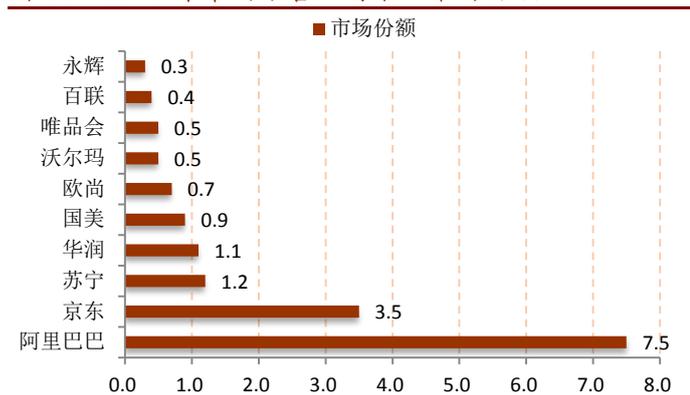
招商证券团队曾经深入研究过沃尔玛 55 年的发展历程，将永辉与之对比后发现，两者从区域巨头成长崛起为全国巨头的路径有诸多相似之处，具体表现为以下五点。

- 1、把握历史机遇，乘行业东风崛起。**美国 20 世纪 60 年代的折扣店浪潮孕育了沃尔玛，而永辉则是把握住了中国 21 世纪初连锁超市业态崛起和“农改超”的历史机遇。
- 2、危机即为转机。**沃尔玛在美国 20 世纪 70 年代的通货膨胀危机中经营策略得当，实现弯道超车，永辉在行业下行、电商强力冲击实体零售时发挥生鲜经营的核心优势逆势扩张。
- 3、“农村包围城市”，区域龙头至全国巨头。**沃尔玛在发展初期，主要在 1 万人左右的小镇扩展门店；永辉早期“农改超店”大多集中在居民社区，且以中型业态为主，从福建起家，初期异地拓展选择重庆、四川等经济中等发达地区，从而避免与一线城市的外资大型连锁超市直接竞争，在低线城市站稳脚跟再向一线城市进发。
- 4、注重供应链建设。**沃尔玛在扩大规模时注重供应链能力的配套提升，自建物流配送中心，自主配送比例超过 75%，VMI（供应商管理库存）模式降低供应链运营成本；永辉在行业一片繁荣时沉下心来打造供应链，在全国各地建立配送中心，同知名企业建立战略合作关系，打造全球垂直供应链，零供关系属于行业典范。
- 5、创始人商超运营经验丰富。**两家企业的创始人均是从小超市经营起家，在创业永辉/沃尔玛之前都有相关运营经历，对公司发展策略把握准确，稳扎稳打逐步将事业做大。

成功的企业总有其相似之处，永辉与沃尔玛蕴含诸多相似的基因，永辉也在逐步向沃尔玛级别的全国巨无霸企业进发。事实上永辉已稳坐内资民营连锁超市的头把交椅，2016 年占中国零售业市场份额第十位，十六年的发展已经让永辉在各方面缩小了同外资和国资巨头的差距，在某些方面甚至已经超越竞争对手，更为重要的是，永辉比外资超市企业更懂中国消费者，比国资更懂经营和效率，换言之，永辉还远远没有到达自身瓶颈，

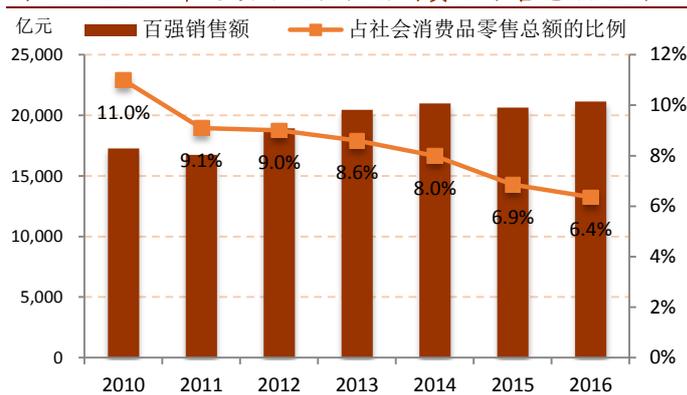
还有巨大的成长空间。

图 38: 2016 年中国零售业前十强市场份额



资料来源: 欧睿咨询、招商证券

图 39: 2016 年连锁百强占社会消费品零售总额比例



资料来源: 中国连锁经营协会、招商证券

连锁经营协会数据显示, 2016 年连锁百强的销售额为 2.11 万亿元, 仅占中国社会消费品零售总额的 6.4%, 因此线下零售市场集中度很低, 近几年还呈不断下降的趋势。实体零售集中度下降部分源于网络零售的冲击, 欧睿数据显示 2016 年阿里巴巴、京东两家互联网巨头占据了 11% 的市场份额。但是随着电商红利接近尾声, 部分实体店成功转型升级, 实体零售店的价值会被重新定义和审视, 同时, 行业发展已步入后期, 新零售正如火如荼进行, 实体零售业将会经历一番大洗牌, 前期积累薄弱、转型不利的传统零售企业终将没落, 马太效应将会凸显, 具备核心竞争力的企业将会通过内部扩张和外部兼并收购的方式进一步扩大市场份额, 届时实体零售的市场集中度会进一步提高, 诞生像沃尔玛一样的万亿零售巨头。基于永辉的内生增长能力和长期发展潜力, 我们认为, 在新一轮行业洗牌中, 永辉最有可能为实体零售转型升级的大赢家, 逐步成为沃尔玛体量级的零售巨头。

本文回顾了永辉十六年的发展历史, 永辉的成功可以归结于内外两方面。外部层面在于中国宏观经济发展和连锁超市业态崛起的历史机遇, 城镇化和人口红利特殊的时代背景区域流通障碍的特殊体制, 以及农改超项目的政府扶持; 内部层面在于永辉的生鲜差异化战略, 强大的供应链, 精细化、标准化的管理制度, 有效的人才激励制度以及适应外部环境的变革能力。每一点在永辉的成长历史中都发挥过重要作用, 但随着行业风口的退去, 外部环境的作用减弱, 永辉内在的经营能力才是其保持竞争力的核心要素。

赶上了 21 世纪初连锁超市浪潮的企业何其之多, 受过政府扶持的农改超也不在少数, 主打生鲜经营的超市也不只永辉一家, 但大浪淘沙之后, 历史的荣耀只会留给那些幸运又努力的企业——也许永辉是历史的选择, 是精选之后最应被价值投资的企业。全面升级全球供应链和新零售之后, 相信永辉强大的内生增长能力必将为投资者带来更大的惊喜和震撼, 下一站, 可期待永辉成为沃尔玛级的行业巨头。

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11930	20566	23066	25811	28494
现金	4294	8097	8764	9286	10019
交易性投资	82	1441	1441	1441	1441
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	102	487	553	651	740
其它应收款	767	1221	1443	1700	1931
存货	4250	5379	6236	7294	8206
其他	2436	3942	4629	5439	6157
非流动资产	8374	8872	8422	8060	7767
长期股权投资	1945	1976	1976	1976	1976
固定资产	3008	3109	3201	3278	3343
无形资产	600	629	566	509	459
其他	2820	3158	2680	2297	1990
资产总计	20304	29438	31488	33871	36262
流动负债	7929	10049	11343	12925	14288
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5201	6495	7542	8822	9925
预收账款	1212	1532	1778	2080	2340
其他	1516	2022	2022	2022	2022
长期负债	94	147	147	147	147
长期借款	0	0	0	0	0
其他	94	147	147	147	147
负债合计	8023	10197	11490	13072	14435
股本	4068	9570	9570	9570	9570
资本公积金	5675	6511	6511	6511	6511
留存收益	2485	3117	3879	4687	5725
少数股东权益	54	43	37	30	19
归属于母公司所有者权益	12228	19198	19960	20769	21807
负债及权益合计	20304	29438	31488	33871	36262

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1538	1928	2278	2682	3425
净利润	605	1242	1910	2528	3313
折旧摊销	811	941	1045	958	888
财务费用	21	(0)	(67)	(72)	(77)
投资收益	73	(167)	(27)	(32)	(37)
营运资金变动	39	(76)	(543)	(647)	(592)
其它	(11)	(11)	(39)	(52)	(70)
投资活动现金流	(3067)	(3883)	(531)	(514)	(494)
资本支出	(1313)	(1440)	(596)	(596)	(596)
其他投资	(1754)	(2443)	65	82	102
筹资活动现金流	3748	5746	(1081)	(1647)	(2198)
借款变动	(1463)	(109)	0	0	0
普通股增加	813	5503	0	0	0
资本公积增加	4859	836	0	0	0
股利分配	(488)	(610)	(1148)	(1719)	(2275)
其他	27	126	67	72	77
现金净增加额	2219	3791	667	521	733

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	42145	49232	58192	68550	77873
营业成本	33785	39292	45622	53366	60040
营业税金及附加	207	219	259	305	346
营业费用	6377	7165	8469	9977	11334
管理费用	970	1289	1523	1794	2038
财务费用	(25)	(74)	(67)	(72)	(77)
资产减值损失	12	19	0	0	0
公允价值变动收益	15	7	7	7	7
投资收益	(73)	167	20	25	30
营业利润	761	1498	2413	3213	4229
营业外收入	181	179	179	179	179
营业外支出	145	120	120	120	120
利润总额	797	1556	2472	3271	4288
所得税	197	343	605	801	1051
净利润	600	1214	1867	2470	3237
少数股东损益	(5)	(28)	(44)	(58)	(75)
归属于母公司净利润	605	1242	1910	2528	3313
EPS (元)	0.15	0.13	0.20	0.26	0.35

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润	-28%	97%	61%	33%	32%
净利润	-29%	105%	54%	32%	31%
获利能力					
毛利率	19.8%	20.2%	21.6%	22.2%	22.9%
净利率	1.4%	2.5%	3.3%	3.7%	4.3%
ROE	5.0%	6.5%	9.6%	12.2%	15.2%
ROIC	4.6%	5.6%	8.8%	11.4%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	34.6%	36.5%	38.6%	39.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	2.1	1.7	1.8	2.0	2.1
存货周转率	8.5	8.2	7.9	7.9	7.7
应收帐款周转率	396.1	167.3	111.9	113.8	111.9
应付帐款周转率	6.6	6.7	6.5	6.5	6.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.15	0.13	0.20	0.26	0.35
每股经营现金	0.38	0.20	0.24	0.28	0.36
每股净资产	3.01	2.01	2.09	2.17	2.28
每股股利	0.15	0.12	0.18	0.24	0.31
估值比率					
PE	45.4	52.4	34.1	26.2	19.5
PB	2.3	3.4	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA	11.7	7.2	4.4	3.6	3.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。