

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《沃尔玛专题研究(上篇):探索零售巨头成长基因》——2018-08-28  
《零售春节数据解读:品质消费驱动增长,新零售时代下的首次春节考验》——2018-02-26  
《行业快评:CPI上行预期强烈,建议关注超市板块》——2018-01-18

证券分析师:王念春

电话: 0755-82130407  
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027  
联系人:刘馨竹  
E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

行业专题

蓄势腾飞,超市龙头正当时

● 国际的启示:超市行业集中度提升空间巨大

1) 我国零售市场非常分散,超市缺乏龙头企业:美国、英国、德国等海外国家CR5约占30%,而我国CR5仅为16.5%;2) 我国电商企业后来居上,占据领先地位:我国阿里、京东等电商企业份额遥遥领先,而海外国家零售前五强中,超市企业至少占据三甲。随着线上线下将走向均衡,以及地域性区隔持续减弱,超市行业的集中度将得到提升。在这一过程中,具备优秀经营能力的企业,通过高速展店-规模效应-采购端价格优势+卓越内控的路径,将有望复制沃尔玛的成功路径。凯度咨询数据显示,从2017年初至2018年7月,我国实体零售CR5/CR10分别从26.8%/35.9提升至27.1%/36.7%,超市行业集中度提升正当时。

● 永辉超市:全国扩张提速,进入沃尔玛发展第二阶段

FY1982-FY1991,沃尔玛门店从491家提升至1723家,CAGR14.97%,营收CGAR为33.24%;2011年-2017年永辉云超从204家增至579家,CAGR18.99%;2008-2017营收CGAR是29.61%。永辉超市的后台建设具体举措包括上游延伸、自有品牌、物流仓储、员工激励措施等与沃尔玛的六大策略是相似的,并最终在财务层面得到体现:更高的毛利率,更可控的费用率。

● 家家悦:区域填满策略,生鲜品类渗透率高达60%

家家悦在威海生鲜渗透率高达60-70%,2017年烟威地区人口991.5万人,公司同期胶东地区收入为93.36亿元,相当于每百万人创造10亿销售收入,山东全省市场空间达1000亿。2017年,公司胶东收入/烟威社零总额约为1.91%,沃尔玛美国收入/社零总额约在6%,公司定位生鲜超市,渗透率是和沃尔玛相似的。

● 杜邦分析:提升周转率是关键

沃尔玛第二阶段高扩张期ROE近30%,永辉超市近三年平均ROE为7.83%,家家悦2017年ROE也下滑至12.91%。通过杜邦分析,三家企业的盈利能力差距并不大;然而沃尔玛在资产周转率和权益乘数遥遥领先,说明沃尔玛对资源运营能力更加优秀,同时有效运用杠杆撬动发展。

● 如何看待当前时间点的超市行业

我们认为:1) 主营必选的超市企业具备更强的抗周期性,这一观点在海外极端年份(金融危机)得到印证;沃尔玛和COSTCO的同店收入增速表现远优于社零。2) 集中度的提升更为重要,重视集中度提升的受益者:沃尔玛美国的同店增速从FY1999的9%放缓至FY2018的2.10%,收入/社零却从3.07%提升到5.53%。最后,行业增速放缓也将加速优胜劣汰,利于市场格局向优质企业集中。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601933	永辉超市	买入	7.67	73,405	0.16	0.22	47.94	34.86
603708	家家悦	买入	21.92	10,259	0.86	1.00	25.49	21.92

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

超市行业具有更强的抗周期性，在社零增速下滑的大背景下，对于主营必选品类的超市企业将取得更加稳健的表现。此外，超市行业的格局变化将更为重要。我们认为，随着线上下将走向均衡，以及地域性区隔持续减弱，我国超市行业进入集中度加速提升的阶段。在这一过程中，具备优秀经营能力的企业，通过高速展店-规模效应-采购端价格优势+卓越内控的路径，将有望复制沃尔玛的成功路径。

### 核心假设或逻辑

第一，我们认为超市企业具有较好的抗周期性，通过对比美国社零增速和龙头企业的同店增速，得到部分印证。

第二，社会零售总额增速放缓是经济增速放缓的必然结果，同时我们对超市企业的同店增速也不宜有过高的预期，沃尔玛的发展印证同店增速放缓与市场份额提高并不矛盾。

第三，基于补贴打造规模的商业模式，无论是注重实体还是致力于打造全渠道融合，在短期爆发性规模扩张后，或将形成一定的规模效应，然而长期的盈利能力仍然存疑。零售需要不断适应变化的客户需求，最核心竞争力是精细化管理能力。

### 与市场预期不同之处

我们对超市行业持乐观态度，认为市场集中度的提升更为重要。消费增速下行是经济增速放缓的必然结果，社会零售总额增速仍为正数就意味着并非“消费降级”。消费者的消费行为虽然受到经济状况的制约，但是消费行为是有惯性的，消费者的乐观状况或将有一定程度收缩，会选择以更经济、更理性的方式选择消费组合。能为消费者提供更高性价比，具备精细化管理能力的企业将受益。

此外，行业增速放缓将对行业集中度提升在一定程度上是有利的，落后企业加速淘汰，优势企业将获得更高的份额。

### 股价变化的催化因素

第一，优势企业展店加速，门店培育期缩短。

第二，创新创业型公司在经营周转、运营增效等的累计改善效用逐步释放。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，社零增速大幅下滑，整体消费状况受到较大冲击。

第二，零售新物种对探索转型的实体零售企业冲击加剧。

## 内容目录

<b>从沃尔玛美国说起：集中度的提升是长期持续的</b> .....	<b>6</b>
<b>国际的启示：超市行业集中度提升空间巨大</b> .....	<b>7</b>
整体零售格局：先天不足的实体，与高度发达的电商.....	7
超市行业格局：高度分散，集中度提升进行时.....	9
<b>永辉超市：全国扩张提速，进入沃尔玛发展第二阶段</b> .....	<b>9</b>
收入端和展店增速：永辉门店扩展增速达 18.99%.....	10
供应链与后台建设：内部优化举措在财务上得以体现.....	11
产品结构的异同：高生鲜占比更符合中国消费趋势.....	15
<b>家家悦：区域填满策略，生鲜品类渗透率高达 60%</b> .....	<b>16</b>
开店策略：区域深耕-全省拓张，并购青岛维克助力.....	16
市场空间：烟威模式异地复制，山东潜在市场空间达千亿.....	17
精细化管理能力卓越，重视后台建设.....	18
<b>杜邦分析：提升周转率是关键</b> .....	<b>18</b>
沃尔玛 vs 永辉：净利率相近，周转率和财务杠杆差距较大.....	19
沃尔玛 vs 家家悦：净利率、资产周转率仍有较大提升空间.....	21
<b>如何看待当前时间点的超市行业</b> .....	<b>23</b>
沃尔玛美国的启示：同店增速与宏观高度相关具备更强的抗周期性.....	24
沃尔玛美国：2011 年后同店状况和经济的相关性.....	27
沃尔玛中国：门店 443 家，Q2 同店增速 1.50%.....	28
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>31</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>31</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 沃尔玛美国收入及增速 (百万美元、%)	6
图 2: 沃尔玛美国收入及占沃尔玛总收入比重 (百万美元、%)	6
图 3: 沃尔玛美国门店数及增速 (家、%)	6
图 4: 沃尔玛美国收入及占沃尔玛总收入比重 (百万美元、%)	6
图 5: FY1993-FY2018 美国零售和食品服务销售额及沃尔玛美国收入占比 (百万美元、%)	7
图 6: 2017 年美国前十大零售商市场份额 (%)	7
图 7: 2015-2017 年主要国家零售市场规模 (亿美元)	7
图 8: 2017 年主要国家食品零售商市场规模 (亿美元)	7
图 9: 2017 年主要国家食品零售商与非食品专业零售商的占比 (%、%)	8
图 10: 2017 年主要国家电商在零售整体中占比 (%)	8
图 11: 2017 年主要国家前五大零售商及市场份额 (%)	8
图 12: 2017 年主要国家前五大食品零售商及市场份额 (%)	8
图 13: 中国与部分发达国家实体零售 CR5 对比图 (%)	9
图 14: 中国前十零售商市场份额前后对比 (%)	9
图 15: 永辉营收占中国社零总额比例 (%)	10
图 16: 沃尔玛美国的收入占美国零售和食品服务销售额的比例 (%)	10
图 17: 永辉超市营收及增速 (亿元, %)	11
图 18: 永辉超市门店数及增速 (家, %)	11
图 19: 沃尔玛与永辉营收增速对比 (%、%)	11
图 20: 沃尔玛与永辉门店增速对比 (%、%)	11
图 21: 中国社零总额增速和永辉超市营收增速对比 (%、%)	11
图 22: 美国零售和食品服务销售增速和沃尔玛美国的营收增速对比 (%、%)	11
图 23: 永辉人销及增速 (万人/人, %)	13
图 24: 沃尔玛人销及增速 (万人/人, %)	13
图 25: 沃尔玛与永辉毛利率对比 (%、%)	14
图 26: 沃尔玛与永辉 SG&A 费用率对比 (%、%)	14
图 27: 沃尔玛与永辉净利率对比 (%、%)	14
图 28: 沃尔玛与永辉存货周转率对比 (次、次)	14
图 29: 沃尔玛历年存货周转率 (次)	14
图 30: 沃尔玛美国近年来分季度同店库存增速 (%)	14
图 31: 沃尔玛美国近年分季度同店销售、同店客流量、同店客单量 (%、%、%)	15
图 32: 沃尔玛美国近年分季度同店库存同比增速 (%)	15
图 33: 永辉超市收入构成 (亿元)	15
图 34: 2017 年永辉、家家悦、人人乐、三江购物、新华都生鲜+食品收入占比 (%)	15
图 35: 2018H1 公司分产品营业收入构成 (亿元、%)	16
图 36: 2018H1 公司分地区营业收入构成 (亿元、%)	16
图 37: 公司历年分地区门店数量构成 (个)	16
图 38: 公司各季度新增门店数 (家)	16
图 39: 山东省历年人均 GDP (元)	17
图 40: 山东省历年社会消费品零售总额及增速 (亿元, %)	17
图 42: 山东省历年全体居民人均可支配收入 (元)	17
图 43: 山东省历年全体居民人均消费支出及食品烟酒支出占比 (元, %)	17
图 43: 2018H1 家家悦分产品营业收入构成 (%)	18
图 44: FY2002 沃尔玛美国分产品营业收入构成 (%)	18
图 45: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的 ROE 对比 (%、%)	19
图 46: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的净利率对比 (%、%)	19
图 47: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的资产周转率对比 (次、次)	20
图 48: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的权益乘数对比	20
图 49: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的毛利率率对比 (%)	20
图 50: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的费用率对比 (%)	20
图 51: 沃尔玛历年的毛利率、总费用率以及净利率 (%)	20
图 52: 沃尔玛历年的资产周转率 (%)	20
图 53: 沃尔玛历年的资产及负债结构 (%)	21
图 54: 永辉超市历年的资产及负债结构 (%)	21
图 55: 沃尔玛历年的资产主要科目/销售收入 (%)	21

图 56: 永辉超市历年的资产主要科目/销售收入 (%)	21
图 57: 可比区间内沃尔玛和家家悦的 ROE 对比 (%、%)	21
图 58: 可比区间内沃尔玛和家家悦净利率对比 (%、%)	21
图 59: 可比区间内沃尔玛和家家悦的资产周转率对比 (次、次)	22
图 60: 可比区间内沃尔玛和家家悦的权益乘数对比	22
图 61: 可比区间内沃尔玛和家家悦的毛利率率对比 (%)	22
图 62: 可比区间内沃尔玛和家家悦的费用率对比 (%)	22
图 63: 沃尔玛历年的资产及负债结构 (%)	23
图 64: 家家悦历年的资产及负债结构 (%)	23
图 65: 沃尔玛历年的资产主要科目/销售收入 (%)	23
图 66: 家家悦历年的资产主要科目/销售收入 (%)	23
图 68: 历年美国 GDP 增速、零售和食品销售总额增速、人均可支配收入增速对比 (%)	24
图 69: 我国社会零售总额增速放缓 (%)	24
图 70: 我国消费者信心指数变化状况	24
图 71: 历年美国 GDP 增速和沃尔玛美国同店销售增速对比 (%、%)	25
图 72: 历年美国人均可支配收入增速和沃尔玛美国同店销售增速对比 (%、%)	25
图 73: 历年美国零售和食品服务销售总额同比增速和沃尔玛美国、costco 美国同店销售增速对比 (%、%)	25
图 74: 历年美国零售和食品服务销售总额同比增速和沃尔玛美国营业利润增速对比 (%、%)	26
图 75: 历年沃尔玛美国收入增速与 $[(1+\text{同店增速}) * (1+\text{展店增速}) - 1]$ 的对比	26
图 76: FY1993-FY2018 美国零售和食品服务销售额及沃尔玛美国收入占比 (百万美元、%)	27
图 77: 沃尔玛美国同店客单价同比增速和季度 CPI 增速对比 (%)	27
图 78: 沃尔玛美国同店销售增速和季度 GDP 增速对比 (%)	27
图 79: 沃尔玛美国同店销售增速和人均可支配收入增速对比 (%)	27
图 80: 沃尔玛美国同店销售增速和食品销售总额增速对比 (%)	27
图 81: 沃尔玛美国近年分季度同店销售、同店客流量、同店客单价 (%、%、%)	28
图 82: 沃尔玛中国门店数 (家、%)	28
图 83: 沃尔玛中国同店销售增速、同店客单量增速、同店客单价增速 (%、%、%)	28
表 1: 沃尔玛美国 vs 永辉超市的门店和营收情况	10
表 2: 永辉 vs 沃尔玛收入与门店数 (亿元、亿美元、家)	10
表 3: 永辉超市的供应链布局	12
表 4: 永辉物流中心情况	12
表 5: 家家悦物流建设一览	18
表 6: 沃尔玛第二阶段和永辉超市近年 ROE 的杜邦分析对比 (%)	19
表 7: 沃尔玛第二阶段和家家悦近年 ROE 的杜邦分析对比 (%)	21
表 8: 沃尔玛中国电子商务发展动态	29

## 从沃尔玛美国说起：集中度的提升是长期持续的

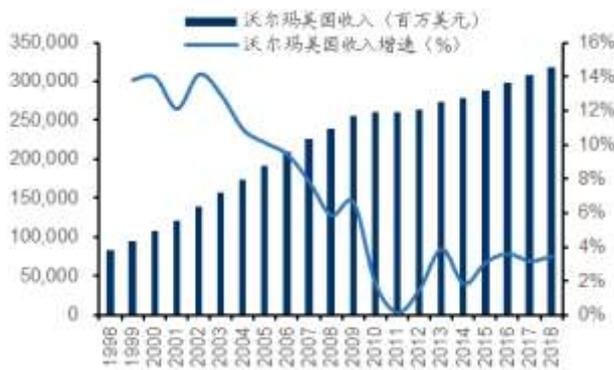
我们在上篇报告《沃尔玛专题研究（上篇）：探索零售巨头成长基因》中，总结沃尔玛发展过程中的六大策略，其中供应链管理以及后台建设，对当前我国零售企业最具借鉴意义。通过对比中美零售竞争格局，发现我国零售发展格局异于海外，主要体现在集中度极低的超市以及高度发达的电商。

随着线上下发展趋向均衡，以及地域性区隔持续减弱，我们认为，当前超市行业进入集中度提升的重要阶段，我国部分企业，如全国化布局的永辉超市，以及深耕山东省份的家家悦，体现出更强大的竞争优势。这些企业发展过程中诸多经营策略与沃尔玛是相似的，我们拟对比发展策略、财务表现的异同之处。

### 沃尔玛美国：集中度的提升是长期持续的

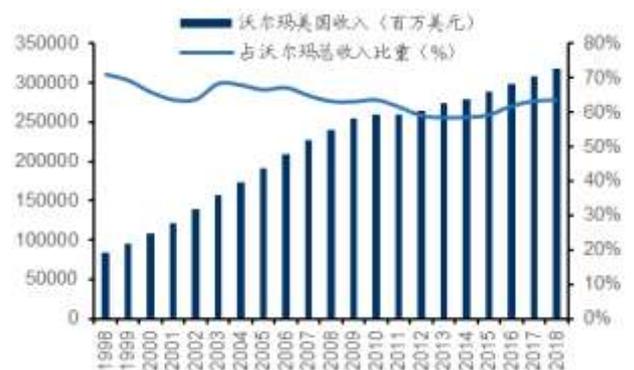
沃尔玛旗下主要有三大部分：沃尔玛美国、沃尔玛国际和山姆会员店。在沃尔玛 FY1992 进入发展的第三阶段国际化，沃尔玛美国的收入比重仍然占了相当大的份额。沃尔玛美国的收入占美国零售和食品服务销售额比例从 FY1992 的 2.17%逐年上升到 FY2011 的 6.07%

图 1：沃尔玛美国收入及增速（百万美元、%）



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理  
注：我们此处研究的是沃尔玛美国子公司（Walmart U.S.），而非地理上的沃尔玛美国地区收入。沃尔玛美国地区收入还包括山姆会员店，FY2018 Walmart U.S.在美国地区收入占比约为 83%。

图 2：沃尔玛美国收入及占沃尔玛总收入比重（百万美元、%）



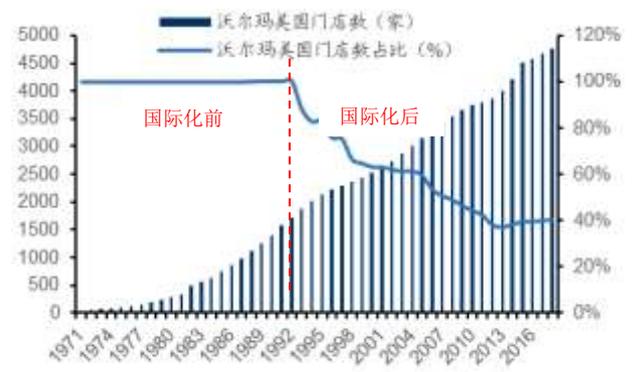
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 3：沃尔玛美国门店数及增速（家、%）



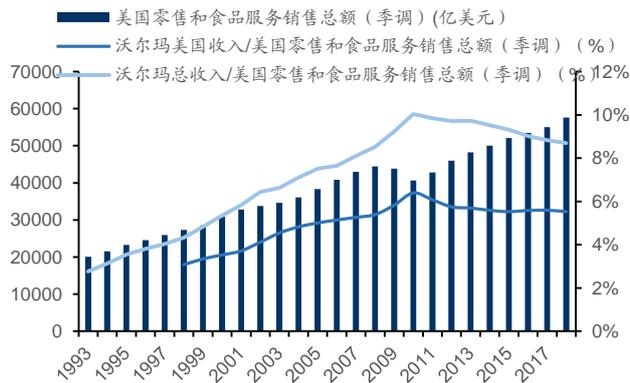
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 4：沃尔玛美国收入及占沃尔玛总收入比重（百万美元、%）



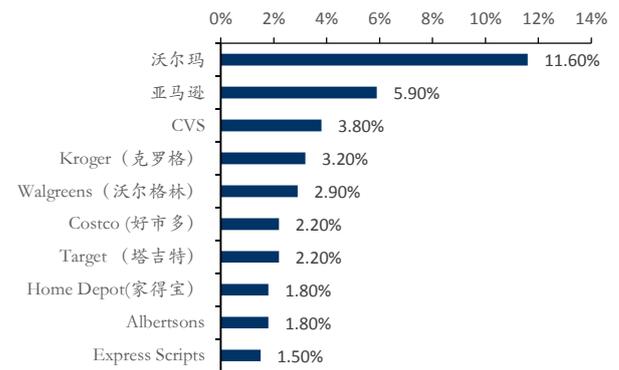
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 5: FY1993-FY2018 美国零售和食品服务销售额及沃尔玛美国收入占比 (百万美元、%)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2017 年美国前十大零售商市场份额 (%)



数据来源: euromonitor、国信证券经济研究所整理

## 国际的启示: 超市行业集中度提升空间巨大

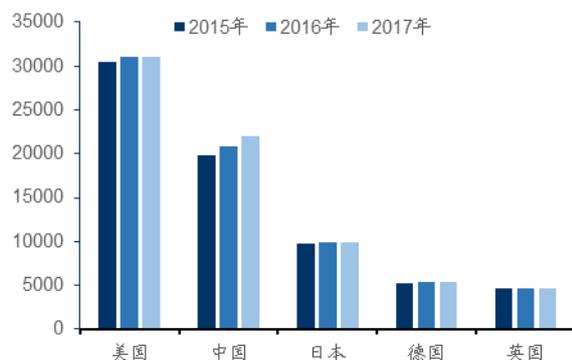
我国全渠道零售竞争格局已经具备一定集中度, 然而发展状况与海外国家存在巨大差异: 体现在超市行业极低的集中度, 以及电商的高度发达。在我国, 电商企业市场份额遥遥领先, 阿里、京东居全渠道连锁份额第一、第二位, 直至第五才是超市企业, 而海外国家五强前三都为超市企业。下文我们将简析我国超市行业 (grocery retailer, 食品零售商) 格局如此分散背后的原因, 以及后续集中度持续提升的动力。

### 整体零售格局: 先天不足的实体, 与高度发达的电商

欧睿国际口径的零售整体数据显示:

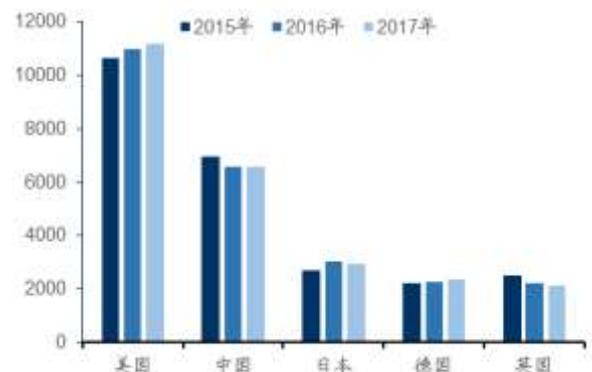
- **我国零售市场非常分散, 超市缺乏龙头企业:** 海外零售格局高度集中, CR5 约占 30%, 而我国 CR5 仅为 16.5%。海外国家超市企业占据极高的市场份额, 而我国则缺乏这些占据绝对优势的企业, 例如, 沃尔玛在美国零售整体市场份额高达 11.6%, 在食品零售商的份额高达 25.6%。
- **我国电商企业后来居上, 占据领先地位:** 我国全渠道零售格局已经具备一定集中度, 然而异于全球的特性在于, 我国阿里、京东等电商企业份额遥遥领先, 直至第五才出现第一家超市企业, 海外国家零售前五强中, 超市企业至少占据三甲。

图 7: 2015-2017 年主要国家零售市场规模 (亿美元)



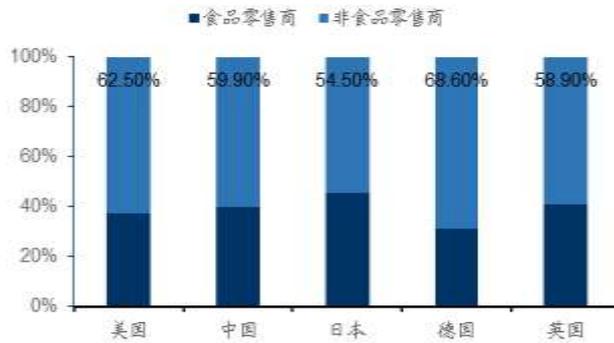
数据来源: euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 8: 2017 年主要国家食品零售市场规模 (亿美元)



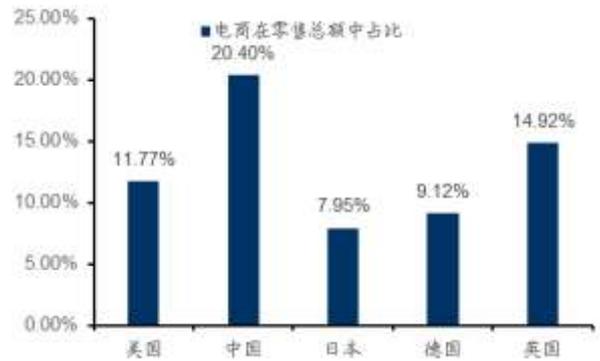
数据来源: euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 9: 2017 年主要国家食品零售商与非食品专业零售商的占比(%, %)



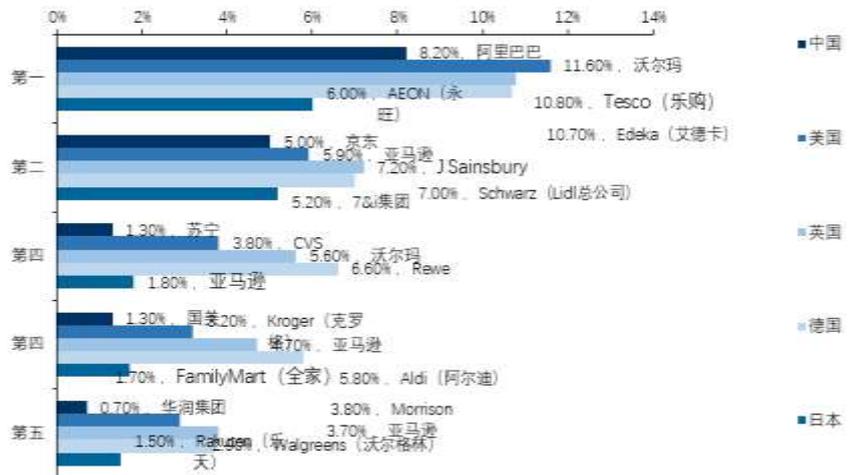
数据来源: euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 10: 2017 年主要国家电商在零售整体中占比(%)



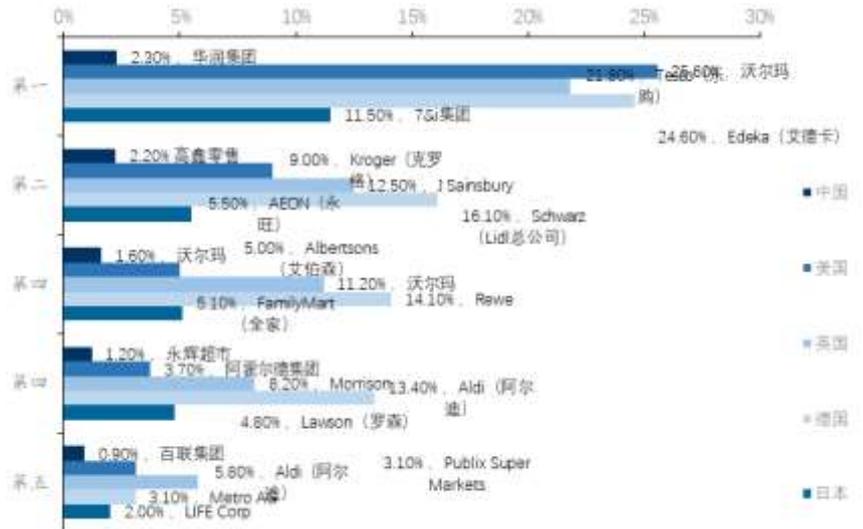
数据来源: euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 11: 2017 年主要国家前五大零售商及市场份额(%)



资料来源 euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 12: 2017 年主要国家前五大食品零售商及市场份额(%)



资料来源 euromonitor、国信证券经济研究所整理

我国零售整体分散重要原因之一在于超市行业缺乏绝对龙头。grocery retailer 在主要国家整体零售市场规模普遍超过零售总额的 30%，这一比例在我国甚至高达 40.1%。这一现象从社会零售总额的构成也可得到验证，我国社会零售构成中（限额以上口径），粮油、食品、饮料、烟酒占比超过 30%，而超市企业还销售大量的日杂百货品类。<sup>1</sup>

食品零售连锁，即超市行业，是零售中规模最大的子行业，我国超市发展的先天不足，与电商异军突起，存在一定的因果关系。

我国超市行业竞争格局分散的原因主要包括：1) 地缘因素：区域相对封闭；2) 海量不太规范的小规模经营者；3) 竞争型市场培育时间不足。

超市零售的先天不足，也给予电商后来居上的可能性；此外，早期经营规范性的不明确，以及人口红利（无论是“最后一公里”的低廉成本还是高度密集的城市人口），也创造良好条件。

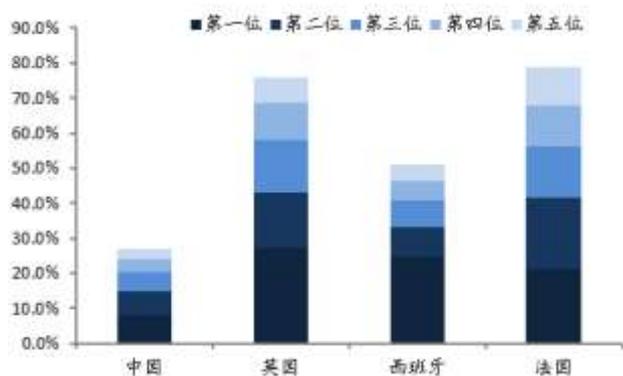
从长期来看，我们认为，随着经营规范性加强、流量成本激增、以及后人口红利的来临，线上下将逐步走向均衡，超市行业的集中度将得到提升。在这一过程中，具备优秀经营能力的企业，通过高速展店-规模效应-采购端价格优势+卓越内控的路径，将有望复制沃尔玛的成功路径。

### 超市行业格局：高度分散，集中度提升进行时

凯度咨询数据显示，横向比较，我国市场发展格局非常分散：截止 2018 年 7 月 13 日，我国零售市场份额前十的零售商分别是高盛零售、华润集团、沃尔玛集团等，CR3 和 CR5 分别是 20.3%、27.1%。而英国、法国、西班牙等国家 CR3、CR5 接近 50%、70%。

纵向比较：从我国零售集中度状况来看，截止 2017 年 1 月 17 日，我国 CR5 和 CR10 分别是 26.8%、35.9%；到 2018 年 7 月 18 日，我国 CR5 和 CR10 分别是 27.1%、36.7%，相对 2017 年初，我国零售市场集中度小幅提升。此外，永辉超市的市场份额已经超越家乐福，跃居我国第四位。

图 13：中国与部分发达国家实体零售 CR5 对比图（%）



数据来源：凯度咨询、国信证券经济研究所整理

图 14：中国前十零售商市场份额前后对比（%）



数据来源：凯度咨询、国信证券经济研究所整理

## 永辉超市：全国扩张提速，进入沃尔玛发展第二阶段

纵观当前国内超市企业，我们认为永辉从经营状况、发展策略、公司治理等角

<sup>1</sup> 欧睿国际统计零售（retailing）分为两大类：grocery retailer(食品零售商)与 non-grocery specialists(非食品专业零售商)。Grocery retailer 的定义为主要销售生鲜食品烟草等杂货的零售商，业态包括超市/便利店/食品专门店等。grocery retailer 即为广义意义的超市行业。

度，我们认为永辉最有可能复制沃尔玛的成功之路。对标沃尔玛，当前永辉仍然处于起步期，后续成长空间

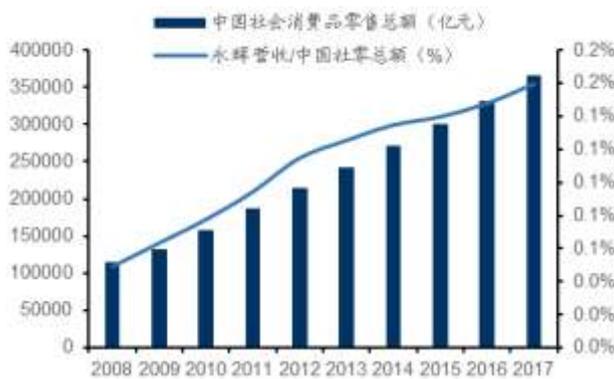
从公司营收占社零总额比例来看，沃尔玛美国的收入占美国零售和食品服务销售额比例从 FY1992 的 2.17% 逐年上升到 FY2011 的 6.07%，但由于 21 世纪初受到美国电商发展的冲击，导致往后的年份小幅下降。截止 FY2018，沃尔玛美国收入占美国零售和食品服务销售额的 5.53%。对比沃尔玛美国收入在美国零售和食品服务总额的占比，作为超市行业领先企业的永辉超市，收入在中国的社零总额中的占比 2008 年仅为 0.05%，2017 年提升至 0.16%。

表 1: 沃尔玛美国 vs 永辉超市的门店和营收情况

指标	沃尔玛美国	永辉超市
时间	FY2018 (自然年 2017 年)	2017 年
门店数(家)	11,718	579
销售收入 (亿美元、亿元)	5003.43	585.91
社零总额 (亿美元、亿元)	57589.55	366261.60
社零总额占比 (%)	8.69%	0.16%

资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 永辉营收占中国社零总额比例 (%)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 沃尔玛美国的收入占美国零售和食品服务销售额的比例 (%)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

在下文，我们拟对比当前永辉和沃尔玛发展第二阶段（FY1982-1992）的发展状况异同。

**收入端和展店增速：永辉门店扩展增速达 18.99%**

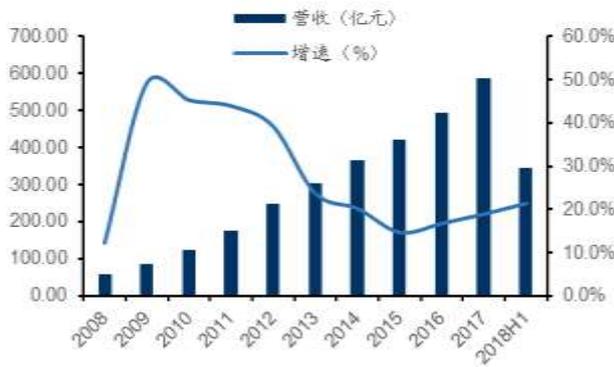
在高速扩展期，两家企业都保持了较高的展店增速。沃尔玛从 FY1982 的 491 家到 FY1991 的 1723 家，CAGR14.97%；永辉的云超从 2011 年的 204 家到 2017 年的 579 家，CAGR18.99%。销售收入方面，永辉超市 2008-2017 年间的营收的 CGAR 是 29.61%，而沃尔玛在发展第二阶段的营收 CGAR 是 33.24%。

表 2: 永辉 vs 沃尔玛收入与门店数 (亿元、亿美元、家)

指标	时间	永辉超市	沃尔玛
收入	2008(FY1982)	56.78	24.63
	2017(FY1991)	585.91	326.02
	<b>CAGR</b>	<b>29.61%</b>	<b>33.24%</b>
门店数	2011 (FY1982)	204	491
	2017(FY1991)	579	1723
	<b>CAGR</b>	<b>18.99%</b>	<b>14.97%</b>

数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 永辉超市营收及增速 (亿元, %)



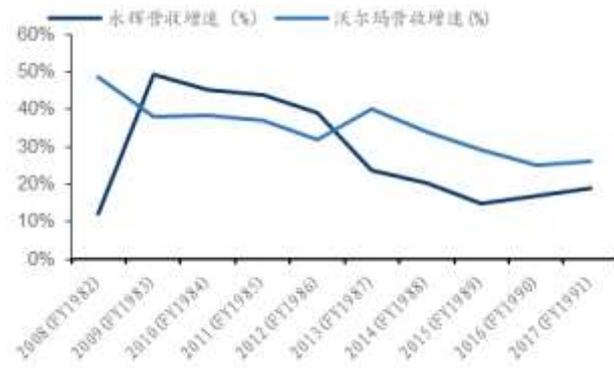
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 永辉超市门店数及增速 (家, %)



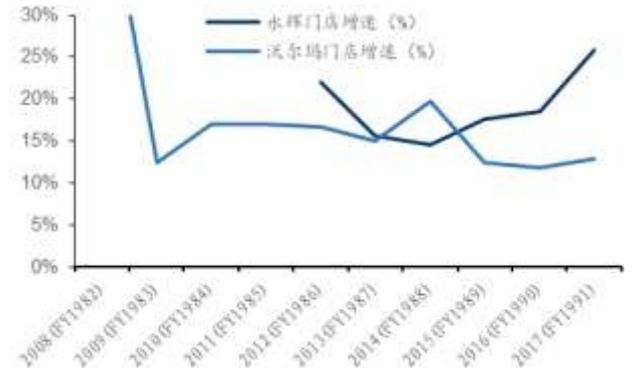
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 沃尔玛与永辉营收增速对比 (% , %)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 沃尔玛与永辉门店增速对比 (% , %)



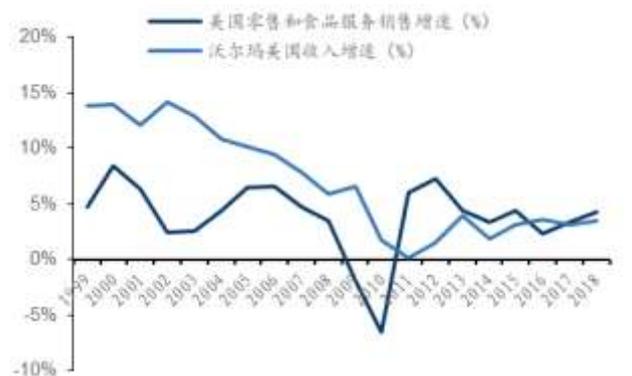
数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 中国社零总额增速和永辉超市营收增速对比 (% , %)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 美国零售和食品服务销售增速和沃尔玛美国的营收增速对比 (% , %)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

**供应链与后台建设: 内部优化举措在财务上得以体现**

永辉超市的后台建设具体举措: 供应链上游延伸、自有品牌加强建设、物流仓储的建设、良好的员工激励措施。这一系列举措与沃尔玛的六大策略是相似的, 并最终在财务层面得到体现: 更高的毛利率, 更可控的费用率。

### 供应链上游延伸&自有品牌

在强化供应链方面，永辉超市近年来持续专注供应链领域提效、向上游延伸，加大直采力度。18 年以来，先后参股国联水产、湘村股份、闽威实业等畜牧、养殖类企业，保证供应链稳定，提升盈利能力。在食品百货领域，公司加大自有品牌推广力度，实现品质订制亿级品牌三个，分别为悠自在、田趣、优颂。

**表 3：永辉超市的供应链布局**

时间	事件
2013 年 11 月	二级市场购入华中零售龙头企业中百 4.99% 的股权，随后不断增持，截止 2018 年 1 月 6 日持股 29.88%，成为第二大股东。
2014 年 8 月	香港怡和集团旗下牛奶国际入股永辉，持股 19.99%。牛奶国际在亚洲运营着 5800 多家零售店，包括万宁、7-Eleven 和宜家家居，入股后为永辉开放生鲜食品采购、加工和自由品牌开发等供应链环节。
2015 年 4 月	永辉 7.44 亿元入股华东零售龙头联华超市，持股 21.17%，2016 年 12 月将股份全部转让给了易果生鲜。
2015 年 6 月	永辉 1000 万元入股海底捞旗下蜀海供应链，持股 18.75%，共同运作餐饮业供应链综合服务平台。
2015 年 8 月	京东 43 亿元入股永辉超市，持股 10%。
2015 年 11 月	永辉与韩国食品巨头 CJ 集团成立合资公司 JV1 和 JV2，JV1 为永辉采购全球的农产品、水产品 and 肉类产品等，JV2 为北京门店提供生鲜、加工过生鲜的供给和加工。
2017 年 1 月	收购全球零售服务商达曼国际 40% 的股权，以强化公司供应链能力。
2017 年 3 月	永辉超市入股养殖企业——星源农牧公司，增强供应链直采能力。
2017 年 10 月	以 3015 万元人民币受让东展国贸 45% 股权，交易完成后东展国贸成为永辉全资子公司。东展国贸是澳大利亚乔治鲜奶代理商，具有大宗农畜产品的进口资格。
2017 年 12 月	腾讯受让永辉超市 5% 股份，同时向云创增资，获得 15% 的股权。
2017 年 12 月	两次增资西南零售龙头红旗连锁，持股 21%，合作打造中国领先的社区冷链物流配送体系。
2018 年 3 月	拟以 7838 万元受让国联水产 10% 的股份。国联水产为集育苗、养殖、饲料、加工、贸易、科研为一体的全产业链企业。
2018 年 6 月	公司董事会拟以 6720 万元参与闽威实业 2018 年定增，现金认购 1600 万股（约占发行后总股本 19.69%）。闽威实业是集海洋经济鱼类育苗、养殖、加工和销售于一体的现代渔业公司。
2018 年 6 月	公司董事会拟以 2.16 亿元参与湘村股份 2018 年定增，现金认购 1600 万股（约占发行后总股本 9.93%）。湘村股份为主营生猪养殖、制品生产和销售的企业。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 物流建设

门店未动，物流先行。沃尔玛在飞速发展的过程中要求物流中心也同时跟进：平均每 32 个门店拥有一个配送中心，每个配送中心支撑 15 亿美元销售额，面积 10 万平方米左右，十倍于其标准零售店面，标准辐射半径 400 公里。永辉近年来的物流体系也在不断完善。截止 17 年底，永辉物流中心覆盖全国 17 省市，总运作面积 37 万平方，对应 17 年底云超 576 家，平均每 22 个门店对应一个物流中心，每个配送中心支持 26.63 亿元收入；定温配送中心 5 个，常温及集成中心 17 个；作业额 312 亿，增长 16.4%。

**表 4：永辉物流中心情况**

时间	位置	级别	产权性质	占地面积 (亩)	配送范围	配送能力 (亿元)	存储能力 (万件)
2011.07	福建南屿	CDC	自营	106	福建大区+全国商品	60	100
2012.05	重庆西永	CDC	自营	550	华西大区	120	200
2012.09	北京郎各庄	RDC	租赁	50	北京大区	12	40
2012.12	安徽肥东	CDC	自营	310	安徽大区	50	30
2013.01	河南郑州	RDC	租赁	50	河南大区	6	20
2014.01	江苏南京	RDC	3PL	400	华东大区 19 家店	8	12
2014.03	上海	RDC	3PL	400	华东大区 11 家店	5	12
2014.07	四川彭州	RDC	自营	108	四川地区	50	100
2015.04	河北石家庄	RDC	租赁	50	石家庄	4	10
2015.05	辽宁沈阳	RDC	租赁	20	沈阳、哈尔滨、吉林	5	10
2015.11	浙江杭州	RDC	3PL	20	浙江	5	10
2015.12	广东东莞	RDC	3PL	20	广东、深圳	5	10
2016	新增安徽生鲜、哈尔滨中转仓、西安、贵阳 4 个物流仓，福建定温 DC 搬迁，规划建设现代化冷链仓						
2017.11	江苏昆山	(常温仓)					
2017.12	山西太原		租赁				
2018.03	江苏昆山	(定温仓)					
2018.10	四川彭州	DC		3 万多平方			

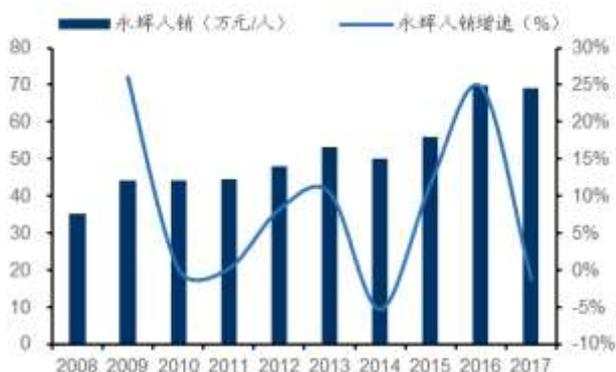
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

### 员工激励

在 2015 年，永辉超市正式发布合伙人制度，采用的是“OP 合伙人”模式，在品类、柜台、部门达到基础设定的毛利额或利润额后，由企业和员工根据价值进行多次进行收益分成。合伙人奖金包规定：门店奖金包=门店利润总额超额/减亏部分\*30%（门店奖金包≥30 万时，奖金包按 30 万发放）。

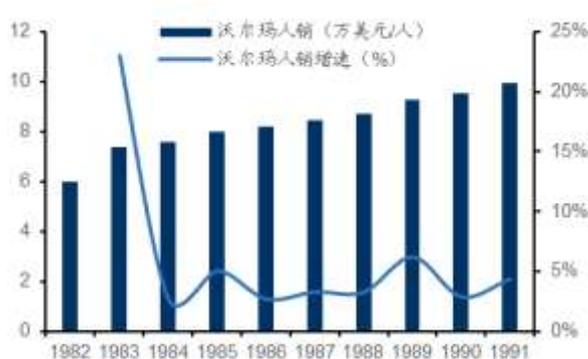
公司 17 年 Q4 推出了股权激励计划，公司持续迭代赛马机制，各区逐步试点及推进小店合伙人团队的六大系统分工。2017 年迭代了区总、品类教练、小店合伙人赛马管理办法，并推出了《标杆店赛马管理办法》，助力 Bravo 加速迭代。通过合伙人制度，永辉的人效从 2008 年的 35.17 万元/人提高到 2017 年的 68.99 万元/人。

图 23: 永辉人销及增速 (万人/人, %)



数据来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 沃尔玛人销及增速 (万人/人, %)



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

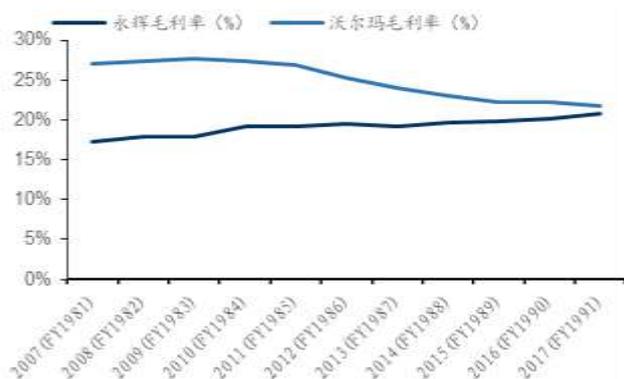
**盈利能力:**

**毛利率分析:** 在发展第二阶段，沃尔玛的毛利率从 FY1981 的 27.41% 下降至 FY1991 的 21.78%，我们认为主要因全国化扩张以及“天天平价”激进价格策略影响，随后沃尔玛的毛利率持续回升至 FY2018 的 25.37%。而永辉毛利率随着规模效应、供应链延伸以及精选 SKU 持续走高，从 2007 年的 17.88% 提升至 2017 年的 20.84%。

**费用率分析,** 我们把永辉的的销售费用和管理费用合并成 SG&A，方便与沃尔玛的费用进行对比分析。在发展第二阶段沃尔玛 SG&A/收入从 FY1981 的 20.1% 下降至 FY1991 的 15.8%，我们认为主要受沃尔玛奉行的严格控制成本原则影响。而永辉这几年的 SG&A/收入逐年攀升，从 2007 年的 11.17% 上升到 2017 年的 17.46%，主要因员工薪酬、租金费用等上涨。

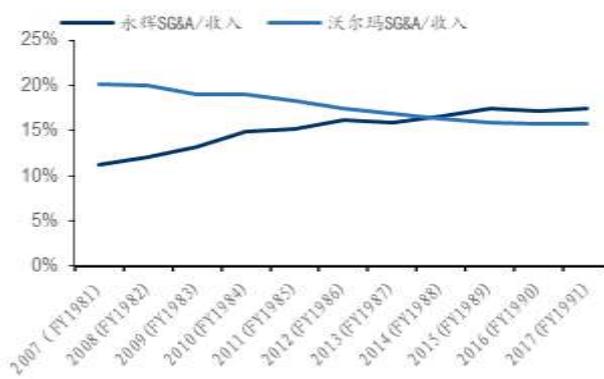
**净利率分析:** 在发展第二阶段，沃尔玛的净利率 FY1984 的 4.17% 下降到 FY1991 的 3.96%，而永辉超市的净利率则从 2010 年的 2.48% 到 2017 年的 2.88%

图 25: 沃尔玛与永辉毛利率对比 (% , %)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

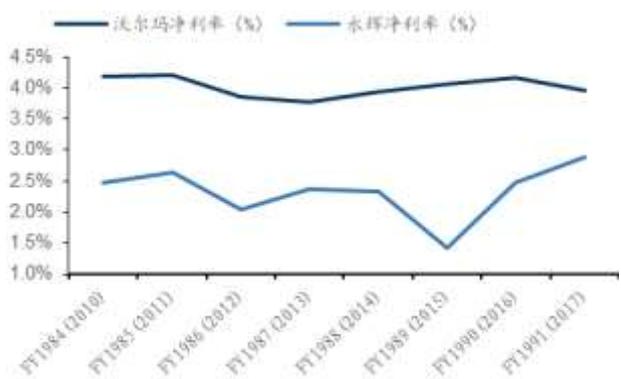
图 26: 沃尔玛与永辉 SG&A 费用率对比 (% , %)



数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

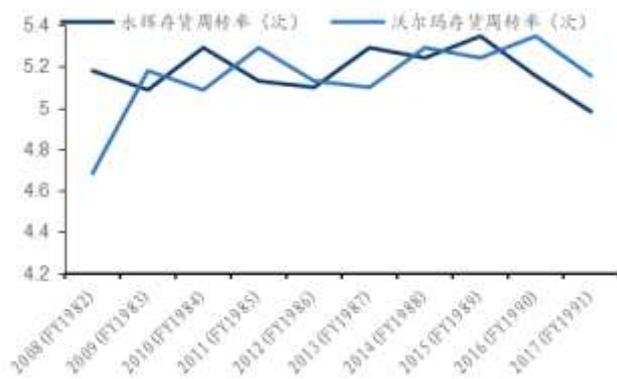
营运能力层面, 在高速扩张期, 沃尔玛和永辉的存货周转率均在 5 次左右。从更长时间来看, FY18 沃尔玛的存货周转率提升至 8.6。近年来, 沃尔玛加强门店库存管控, 同店库存持续降低。我们认为, 随着规模优势持续显现, 永辉的存货周转率提升空间巨大。

图 27: 沃尔玛与永辉净利率对比 (% , %)



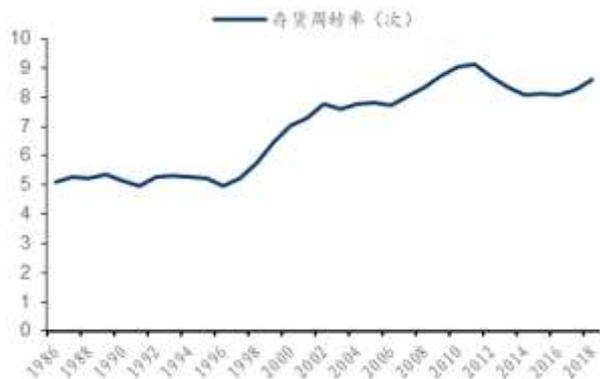
数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 沃尔玛与永辉存货周转率对比 (次 , 次)



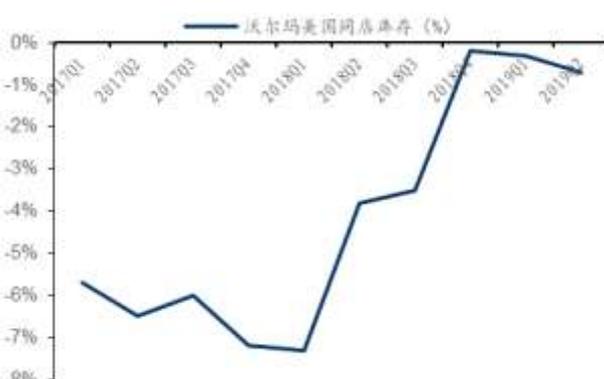
数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 沃尔玛历年存货周转率 (次)



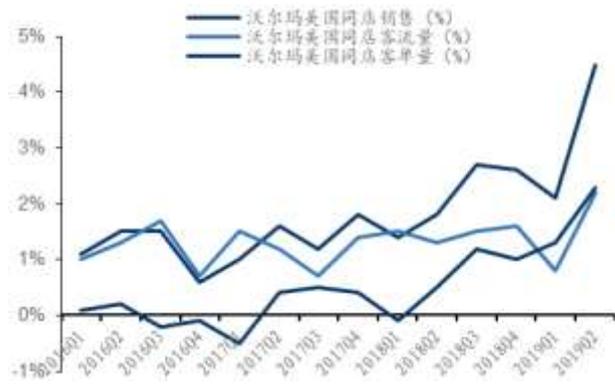
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 30: 沃尔玛美国近年来分季度同店库存增速 (%)



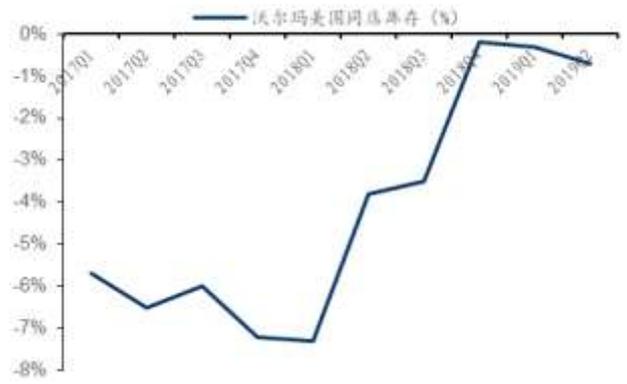
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 31: 沃尔玛美国近年分季度同店销售、同店客流量、同店客单量 (%、%、%)



数据来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 32: 沃尔玛美国近年分季度同店库存同比增速 (%)



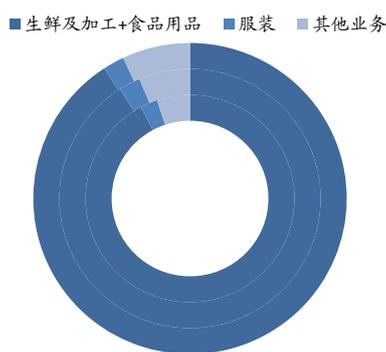
数据来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**产品结构的异同: 高生鲜占比更符合中国消费趋势**

产品结构方面, 我们推测近期沃尔玛生鲜+食品占比约为三成。而永辉 2017 年食品用品+生鲜及加工的收入占比达到 91%。另外, 在国内很多超市企业中, 生鲜类+食品类的占比也很高, 比如家家悦、新华都占比分别为 84.80%、76.21%; 而人人乐、三江购物的产品结构更类似于沃尔玛式的传统大卖场, 生鲜食百分别占 56.43%、55.87%。

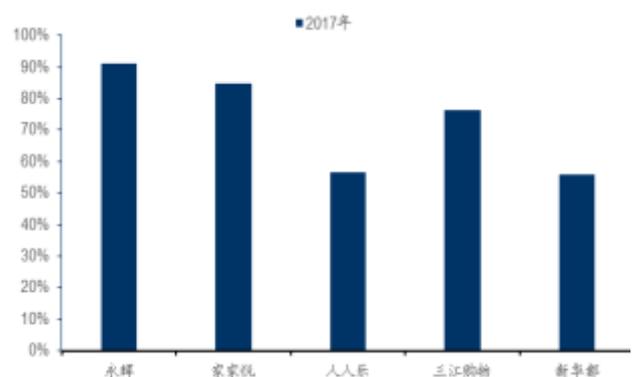
我们认为, 以生鲜食百等非标品为主的超市业态更适应我国发展趋势: 主要因: 1) 我国电商发达, 标准化百货日杂产品在实体购买没有优势, 超市企业应更重视生鲜等非标产品; 2) 生鲜消费高频, 高复购率带来高流量, 注重生鲜更具有优势。

图 33: 永辉超市收入构成 (亿元)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 由内到外分别为 2016 年、2017 年、2018 年 H1

图 34: 2017 年永辉、家家悦、人人乐、三江购物、新华都生鲜+食品收入占比 (%)



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 家家悦：区域填满策略，生鲜品类渗透率高达 60%

如果说永辉超市是我国本土超市行业全国化拓张的典范，那么家家悦则是区域性深耕细作，即沃尔玛区域填满战略的最佳践行者。永辉超市的全国化扩张让我们看到生鲜超市的市场广度，家家悦则让我们看到市场的深度。据草根调研，家家悦在威海大本营的生鲜市场渗透率高达 60-70%，烟台地区也高达 40-50%。

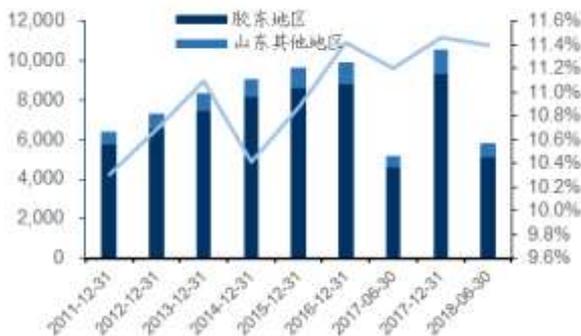
### 开店策略：区域深耕-全省拓张，并购青岛维克助力

我们回顾沃尔玛发展第二阶段的“逐步填满”策略：不主张跳跃式跨州发展，即先在一个州发展，待这个州开满了之后，再向邻近的下一个州开新店，不断地滚动发展。

如果我们将山东地区视为一个独立的市场，那么首先深耕胶东地区，再逐步全省扩张的家家悦的发展逻辑，则和沃尔玛这一策略高度符合。主营生鲜超市的家家悦，自成立以来深耕威海、烟台、莱阳等胶东地区大本营，据草根调研，家家悦在威海大本营的生鲜市场渗透率高达 60-70%，烟台地区市场份额达 40-50%。2017 年底，家家悦确立了全省扩张战略，18 年开始展店提速，偶遇 s 其是胶东地区以外门店拓展进度，预计 18 年新增门店 100 家，其中非胶东地区占比将达到 50%。

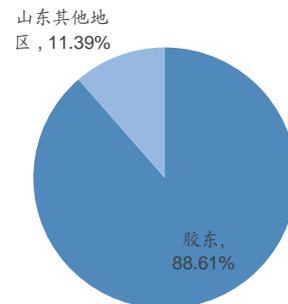
在门店扩张过程中，家家悦也采取内生开店+外延并购的形式。2017 年 12 月公司公告以 3.47 亿元受让青岛维克 51% 股权。2018 年 3 月，青岛维克并表带来青岛地区新增 10 家门店，以及 2 处物流中心（共计 4.2 万平方米）。并购维克加速公司在青岛的连锁网络布局，打造青岛地区更强的供应链优势。为公司大举进军青岛市场奠定良好基础。

图 35：2018H1 公司分产品营业收入构成（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 36：2018H1 公司分地区营业收入构成（亿元、%）



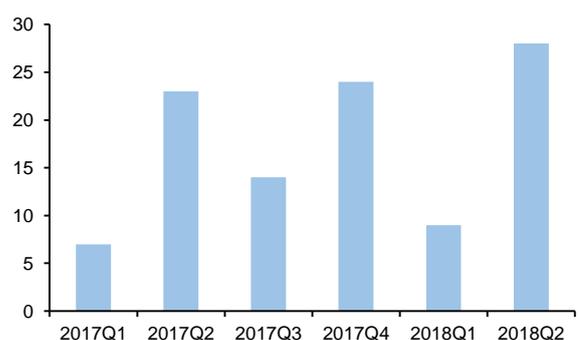
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 37：公司历年分地区门店数量构成（个）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 38：公司各季度新增门店数（家）



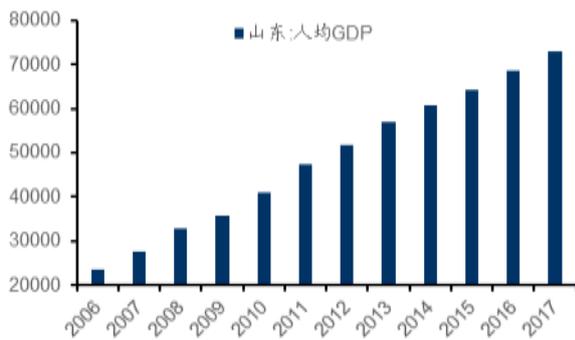
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 市场空间：烟威模式异地复制，山东潜在市场空间达千亿

据统计局数据，2017年威海+烟台人口总数为991.5万人，公司同期胶东地区收入为93.36亿元。相当于每百万人可创造10亿销售收入。山东全省人口达1亿，按照同样的渗透率进行推算，潜在市场空间达1000亿。2017年，威海/烟台地区社会消费品零售总额分别为1607.94亿元、3273.08亿元，合计4880亿元，公司胶东销售收入/烟威社零总额约为1.91%，而沃尔玛美国销售收入/美国社零总额约在6%水平，考虑到公司生鲜食百品类占比超过90%，而沃尔玛的生鲜食百品类占比约为22%，所以我们认为，公司当前阶段，在生鲜食百品类的渗透率，和沃尔玛是相似的。<sup>2</sup>

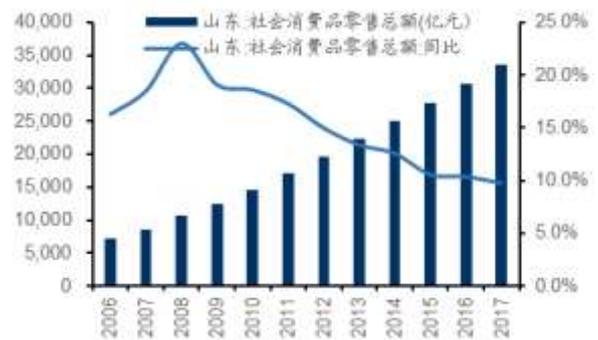
我们认为，公司当前主打生鲜的综合超市业态已经固化，在胶东地区的高渗透率也验证这一模式的可行性。公司积极全省扩张，从市场容量来看，天花板尚远。

图 39：山东省历年人均 GDP（元）



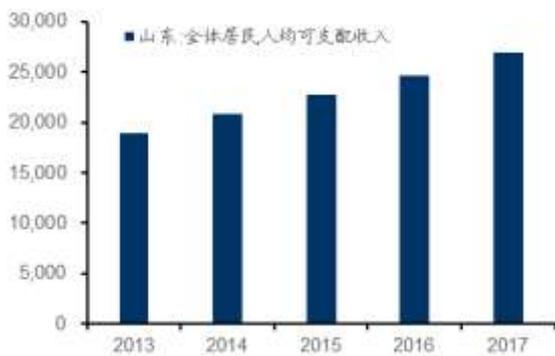
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40：山东省历年社会消费品零售总额及增速(亿元，%)



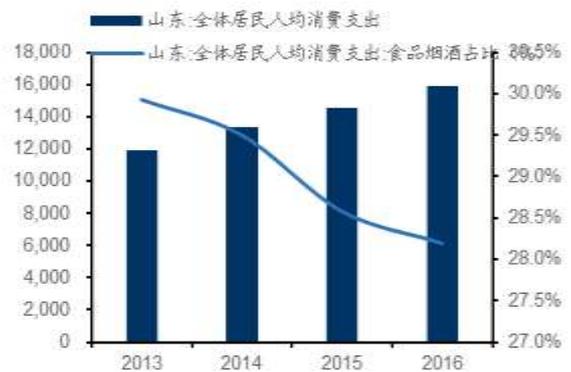
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 41：山东省历年全体居民人均可支配收入（元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

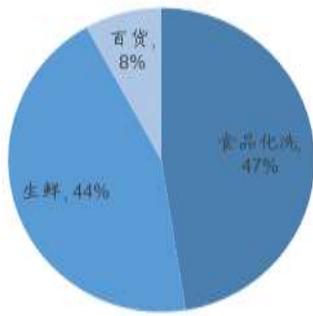
图 42：山东省历年全体居民人均消费支出及食品烟酒支出占比(元，%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

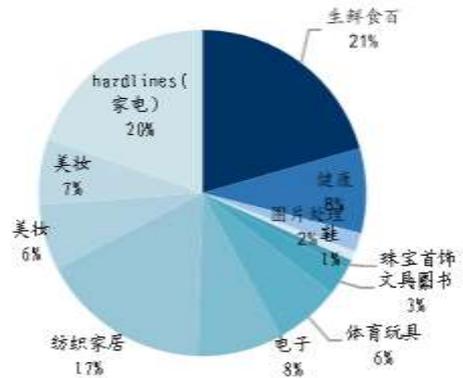
<sup>2</sup> 沃尔玛近期年报对分产品披露进行调整，Grocery 被定义成广义的杂货，包括肉蛋、烘焙、乳制品、冷冻食品、饮料干货，以及健康美妆、婴儿用品、日化洗、纸品、宠物用品等。因此我们采用调整前 FY2012 的口径，对 grocery 的定义相对狭义，主要包括生鲜食品。

图 43: 2018H1 家家悦分产品营业收入构成 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 44: FY2002 沃尔玛美国分产品营业收入构成 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 精细化管理能力卓越，重视后台建设

公司供应链建设有序推进，中央厨房强化品牌影响力。公司与 2500 多家厂商形成稳定、长期的直接合作关系，其中与宝洁、雀巢、玛氏等 500 余家知名厂商保持了十年以上的良好合作关系，并建立了全球采购的国际化供应链，2017 年公司直接采购规模达到 86.75%。公司自建 10.82 万平米的食品工业园，并在生鲜物流中心配套建设了约 5 万平米的生鲜 PC 加工中心、中央厨房。

自有品牌占比持续提升，提升产品体验+盈利能力：公司自主品牌以“悦记飘香”为主打品牌，还包括品品香、麦香苑、柔可馨，共有 1200 多个品种。2017 年公司自有品牌商品的营业收入占商业营业收入的比重 8.96%，同比提升 0.38pct。

物流网络加速建设，逐渐辐射山东全省。公司持续强化物流及供应链建设，其中烟台综合物流工业园项目，预计 2018 年年底前一期约 5.8 万平米的物流中心完工初步投入使用，二期生鲜加工中心及综合楼预计 2019 年下半年完工投入使用；莱芜生鲜加工中心项目预计 2018 年年底前部分投入使用，2019 年下半年整体完工投入使用。

表 5: 家家悦物流建设一览

仓型	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
常温物流中心	威海物流中心	4.10	11 万件	20 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜物流中心	威海生鲜物流中心	3.20	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜物流中心	2.12	790 吨	2,200 吨

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

持续深化机制改革，合伙人机制持续扩张。自 17 年对 33 家试点门店推行合伙人机制，推行后试点门店的销售、坪效、劳效平均实现了 8% 以上的增长。18 年 4 月份开始西部地区新增 56 家门店进一步推广合伙人机制，目前公司合伙人试点门店总数为 89 家，有效提升经营效率。

### 杜邦分析：提升周转率是关键

我们通过杜邦分析，发现在沃尔玛第二阶段高扩张期 ROE 接近 30%，而永辉超市近三年平均 ROE 仅为 7.83%，区域化布局的家家悦的 ROE 也持续下滑至 12.91%。研究发现，三家企业的盈利能力差距并不大，沃尔玛平均净利润率

3.5%，永辉 2017 年提升至 3.46%，而家家悦也接近 3%。然而，永辉和家家悦在资产周转率和权益乘数方面和沃尔玛差距较大，说明沃尔玛对资源运营能力更加优秀，同时有效运用杠杆撬动发展。

**沃尔玛 vs 永辉：净利率相近，周转率和财务杠杆差距较大**

**ROE:** 沃尔玛的 ROE 和永辉超市差别较大，FY1992-1993 沃尔玛三年平均 ROE 高达 28.51%，永辉超市 2015-17 年 ROE 约为 7.83%，2017 年则提升至 9.16%。通过杜邦分析，两家公司的净利率水平差异并不大，然而沃尔玛的资产周转率及权益乘数远高于永辉超市，因此在第二阶段全国扩张期 ROE 水平极高。

表 6: 沃尔玛第二阶段和永辉超市近年 ROE 的杜邦分析对比 (%)

沃尔玛		FY1986	FY1987	FY1988	FY1989	FY1990	FY1991	FY1992	FY1993	FY1994	最后三年平均
永辉超市		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	
ROE	沃尔玛	28.90%	30.17%	30.60%	28.36%	28.98%	28.90%	28.60%	29.15%	27.79%	28.51%
	永辉超市	26.88%	12.50%	11.83%	11.82%	13.94%	13.76%	6.46%	7.88%	9.16%	7.83%
净利率	沃尔玛	3.85%	3.78%	3.93%	4.05%	4.17%	3.96%	3.67%	3.60%	3.46%	3.58%
	永辉超市	3.00%	2.48%	2.63%	2.03%	2.36%	2.32%	1.44%	2.52%	3.10%	2.35%
资产周转率	沃尔玛	3.20	3.31	3.35	3.20	3.33	3.48	3.59	3.55	3.33	3.49
	永辉超市	3.39	2.52	2.21	2.42	2.56	2.58	2.36	1.98	1.88	2.07
权益乘数	沃尔玛	2.35	2.41	2.33	2.18	2.09	2.10	2.17	2.29	2.41	2.29
	永辉超市	2.64	2.00	2.04	2.40	2.31	2.30	1.91	1.58	1.57	1.69

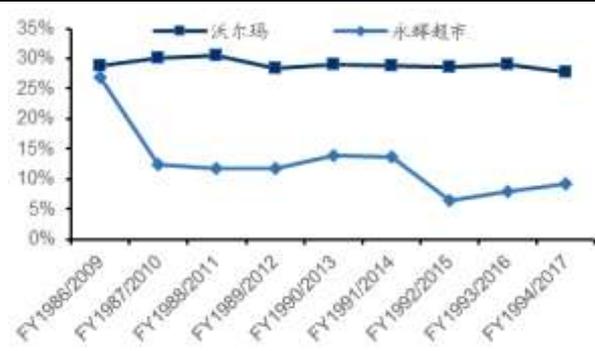
资料来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

**净利率:** 沃尔玛第二阶段净利率基本维持在 3.5% 左右，永辉超市自 2015 年以来，受益于规模效应以及后台提效，净利率提升明显，2017 年恢复至 3.10%，沃尔玛净利率水平略高于永辉，主要因沃尔玛早期区域密集而毛利率极高 (FY1986 达 25.22%)，后受全国化扩张拖累下降至 FY1994 的 20.64%。从更长的时间周期来看，最近三年沃尔玛毛利率维持在 25% 左右，SG&A 费用率维持在 21% 左右。我们认为，永辉超市长期毛利率提升的空间是存在的。

**资产周转率:** 沃尔玛第二阶段资产周转率保持在 3.3 左右的较高水平，在高速扩张期保持良好的周转状况；而永辉的资产周转率则从 2009 年 3.39 持续下滑至 2017 年的 1.88，预计与全国布局投入较大，而部分省份规模效应尚未体现相关。

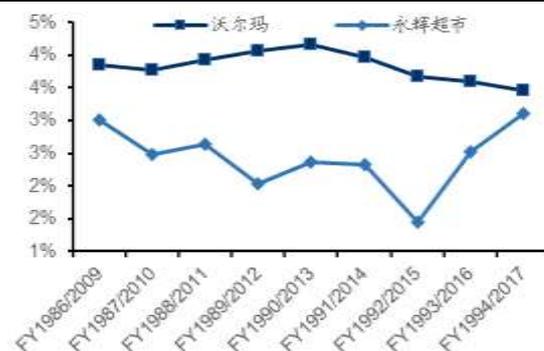
**权益乘数:** 永辉超市的权益乘数低于沃尔玛，可比区间的最后三年间，沃尔玛 (FY1992-1994) 和永辉超市 (2015-2017) 的三年平均权益乘数分别是 2.29、1.69。我们观察资产和负债结构，发现沃尔玛和永辉的流动负债/总资产的比例是相似的，约为 30%-35%，而沃尔玛的长期借款占比较高，更有效利用杠杆推动发展，而永辉长期负债几乎为零。在沃尔玛第二阶段，非流动负债/总资产从 30% 持续下滑至 20% 左右，近年来维持在 25% 附近。

图 45: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的 ROE 对比 (%、%)



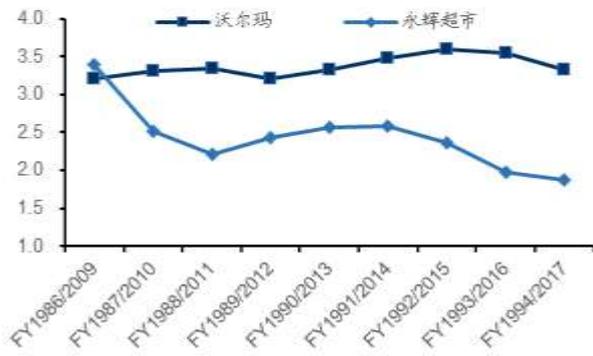
数据来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 46: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的净利率对比 (%、%)



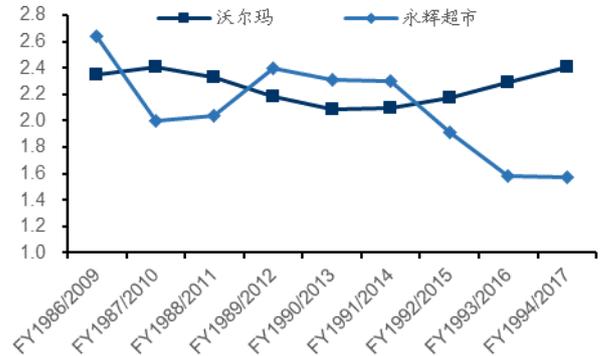
数据来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 47: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的资产周转率对比 (次、次)



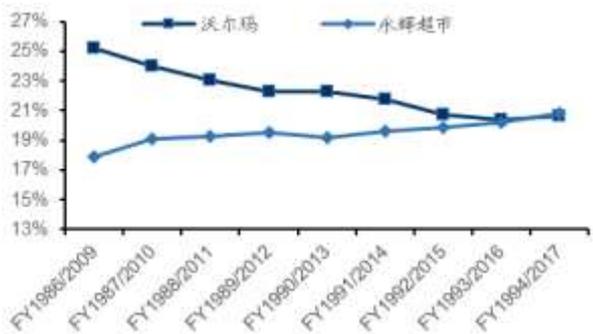
数据来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 48: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的权益乘数对比



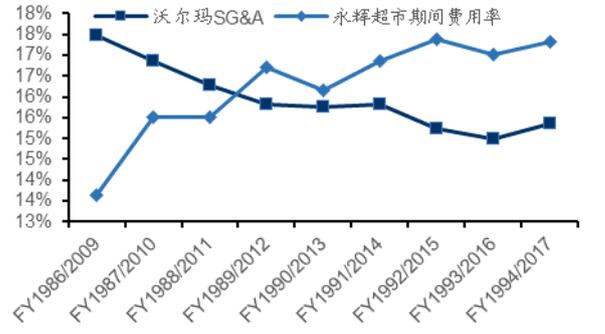
数据来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 49: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的毛利率率对比 (%)



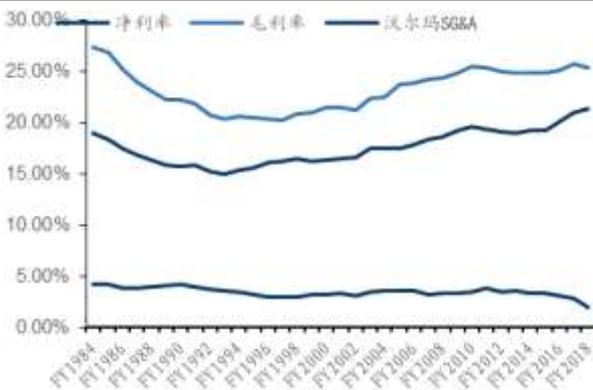
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 50: 可比区间内沃尔玛和永辉超市的费用率对比 (%)



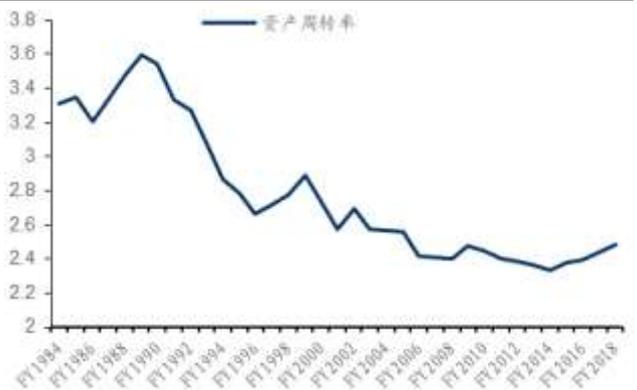
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 51: 沃尔玛历年的毛利率、总费用率以及净利率 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 52: 沃尔玛历年的资产周转率 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 53: 沃尔玛历年的资产及负债结构 (%)



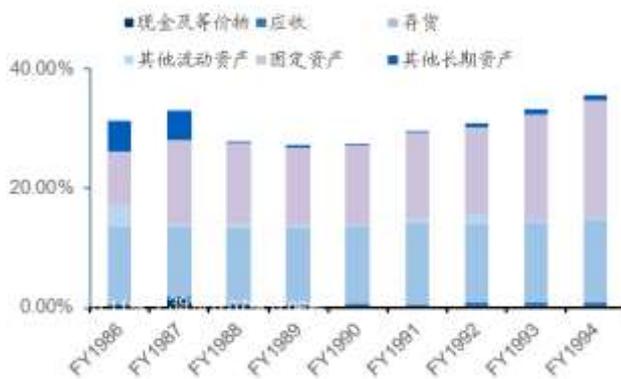
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 54: 永辉超市历年的资产及负债结构 (%)



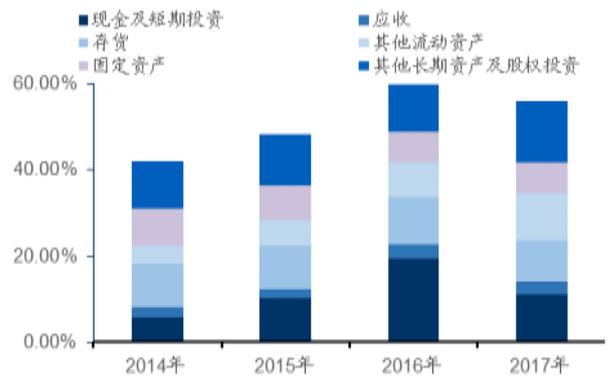
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 55: 沃尔玛历年的资产主要科目/销售收入 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 56: 永辉超市历年的资产主要科目/销售收入 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

沃尔玛 vs 家家悦: 净利率、资产周转率仍有较大提升空间

ROE: 家家悦 2015-2017 年 ROE 约为 17.83%, 2017 年则降低至 12.91%, 主要因资产周转率和权益乘数下降, 而净利率则稳中有升。公司上市后, 募投项目物流建设等逐步完成致短期资产周转率下降, 主要因账面现金及等价物占比提升; 此外, 上市后总股本增加也导致权益乘数下降, 我们认为当前公司权益乘数水平与沃尔玛相当, 预计将保持平稳。

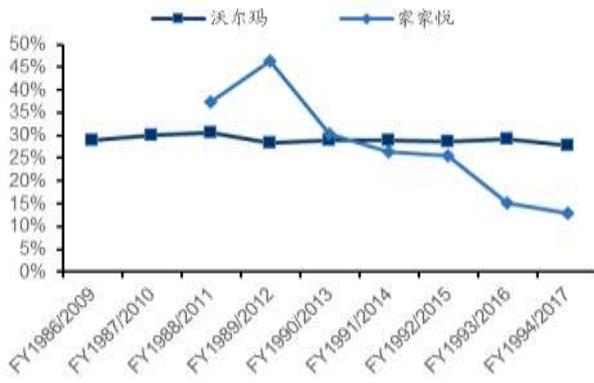
表 7: 沃尔玛第二阶段和家家悦近年 ROE 的杜邦分析对比 (%)

沃尔玛		FY1986	FY1987	FY1988	FY1989	FY1990	FY1991	FY1992	FY1993	FY1994	最后三年平均
家家悦		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	
ROE	沃尔玛	28.90%	30.17%	30.60%	28.36%	28.98%	28.90%	28.60%	29.15%	27.79%	28.51%
	家家悦			37.30%	46.42%	30.28%	26.28%	25.68%	15.07%	12.91%	17.89%
净利率	沃尔玛	3.85%	3.78%	3.93%	4.05%	4.17%	3.96%	3.67%	3.60%	3.46%	3.58%
	家家悦			2.30%	3.14%	2.44%	2.32%	2.36%	2.33%	2.74%	2.48%
资产周转率	沃尔玛	3.20	3.31	3.35	3.20	3.33	3.48	3.59	3.55	3.33	3.49
	家家悦			3.57	2.12	2.33	2.32	2.37	2.05	1.85	2.09
权益乘数	沃尔玛	2.35	2.41	2.33	2.18	2.09	2.10	2.17	2.29	2.41	2.29
	家家悦			4.55	6.97	5.33	4.90	4.60	3.15	2.55	3.43

资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

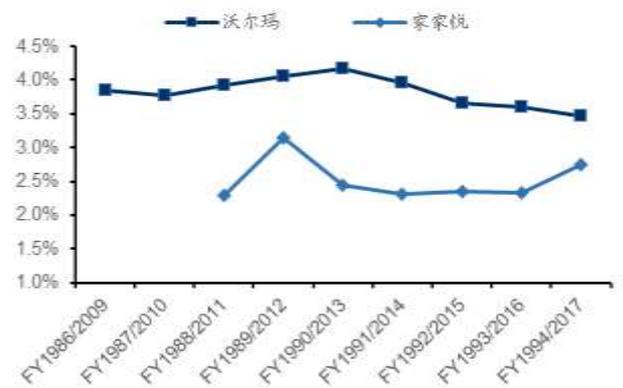
图 57: 可比区间内沃尔玛和家家悦的 ROE 对比 (%、%)

图 58: 可比区间内沃尔玛和家家悦净利率对比 (%、%)



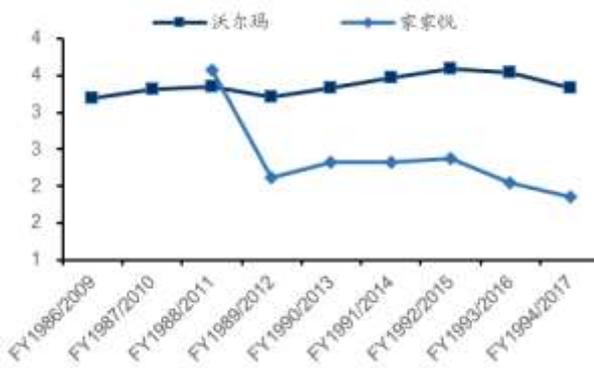
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 59: 可比区间内沃尔玛和家家悦的资产周转率对比 (次、次)



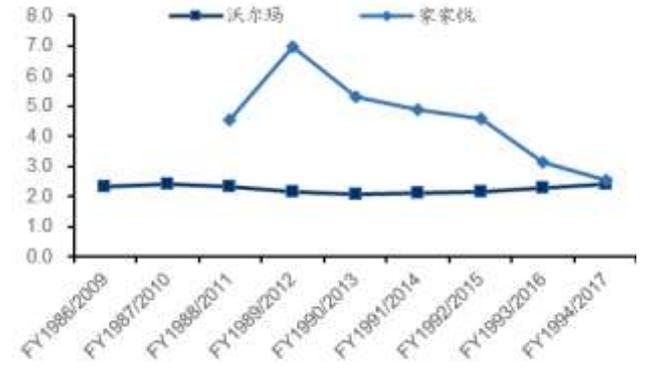
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 60: 可比区间内沃尔玛和家家悦的权益乘数对比



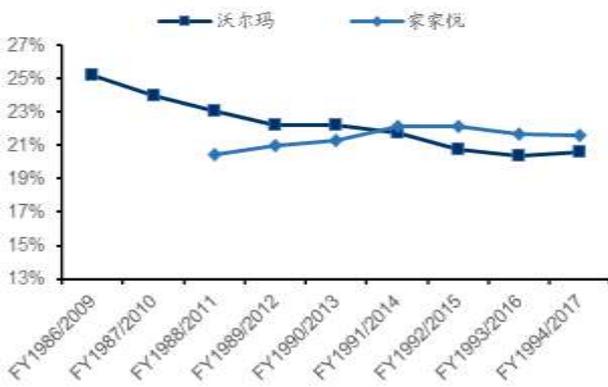
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 61: 可比区间内沃尔玛和家家悦的毛利率率对比 (%)

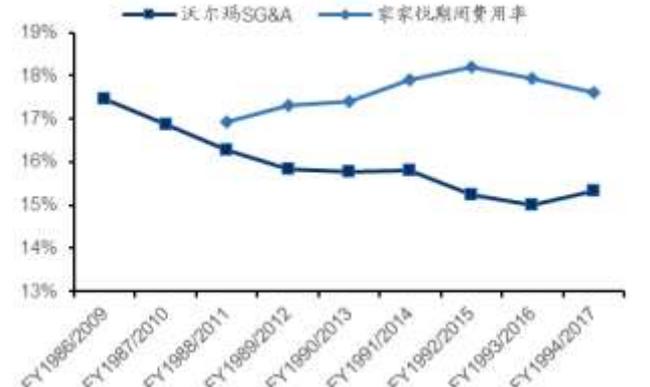


数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 可比区间内沃尔玛和家家悦的费用率对比 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理



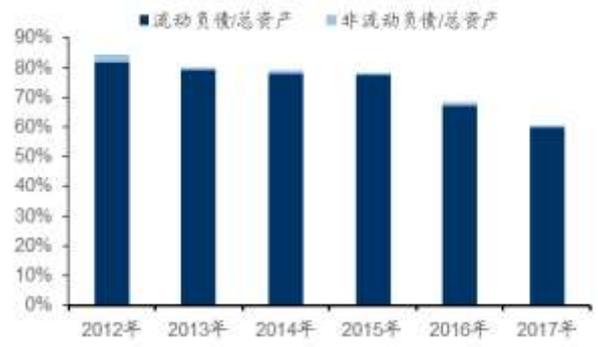
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 63: 沃尔玛历年的资产及负债结构 (%)



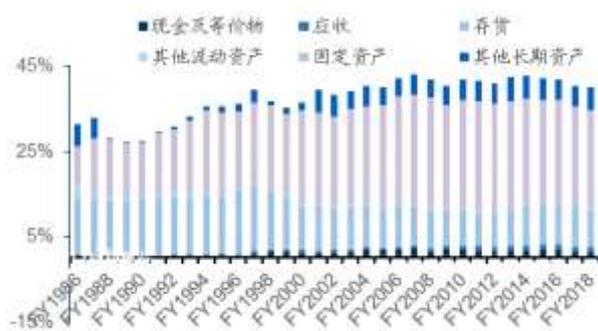
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 64: 家家悦历年的资产及负债结构 (%)



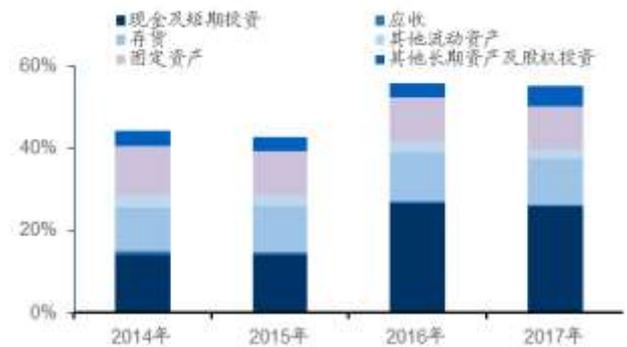
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 65: 沃尔玛历年的资产主要科目/销售收入 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 66: 家家悦历年的资产主要科目/销售收入 (%)

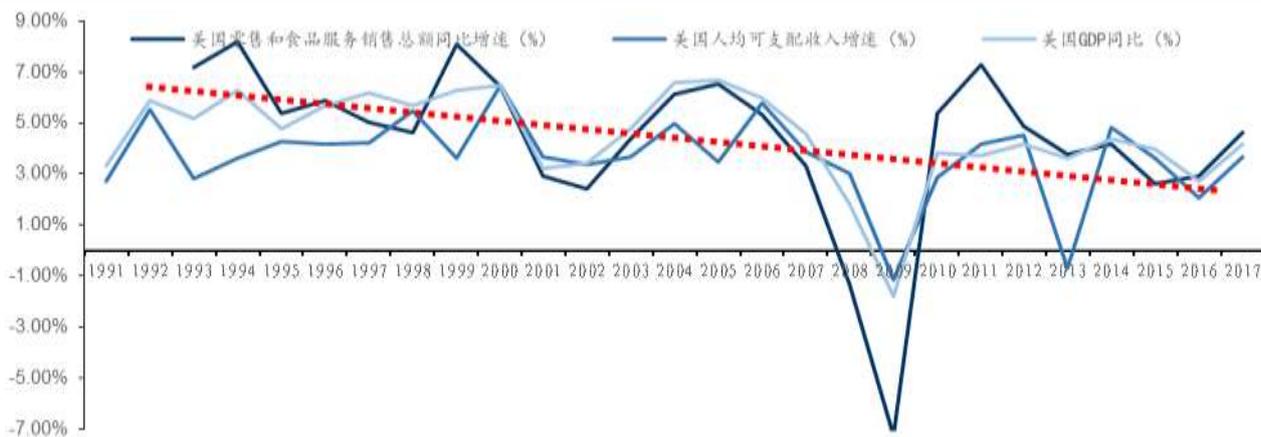


数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 如何看待当前时间点的超市行业

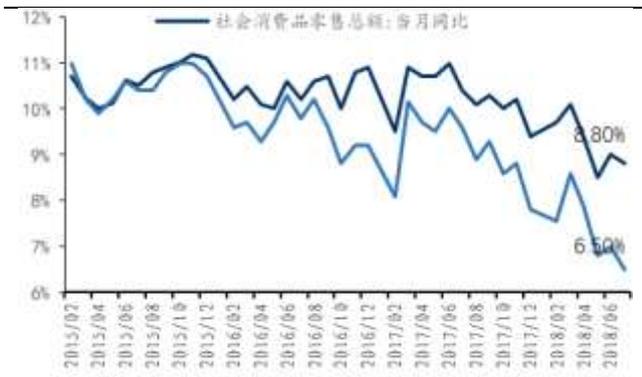
主营必选品类的超市企业具有较强的抗周期性。当前社会零售总额增速放缓，市场对消费普遍悲观，我们认为，消费增速下行是经济增速放缓的必然结果，社会零售总额增速仍为正数就意味着并非“消费降级”。消费者的消费行为虽然受到经济状况的制约，但是消费行为是有惯性的，消费者的乐观状况或将有一定程度收缩，会选择以更经济、更理性的方式选择消费组合。因此，能为消费者提供最高性价比的企业表现将优于同行，而高性价比背后的长期可持续的支撑动因，则是规模效应与管理能力。同时，行业增速下行更利于集中度的提升，加速落后企业的淘汰。

图 67: 历年美国 GDP 增速、零售和食品销售总额增速、人均可支配收入增速对比 (%)



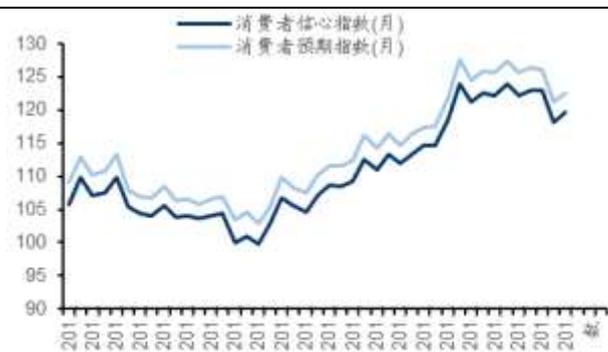
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 68: 我国社会零售总额增速放缓 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 69: 我国消费者信心指数变化状况



数据来源: 公司中报、国信证券经济研究所整理

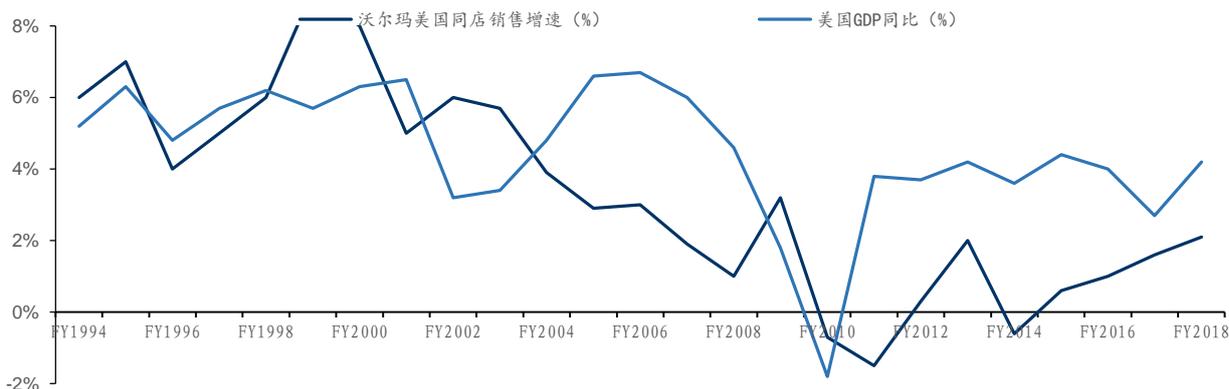
**沃尔玛美国的启示: 同店增速与宏观高度相关具备更强的抗周期性**

**同店收入增速与宏观经济状况高度相关:** 通过比较沃尔玛美国的同店销售增速与美国宏观经济数据 GDP 增速、及人均可支配收入以及零售和食品服务销售总额, 我们可以很明显地看出, 沃尔玛美国的同店销售状况与美国的经济发展状况高度相关, 其中, 人均可支配收入的变化对同店收入增速影响尤其明显。

**超市企业具备更强的抗周期性:** 我们注意到美国零售总额相对于公司同店指标波动性更大, 波动率也远大于人均可支配收入; 而沃尔玛同店收入增速在极端年份则表现优秀。在极端年份 FY2010(即自然年 2009 年, 金融危机爆发后次年), 零售总额录得超过 7% 的负增长, 而 FY2010/FY2011 沃尔玛的同店增速分别为 -0.70%/-1.50%。从利润端看, 二者关联性则更小。

**收入增长是同店增长与门店数量增长的共同结果:** 我们研究沃尔玛美国收入增速与  $[(1+\text{同店增速}) * (1+\text{展店增速}) - 1]$  的关系, 发现二者走势高度一致。

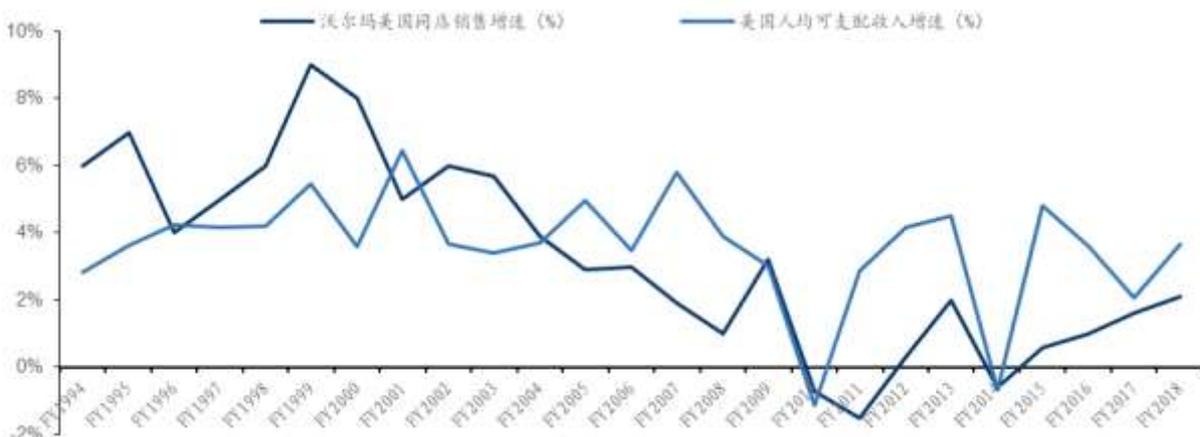
图 70: 历年美国 GDP 增速和沃尔玛美国同店销售增速对比 (%、%)



资料来源: 数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 由于沃尔玛美国同店数据从FY2000年开始独立披露, 且2000年以前沃尔玛美国销售收入在整体收入占比超过80%, 我们用整体同店增速进行替代; 因沃尔玛每财年结束日为1月31日, 则FY2018对应2017年宏观数据, 下同。

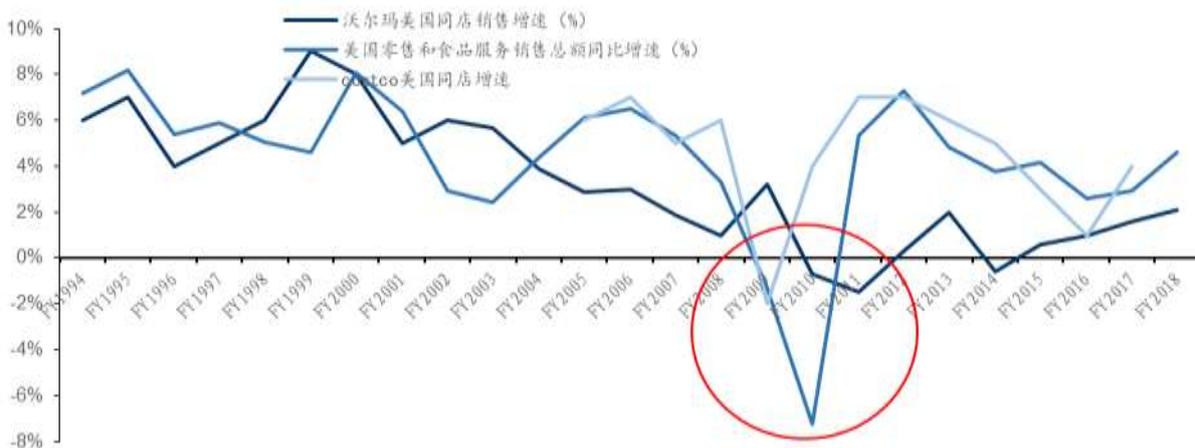
图 71: 历年美国人均可支配收入增速和沃尔玛美国同店销售增速对比 (%、%)



资料来源: 数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 由于沃尔玛美国同店数据从FY2000年开始独立披露, 且2000年以前沃尔玛美国销售收入在整体收入占比超过80%, 我们用整体同店增速进行替代

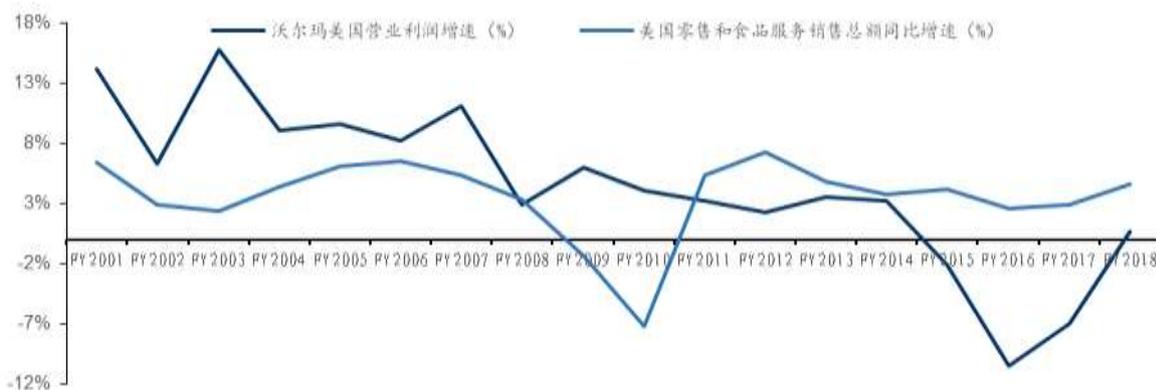
图 72: 历年美国零售和食品服务销售总额同比增速和沃尔玛美国、costco 美国同店销售增速对比 (%、%)



资料来源: 数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 由于沃尔玛美国同店数据从FY2000年开始独立披露, 且2000年以前沃尔玛美国销售收入在整体收入占比超过80%, 我们用整体同店增速进行替代。注 Costco 财年截止每年的8月30日, FY2018为2017/9/1-2018/8/30

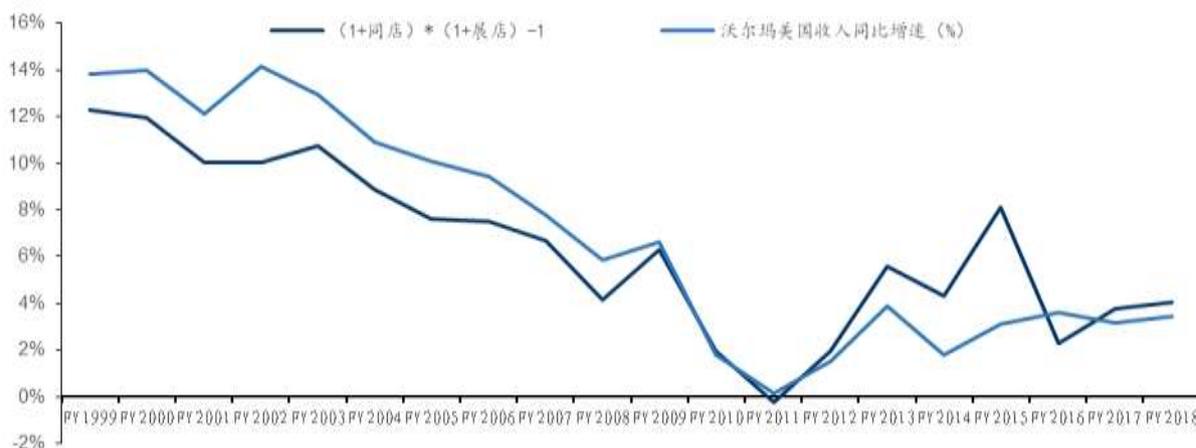
图 73: 历年美国零售和食品服务销售总额同比增速和沃尔玛美国营业利润增速对比 (%、%)



资料来源: 数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 由于沃尔玛美国同店数据从 FY2000 年开始独立披露, 且 2000 年以前沃尔玛美国销售收入在整体收入占比超过 80%, 我们用整体同店增速进行替代

图 74: 历年沃尔玛美国收入增速与[(1+同店增速) \* (1+展店增速) -1]的对比

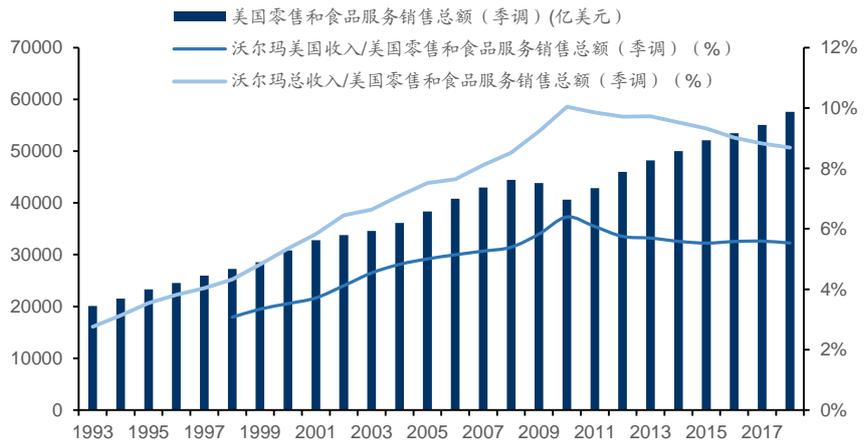


资料来源: 数据来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 由于沃尔玛美国同店数据从 FY2000 年开始独立披露, 且 2000 年以前沃尔玛美国销售收入在整体收入占比超过 80%, 我们用整体同店增速进行替代

**结构性的变化更为重要, 重视集中度提升的受益者:** 同店增速放缓随着经济增速放缓、存量门店基数增加是必然趋势, 然而结构的变化更为重要。我们注意到, 沃尔玛美国的同店增速从 FY1999 的 9% 放缓至 FY2018 的 2.10%, 其中部分年份甚至出现同店下滑趋势, 沃尔玛美国的收入在美国零售和食品服务销售总额中的占比却从 FY1998 年的 3.07% 提升到 FY2018 的 5.53%, FY2010 数据甚至高达 6.39%。

图 75: FY1993-FY2018 美国零售和食品服务销售额及沃尔玛美国收入占比 (百万美元、%)



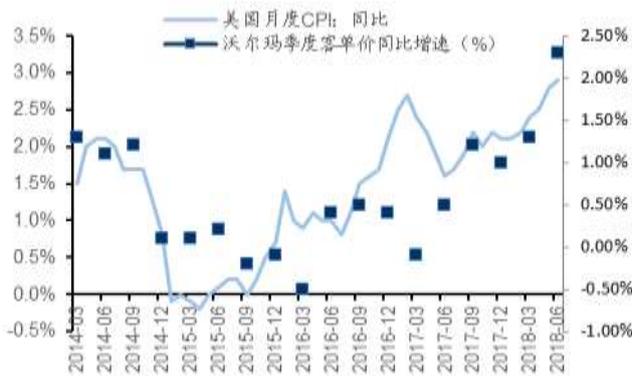
资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

沃尔玛美国: 2011 年后同店状况和经济的相关性

通过研究近期沃尔玛美国的季度数据, 我们发现: **客单价提升与 CPI 存在一定程度相关性: 物价上涨一定程度上影响客单价提升;**

**同店销售增速与社零总额增速存在一定相关性: 同店销售增速与 GDP 增速、人均可支配收入关联并不大, 与社零总额增速呈现一定相关性。**

图 76: 沃尔玛美国同店客单价同比增速和季度 CPI 增速对比 (%)



数据来源: Wind、公司官网、国信证券经济研究所整理

图 77: 沃尔玛美国同店销售增速和季度 GDP 增速对比 (%)



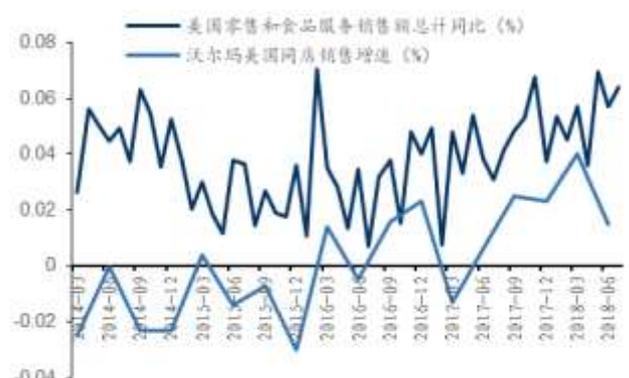
数据来源: Wind、公司官网、国信证券经济研究所整理

图 78: 沃尔玛美国同店销售增速和人均可支配收入增速对比 (%)



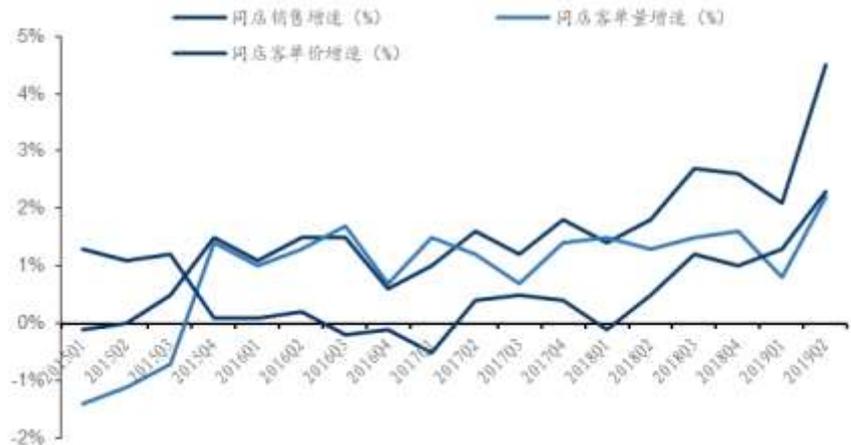
数据来源: Wind、公司官网、国信证券经济研究所整理

图 79: 沃尔玛美国同店销售增速和食品销售总额增速对比 (%)



数据来源: 公司官网、Wind、国信证券经济研究所整理

图 80: 沃尔玛美国近年分季度同店销售、同店客流量、同店客单价 (%)、(%)、(%)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**沃尔玛中国: 门店 443 家, Q2 同店增速 1.50%**

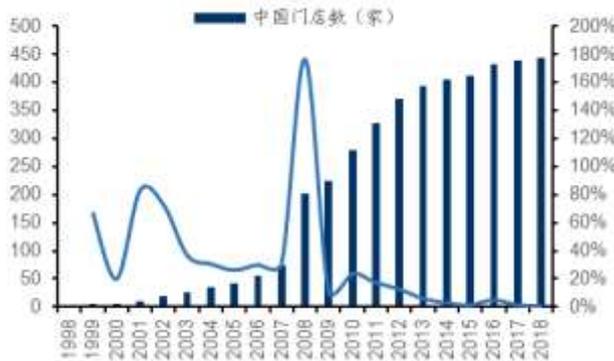
**沃尔玛中国概况**

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。经过 20 多年在中国的发展, 已拥有约 10 万名员工。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、沃尔玛惠选超市等。沃尔玛目前已经在全国 180 多个城市开设了 400 多家商场、8 家干仓配送中心和 11 家鲜食配送中心。

**“内生+并购”的展店模式再现沃尔玛中国区**

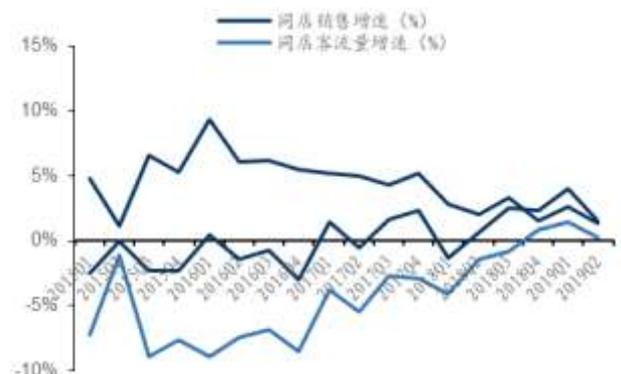
在 1996 年, 沃尔玛在深圳开设第一家沃尔玛购物广场和山姆会员店。2007 年, 以 2.63 亿元购买广州好又多控股公司 35% 的股权, 2010 年全资收购好又多。沃尔玛中国区门店数从 FY1998 的 3 家一路飙升至 FY2018 的 443 家, CAGR 高达 28.37%。FY2019Q2, 同店增速达到 1.50%。

图 81: 沃尔玛中国门店数 (家、%)



数据来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 82: 沃尔玛中国同店销售增速、同店客单量增速、同店客单价增速 (%)、(%)、(%)



数据来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**业态创新: 从购物广场到山姆会员店, 再到惠选超市**

沃尔玛在中国经营多种业态, 包括购物广场、山姆会员商店两大主力业态及沃尔玛惠选超市业态。

- **沃尔玛购物广场:** 营业面积约 5 千多至 1 万多平方米不等, 主营生鲜食品、服装、家电、干货等两万多种商品, 为顾客提供独特“一站式购物”体验。同时作为主力店, 为相邻的小零售商、餐厅及商店等商家吸引客流。

- **山姆会员商店：**中国第一家山姆会员商店于1996年8月12日落户深圳。目前，山姆已在中国开设了21家商店，分别坐落在北京、上海、深圳、广州、福州、大连、杭州、苏州、武汉、常州、珠海、天津、厦门、南京、长沙、南昌、成都。每家山姆会员商店平均拥有20,000平方米的超大购物空间，主要经营各类日用杂货及百货商品。为满足顾客对于更高品质商品的需求，山姆会员商店只精选同类商品中最佳品质或者最畅销品牌，提供4,000多种高性价比单品，包括生鲜食品、干货、家电、家居、服装等品类。山姆销售的产品大多为大而简单的复合包装，通过大批量进货降低成本。山姆会员店的选址强调交通便利，拥有足够的停车场，通常提供给会员至少1,500个停车位。
- **沃尔玛惠选超市：**2018年3月底，沃尔玛在深圳开出首家智能门店沃尔玛惠选超市。店内营业面积约1200平米，在售商品8000多种，其中7000多种商品同步上线京东到家，2公里内最快29分钟送达。店内还为顾客提供微信小程序“扫玛购”快速收银，“扫玛购”、自助收银机和京东到家订单的总量占该店首日交易量的50%以上。

### 积极与电商合作探讨新零售

沃尔玛在中国的电商战略，曾经通过收购一号店探索电商业务，结果并不理想。目前，沃尔玛与京东达成深度战略合作，通过线上线下门店的相互渗透实现互通，开创性地试点部分库存商品共享，在供应链和后台技术方面进行更深度的融合。

**表 8：沃尔玛中国电子商务发展动态**

时间	事件
2010 年底	山姆会员网上商店(www.samsclub.cn)陆续在深圳、北京、大连、上海、广州、福州、杭州、苏州、武汉、常州和珠海在内的所有已开设山姆会员商店的城市开通了山姆会员网购直送服务。
2011.05	沃尔玛百货有限公司宣布与1号店控股公司达成协议，购入这家正在快速发展的中国电子商务企业少部分股权。
2012.10	沃尔玛宣布已完成对发展迅速的中国电子商务网站1号店控股公司的增加投资，沃尔玛持有股份增至近51%。
2012.10	山姆会员网上商店在深圳、广州、上海、北京、苏州等地区，陆续上线了生鲜、冷藏、冷冻食品，并提供一日两送、上午下单当日送达的网购服务。
2014.04	山姆的APP移动客户端正式发布
2014.12	山姆会员网上商店银联在线和购物卡在线支付服务上线
2015.05	沃尔玛在深圳宣布推出大卖场O2O服务平台，该平台包括同时宣布推出的“沃尔玛”手机APP、供顾客自提货的门店“速购服务中心”、以及线上线下多种移动电子支付方式
2015.07	沃尔玛宣布已收购1号店余下股权，全资控股1号店，沃尔玛全球电子商务亚洲区总裁兼首席执行官王路的部分管理职责将包括领导1号店
2016.03	沃尔玛宣布在其APP上推出覆盖全国范围的跨境电商服务“全球e购”，所售商品不仅有正品和价格优势的保证，还享有实体店一样的退货服务。
2016.06	沃尔玛（纽交所股票代码：WMT）和中国最大的自营电商企业京东（纳斯达克股票代码：JD）宣布达成一系列深度战略合作，作为此次协议的一部分，沃尔玛将获得京东新发行的144,952,250股A类普通股，约为京东发行总股本数的5%
2016.10	沃尔玛与京东双方宣布在电商、跨境电商、O2O等领域的合作取得了多项重要进展，将携手为中国消费者提供更丰富的海内外优质商品、更便捷高效的物流服务。1)山姆会员商店独家入驻京东;2)全球官方旗舰店入驻京东全球购;3)沃尔玛购物广场入驻“京东到家”平台
2017.04	沃尔玛旗下的英国著名超市品牌ASDA全球购官方旗舰店正式入驻京东全球购。
2017.05	山姆会员商店全球购官方旗舰店正式入驻京东。
2017.05	沃尔玛官方旗舰店正式入驻京东商城
2017.07	沃尔玛和京东共同启动双方首个线上线下联动的大型促销活动“88购物节”。
2017.10	山姆会员商店与京东联合发布《中国零售业付费会员消费洞察报告》，并宣布推出限时“双会籍首发”活动，参与活动的用户将同时享受到京东PLUS会员和山姆会员的各项权益。
2017.10	沃尔玛全球购官方旗舰店入驻京东以及沃尔玛入驻京东到家迎来一周年
2017.11	山姆会员商店宣布其京东旗舰店上线一年即实现销售额同比三倍增长。自2016年10月入驻京东商城后，山姆借助京东制定的专属智慧供应链解决方案，将业务拓展至全国大部分地区
2018.04	山姆会员商店与京东到家共同宣布，双方展开深度合作，在深圳上线京东到家，成为首个入驻京东到家的付费会员制商家
2018.05	山姆会员商店上线上海京东到家平台，提供约1000款高频次购买和高渗透率的商品，涵盖生鲜、母婴、个护、干货等日常商品，以及网红爆款休闲零食类商品

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601933	永辉超市	买入	7.67	0.19	0.16	0.22	40.37	47.94	34.86	5.15
603708	家家悦	买入	21.92	0.66	0.86	1.00	33.21	25.49	21.92	4.75

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032