

再读龙头系列之永辉超市： 打通生鲜产业链，新业态高屋建筑正蓬勃

永辉超市为我国生鲜超市龙头，2008-17 年营收 CAGR 为 29.61%，归母净利润 CAGR 为 26.85%，目前业务分云超、云创、云商和云金四大板块，不断强化传统商超优势并积极拥抱新零售，引入牛奶国际、京东、腾讯为股东，并入股达曼国际、红旗连锁、国联水产等上下游公司，持续强化供应链与零售端优势。

我国超市行业规模大、增速缓、集中度低。我国超市行业规模仅次于美国，2003-17 年 CAGR 达 6.2%。2011 年后受宏观经济放缓及电商冲击等影响，景气度持续下滑。2017 年线下零售整体复苏，叠加电商引流成本增高，冲击弱化、三四线消费升级，超市行业增速拐点回升至 2.3%。国内超市行业集中度显著低于美国市场，缺乏市占率龙头。美国超市 TOP1 沃尔玛市占率高达 25.6%，中国市场 TOP1 大润发市仅有 1.9%，未能拉开差距。美国市场 CR5 高达 37.3%，而中国市场 CR5 仅为 6.8%。区域性垄断经营成为集中度低的重要原因。

线下生鲜“农改超”稳步推进，生鲜超市 2011-16 年规模 CAGR 为 8.9%，加速增长，2016 年达 1.3 万亿元，占整体生鲜升至约 22%-28%，对标发达国家仍显落后，未来份额继续扩大势在必行。生鲜电商洗牌后，阿里、腾讯两逐渐入局，联手线下商超龙头孵化生鲜新零售场景，目前生鲜电商进入稳定期，2017 年达 1418 亿元，占生鲜整体由 2013 年 0.36% 升至 2017 年 3%。

供应链、管理、渠道、板块协同齐发力，共筑永辉核心优势。

1、参股引资绑定优质上游供应商，培育标准专业化直采团队，直采比例超过 70%，带来生鲜低价低损耗优势，结合覆盖 17 省的冷链仓储配送中心深度整合生鲜产业链；2、推行扁平化“合伙人方案”，层级由 9 降为 4 层；启用赛马机制，推动 2011-17 年人效由 44 万增至 69 万元，CAGR 达 7.6%，并于 2017 年 12 月首次推出限制性股权激励计划；3、新业态发力叠加华东区强劲，渠道迎来逆势扩张，2009-2018H1 公司门店由 122 家增至 952 家，CAGR 达 27.3%。绿标店、永辉生活店、超级物种等新业态加快开店，2018H1 新业态展店数量贡献 70% 以上。扩张加速伴随店效优化，18H1 同店增速达 3.3%；4、2017 年，公司形成以云超、云创、云商、云金四大板块携手共进的发展战略，打造零售生态闭环。我们预计 2018-2019 年公司实现净利润 16.18、23.58 亿元，对应 EPS 为 0.17、0.25 元，对应 PE 为 47、32 倍，维持“增持”评级。

风险因素：创新业务开展不及预期；宏观经济波动影响消费；电商对线下分流；租金上涨等。

永辉超市 (601933)

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 10 月 10 日

当前股价：7.81 元

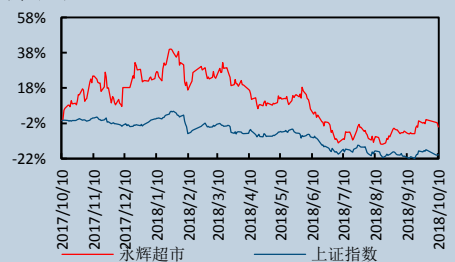
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.49/1.62	7.87/11.04	-3.78/15.44

12 月最高/最低价 (元)	12.32/6.9
总股本 (万股)	957,046.21
流通 A 股 (万股)	797,594.22
总市值 (亿元)	747.45
流通市值 (亿元)	622.92
近 3 月日均成交量 (万)	3,389.7
主要股东	
牛奶有限公司	19.99%

股价表现



相关研究报告

18.09.28	永辉超市 (601933): 云超靓丽, 创新业务及股权激励摊销短期拖累业绩
----------	--



目录

一、公司概况	1
(一) 发展历程：携生鲜业态快速扩张，拥抱新零售稳步布局	1
(二) 引入京东、腾讯、牛奶国际为战投，入股上下游企业强化竞争优势	2
(三) 财务概览：业务快速扩张，毛利率稳步提升	3
二、行业分析	5
(一) 我国超市行业规模大、增速缓、集中度低	5
(二) 生鲜超市稳步推进，线上洗牌后新零售赋能大胆探索	7
(三) 同业比较：高鑫零售、家家悦、步步高、中百集团	9
三、核心优势	12
(一) 深绑上游+直采团队+冷链仓配，整合生鲜供应链	13
(二) 合伙人制度+赛马制+股权激励，鼓励员工创业	15
(三) 全国性逆势扩张，华东区快速崛起，渠道规模优势强	16
(四) 四大板块协同，打造零售生态圈，助力长期成长	17
四、盈利预测与估值	20
五、风险分析	20

图目录

图 1：永辉超市发展大事记一览	1
图 2：永辉超市四大业务板块一览	2
图 3：永辉超市股权结构与直接入股的上下游部分企业（截止 2018 年 6 月 30 日）	2
图 4：2008-2018H1 营业收入与同比增速	3
图 5：2008-2018H1 归母净利润及同比增速	3
图 6：2011-2018H1 公司营业收入分产品构成	3
图 7：2011-2018H1 公司主营业务分产品毛利率（%）	3
图 8：2011-2018H1 公司营业收入分区域构成	4
图 9：2011-2018H1 公司主营业务分区域毛利率（%）	4
图 10：2008-2018H1 公司销售毛利率与销售净利率（%）	4
图 11：2008-2018H1 公司期间费用率（%）	4
图 12：2008-2018H1 公司经营性现金流净额及同比（亿；%）	5
图 13：2008-2018H1 公司 ROE 与杜邦分解（%）	5
图 14：2008-2018H1 公司存货、应收账款和应付账款周转天数	5
图 15：2017 年全球超市市场规模占比情况	6
图 16：2003 年以来我国超市市场规模及增速变动情况	6
图 17：2003 年以来社会消费品零售总额及同比变动情况	6
图 18：2008 年以来全国百家大型零售企业零售额累计同比	6
图 19：2010 年以来重点流通企业销售额—超市累计同比	6



图 20: 2003-2017 年美国超市市占率品牌 TOP 5.....	7
图 21: 2003-2017 年中国超市市占率品牌 TOP 5.....	7
图 22: 2011 年以来我国生鲜交易额	7
图 23: 2008-2017 年我国生鲜交易品类结构	8
图 24: 2011 年以来我国生鲜交易形式结构.....	8
图 25: 2016 年我国生鲜农产品销售渠道结构.....	8
图 26: 2011-2016 年我国生鲜超市规模情况	8
图 27: 2013 年以来生鲜电商规模及增长.....	9
图 28: 2014 年以来五家公司营业收入情况（十亿元）	10
图 29: 2014 年以来五家公司归母净利润情况（亿元）	10
图 30: 2014 年以来五家公司营业收入同比增速情况.....	10
图 31: 2014 年以来五家公司归母净利润同比增速情况.....	10
图 32: 2014 年以来五家公司毛利率情况（%）	11
图 33: 2014 年以来五家公司净利率情况（%）	11
图 34: 2014 年以来各公司期间费用率	12
图 35: 2018H1 各公司期间费用率构成.....	12
图 36: 2014 年以来五家公司存货周转率.....	12
图 37: 2014 年以来五家公司应收账款周转率.....	12
图 38: 传统生鲜产业链示意图	13
图 39: 2017 年中国生鲜网购用户的消费频次.....	14
图 40: 消费者线上购买生鲜产品的看重因素.....	14
图 41: 2011-2017 年永辉人均薪酬呈稳增趋势	15
图 42: 2011-2017 年永辉超市的人效持续提升	15
图 43: 2009-2018H1 门店数量及增速情况	16
图 44: 2012-2018H1 云超门店的同店增长情况	16
图 45: 永辉超市的同店增速与 CPI 趋势一致	16
图 46: 永辉旗下五大业态的发展历程	17
图 47: 2018H1 各业态的渠道数量结构.....	17
图 48: 2014-2018H1 各业态的新增门店数量情况	17
图 49: 2010-2018H1 公司各区域渠道收入占比情况	17
图 50: 2015-2018H1 各区域的收入增速情况	17
图 51: 红标门店的各大区渠道结构	18
图 52: 绿标门店的各大区渠道结构	18
图 53: 永辉云创收入及同比增速	18
图 54: 永辉云创的股权结构	18
图 55: 永辉超级物种门店数量及新增	19
图 56: 麦子工坊等新物种的 SKU	19
图 57: 永辉生活的门店数量及新增门店数量.....	19
图 58: 2018H1 永辉生活的门店区域结构.....	19



表目录

表 1: 生鲜发展电商模式遇到的困难	9
表 2: 2016-2018H1 年四家公司主营项目毛利率情况	11
表 3: 公司深度绑定优质上游供应商	13
表 4: 公司物流配送中心情况一览	14
表 5: 超市行业的采购与物流对比	15
表 6: 股权激励对象分配	15
表 7: 绿标店坪效高于红标店（两年期同店同比口径）	18
表 7: 彩食鲜业务的发展历程	19
表 9: 国内可比公司盈利及估值情况	20
表 10: 永辉超市 2018-2020 年盈利预测（单位：百万元）	21

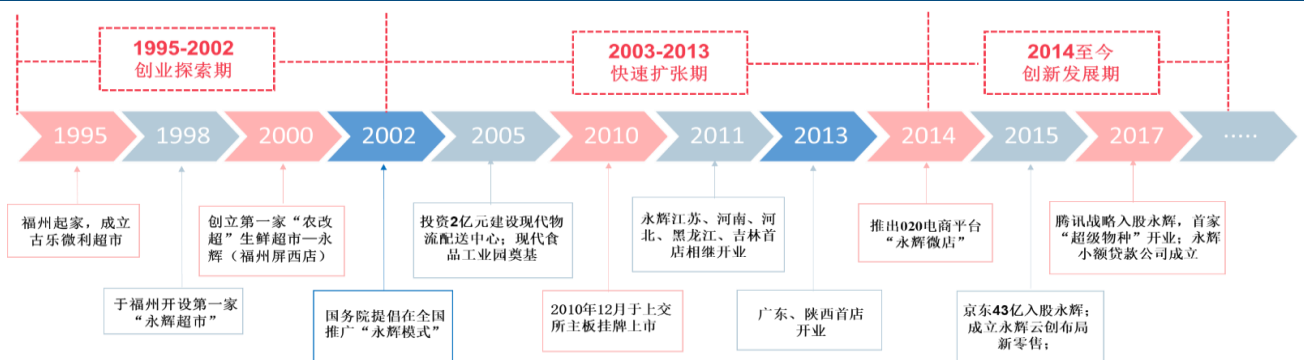
一、公司概况

（一）发展历程：携生鲜业态快速扩张，拥抱新零售稳步布局

永辉超市是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的企业之一，现已发展成为以零售业为龙头，现代物流为支撑，现代农业和食品工业为两翼的大型零售集团，其发展历程可划分为“创业探索期、快速扩张期、创新转型期”三大阶段：

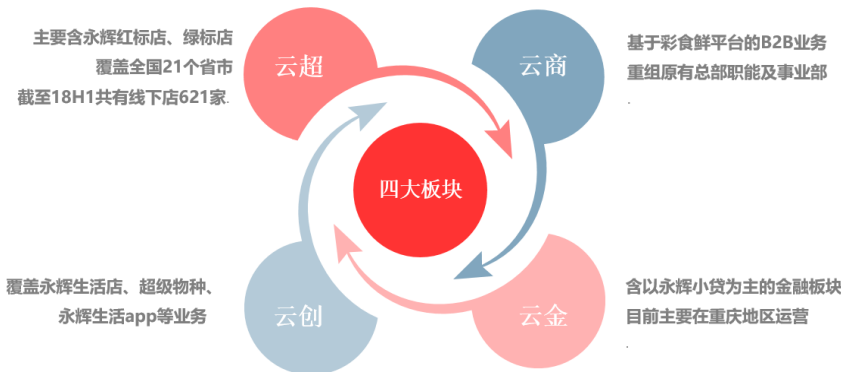
- **创业探索期（1995年-2002年）** 公司创始人张轩松看准超市业态潜力，分别于1995、1998年在福州开设第一家超市及“永辉”超市；2000年在沃尔玛、好又多等巨头进军国内的背景下，公司首创“农改超”、“生鲜业态超市”的永辉模式，从“田头”直接送达“超市”，开启产地化采购的雏形，并成功规避与海外超市在日用百货领域的激烈竞争。2002年国务院七部委联合考察永辉超市，在全国范围内大力推广“永辉模式”。
- **快速扩张期（2003年-2013年）** 公司在生鲜超市大获成功后，迈入蓬勃发展期。2004年公司提出“根植福建、拓展重庆”战略，在福建全省及重庆广泛布局；2005年公司斥资2亿元建设大型物流配送中心，推动采购配送系统升级转型；2009年永辉超市进驻北京，同年实现线下门店100家，营业总额100亿元的双突破。2010年12月永辉超市在上交所成功挂牌上市，在资本市场助力下，永辉先后进入江苏、河南、河北、黑龙江、吉林、广东、陕西市场，在全国范围内大力拓展版图。
- **创新发展期（2014年至今）** 在传统超市业务逐渐逼近天花板之际，永辉积极拥抱“新零售”发展机遇，开启多元化创新发展之路。2014年公司O2O电商平台“永辉微店APP”在福州率先上线，2015年京东集团以43亿元战略入股永辉，在采购资源、线上渠道、物流配送等方面深度合作；同年公司创新业态平台—永辉云创成立，主营超级物种、永辉生活、云创生活等创新项目，先后获得今日资本、腾讯等机构战略入股。2017年永辉零售+餐饮融合店“超级物种”开业，同时成立永辉小额贷款公司布局金融。永辉旗下云超、云创、云商、云金成为未来并行发力的四大板块，共同推动公司创新发展。

图 1：永辉超市发展大事记一览



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 2：永辉超市四大业务板块一览



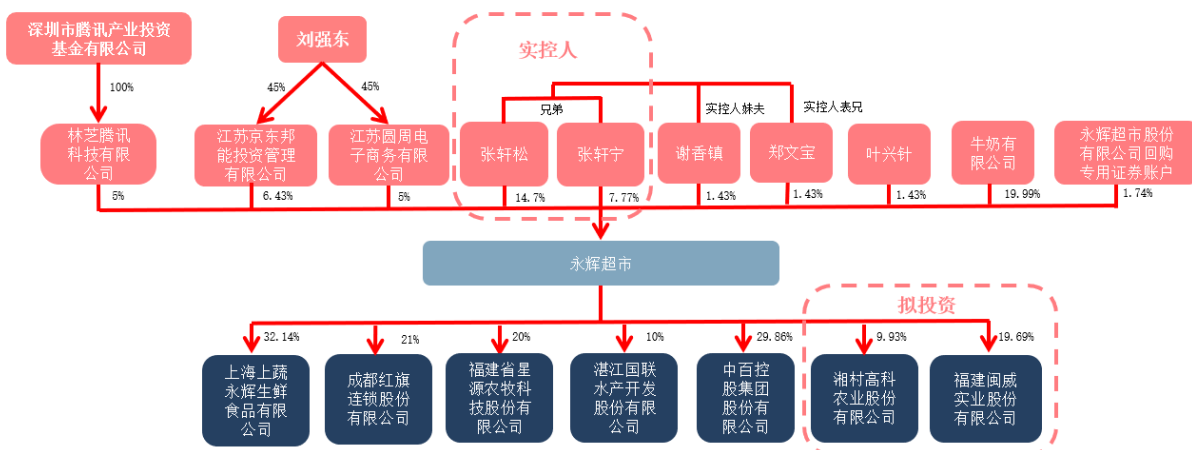
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

（二）引入京东、腾讯、牛奶国际为战投，入股上下游企业强化竞争优势

截止 2018 年 6 月 30 日，公司第一大股东牛奶有限公司持股 19.99%，牛奶有限为牛奶国际子公司，牛奶国际系亚洲著名的零售集团，经营包括超级市场、大型超市、便利店、美健产品零售店及家居用品店，有利于公司在全球采购、高端超市、电子商务、人员借调与培训等方面的发展；公司创始人张氏兄弟合计持股 22.47%，为公司实际控制人，属一致行动人。江苏京东邦能投资管理有限公司持股 6.43%，江苏圆周电子商务有限公司持股 5.00%，二者为一致行动人，第一大股东均为刘强东；林芝腾讯科技有限公司持股 5.00%。公司股权结构合理，创始人张氏兄弟股权牢固，引进牛奶国际战略合作，引入腾讯、京东战略入股，利于公司长期稳定发展。

公司积极向上下游公司入股，持续强化供应链与零售优势。现已直接参股红旗连锁、星源农牧、国联水产、中百控股等公司，并间接入股达曼国际等公司。

图 3：永辉超市股权结构与直接入股的上下游部分企业（截止 2018 年 6 月 30 日）



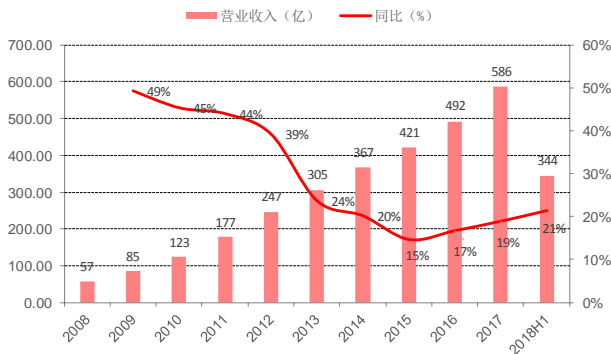
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



(三) 财务概览：业务快速扩张，毛利率稳步提升

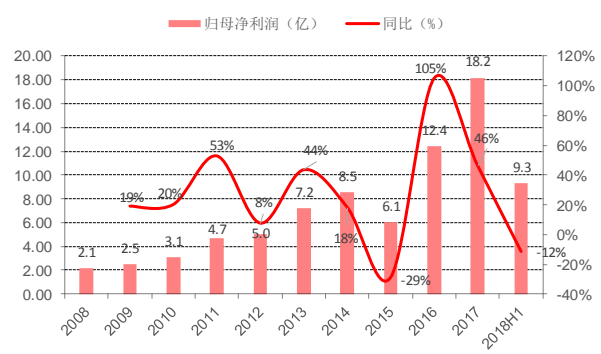
永辉超市经历二十余年的发展，现已成为全国性超市龙头。目前公司业务分为四大板块：云超、云创、云商和云金业务。2008-2017 年公司营业收入 CAGR 为 29.61%，归母净利润 CAGR 为 26.85%，2018H1 公司实现营收 343.97 亿元，同增 21.47%，实现归母净利润 9.33 亿元，同减 11.54%。

图 4：2008-2018H1 营业收入与同比增速



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

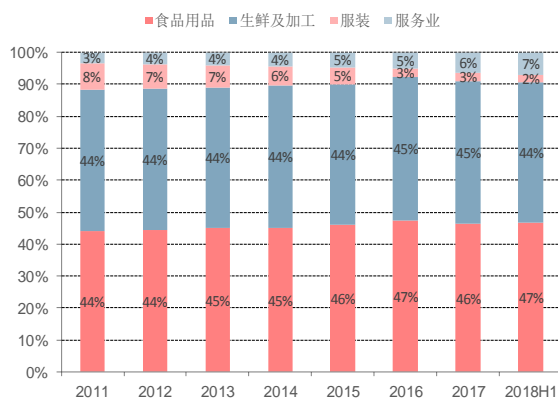
图 5：2008-2018H1 归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

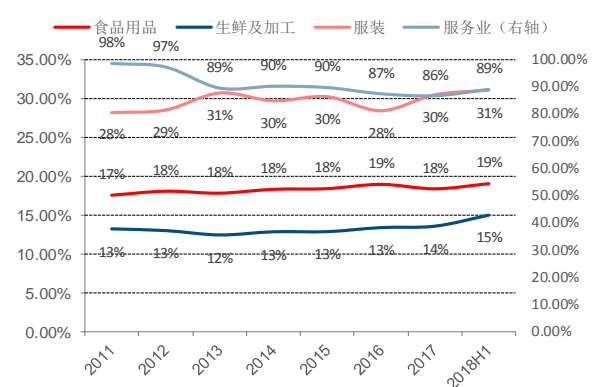
分产品看，食品与生鲜为公司两大主要产品，2011-2018H1 食品与生鲜营收占比分别维持在 44%、47% 左右。服务业占比逐年提升，2018H1 服务业营收占比为 7%。

图 6：2011-2018H1 公司营业收入分产品构成



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图 7：2011-2018H1 公司主营业务分产品毛利率 (%)

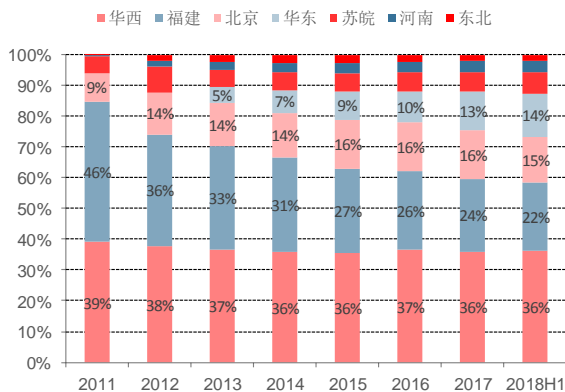


资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

分区域看，华西与福建地区是公司两大传统主力区域，2018H1 营收占比分别为 36%、22%，且毛利率居于各区域前列。福建地区店龄较大，占比随着其他地区业务的开展而出现下降。华西地区收入占比相对稳定，维持在 36% 左右。北京地区销售占比在 2011-2015 年快速增加，从 9% 增加到 16%。2013 年起，公司华东地区业务快速扩容，营收占比从 2013 年的 5% 提升至 2018H1 的 14%。

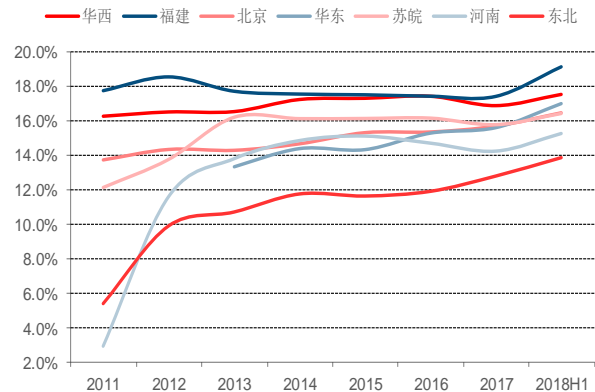


图 8：2011-2018H1 公司营业收入分区域构成



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

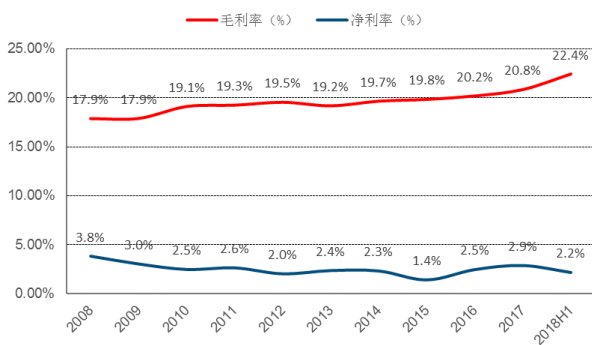
图 9：2011-2018H1 公司主营业务分区域毛利率 (%)



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

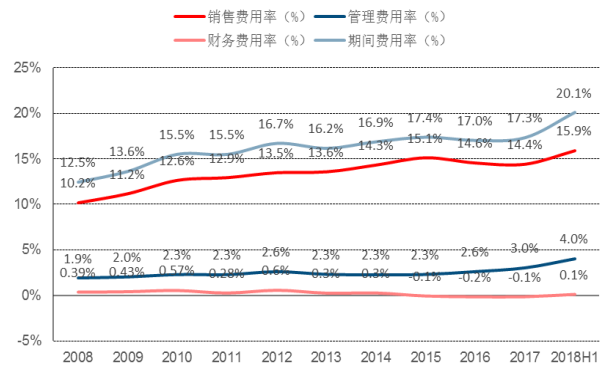
盈利能力方面，毛利率稳步提升，期间费用率短期增加明显。公司毛利率稳步提升，从 2008 年的 17.88% 提升至 2017 年的 20.84%，2018H1 公司毛利率进一步提升至 22.41%，公司毛利率提升的驱动力主要在于生鲜类毛利率的增长以及高毛利率的服务业营收占比增加。受快速展店与股权激励影响，公司 2018H1 销售、管理费用率分别同比+2.49 pct、+1.25 pct 至 15.91%、4.04%，推动期间费用率同比增加 4.15 pct 至 20.08%。

图 10：2008-2018H1 公司销售毛利率与销售净利率 (%)



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图 11：2008-2018H1 公司期间费用率 (%)



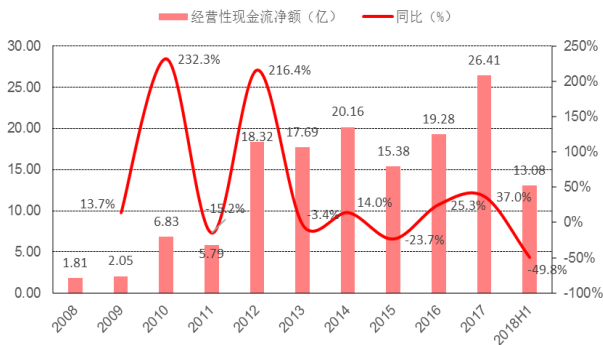
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

经营性现金流充沛，基本保持持续增长趋势。2008-2017 年，公司经营性现金流净额从 1.81 亿元增长至 26.41 亿元，CAGR 为 34.72%，充沛的现金流表明公司在快速扩张过程中保持良好的经营质量和流动性。

增发影响释放，ROE 出现回升趋势。2013、2015 和 2016 年公司分别通过定向增发募集资金 10 亿、57 亿和 64 亿元，增发使得杠杆率与资产周转率下降，导致 2015-2017 年公司 ROE 均处于个位数水平，分别为 6.49%、7.9%和 9.27%。2018H1 公司杠杆率、资产周转率（年化）分别较 2017 回升 0.24、0.09，推动公司上半年 ROE（年化）较 2017 提升 0.43 pct 至 9.7%。

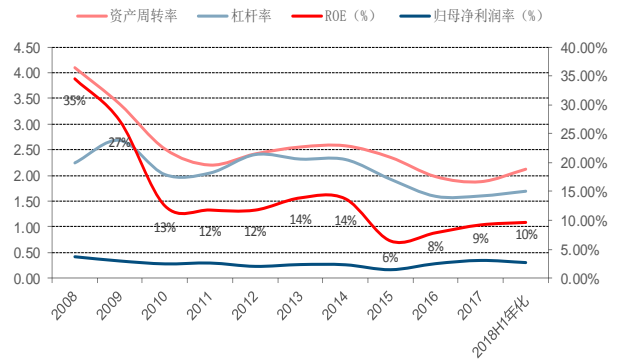


图 12: 2008-2018H1 公司经营性现金流净额及同比(亿; %)



资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

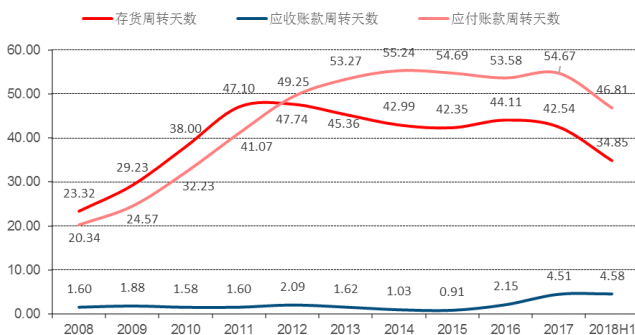
图 13: 2008-2018H1 公司 ROE 与杜邦分解 (%)



资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

2011 年后, 公司存货周转天数总体下降、应付账款周转天数总体上升。公司存货周转天数从 2011 年的 47.1 天降低到 2017 年的 42.54 天, 应付账款周转天数从 2011 年的 41.07 天上升到 2017 年的 54.67 天, 表明公司存货管控能力和供应商议价能力的提升。

图 14: 2008-2018H1 公司存货、应收账款和应付账款周转天数



资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

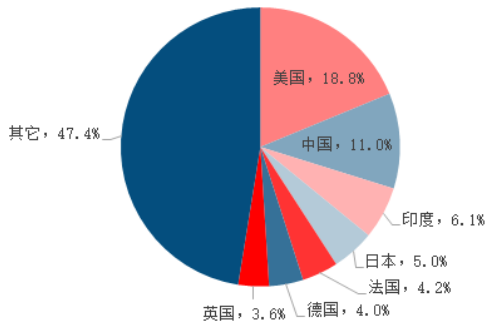
二、行业分析

(一) 我国超市行业规模大、增速缓、集中度低

根据 Euromonitor 统计, 2007 年我国超市行业市场规模首次超过日本, 此后连续十年稳居世界第二, 仅次于美国, CAGR 达 6.2%。2003-2011 年, 得益于国内经济的强劲以及零售行业的快速发展, 超市市场规模维持近 9% 的高增长。2012-2016 年, 受国内宏观经济放缓及电商冲击等影响, 超市行业景气度持续下滑, 增速进入下行通道, 从高峰时 9.7% 滑落到最低仅 1.2%。2017 年在线下零售行业整体复苏的环境下, 受益于电商冲击弱化、三四线消费升级, 国内超市行业增速小幅回暖, 同比增速拐点回升至 2.3%。

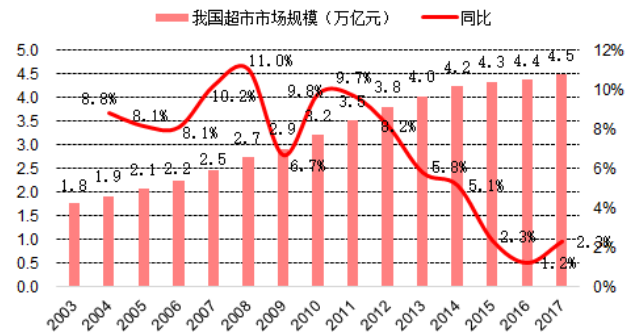


图 15：2017 年全球超市市场规模占比情况



资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

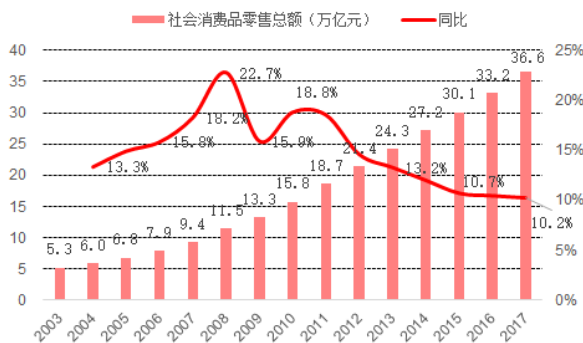
图 16：2003 年以来我国超市市场规模及增速变动情况



资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

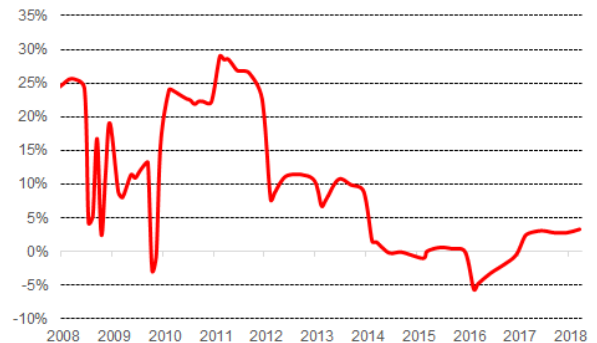
国家统计局数据显示，2012 年始，我国零售行业增速七年来持续走低，社会消费品零售总额增速下降约 9 个百分点至 10.2%（2017 年）。其中，线下零售方面，全国百家大型零售企业零售额从双位数增长下滑至个位数，2016 年更是出现罕见的负增长；超市作为线下零售行业重点之一，销售额增速同样连年下降，2017 年年初降至低谷（3.8%）。2017 年线下零售逐渐回暖，百家大型零售企业零售额全年保持正增长，增速为 2.8%；下半年超市行业增速迎来拐点，2018 年 2 月回升至 5.6%，呈现弱复苏态势。

图 17：2003 年以来社会消费品零售总额及同比变动情况



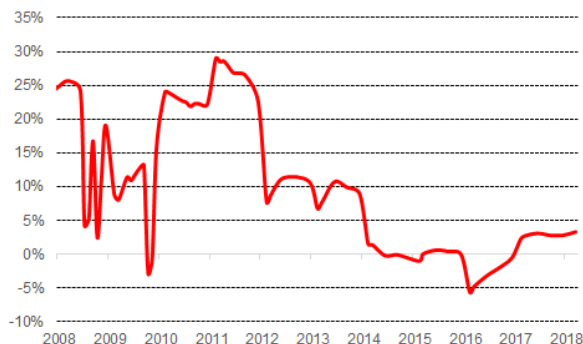
资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

图 18：2008 年以来全国百家大型零售企业零售额累计同比



资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

图 19：2010 年以来重点流通企业销售额—超市累计同比



资料来源: WIND, 中信建投研究发展部

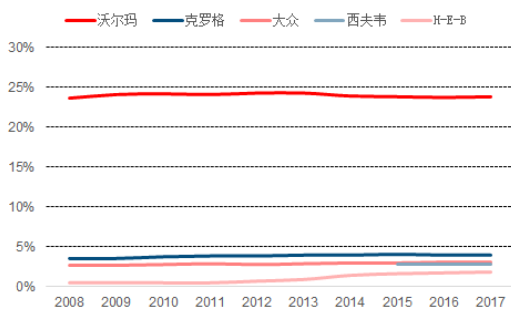
国内超市行业集中度显著低于美国市场，缺乏市占率龙头。Euromonitor 数据显示，中美两国超市市场份额在品牌间的分布具有较大差距，从龙头企业来看，2017 年美国超市上，市占率第一的沃尔玛占比高达 25.6%，



远超第二名克罗格的4.0%，其在美销售额为2659亿美元。反观中国市场，排名第一的大润发市占率仅有1.9%，与后三名差距较小，且占比极小，未能拉开差距。从集中度看，美国市场CR5高达37.3%，而中国市场CR5仅为6.8%，集中度低，品牌格局分散。区域性垄断经营成为集中度低的重要原因，在二三线城市，早期由于上游渠道相对固化以及地方国企利好加持，区域连锁超市垄断当地大量资源，并利用积分、促销等方式提升客户留存率，形成区域优势壁垒，阻碍全国连锁龙头进一步向下延伸发展。

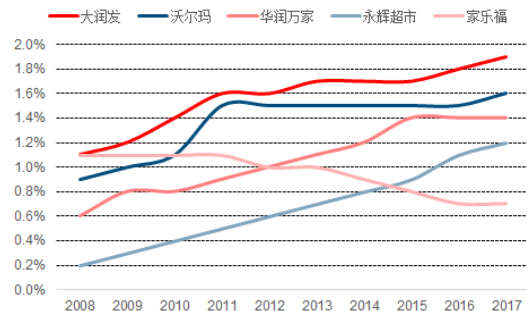
内资超市逐渐崛起，有望加速超越国外龙头。从市占率的时间维度上看，大润发、沃尔玛近五年在华表现一般，增长势头有所放缓；家乐福在华表现近十年较为低迷，市占率呈下行走势，2018年初与腾讯、永辉超市达成入股意向；反观本土，从福州起家的永辉超市，经历层层跨区域发展，逐渐从区域性商超转向全国性商超，其市占率上升势头强劲，未来几年有望超越国外龙头跃居市占率榜首；华润万家虽然近两年市占率增速放缓，但在2014年之前相较国外龙头同样保持市占率的高度增长。

图 20：2003-2017 年美国超市市占率品牌 TOP 5



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 21：2003-2017 年中国超市市占率品牌 TOP 5

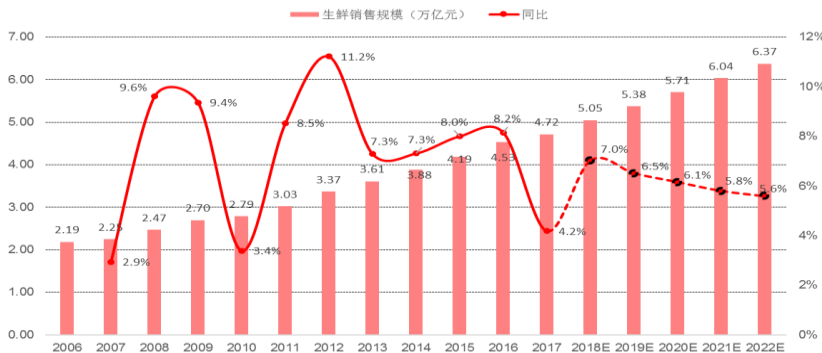


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

（二）生鲜超市稳步推进，线上洗牌后新零售赋能大胆探索

民以食为天，作为最刚需的饮食需求，生鲜产品无疑是最高频、无论线上线下都最能引流的消费品。我国庞大的人口支撑起万亿级生鲜市场，据 Euromonitor 统计，2006-2017 年我国生鲜销售规模稳定增长，CAGR 达 7.24%，2017 年同比增长 4.2% 至 4.72 万亿元，预计未来五年增速回升至 5%-7%，至 2022 年生鲜交易规模突破 6.37 万亿元。

图 22：2011 年以来我国生鲜交易额

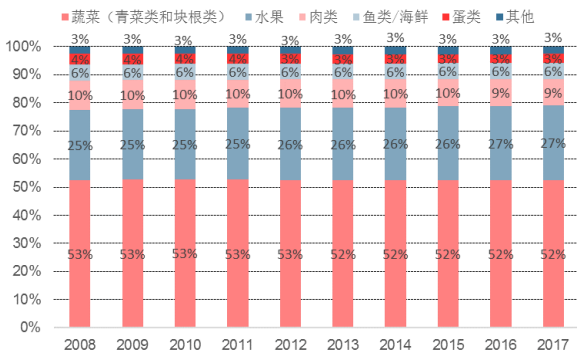


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部



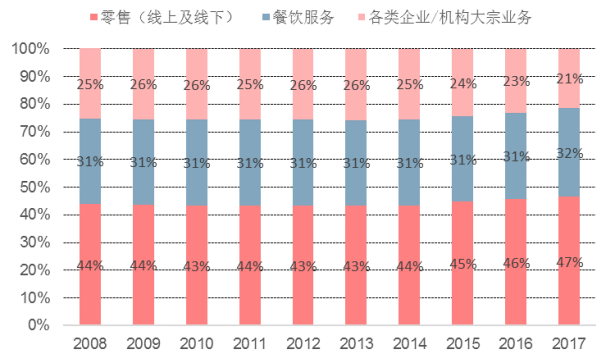
我国生鲜消费品类结构比较稳定，一定程度代表我国居民饮食习惯，其中蔬菜类（青菜及块根类）消费占比超一半，水果、肉类、鱼类/海鲜、蛋类分别约 27%、9%、6%、3%。从交易形式看，直接面向终端消费者的生鲜零售（线上及线下）渠道占比最高，从 2008 年的 44% 升至 2017 年的 47%，餐饮服务与各类企业/机构大宗业务各占约 32%、21%，大宗业务比例呈下降趋势。

图 23：2008-2017 年我国生鲜交易品类结构



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 24：2011 年以来我国生鲜交易形式结构

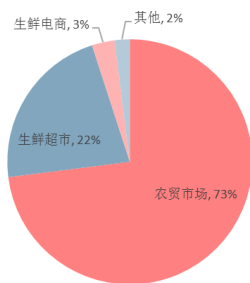


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

从生鲜销售渠道上看，线下方面，传统的农贸市场、个体农户街边摊仍然是占据主体，据易观《2016 中国生鲜电商物流行业专题报告》数据，2016 年我国生鲜农产品零售中农贸市场占比仍高达 73%。传统农贸市场脏乱差居多，加工条件简陋，生鲜进货来源杂乱且缺乏质量管理，产品质量难以得到保证，生鲜超市作为农贸市场各方面的升级货场，保障安全、卫生的同时，设立专业采购系统进行批量采购、统一配送也使得进货成本降低，定价更加公正统一。自从行业先驱者永辉超市于 2001 年率先将生鲜引进现代超市后，2009 年中央 1 号文件提出“支持大型连锁超市和农产品流通企业开展农超对接”，各级政府不断支持鼓励生鲜零售业态升级，线下生鲜“农改超”一直稳步推进。我国生鲜超市 2011-2016 年销售规模 CAGR 为 8.9%，且呈加速增长态势，2016 年达到 1.3 万亿元，占整体生鲜销售规模升至约 22%-28%。

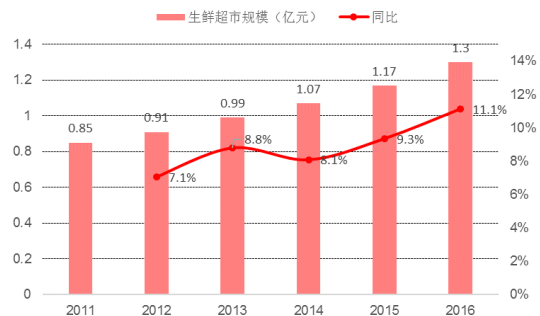
对标发达国家，美国、德国的生鲜农产品 90% 是通过连锁超市和食品商店销售，日本生鲜该类渠道占比也达到 70%。我国目前差距较大，虽然居民买菜习惯更改需要时间、生鲜超市经营难度大、城区设计不合理导致搬迁困难等原因使得“农改超”进程较为缓慢，尤其是在中小城市推进受阻，但出于人们对健康生活和高质量的需求，未来生鲜超市份额继续扩大是势在必行的。

图 25：2016 年我国生鲜农产品销售渠道结构



资料来源：易观，中信建投研究发展部

图 26：2011-2016 年我国生鲜超市规模情况



资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

生鲜电商的起起伏伏是行业渠道另一重要特征，2005 年易果生鲜的成立，为我国首家生鲜电商，行业进入探索期。2009 年以后随着电商勃兴，各个消费品类线下渠道均受到来自线上的明显冲击，生鲜作为最具引流聚



客效应的消费品同样被诸多电商视作必须攻下的山头。市场大幕拉开，一时间众多生鲜电商如雨后春笋涌现，2012年被视作生鲜电商元年，是年顺丰优选、京东生鲜等巨头进场，行业高速发展。但生鲜由于非标准化、难保存易变质、实物体验重要性强等特殊性质，导致其与电商的结合在行业粗放式增长时很快显示出水土不服，诸多生鲜电商其亡也忽焉，据尚农生活馆统计，2015年以来累计有近35家生鲜电商倒闭或转型，其中绝大多数经营不超过5年。

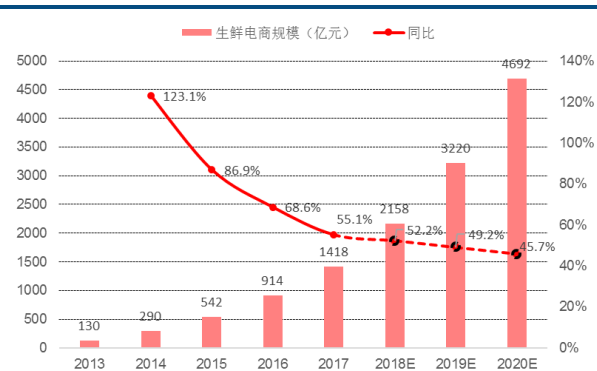
表 1：生鲜发展电商模式遇到的困难

	内容
易破损、变质	生鲜品类在运输和仓储的过程中特别容易受温度、搬运情况的影响而发生变质、破损，品质保障有难度。
冷链物流体系不发达	生鲜品类众多且生产地分散，长距离运输不可或缺，但我国冷链物流技术发展落后，运输成本高，自建冷链物流亦需要大量资金。
生鲜附加值低	售卖未加工的初级生鲜产品利润低，行业生存空间自然较小。
生鲜标准化难	生鲜产品不易标准化，同时国内以小农经济为主，使得生鲜集群效应较弱，分散化非标不适应线上做大。
实物体验十分重要	消费者及其关注生鲜品质，线上无法达到线下的直观性，而生鲜质量又很难保障，造成整体消费体验较差。

资料来源：易观，中信建投研究发展部

市场洗牌之后，资本开始明显向龙头集中，阿里、腾讯两大巨头逐渐入局圈地，在整体电商流量成本提升的大背景下，综合生鲜与电商的诸多不和谐之处，重新重视线下门店覆盖、供应链精细化管理、消费者体验佳等优势，以新零售模式变“分流”为“加持”。一方面投资行业胜出者（阿里投资易果生鲜、腾讯投资每日优鲜），协助其夯实冷链物流等关键环节，稳固龙头地位；另一方面联手其控股或参股线下商超龙头，孵化生鲜新零售场景，阿里联手新华都等创立盒马鲜生，永辉超市获腾讯参股投资并设立超级物种，共同代表当下生鲜新零售模式的代表，均实现迅速扩张。经历整合其增速迅速下滑后，目前生鲜电商进入稳定期，2017年规模同比增长55.2%至1418亿元，占生鲜整体规模由2013年的0.36%升至2017年3%。新模式探索期内生鲜电商整体仍处亏损，但易观预测在龙头支持下，整体规模未来三年仍能保持45%以上增速。

图 27：2013 年以来生鲜电商规模及增长



资料来源：易观，中信建投研究发展部

（三）同业比较：高鑫零售、家家悦、步步高、中百集团

营业收入及业绩规模：高鑫零售营收业绩稳居第一，永辉第二，同业层次明显。

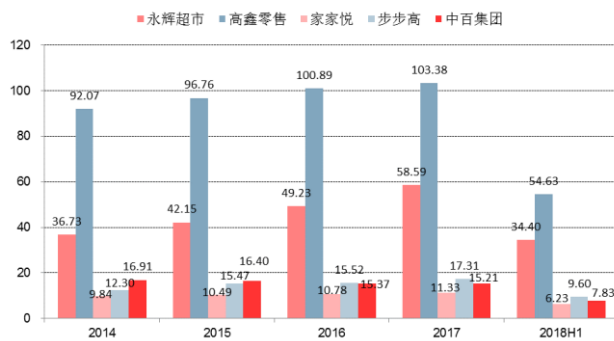
2014 年以来高鑫零售营业收入遥遥领先，稳居五家公司中首位，且 2018 年仍保持较高的增长速率，2018 半年度营业收入达 546.3 亿元。2015-2017 年永辉超市、步步高、中百集团、家家悦分列二至五位。其中，永辉



超市稳中有进，在五家公司中持续保持第二的领先地位，2018 半年度营业收入同比增长 21.47% 至 344 亿元，与高鑫零售营业收入差距逐渐缩小。

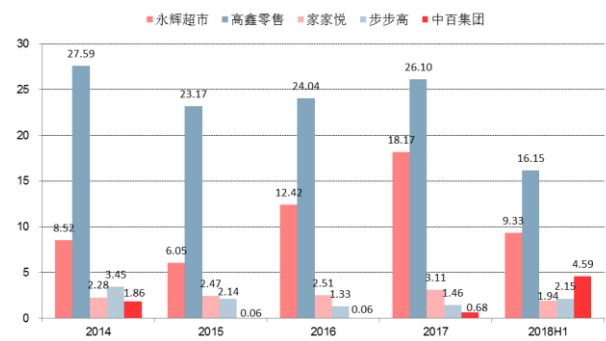
业绩方面，2014-2015 年高鑫零售仍然稳居首位，与其余公司净利润差距较大。永辉超市归母净利润在经过 2016 年的快速增长，于 2017 年净利润达 18.17 亿元，高鑫零售达 26.1 亿元两者处于第一梯度。2015-2017 年家家悦、步步高与中百集团分列三至五位。中百集团 2018 年业绩创新高，2018 半年度归母净利润达 4.59 亿元，超越家家悦与步步高位于第三。

图 28：2014 年以来五家公司营业收入情况（十亿元）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 29：2014 年以来五家公司归母净利润情况（亿元）



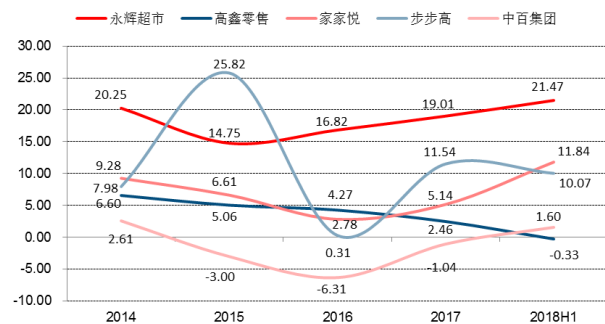
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

成长性：永辉超市营收增速遥遥领先

除步步高 2015 年以 25.82% 的营收增速排列第一外，永辉超市在其余年份均保持了第一的营收增速，且增速自 2015 年开始逐年提升，截止 2018 上半年度永辉超市营收同比增速达 21.47%，超越其在 2014 年达到的 20.25% 的同比增速。步步高 2014-2017 年营业收入增速波动较大，2018 增速回稳。高鑫零售营收同比增速逐年下降，至 2018 上半年度营业收入下滑 0.33%。家家悦增速明显，2018 上半年度位于第二，同比增速 11.84%。而中百集团摆脱了近三年来的营业收入下滑，2018 上半年度营收出现增长，同比增速达 1.60%。

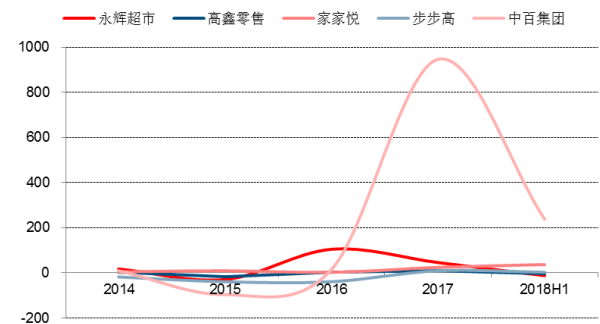
2014 年永辉超市归母净利润增速位居首位，此后出现波动，2016 年净利润增速达顶峰 105.18% 后，增速迅速放缓，至 2018 上半年度净利润同比下降 11.54%。中百集团受资产证券化项目确认投资收益的影响，归母净利润实现巨大增长，2017 年净利润同比增速达 946.18%。家家悦业绩增速情况向好，2018 上半年度净利润增速为 35.63%，超越永辉超市达同业第二位。

图 30：2014 年以来五家公司营业收入同比增速情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 31：2014 年以来五家公司归母净利润同比增速情况



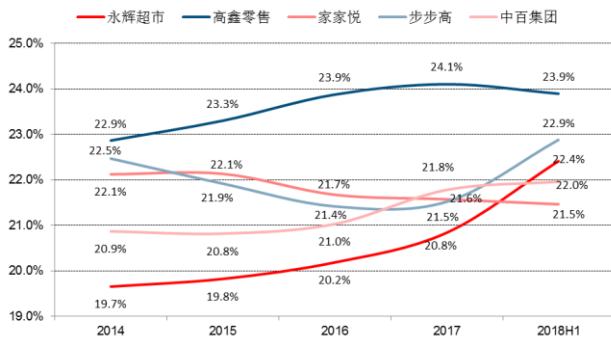
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



盈利能力：毛利率稳步提升，净利率短期承压

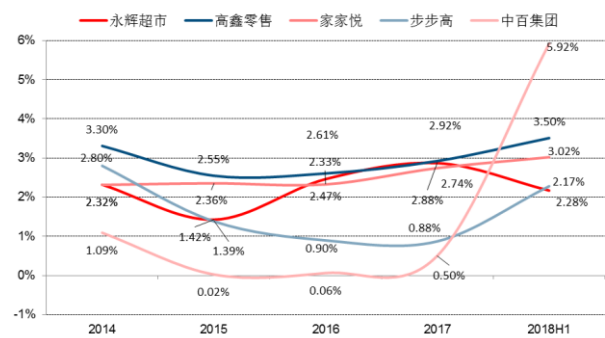
毛利率方面，高鑫零售毛利率始在可比公司中保持最高水平，2014-2017年永辉超市毛利率在可比公司中处于低位，但稳步上升趋势明显。2018H1 永辉超市毛利率提升至 22.4%，仅次于高鑫零售(23.9%)与步步高(22.9%)。净利率方面，2016-2017年永辉超市净利率与高鑫零售、家家悦同处于第一梯队，但 2018H1 公司受云创业务与股权激励费用拖累，净利率水平有所下滑。

图 32：2014 年以来五家公司毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 33：2014 年以来五家公司净利率情况 (%)



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

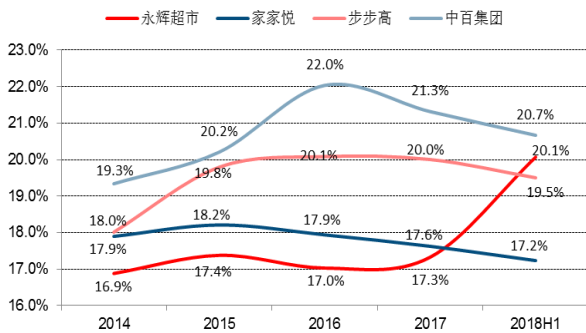
表 2：2016-2018H1 年四家公司主营产品毛利率情况

	项目	2016	2017	2018H1
永辉超市	食品用品	18.93%	18.34%	19.02%
	生鲜及加工	13.35%	13.54%	15.01%
	服装	28.45%	30.46%	31.03%
家家悦	食品化洗	16.73%	18.00%	18.17%
	生鲜	15.03%	15.34%	15.47%
	百货	22.05%	22.11%	21.23%
步步高	超市	16.71%	17.40%	16.93%
	百货	15.83%	15.02%	15.46%
	家电	12.42%	8.79%	—
中百集团	批发	5.26%	14.07%	—
	超市	21.27%	22.50%	22.36%
	房地产	6.66%	—	—

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

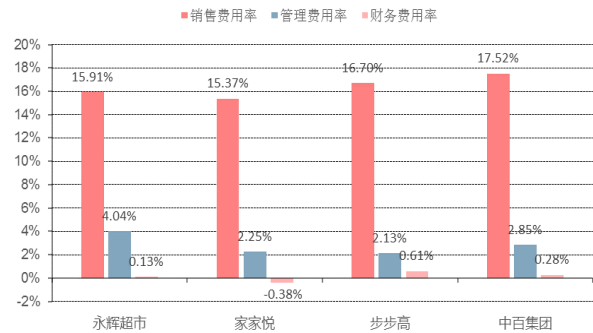
费用率方面，家家悦期间费用率在可比公司中最高，2014-2017年永辉超市期间费用率在可比公司中处于最低，但 2018H1 公司受快速展店与股权激励影响，期间费用率增加至 20.1%，在可比公司中位列第二。

图 34：2014 年以来各公司期间费用率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 35：2018H1 各公司期间费用率构成



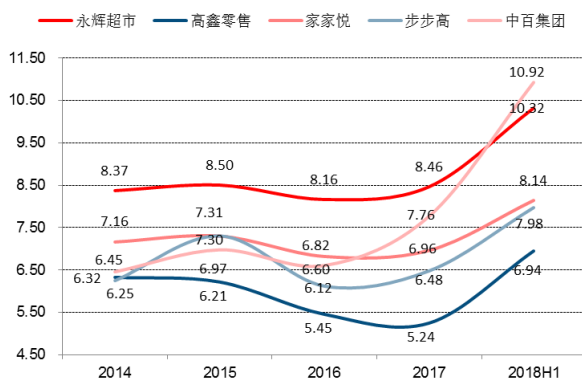
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

运营能力：永辉超市存货周转率优于同业平均水平

存货周转率 2014 至 2017 年以来永辉超市大幅领先同业，存货周转率依次为 8.37、8.50、8.16、8.46。至 2017 年中百集团、家家悦、步步高、高鑫零售分列存货周转率水平的二至五位。而 2018 上半年度，中百集团存货周转率超越永辉超市位居第一。在应收账款周转能力方面，虽然家家悦自 2015 年起应收账款周转率逐渐下降，但对于其余公司而言仍具有明显优势，2018 年家家悦年化应收账款周转率达 598.56。而永辉超市应收账款周转率连年走低，2017 年应收账款周转率 79.88 位居末尾。

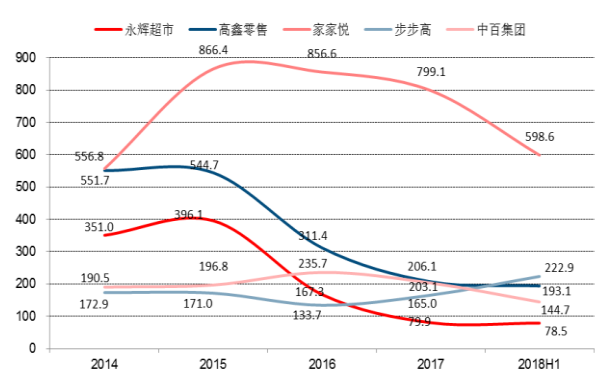
永辉超市存货周转能力优于行业平均的原因依然受益其较强的供应链管理能力和高门店地区覆盖率，公司 2018 年也继续通过入股并购方式锁定上游供应商，加强了其存货管理能力。而永辉超市应收账款周转率的持续走低主要受其业务板块扩张的影响，其中云金业务报告期内完成金融收入同比增长 130%，实现盈亏平衡，贷款总额突破 7.6 亿元，拉低了其应收账款周转率。

图 36：2014 年以来五家公司存货周转率



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 37：2014 年以来五家公司应收账款周转率



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

三、核心优势

多年来，永辉通过与上游股权绑定，打造生鲜直采团队，搭建冷链仓配体系，以不断夯实生鲜供应链壁垒，提供安全高品质生鲜食材，与外资商超形成差异化竞争。并且推出“合伙人机制”，采用赛马机制，推出股权激励，调动员工动力，促进规模逆势扩张、零售效率提升与业态持续创新，构筑持久护城河。

（一）深绑上游+直采团队+冷链仓配，整合生鲜供应链

1、股权绑定生鲜供应商

公司通过参股与引资的方式向上游生鲜供应链延伸，以绑定上游的优质货源，实现全球化采购，提升优质产品丰富度；以自营与合作相结合的方式建立 20 多个农业生产基地，根据季节和营销节点，引入并推广差异化的生鲜单品，2017 年生鲜千万级以上单品增加 11 支至 208 支，以提高下游客户的消费粘性。通过与生鲜源头生产商、制造商合作，目前永辉生鲜直采比例超过 70%，带来生鲜低价低损耗优势（损耗率 3-4%），并且凭借全国密集门店布局，形成较强的单品议价能力，集中化采购的规模优势突出。

表 3：公司深度绑定优质上游供应商

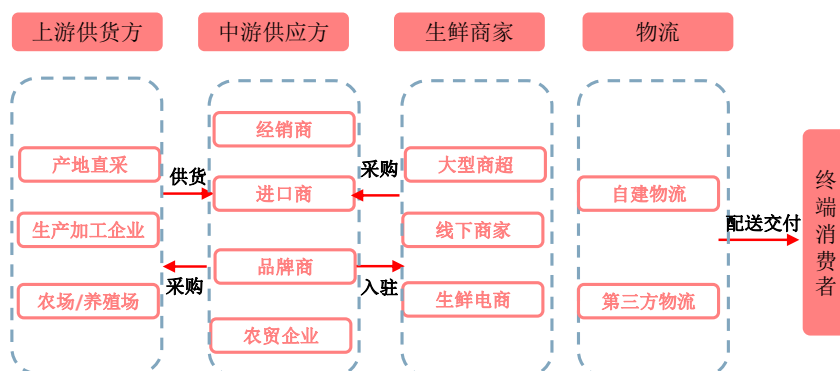
时间	重要内容
2014 年 8 月	牛奶国际入股永辉，持股 19.99%，开放其生鲜食品采购、加工和自有品牌开发等。
2015 年 11 月	永辉与韩国食品巨头 CJ 集团成立合资公司 JV1 和 JV2
2017 年 1 月	收购全球零售服务商达曼国际 40% 的股权以强化公司供应链能力。
2017 年 3 月	永辉超市入股福建星源农牧（生猪、猪肉），持股 20%
2017 年 10 月	出资 3015 万元控制东展国贸 45% 股权，其为澳大利亚乔治鲜奶代理商
2017 年 12 月	两次增资红旗连锁，持股 21%，合作打造中国领先的社区冷链物流配送体系。
2018 年 3 月	永辉入股广东湛江国联水产，持股 11%，将首选采购国联水产产品。
2018 年 6 月	永辉入股湖南湘村高科农业（黑猪），持股 9.93%
2018 年 6 月	永辉入股福建闽威（海鲈鱼），持股 19.69%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2、培育专业化直采团队

公司编制了 800 多万字严格标准化的内部生鲜流程控制手册，涵盖数千种商品的品性描述、采购谈判、分拣技巧、保鲜维护等内容。公司建立了 700 多人的具备多年丰富经验的生鲜买手团队，买手深入全国各地的农产品原产地，根据消费者需求进行全品类选品，提高从源头直采商品的比例，缩短生鲜产品的供应链链条，保障生鲜产品的丰富度、高品质、性价比。而传统生鲜产业链较长，包括上游供应商、中游经销商、下游零售商，最后再到终端消费者。

图 38：传统生鲜产业链示意图



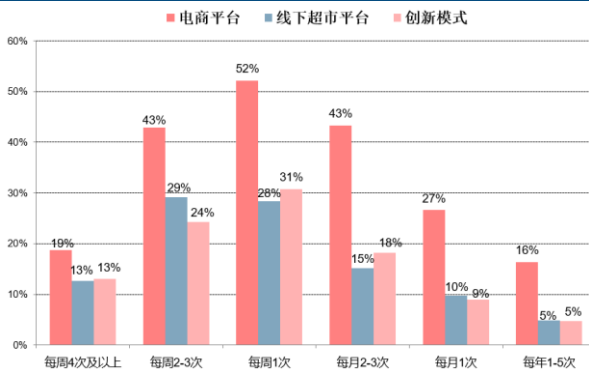
资料来源：亿邦动力网，中信建投研究发展部



3、自建仓配，降低成本，强化控制

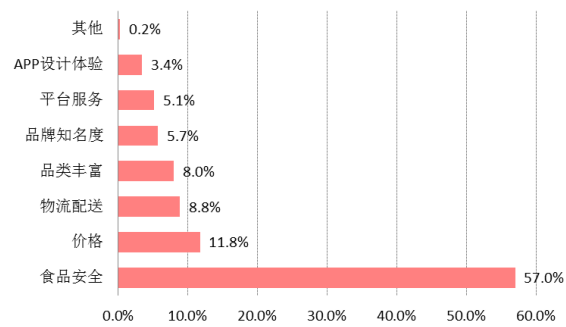
公司投资搭建了冷链仓储与物流配送中心及系统，供应商将商品送至物流中心后，再由永辉物流中心配送至门店，永辉线下门店作为“前置仓”，使得商品能够迅速触达客户端到家业务，满足“最后一公里”的配送服务，在降低成本的同时保证物流配送时效和商品新鲜品质。2018 年与腾讯合作推出“卫星仓”，在腾讯的支持下进一步巩固护城河。根据艾瑞咨询发布的《2018 中国生鲜电商行业消费洞察报告》，仓配是决定生鲜线上业务能否成功的第三大重要因素。

图 39：2017 年中国生鲜网购用户的消费频次



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 40：消费者线上购买生鲜产品的看重因素



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

目前永辉在全国 17 个省市拥有 12 个物流配送中心，总运作面积 37 万平方米，物流中心根据温度带区分，常温及集成中心 17 个，定温配送中心（含中转仓）5 个，配送服务对象为云创和云超及线上客户（企业购）。2017 年作业额为 312 亿，同比提升 16.4%。

表 4：公司物流配送中心情况一览

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
2013.10	河南郑州	RDC	租赁	50	河南大区	6	20
2014.07	四川彭州	RDC	自营	108	四川地区	50	100
2014.01	江苏南京	EDC	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
2015.05	辽宁沈阳	RDC	租赁	20	沈阳、哈尔滨、吉林	5	10
2015.12	广东东莞	RDC	3PL	20	广东、深圳	5	10
2015.04	河北石家庄	RDC	租赁	50	石家庄	4	1
2015.11	浙江杭州	RDC	3PL	20	浙江	5	10
2016 年	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						

注：CDC——全国性物流中心，RDC——区域性物流中心。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 5：超市行业的采购与物流对比

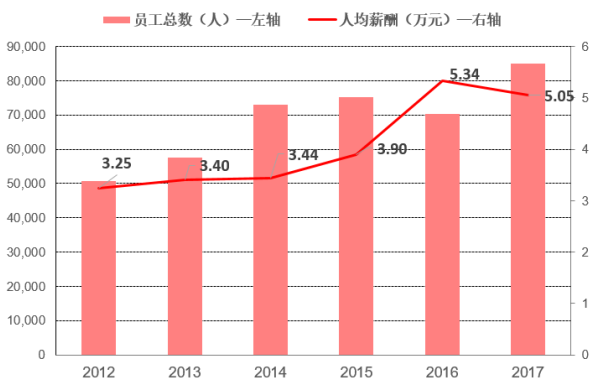
项目	永辉超市	家家悦	中百集团	盒马鲜生
采购	全国统采 70-80%，地方采购 20-30%	省内采购 50%以上、省外采购 40%-45%、全球采购 5%左右	直采 20%以上，依靠上游供应商其他	部分直采，主要依靠上游供应商
物流	12 个物流中心	正在募投物流中心，5 个生鲜物流中心	2 个中心仓，3 个区域仓	正在建设盒马中心仓

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（二）合伙人制度+赛马制+股权激励，鼓励员工创业

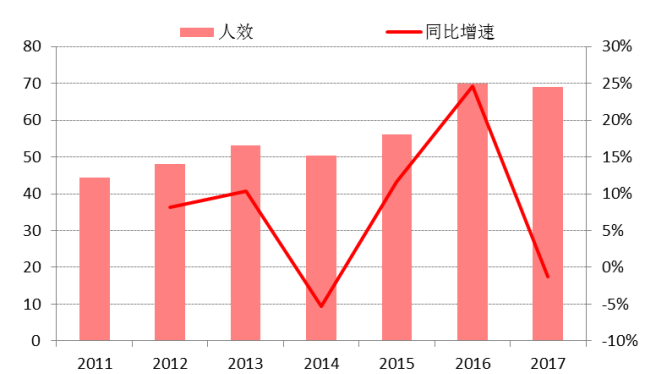
2013 年公司深化变革组织管理模式，实现矩阵式向平台型组织转变，首次采取简单、高效、扁平化的“合伙人方案”，将原来的 9 层级转变为 4 层级，并于 2015 年全面推行。合伙人制以门店为单位进行核算，合伙人团队独立决定薪酬标准和人员招聘等，增量部分的利润在总部和员工之间进行不同比例分配。2015 年起推行赛马机制，将覆盖省份划分两个集群，发展适度紧张的良性竞争，促进经营提质增效，永辉超市的人效从 2011 年的 44.4 万元增长到 2017 年的 69 万元，CAGR 为 7.6%。

图 41：2011-2017 年永辉人均薪酬呈稳增趋势



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 42：2011-2017 年永辉超市的人效持续提升



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2017 年 12 月公司首次推出限制性股权激励计划，拟以 4.58/股的价格向 339 名激励对象授予 1.67 亿股限制性股票，占总股本的 1.74%，授予价格为 4.58 元/股，业绩考核目标为 2018-2020 年归母净利润同比增长率不低于 20%，或营业收入同比增长不低于 25%（剔除云创、云商板块创新公司对净利润的影响），以股权绑定核心员工利益，激励对象覆盖面广，有助于全面调动员工积极性，也充分彰显对未来发展的信心。

表 6：股权激励对象分配

人员类型	获授股票数量 (万股)	占授予股份比例	占总股本比例	人员类型
战略管理层 (2 人)	1092.9	6.56%	0.11%	战略管理层 (2 人)
核心管理层 (27 人)	2950.83	17.7%	0.31%	核心管理层 (27 人)
重要经营层 (75 人)	4917.75	29.51%	0.51%	重要经营层 (75 人)
核心业务骨干 (235 人)	7705.65	46.23%	0.81%	核心业务骨干 (235 人)
核心业务骨干 (235 人)	7705.65	46.23%	0.81%	核心业务骨干 (235 人)

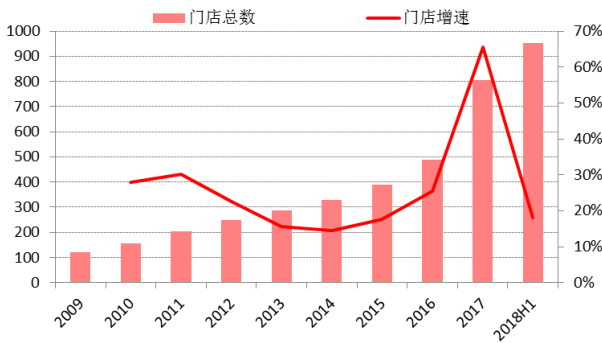
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



(三) 全国性逆势扩张，华东区快速崛起，渠道规模优势强

新开门店成为驱动公司收入增长的核心力量。2009-2018H1，公司门店数量由 122 家增加至 952 家，CAGR 达到 27.34%；2015 年之后，公司进一步加快开店步伐，2016-2017 年，门店净开店速度提高至 25.5%、65.5%。

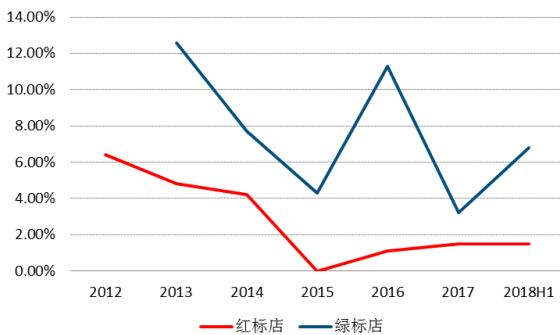
图 43：2009-2018H1 门店数量及增速情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

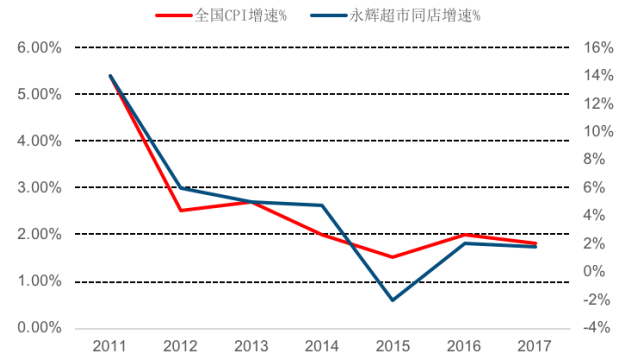
2018H1，门店外延速度为 18.1%，同店增长 3.3%，其中红标店与绿标店的同店增速为 1.5%与 6.8%，扩张提速的同时经营质量得以优化。从历史数据来看，永辉超市的同店增速与 CPI 有强正相关性，主要是超市以销售食品饮料等必需品类为主，需求价格弹性较小，CPI 上行带动价格上涨，因此未来超市同店增速有望受益于 CPI 抬升。

图 44：2012-2018H1 云超门店的同店增长情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 45：永辉超市的同店增速与 CPI 趋势一致



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

渠道扩张的驱动力主要来源于两大方面：

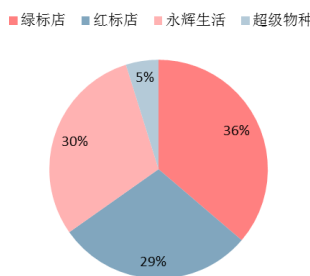
- **新业态加快开店：**目前公司拥有红标店、绿标店、精标店、永辉生活和超级物种五种业态。截至 2018H1，绿标店 345 家、永辉生活 10 城达 285 家、红标店 276 家、超级物种 10 城达 46 家，占比分别为 36%、30%、29%、5%。2017 年公司净增门店数量 332 家，其中红绿标店新增 133 家门店，永辉生活新增 172 家，超级物种新增 27 家。2018H1，公司净增门店数量 146 家，其中红绿标店新增 42 家（闭店 3 家），永辉生活新增 96 家（闭店 11 家），超级物种新增 19 家，新业态展店数量贡献 70% 以上。

图 46：永辉旗下五大业态的发展历程



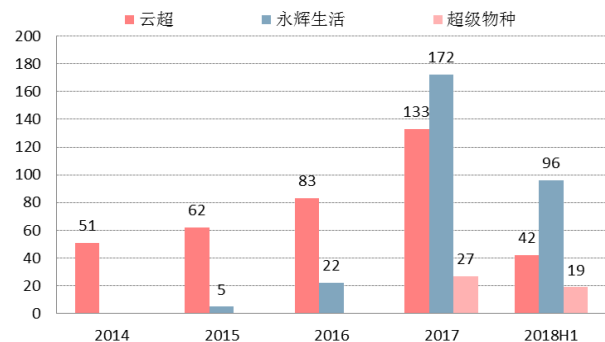
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 47：2018H1 各业态的渠道数量结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

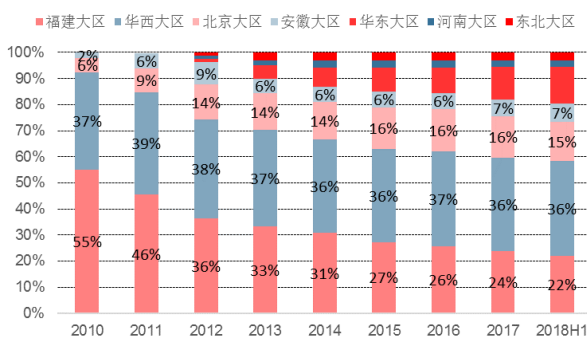
图 48：2014-2018H1 各业态的新增门店数量情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

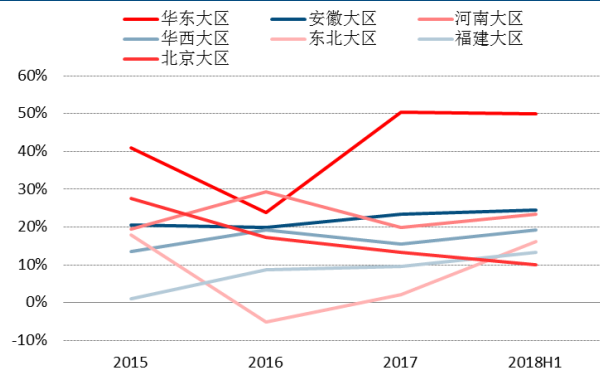
- **跨区域扩张可期，华东区增长强劲：**截至 2018H1，公司全国门店数量 952 家，覆盖福建大区、华西大区、华东大区、北京大区、安徽大区、河南大区和东北大区的七个战略板块共 22 个省市，其中福建大区的收入占比已由 2010 年的 55% 下降至 2018H1 的 22%。华东大区的收入增速遥遥领先。2017 年新进的三省中江西和湖北已经实现盈利，借助万达品牌，成功实现宁夏新区域拓展，异地复制成功的能力持续提升增强了公司继续扩张信心。

图 49：2010-2018H1 公司各区域渠道收入占比情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 50：2015-2018H1 各区域的收入增速情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

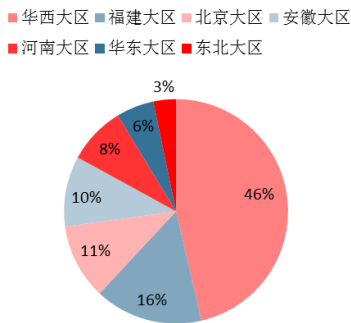
（四）四大板块协同，打造零售生态圈，助力长期成长

2017 年，公司形成以云超、云创、云商、云金四大板块携手共进的发展战略，打造零售生态闭环。其中“云超”板块涉及红标店与绿标店；“云创”包含永辉生活店、超级物种、永辉生活 APP 等业务；“云商”重组原有总部职能部门及事业部；“云金”即永辉金融业务。



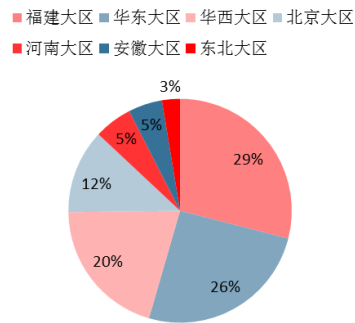
- **云超：运营传统超市业态**，包括红标店、绿标店和精标店，其中红标店定位一级群（重庆、四川、贵州、河南、河北、江西等 9 个省市），装修风格以红色为主；首家绿标店于 2010 年开业，定位二级群（广东、福建、浙江、北上、江苏等 10 个省市），装修风格以绿色为主，相比于红标店，绿标店的商品定位更加高端，选址偏向购物中心，顺应消费升级，且坪效水平更高。公司持续推进红标店升级 Bravo 绿标店的工作，并编制了门店营运手册规范业务操作标准，提升门店品牌形象，吸引年轻、中高端客群体验。

图 51：红标门店的各大区渠道结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 52：绿标门店的各大区渠道结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

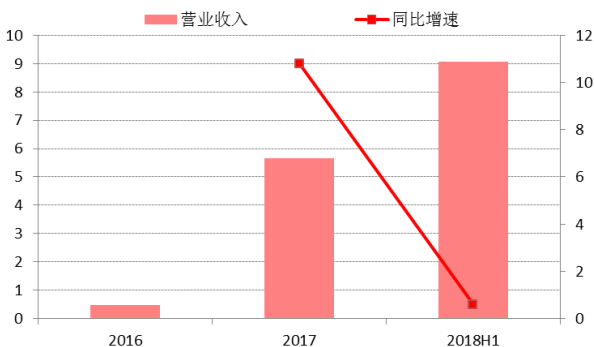
表 7：绿标店坪效高于红标店（两年期间店同比口径）

业态	门店数	2018H1 营收（亿元）	同比增速	坪效（元/平米）	平均租金（元/平米）
红标店	276	172.13	1.5%	1043	33
绿标店	165	98.00	6.8%	1171	40
合计	441	270.13	3.3%	1086	35

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

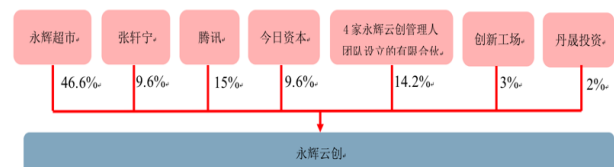
- **云创：创新业务孵化平台**。永辉云创公司成立于 2015 年，注册资本 10 亿元，2018 年 1 月腾讯增资后持股 15%。目前已孵化出超级物种（“超市+餐饮”）、永辉生活（社区）等新业态，致力于线上线下融合发展，提升门店坪效；引入波龙工坊、鲑鱼工坊等新物种，精选复购率最高的 SKU，打造多元化场景体验。截至 2018H1，永辉云创实现营收 9.05 亿元，占总收入的 2.6%，项目尚处于培育阶段导致亏损；永辉生活店的线上销售占比 25%，永辉生活 APP 的注册用户数量已达 665 万，较年初增长 188%，覆盖所有业态，通过 APP 与微信小程序实现在线下单与结算，最快 30 分钟配送到家。

图 53：永辉云创收入及同比增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

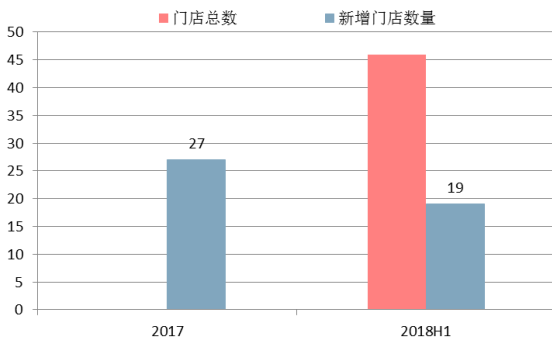
图 54：永辉云创的股权结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

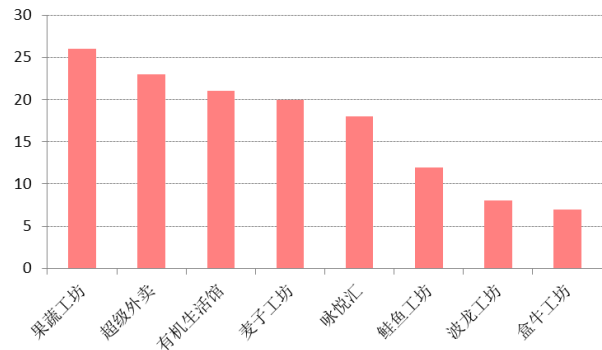


图 55：永辉超级物种门店数量及新增



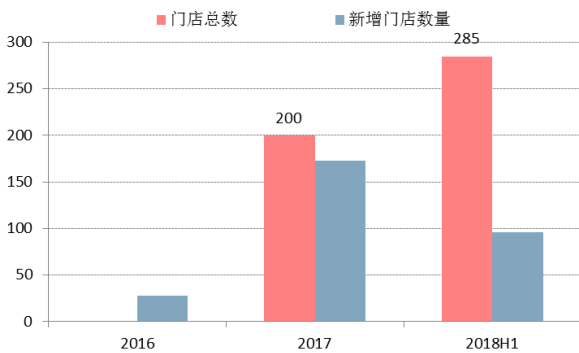
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 56：麦子工坊等新物种的 SKU



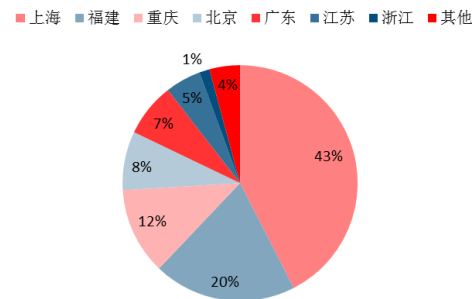
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 57：永辉生活的门店数量及新增门店数量



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 58：2018H1 永辉生活的门店区域结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

- **云商：指彩食鲜的中央厨房 B2B2C 业务。** 房间彩食鲜于 2006 年成立，目前已在重庆、北京、福建、四川、安徽 5 个省市建立食品中央加工工厂，覆盖 438 家门店。2017 年彩食鲜对外进行生鲜供应链赋能，成为生鲜食材供应商的生产商与平台服务商，借助于永辉的中央厨房与供应链体系，面向餐饮+医药+监狱+教育+电力+银行等拓展 300 家企业，根据客户需求进行加工、分拣、包装、配送，为 2B 端客户提供完整的供应链解决方案。企业购为开通 APP 微信商城实现 B2B2C，截止 2017 年共拓展 145 个单位。2017 年彩食鲜实现营业收入 10 亿元。彩食鲜 2018 年计划新增拓展工厂 4-6 家（河南、河北、贵州、陕西、杭州、广东）。

表 8：彩食鲜业务的发展历程

成立日期	公司名称	持股比例
2006 年 4 月	福建彩食鲜食品加工有限公司	100%
2015 年 7 月	重庆彩食鲜食品加工有限公司	100%
2016 年 12 月	北京彩食鲜食品有限公司	100%
2017 年 6 月	四川彩食鲜供应链管理有限公司	100%
2017 年 6 月	安徽彩食鲜食品加工有限公司	100%
2017 年 8 月	江苏彩食鲜供应链发展有限公司	100%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

- **云金：2015 年 8 月成立永辉金融，** 拥有民营银行、商业保理、互联网小贷（筹）等金融牌照，布局供应链金融，助力永辉朝着平台化方向发展。初步聚焦四款金融产品：①“惠商超”，零售商超供应商货款提前回收，一键融全网；②“惠租”，线下商业物业小微企业提供的租约融资服务，帮物业商提前回收租约；③“惠小微”：针对线



上+线下实体加盟店/单体店的经营贷款产品；④“好借”：针对个人客户的分期付款产品和现金借款产品。2018H1，金融收入同比增长 130%，实现盈亏平衡；贷款总额达 7.6 亿元。

四、盈利预测与估值

公司作为国内生鲜超市龙头，深绑上游+直采团队+冷链仓配打造生鲜全链条，优势凸显；加速新开门店，外延增厚收入，渠道下沉契合低线城市消费升级，新业态门店迅速扩张，构筑商超新生态圈，创新求变精神与完善的激励体系助力公司业务快速扩张。云创模块与腾讯合作不断加深，科技赋能新零售，已成生鲜新零售市场标杆，占据先发优势，未来空间巨大；零售生态不断完善，上游与渠道整合效率提升。我们预计 2018-2019 年公司实现净利润 16.18、23.58 亿元，对应 EPS 为 0.17、0.25 元，对应 PE 为 47、32 倍，维持“增持”评级。

表9：国内可比公司盈利及估值情况

公司	收入(亿元)	市值(亿元)	毛利率(%)	净利率(%)	ROE(%)	PE TTM	2018 PE	2019 PE	PS TTM
高鑫零售	1023.2	824	24.11	2.92	12.67	28.2	28.5	26.8	0.76
家家悦	113.3	103	21.58	2.74	12.92	30.2	28.5	22.7	0.87
步步高	71.01	38.09	21.52	0.88	2.36	46.2	34.7	27.9	0.39
中百集团	152.06	42.56	21.78	0.50	2.26	10.9	8.7	29.8	0.28
均值	339.89	251.91	22.25	1.76	7.55	28.9	25.1	26.8	0.58
永辉超市	585.91	747	20.84	2.88	9.27	44.1	47	32	1.18

注：毛利率、净利率、ROE 均来自 2017 年报。港元人民币汇率日期为 2018 年 10 月 10 日。

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

五、风险分析

创新业务开展不及预期；宏观经济波动影响消费；电商对线下分流；租金上涨等。



表 10：永辉超市 2018-2020 年盈利预测（单位：百万元）

利润表	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	58,591.3	72,169.9	88,241.3	107,013.9	成长性				
减:营业成本	46,382.8	56,347.0	68,356.4	82,594.5	营业收入增长率	19.0%	23.2%	22.3%	21.3%
营业税费	209.4	310.9	362.7	427.8	营业利润增长率	29.6%	-1.0%	43.3%	32.0%
销售费用	8,451.6	10,984.3	13,730.4	16,608.6	净利润增长率	46.3%	-10.9%	45.7%	31.4%
管理费用	1,781.1	2,886.8	3,397.3	4,120.0	EBITDA 增长率	22.6%	7.0%	33.1%	28.5%
财务费用	-82.8	19.5	-31.6	-6.1	EBIT 增长率	27.0%	7.3%	40.2%	33.4%
资产减值损失	22.7	23.8	28.9	25.7	NOPLAT 增长率	38.7%	-0.8%	42.3%	32.4%
加:公允价值变动收益	-80.6	243.2	274.8	310.5	投资资本增长率	42.5%	-8.2%	-17.4%	6.8%
投资和汇兑收益	145.1	79.7	79.7	79.7	净资产增长率	6.1%	6.1%	8.0%	9.0%
营业利润	1,940.6	1,920.5	2,751.8	3,633.6	利润率				
加:营业外净收支	92.5	62.7	71.4	75.5	毛利率	20.8%	21.9%	22.5%	22.8%
利润总额	2,033.2	1,983.1	2,823.1	3,709.1	营业利润率	3.3%	2.7%	3.1%	3.4%
减:所得税	348.5	422.4	569.0	768.8	净利率	3.1%	2.2%	2.7%	2.9%
净利润	1,816.8	1,618.2	2,358.3	3,098.5	EBITDA/营业收入	4.1%	3.6%	3.9%	4.1%
资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	3.1%	2.7%	3.1%	3.4%
货币资金	4,607.8	7,296.9	10,879.8	12,883.6	运营效率				
交易性金融资产	1,870.4	2,113.6	2,388.4	2,698.8	固定资产周转天数	21	18	14	11
应收帐款	1,792.1	1,908.7	2,896.2	3,006.2	流动营业资本周转天数	8	6	1	1
应收票据	-	0.5	0.1	0.2	流动资产周转天数	126	111	112	113
预付帐款	1,904.2	1,964.2	2,697.7	3,056.8	应收帐款周转天数	11	9	10	10
存货	5,582.1	7,878.1	8,532.9	11,159.6	存货周转天数	34	34	33	33
其他流动资产	4,579.9	2,817.3	3,298.6	3,565.2	总资产周转天数	191	170	156	146
可供出售金融资产	664.1	350.0	300.0	81.2	投资资本周转天数	51	47	33	26
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	3,659.1	3,659.1	3,659.1	3,659.1	ROE	9.1%	7.6%	10.2%	12.2%
投资性房地产	356.7	356.7	356.7	356.7	ROA	5.1%	4.4%	5.5%	6.4%
固定资产	3,676.2	3,601.8	3,408.7	3,118.5	ROIC	22.4%	15.6%	24.2%	38.7%
在建工程	422.9	313.7	248.2	208.9	费用率				
无形资产	638.1	579.3	520.6	461.8	销售费用率	14.4%	15.2%	15.6%	15.5%
其他非流动资产					管理费用率	3.0%	4.0%	3.9%	3.9%
资产总额	32,870.5	35,378.7	41,216.1	45,786.8	财务费用率	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	17.3%	19.2%	19.4%	19.4%
应付帐款	9,635.4	10,760.1	14,103.6	16,203.7	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	37.9%	38.8%	43.3%	44.4%
其他流动负债					负债权益比	61.1%	63.5%	76.3%	79.7%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	1.65	1.76	1.73	1.80
其他非流动负债					速动比率	1.20	1.18	1.25	1.25
负债总额	12,462.4	13,734.0	17,838.8	20,307.8	利息保障倍数	-21.85	99.43	-86.00	-598.64



少数股东权益	413.3	355.8	251.7	93.5	分红指标				
股本	9,570.5	9,570.5	9,570.5	9,570.5	DPS(元)	0.15	0.03	0.05	0.06
留存收益	10,423.9	11,718.5	13,555.1	15,815.1	分红比率	77.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	20,408.0	21,644.8	23,377.2	25,479.0	股息收益率	1.8%	0.4%	0.6%	0.8%
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,684.7	1,618.2	2,358.3	3,098.5	EPS(元)	0.19	0.17	0.25	0.32
加:折旧和摊销	1,075.6	642.3	717.4	788.2	BVPS(元)	2.09	2.22	2.42	2.65
资产减值准备	22.7	-	-	-	PE(X)	42.2	47.4	32.5	24.8
公允价值变动损失	80.6	243.2	274.8	310.5	PB(X)	3.8	3.6	3.3	3.0
财务费用	-102.5	19.5	-31.6	-6.1	P/FCF	-69.4	31.7	19.6	29.6
投资收益	-145.1	-79.7	-79.7	-79.7	P/S	1.3	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	-132.1	-57.5	-104.1	-158.2	EV/EBITDA	35.8	25.0	17.8	13.4
营运资金的变动	-2,026.6	1,142.1	1,756.2	-393.6	CAGR(%)	20.4%	37.5%	22.9%	20.4%
经营活动现金流	2,641.0	3,528.0	4,891.2	3,559.6	PEG	2.1	1.3	1.4	1.2
投资活动现金流	-5,782.1	-495.8	-818.2	-723.2	ROIC/WACC	1.8	1.3	1.9	3.1
融资活动现金流	-631.3	-343.0	-490.2	-832.5	REP	4.9	5.7	4.2	2.4

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

邱季 qiuji@csc.com.cn

周博文 zhoubowen@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师慧 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859