

从国内外龙头发展史看连锁超市扩张路径——超市行业系列之一

报告起因

门店扩张是连锁超市持续增长的核心驱动因素。本报告以沃尔玛和永辉超市为研究对象，试图通过对龙头公司发展历史的复盘来探讨“连锁超市扩张路径”问题。

核心观点

- 由点及面的“逐步填满”战略被普遍采用，但永辉“三点辐射”与沃尔玛早期“单点辐射”有所不同。沃尔玛第一阶段扩张时以 Bentonville 为中心向外逐步扩大覆盖半径；升级为购物中心业态后，基本采取同样的扩张策略。与凯玛特等竞争对手相比，这种扩张方式让沃尔玛更加集中管理和配送资源。与沃尔玛“单点辐射”不同，永辉超市于 2010 年前后形成福建、重庆、北京三大发展支点，在 2010 年成功上市后，两年时间内迅速辐射至三大支点周边安徽、贵州、天津、四川等省市，至 2018 年初步完成了全国性的覆盖。
- 掌握物流配送中心对提高供应链效率至关重要，食品生鲜类产品对供应链能力要求更高。沃尔玛在第二阶段主要拓展购物中心店，食品类占比提升至 50% 以上，这一阶段配送中心大爆发，由 1988 年 11 家增长到 2007 年 121 家，单个配送中心服务门店量逐年下降。在配送中心及技术能力支持下，供应链优势更加突出。凯玛特在升级购物中心时将配送服务外包给第三方食品配送商，在食品质量、价格及自有品牌上不具竞争力。永辉超市在完成跨区域扩展后，物流配套设施能够在 2-3 年内跟进，提升区域运营效率；以重庆区域为例，2012 年中央配送中心建成后，2014 年毛利率获得较为明显提高。
- 快速扩张本身即带来“广告效应”，但门店业态需要及时适应消费升级需要。在沃尔玛发展历史上，有两个战略选择至关重要：（1）迅速展店；（2）门店升级，这让其在 2000 年前彻底与竞争对手甩开差距。1988 年前后沃尔玛的业态升级需求一方面来自外部竞争压力，另一方面来自提升消费者满意度需要；但后期在向美国大都市拓展时，传统门店业态并没有获得目标人群接受，强大如沃尔玛也不得不转向线上线下联动方式来打开纽约等大城市市场。
- 效率来自于供应链、管理等各环节配合，是压制竞争对手和自我造血的核心武器。沃尔玛采取集中化管理方式保证员工理念统一、门店运营标准可控；同时引入合伙人制度调动基层员工积极性。在扩张第二阶段，销售管理费用率最低下降到 15% 左右；毛利率从 27% 逐步下调至 20-22% 水平；价格优势进一步阻击竞争对手扩张动作；永辉在扩张过程中同样注重管理模式的调整升级，充分调动中层管理积极性。连锁超市的经营效率最终带来持续稳定现金流，沃尔玛和永辉在扩张中期后，经营活动现金能够支持当年资本开支。

投资建议与投资标的

- 超市行业具有较强抗周期性，且生鲜品类线上渗透率低、高频刚需等特性为优质生鲜超市构建强竞争壁垒。从个股层面看，门店扩张是连锁超市公司持续增长的核心驱动力，而成功的扩张需要选址策略、门店管理、供应链能力、管理机制等各个环节全面配合，建议关注生鲜供应链能力突出，并具备跨区域扩张能力的永辉超市(601933, 未评级)、家家悦(603708, 买入)。

风险提示

- 宏观经济波动的风险、市场竞争的风险、门店拓展不及预期的风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

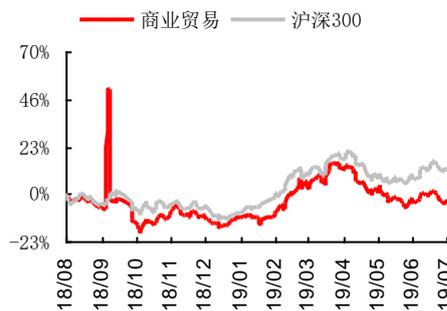
行业

商业贸易

报告发布日期

2019 年 08 月 12 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

联系人

崔凡平

cuifanping@orientsec.com.cn

相关报告

冀蒙晋扩张支点，发展潜力充足	2019-08-02
基于瑞幸咖啡宏观数据看咖啡连锁新零售模式	2019-06-24
从云集看会员制社交分销平台“前世今生”	2019-03-31

目 录

1. 报告起因	6
2. 沃尔玛扩张战略全解析	7
2.1 沃尔玛扩张路径及特征	7
2.1.1 第一阶段（1962-1988）：“逐步填满”式扩张的折扣店零售商	7
2.1.2 第二阶段（1988-2009）：多业态升级“农村包围城市”战略，供应链能力全面爆发	9
2.1.3 第三阶段（2010 至今）：艰难向超大都市进军，线上到家模式助力挺近纽约市	17
2.2 扩张支持：高效融资&集中化管理为持续高速扩张提供保障	20
3. 永辉超市扩张战略全解析.....	23
3.1 由点及面全国性有序扩张，物流配套持续跟进	23
3.1.1 以福建为大本营，以重庆、北京为二三支点逐步辐射扩张	23
3.1.2 物流配套设施持续跟进，保持供应链管控能力	25
3.1.3 同业入股及并购加速，提高区域掌控能力	26
3.1.4 治理模式持续升级，打破垂直构架权力逐步下放	27
3.2 扩张能力实现异地复制，各区域发展轨迹具有相似性	30
3.2.1 福建区域：公司大本营，逐步拉开与竞争对手差距	31
3.2.2 重庆区域：第二支点增长稳健，速度与质量双保证	33
3.2.3 北京区域：北方支点，竞争压力较大，增长稳健	35
3.2.4 安徽区域：稳扎稳打，把握核心城市	36
3.3 偏好股权融资，扩张期资金有保障	38
3.3.1 现金充足，支撑持续扩张步伐	38
3.3.2 偏好股权融资，借贷为辅助手段	39
投资建议.....	41
风险提示.....	42

图表目录

图 1: 沃尔玛各阶段营业收入增速 (单位: 百万美元)	6
图 2: 沃尔玛各阶段门店面积及平效复合增速	6
图 3: 2011-2018 年永辉超市营收、面积及平效复合增速	6
表 1: 1962-1990 年不同规模城市沃尔玛门店扩张情况	7
图 4: 1970-2005 年沃尔玛门店及配送中心扩张路径示意图	8
表 2: 期间沃尔玛主要并购事件	8
图 5: 沃尔玛门店扩张情况	9
图 6: 沃尔玛营业收入及增速 (1971-1988, 百万美元)	9
表 3: 1960-1989 年折扣百货连锁行业情况	10
图 7: 沃尔玛不同类型门店数量 (1989-2011 年)	10
图 8: 沃尔玛购物中心门店分布图 (截至 1996 年底)	11
图 9: 沃尔玛购物中心门店按城市人口分布示意图 (截至 1996 年底)	12
表 4: 沃尔玛美国本土收入结构 (按销售商品品类)	12
图 10: 沃尔玛门店扩张情况 (1989-2009)	13
图 11: 沃尔玛营业收入及增速 (1989-2009, 百万美元)	13
表 5: 沃尔玛购物中心及折扣店单店对比	13
图 12: 沃尔玛美国本土配送中心数量 (1989-2009)	14
图 13: 沃尔玛门店数与配送中心比例 (1989-2009)	14
图 14: 沃尔玛美国配送中心类别 (2002-2008)	14
图 15: 沃尔玛存货周转天数 (1972-2011)	15
图 16: 凯玛特购物中心分布图 (1996 年)	16
图 17: 沃尔玛毛利率和费用率情况	16
图 18: 2000 年沃尔玛、凯玛特、塔吉特购物中心情况比较	16
图 19: 沃尔玛展店速度及营收增速对比 (2010-2019)	17
图 20: 沃尔玛美国本土蚕食率 (2001-2015)	17
图 21: 沃尔玛在美国 TOP10 大都市市场份额	18
图 22: 沃尔玛社区店及其他小业态扩张情况	19
图 23: 美国消费者对超市门店满意指数	19
表 6: 沃尔玛到家服务业务主要布局	20
图 24: 沃尔玛资本开支情况 (1988-2019)	21
图 25: 沃尔玛经营性现金流/资本开支、有息负债率情 (右轴) 况	21
图 26: 沃尔玛门店运营层面组织架构	22
图 27: 沃尔玛人效演变 (1988-2019, 万美元/人)	22
图 28: 永辉超市有序扩张路径	23

图 29: 永辉超市 2018 年年末全国各区域门店数量	24
图 30: 永辉超市扩张——门店签约与开店节奏	24
图 31: 永辉超市扩张——门店与物流中心匹配	25
表 7: 永辉超市 2011 年各区域采购方式	25
图 32: 北京地区营毛利率	26
图 33: 华西地区毛利率	26
表 8: 永辉超市入股及并购行为	26
图 34: 永辉超市投资行为及其收益 (单位: 万元)	27
图 35: 永辉超市治理模式迭代过程	28
表 9: 永辉超市 2017 年股权激励	28
图 36: 永辉超市人均薪酬 (单位: 万元)	29
图 37: 永辉超市人均创收 (单位: 万元)	29
图 38: 永辉超市股权结构变化历史	29
图 39: 北京地区营收增速及毛利率	30
图 40: 苏皖地区营收增速及毛利率	30
图 41: 东北地区营收增速及毛利率	30
图 42: 河南地区营收增速及毛利率	30
图 43: 福建区域 GDP 与社零 (单位: 亿元)	31
图 44: 新华都各地区收入增速显著低于永辉 (单位: 亿元)	32
图 45: 永辉超市与新华都门店数量	32
图 46: 永辉超市与新华都平效	32
图 47: 新华都生鲜业务占比显著低于永辉超市	33
图 48: 重庆区域 GDP 与社零 (单位: 亿元)	33
图 49: 北京地区营毛利率	34
图 50: 华西地区毛利率	34
图 51: 永辉超市与重庆百货门店数量	34
图 52: 重庆百货近年新开门店数量已经不及关店数量	34
图 53: 永辉超市与重庆百货营收对比 (单位: 亿元)	35
图 54: 永辉超市与重庆百货毛利率对比	35
图 55: 北京区域 GDP 与社零 (单位: 亿元)	35
图 56: 2009 年北京超市行业企业门店数量	36
图 57: 永辉超市北京区域门店数量变化	36
图 58: 永辉北京区域发展情况	36
图 59: 安徽区域 GDP 与社零 (单位: 亿元)	37
图 60: 永辉超市与合肥百货门店对比	37
图 61: 2018 年永辉超市与合肥百货门店区域分布	37

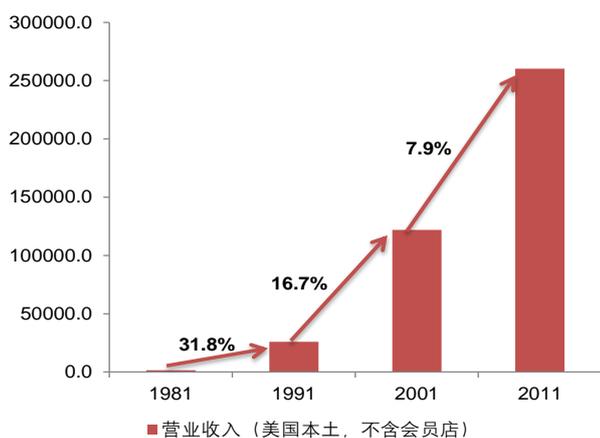
图 62: 永辉超市与合肥百货营收对比 (单位: 亿元)	38
图 63: 永辉超市与合肥百货重点区域营收增速对比	38
图 64: 永辉超市在手现金保持充足 (单位: 亿元)	39
图 65: 永辉超市现金流可支持资本开支 (单位: 亿元)	39
表 10: 永辉超市经历 6 次重要股权融资	39
图 66: 永辉超市主要筹资手段 (单位: 亿元)	40
图 67: 永辉超市权益乘数较低	40
图 68: 永辉超市主要债务类型为应付款 (单位: 亿元)	40

1. 报告起因

从国内外龙头超市发展历程看，门店扩张是连锁超市持续增长的核心驱动因素。以沃尔玛为例，1981-1991、1991-2001、2001-2011 年期间，其美国本土营业收入 CAGR 分别为 31.8%、16.7% 和 7.9%；同期门店面积 CAGR 为 21.8%、11.5% 和 6.5%，门店平均平效 CAGR 为 8.2%、4.7% 和 1.3%。国内龙头超市受门店扩张驱动更为明显，2011-2018 年，永辉超市营业收入 CAGR 为 21.8%，其中，门店面积 CAGR 为 21.4%。

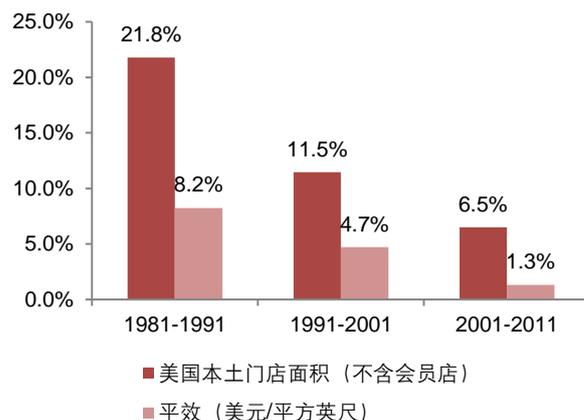
本报告以沃尔玛和永辉超市为研究对象，试图通过对龙头公司发展历史的复盘来探讨“连锁超市扩张路径”问题。

图 1：沃尔玛各阶段营业收入增速（单位：百万美元）



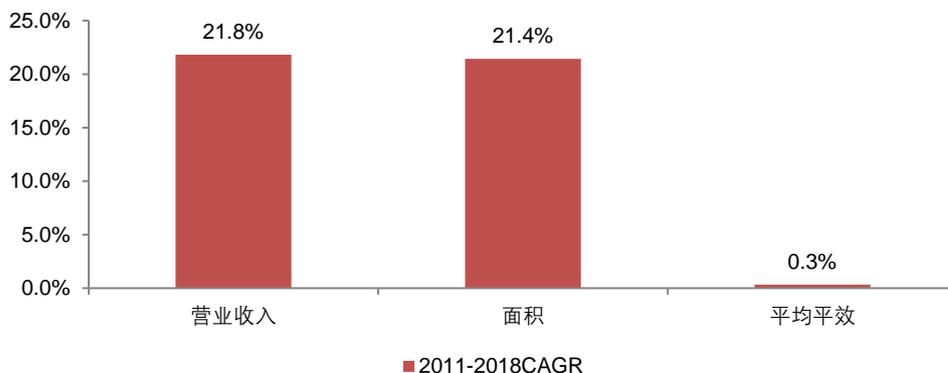
资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 2：沃尔玛各阶段门店面积及平效复合增速



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 3：2011-2018 年永辉超市营收、面积及平效复合增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 沃尔玛扩张战略全解析

2.1 沃尔玛扩张路径及特征

国内研究者一般将沃尔玛的扩张分为区域扩张（FY1963-1980）—全国扩张（FY1981-1991）—国际化扩张（FY1991-至今）三个阶段，我们认为这种划分方式对公司国内扩张的描述较为模糊，实际上沃尔玛早期扩张的成功得益于内外部因素的共同作用；而在向更大城市扩张过程中，即使已经成为美国最大零售商的沃尔玛也同样面临较大的阻力。本报告在借鉴国外学者研究成果的基础上，按照沃不同扩张战略将沃尔玛在美国本土发展划分为三个阶段，试图让大家对其扩张路径获得更加清晰的认知。

2.1.1 第一阶段（1962-1988）：“逐步填满”式扩张的折扣店零售商

在这一阶段，沃尔玛主要以折扣店形式进行扩张，扩张战略主要可归纳为：

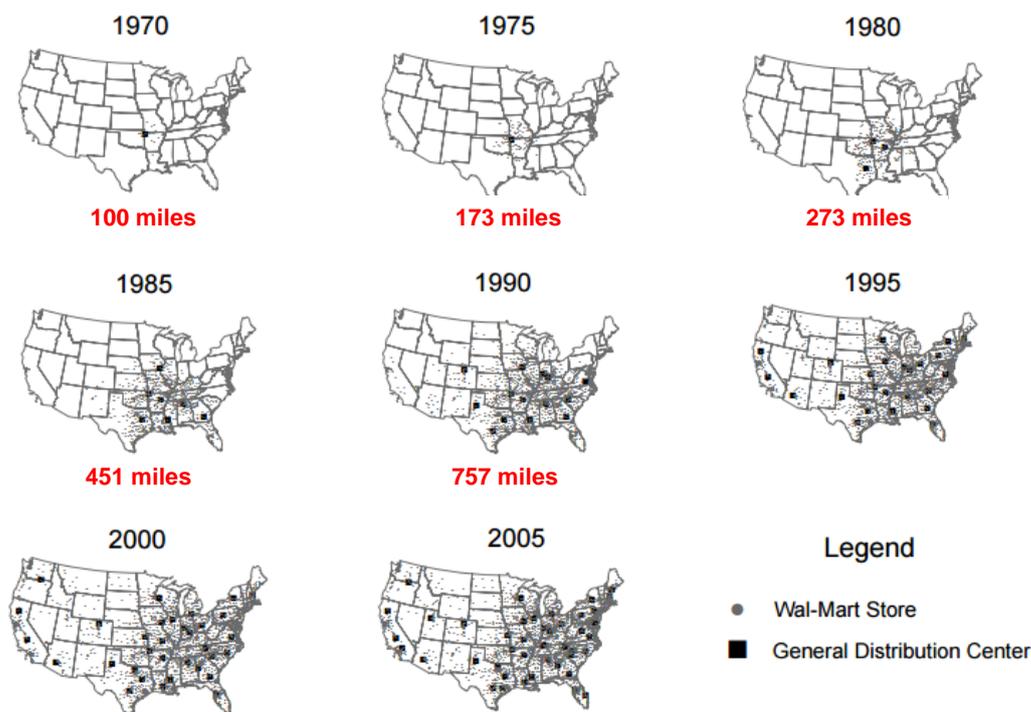
- (1) 位置选择上，采取“农村包围城市”策略，由 5 万人口的小城向 100 万人口的城市逐步
延展。1962-1969 年公司新开的 18 家门店中，14 家（78%）位于人口少于 5 万的小镇；1975-1979 年新开的 176 家门店中，140 家（79%）位于人口少于 5 万的小镇；而到 1985-1989 年，公司新开 631 家门店中，位于人口少于 5 万的小镇的门店比例已经降低至 46%，1980 年之后，沃尔玛门店开始进入人口超过 100 万的大城市。而在向城市扩张过程中，公司同样选择先在城乡结合部新建门店，再逐步进入城市中心，例如 1990 年沃尔玛向加利福尼亚州扩张时，首先在人口较少的 Lancaster、Modesto 和 El Centro 开设门店，并在 Porterville 落地仓储中心，再试图向中心城市延展。但我们看到，沃尔玛用了超过 20 年时间才将大部分门店开进人口超过 5 万的城市。

表 1：1962-1990 年不同规模城市沃尔玛门店扩张情况

年份	人口等级(千人)									合计
	<25	25-50	50-75	75-100	100-250	250-500	500-750	750-1000	1000+	
1962-1969	10	4	2	1	1					18
	56%	22%	11%	6%	6%					
1970-1974	42	27	8	3	2	1	1			84
	50%	32%	10%	4%	2%	1%	1%			
1975-1979	73	67	14	7	8	4	2	1		176
	41%	38%	8%	4%	5%	2%	1%	<1%		
1980-1984	100	134	65	35	71	39	9	3	7	469
	23%	29%	14%	7%	15%	8%	2%	1%	2%	
1985-1989	158	132	64	51	103	72	20	16	15	631
	25%	21%	10%	8%	16%	11%	3%	3%	3%	
1990	28	42	14	13	22	23	17	6	10	175
	16%	24%	8%	7%	13%	13%	10%	3%	6%	

资料来源：Working paper，东方证券研究所

- (2) 展店路径上，采取“逐步填满”策略，以公司大本营 Bentonville 为中心、以自建物流中心为配套向外逐步延展、扩大门店覆盖半径。1969 年 11 月，公司在本顿维尔城南 1.6 公里处的铁路线旁建起自己的总部，占地 5 万多平方米，建筑面积约 6500 平方米，其中，5500 平方米为配送中心，1000 平方米为办公用房。1970 年 10 月 1 日，沃尔玛上市筹集资金 495 万美元，获得资金支持的沃尔玛从 Bentonville 出发开始大力拓展门店，并始终坚持以物流中心作为门店配套同步扩张。1962-1969 年，沃尔玛门店距离 Bentonville 平均距离为 100 英里；1970-1974 年为 173 英里；1975-1979 年为 451 英里；1980-1984 年为 451 英里；1985-1989 年为 618 英里。自 1969 年底的第一家物流中心建成后，到 1987 年底，公司已拥有物流配送中心 11 家，支持当时共 1114 家折扣店。

图 4：1970-2005 年沃尔玛门店及配送中心扩张路径示意图


资料来源：Working paper，东方证券研究所

- (3) 扩张方式上，自建同时辅助以兼并收购打开市场。沃尔玛的第一起并购发生在 1981 年，公司并购位于田纳西州纳什维尔镇南部的折扣百货连锁公司 Big K，获得其 92 家门店。此举一方面让沃尔玛赶在 Kmart 之前进入南部和东南部地区，另一方面让公司进入纳什维尔和孟菲斯的中心城市（收购 Big K 之前，沃尔玛只在这两个城市的边缘拥有门店）。

表 2：期间沃尔玛主要并购事件

时间	并购对象	并购影响
1981 年 8 月	Big K	并购 Big K 所有股权，净获得其 92 家门店，一

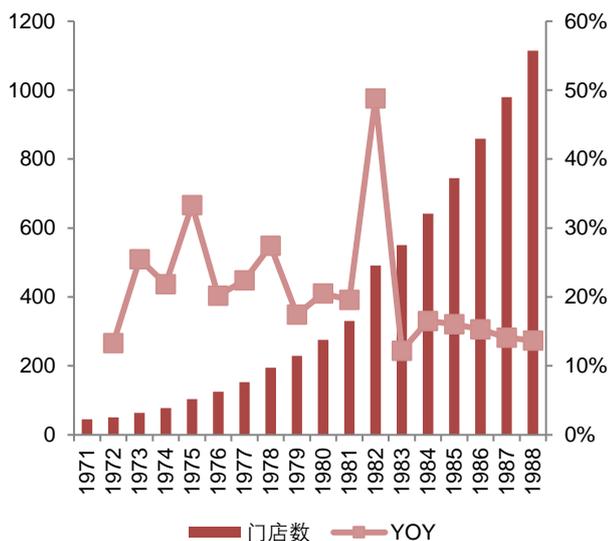
举进入南部地区

1987年6月 Super Saver Warehouse 获得 20 家仓储俱乐部门店 Club

资料来源：公司年报，东方证券研究所

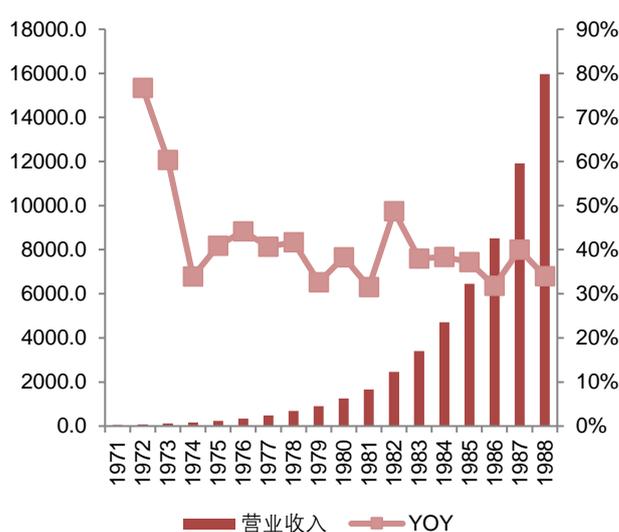
1971-1988 财年（1988 财年实际为结束于 1988 年 1 月 31 日的 1987 年，下同）的 18 年间，沃尔玛从 45 家门店拓展为 1114 家门店，门店拓展 CAGR 为 20.8%；高速展店推动公司营业收入从 1971 年的 44.6 百万美元增长为 1988 年的 159.6 亿美元，CAGR 为 41.3%，其销售额在 3 年后的 1991 年超过西尔斯成为美国第一大零售公司。

图 5：沃尔玛门店扩张情况



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 6：沃尔玛营业收入及增速（1971-1988，百万美元）



资料来源：公司年报，东方证券研究所

2.1.2 第二阶段（1988-2009）：多业态升级“农村包围城市”战略，供应链能力全面爆发

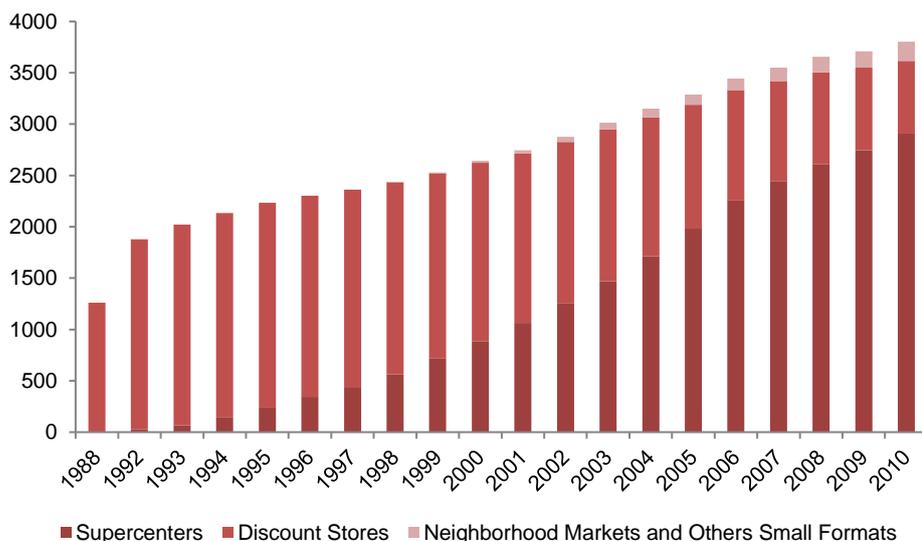
尽管沃尔玛已经在折扣百货连锁行业取得巨大的成功，但其仍然面临非常激烈的市场环境，到 1989 年，美国折扣百货店数量提升增加至 9406 家，而经营折扣百货连锁的公司数量却从 1960 年的 1016 家降低至 427 家，背后反映的是经营成功的连锁公司正在不断做大自身规模。另一方面，在美国中南部的中小城镇，沃尔玛门店的渗透率已经非常高，这些门店经营时间长、规模小，但却是公司最为盈利的门店；根据一份消费者调查报告，由于门店较老，沃尔玛位于达拉斯的门店相比位于亚特兰大或者印第安纳波利斯的门店拥有更低的消费者满意度。对沃尔玛来说，外部竞争环境和自身门店经营情况都促使其需要对门店进行升级。

表 3：1960-1989 年折扣百货连锁行业情况

年份	折扣店数量	总销售额 (百万美元)	平均单店规模 (千平方英尺)	公司数量
1960	1329	12.8	38.4	1016
1980	8311	119.4	66.8	584
1989	9406	123.4	66.5	427
1997	9741	198.7	79.2	230

资料来源：Working paper, 东方证券研究所

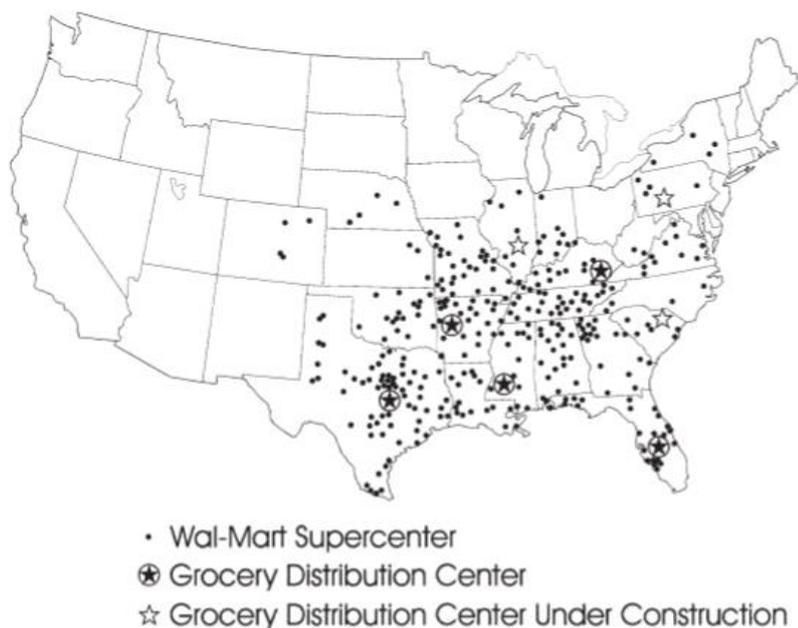
领先同行开始门店升级，购物中心店成为 1990's 主要扩张形式。1988 年，沃尔玛升级门店类型，开设第一家购物中心店，相比当时另一家折扣店连锁巨头 Kmart，沃尔玛的门店升级步伐提前了 3 年（Kmart 于 1991 年在 Medina 开业第一家购物中心）；同年，David Glass 被任命为接替 Sam Walton 的新一任 CEO，David Glass 在沃尔玛之前的任职是在欧扎克的一家超市连锁公司 Consumers Market 工作，拥有食品超市连锁经营的经验。在 David 上任后，沃尔玛先后做出两次收购，分别收购 Phillips Food Centers（总部位于 Bentonville 的连锁超市公司）和 MacLane Company（为便利店提供食品配送服务的公司），为公司快速获得超市运营经验；从 1994 年开始，购物中心店取代折扣店成为公司最主要的扩张形式。1988-2010 年，沃尔玛共开业购物中心 2907 家，平均每年新开超过 100 家；同期，折扣店由 1988 年的 1259 家下降为 2010 年的 708，自 1996 年开始，折扣百货店逐年关店或改造。1998 年，为了给消费者创造更便利的消费场景，沃尔玛在大本营阿肯色州引入 3 家社区店，截至 2010 财年末，公司共开业 189 家社区店。

图 7：沃尔玛不同类型门店数量（1989-2011 年）


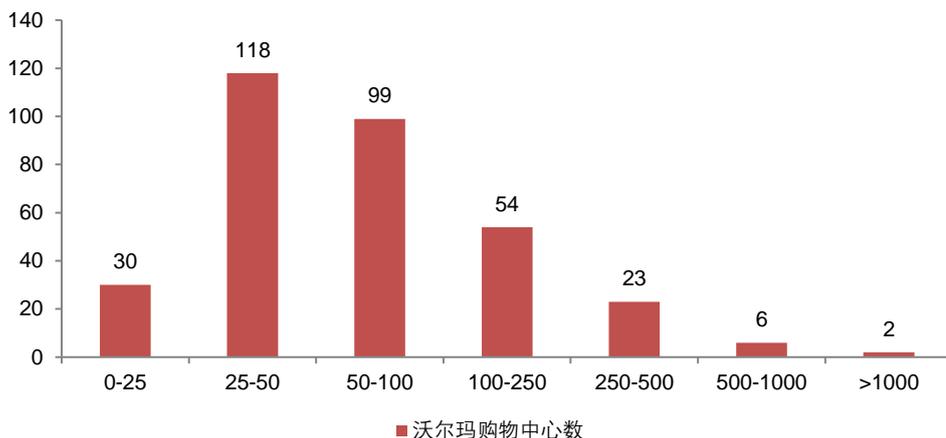
资料来源：公司年报，东方证券研究所

在这个阶段，沃尔玛整体扩张思路可认为是复制折扣店时期的战略，主要体现在：（1）**门店-配送中心同步扩张**：公司每家配送中心服务 80-100 家门店，到 1996 年底，沃尔玛共开业 332 家购物中心，分布于位于阿肯色、德克萨斯、密西西比、佛罗里达和肯塔基的五大配送中心周围；（2）**虽然购物中心面积更大（一般平均约 1.5 万平方米），但公司仍然推行“农村包围城市”战略**：截至 1996 年底的 332 家门店中，118 家位于人口在 2.5-5 万的小镇、99 家位于人口在 5-10 万的中等城市。（3）**传统折扣店升级改造为购物中心**：在 1996 年之后，大部分购物中心为在公司原有折扣店位置进行升级改造，由于沃尔玛已经是折扣百货店的龙头，新开设的购物中心天然拥有忠诚的消费者。

图 8：沃尔玛购物中心门店分布图（截至 1996 年底）



资料来源：Working paper，东方证券研究所

图 9：沃尔玛购物中心门店按城市人口分布示意图（截至 1996 年底）


资料来源：Working paper，东方证券研究所

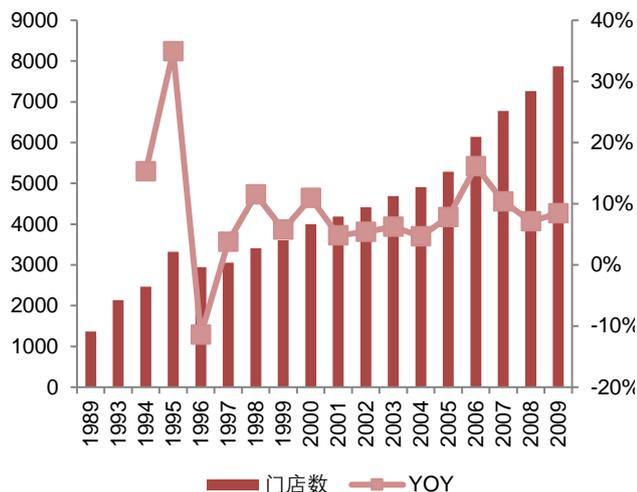
从最大的折扣店零售商转变为全美最大食品零售商，业态升级驱动同店增长。1989-2009 年的 20 年间，沃尔玛门店拓展 CAGR 为 7.8%（其中购物中心展店 CAGR 为 48.2%）；期间公司营业收入从 206.5 亿美元增长为 404.3 亿美元，CAGR 为 16.0%。公司营收增速高于展店速度（即同店销售额保持增长），我们认为门店升级是最为重要的驱动因素。经营面积更大的购物中心形式让沃尔玛能够销售食品类商品，虽然食品类毛利率较低，但能够吸引更多消费客流，从而购物中心店单店 ROI 高于传统折扣店。随着购物中心店数量增加，沃尔玛从美国最大的折扣店零售商转变为最大的食品零售商：1996 年折扣店主导时期，公司 50% 销售商品为纺织品和耐用消费品；而到 2008 和 2011 财年，食品类销售额占比分别达到 47% 和 53%。

表 4：沃尔玛美国本土收入结构（按销售商品品类）

	1996	2003	2008	2011
纺织品等	25%	食品及烟草 24%	食品 47%	食品 53%
耐用消费品	25%	耐用消费品 20%	娱乐产品 14%	娱乐产品 12%
文具、糖果	11%	纺织品等 18%	家用器具 12%	家用器具 11%
电子产品	10%	药品 9%	服装服饰 12%	服装服饰 8%
药品	9%	电子产品 9%	保健用品 9%	保健用品 11%
运动用品及玩具	9%	护理美妆品 7%	家居用品 6%	家居用品 5%
其他	11%	其他 13%		

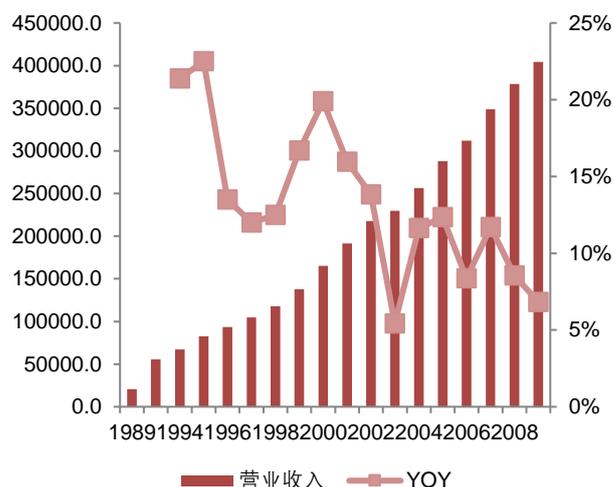
资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 10: 沃尔玛门店扩张情况 (1989-2009)



资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 11: 沃尔玛营业收入及增速 (1989-2009, 百万美元)



资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

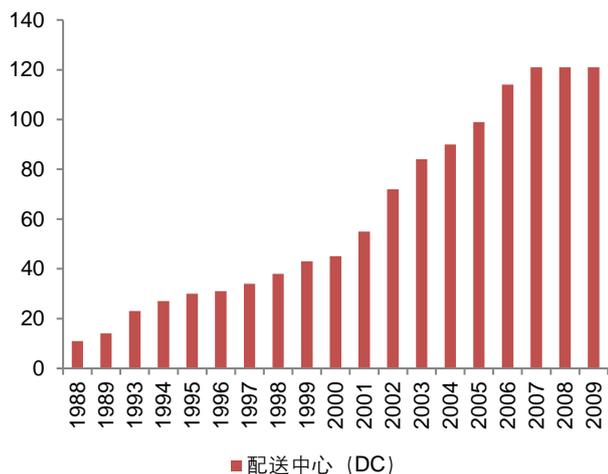
表 5: 沃尔玛购物中心及折扣店单店对比

	折扣店	超级中心
平均面积 (平方米)	8,820	16,879
平均销售额 (百万美元)	34.1	72.5
营业利润 (百万美元)	2.7	5.4
投入资本 (百万美元)	10.1	19.7
投资回报率	26.4%	27.6%

资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

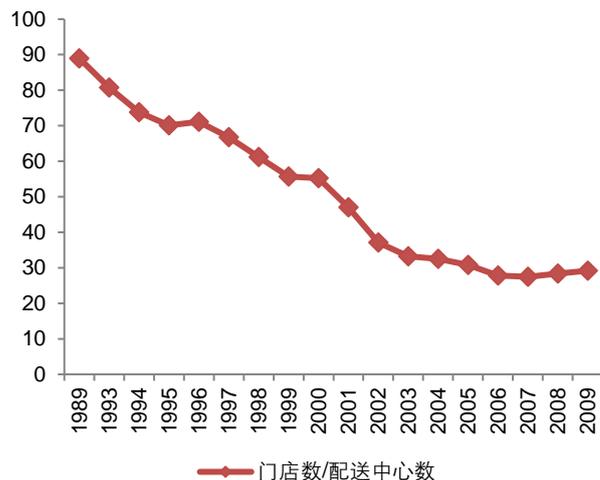
门店面积扩大、食品品类占比提升对配送能力提出更高要求, 沃尔玛的物流配送中心在这一时期大幅增长, 供应链能力极大爆发。1988 财年, 公司配送中心共 11 家, 到 2007 年增长为 121 家, 平均每年新建 5.5 家配送中心, 其中绝大部分为自建自营物流中心。随着食品类商品占比快速提升, 食品配送中心快速增加, 而单个配送中心服务的门店数量在 1988 财年之后呈逐年下降趋势。除增加配送中心数量外, 沃尔玛还引入各种技术手段 (如 1987 年开始使用卫星跟踪货物、传递数据) 进一步增强供应链能力。这一方面反映沃尔玛供应链体系向对配送能力要求更高的食品品类转移, 另一方面也说明其供应链竞争优势更加突出, 从存货周转指标看, 公司存货周转天数从 1997 年之前平均 77 天系统性下降至 2011 年 40 天。

图 12: 沃尔玛美国本土配送中心数量 (1989-2009)



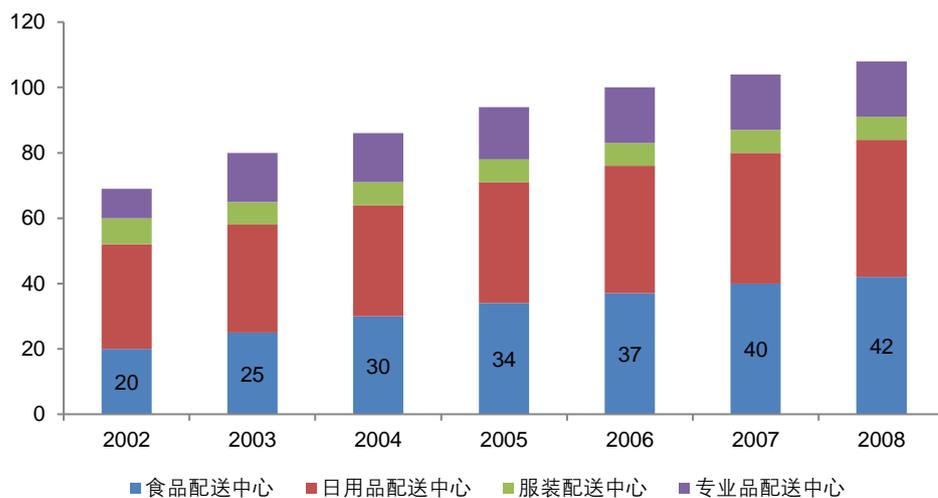
资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 13: 沃尔玛门店数与配送中心比例 (1989-2009)



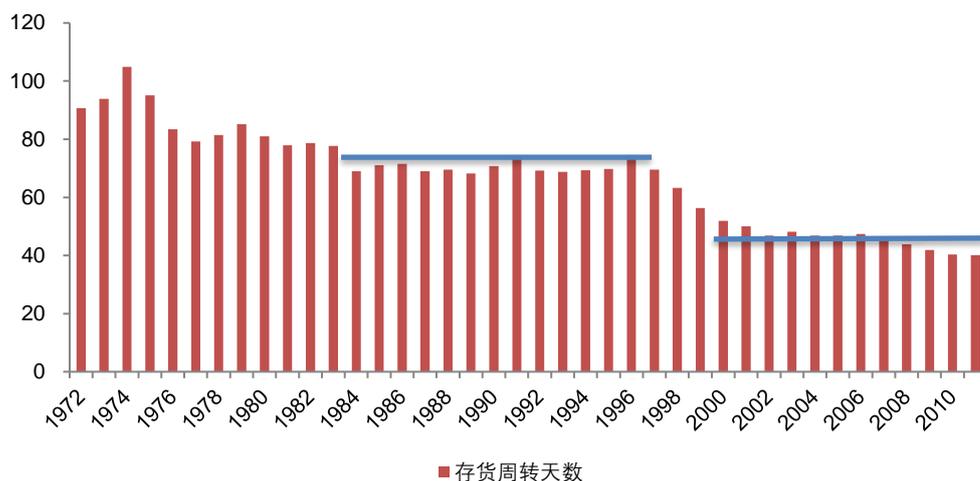
资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 14: 沃尔玛美国配送中心类别 (2002-2008)



资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

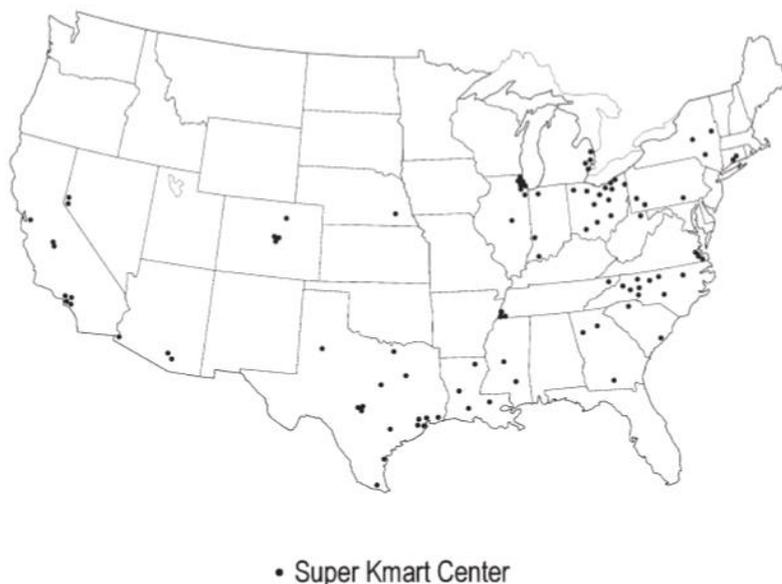
图 15: 沃尔玛存货周转天数 (1972-2011)



资料来源：公司年报，东方证券研究所

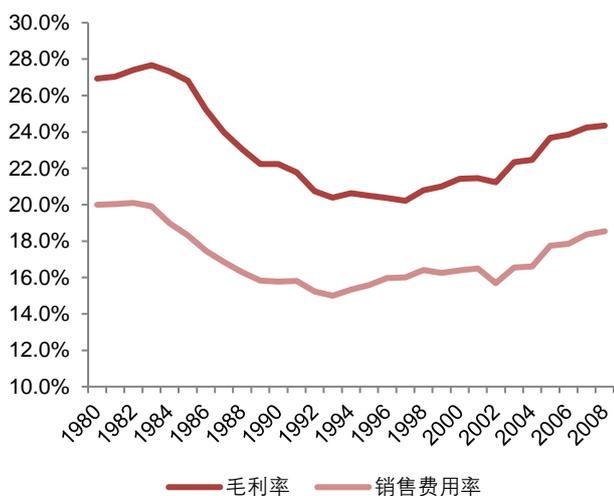
先发+供应链优势支撑下，沃尔玛在这一阶段彻底压制竞争对手扩张节奏。凯玛特在 1976-1990 年间稳坐零售折扣店老大的位置，其于 1991 年开设第一家 Super Kmart，开始进行门店升级。凯玛特当时的扩张战略与沃尔玛有显著差异：（1）凯玛特与食品配送商 Fleming Foods 签订独家合作协议，由其为 Super Kmart 门店提供配送服务；（2）凯玛特资源被分散至多种商业业态，购物中心开设速度较慢，1991-1996 年，公司仅开设 96 家门店（同期沃尔玛年均开设 100 家门店）；随着 1990 年之后公司财务每况愈下，门店升级计划基本被搁置；（3）凯玛特采取分散开店策略，1996 年底的 96 家门店分散在 19 个州。另一家零售巨头塔吉特于 1994 年开设第一家购物中心店，但直到 2000 年共开设 16 家，展店速度远远低于竞争对手。该时期供应链能力的爆发最终体现为公司销售管理费用率由 1980 年初 20% 水平最低下降到 15% 左右；同期公司毛利率从 27% 逐步下调至 20-22% 水平。价格优势进一步阻击竞争对手扩张动作，到 2000 年左右，凯玛特和塔吉特两家公司已无法与沃尔玛在购物中心上进行竞争。

图 16: 凯玛特购物中心分布图 (1996 年)



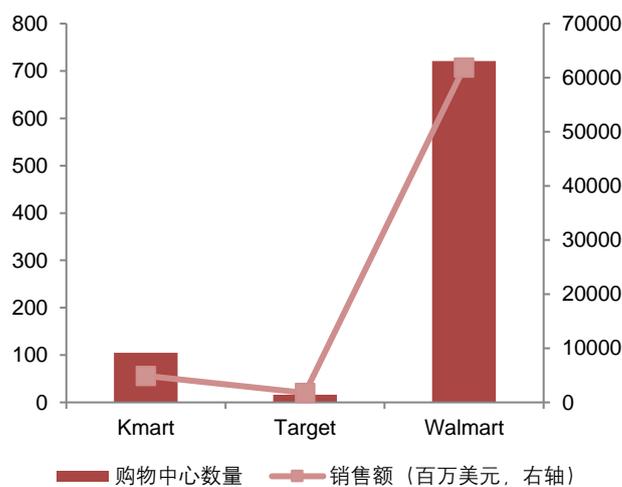
资料来源: Working paper, 东方证券研究所

图 17: 沃尔玛毛利率和费用率情况



资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 18: 2000 年沃尔玛、凯玛特、塔吉特购物中心情况比较



资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

2.1.3 第三阶段（2010 至今）：艰难向超大都市进军，线上到家模式助力挺进纽约市

以上第一、第二阶段，在“农村包围城市”的逐步填满扩张战略指导、快速门店升级、强大供应链支持、高效成本管控的作用下，沃尔玛在门店和营收拓展上均取得傲人成绩。随着门店覆盖率不断提升，公司在美国本土蚕食率（Cannibalization Rate，用来衡量新门店对存量门店的侵蚀效应）不断提升，2008 年，新开门店导致存量门店销售额下降 29%；到 2012 年，蚕食率提高到 56%。**该指标在 2010 年末急剧提高主要反映沃尔玛在优势市场（乡村及城郊地区）的饱和，反映在营收上，2010、2011、2014-2017 财年，公司同店销售额均出现下滑，存量市场的饱和意味着公司急需拓展市场。**

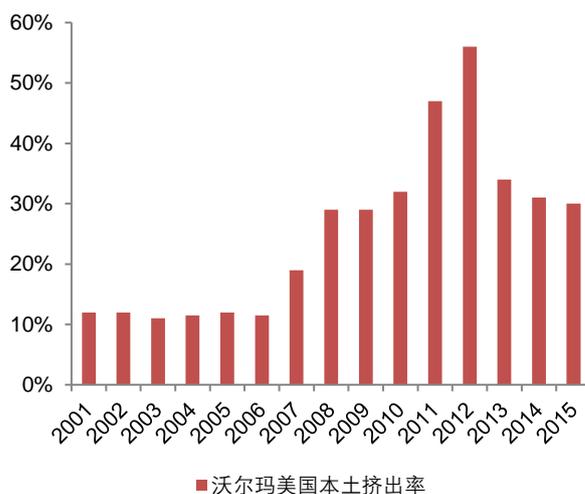
美国本土潜力市场为纽约、波士顿等超大都市。到 2010 年，沃尔玛在人口低于 50 万的城市市占率超过 25%，而在美国人口 TOP10 城市总市占率仅 10%；以纽约为例，2012 年，纽约中心超市市场规模约 340 亿美元，而沃尔玛在该地区的市场份额仅 1.2%。

图 19：沃尔玛展店速度及营收增速对比（2010-2019）

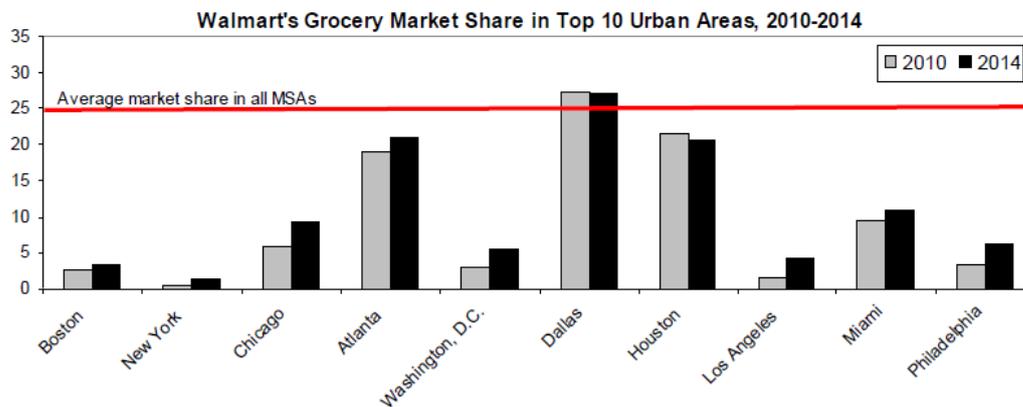


资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 20：沃尔玛美国本土蚕食率（2001-2015）



资料来源：Working paper，东方证券研究所

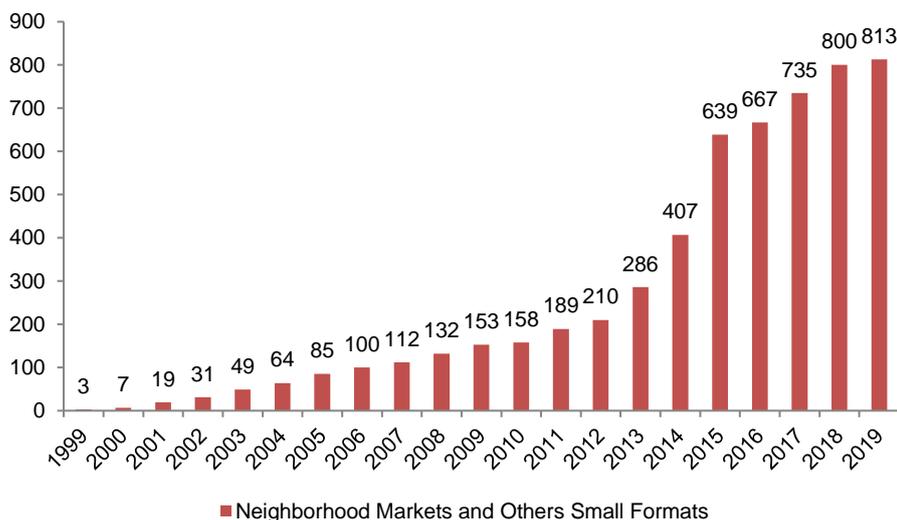
图 21：沃尔玛在美国 TOP10 大都市市场份额


资料来源：Working paper, 东方证券研究所

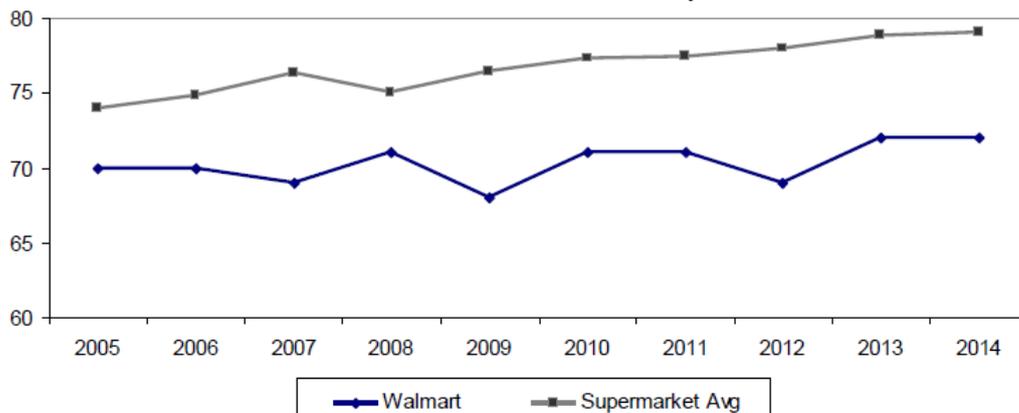
1998 年，沃尔玛引入社区店业态，典型社区店门店面积约 3900 平方米，此后，公司还引入其他小业态门店，例如门店面积约 1100 平方米的便利店。小业态主要为了满足消费者对购物便利性的要求，同时也是其进入大城市主要门店形态。2010 财年之后，社区店等小业态扩张速度不断加快，平均每年新增约 77 家门店。

沃尔玛向超大都市的扩张遭遇“水土不服”，被迫提高最低工资标准。例如在纽约市，沃尔玛直到目前也未能开设一家购物中心或者社区店。沃尔玛在纽约、波士顿等大都市遭遇的阻力主要来自两方面，（1）沃尔玛在消费者当中满意度显著低于行业，根据密歇根大学发布的美国消费者满意度指数，2004 年以来，沃尔玛在消费者中的满意度排名持续下降，到 2013 年下滑为行业最位；

（2）沃尔玛被指责对员工较为苛刻，因而在纽约等地区招来当地政府、工会团体的抵制。根据纽约一家社会组织的报告，若沃尔玛在纽约开设 159 家门店，将导致就业岗位减少 3980 个、工资收入每年减少 3.5 亿美元。沃尔玛在大都市中遇到的阻力与其过去扩张战略有极大关系，2015 年初，沃尔玛宣布将最低工资提高到 10 美元/小时，但在一些地区，沃尔玛工资仍然低于当地最低工资标准；2018 年，公司又宣布将最低工资标准提高到 11 美元/小时。

图 22：沃尔玛社区店及其他小业态扩张情况


资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 23：美国消费者对超市门店满意指数


资料来源：Working paper，东方证券研究所

通过电商模式提高对大城市的覆盖，线上线下结合服务城市目标人群。2016年8月，公司收购Jet.com，希望通过其促进线上业务并提升在大城市的份额，虽然后期Jet表现不及预期，但公司仍然持续加大其在大城市市场的投资。2017年10月，沃尔玛再次收购纽约当地提供即时配送服务的物流公司Parcel。2018年，沃尔玛电商子公司Jet.com在纽约开设一家配送中心提供到家配送服务，这才标志其线下业态第一次进入纽约市。

表 6：沃尔玛到家服务业务主要布局

时间	事件
2016 年 8 月	沃尔玛以 33 亿美元收购电商公司 Jet.com, 希望通过该公司促进其线上零售业务以及在大城市的市场份额
2017 年	对消费满 35 美元的顾客, 可享受免费的两日达到家配送服务
2017 年 10 月	沃尔玛收购纽约当地物流公司 Parcel, Parcel 主要业务为即使配送服务, 收购后 Parcel 主要重心将转为 Walmart.com 和 Jet.com 的纽约客户
2018 年 9 月	沃尔玛的电商子公司 Jet.com 在纽约开设一家配送中心提供到家配送服务, 标志沃尔玛线下业态正式进入纽约市

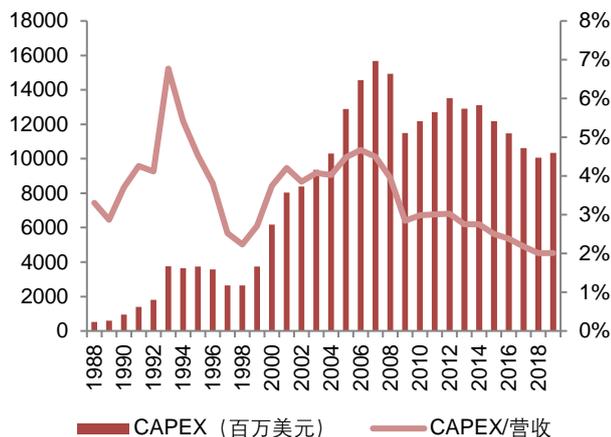
资料来源：公司年报，网络资料，东方证券研究所

2.2 扩张支持：高效融资&集中化管理为持续高速扩张提供保障

沃尔玛在执行扩张战略时，需要资金及团队高效配合。

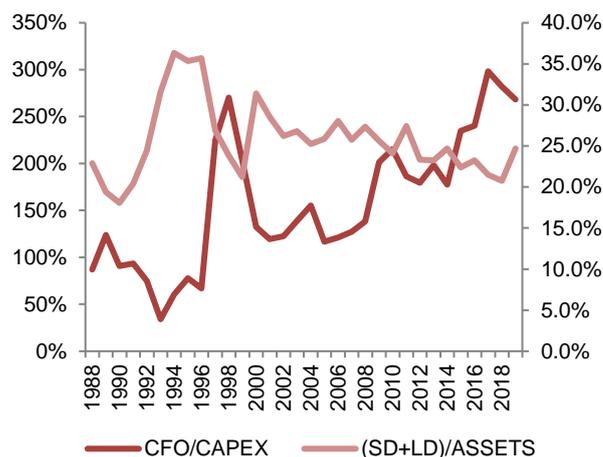
自我造血+合理财务杠杆覆盖高额资本开支。在扩张第二阶段（1988-2009 年），门店（主要是购物中心形态）及配送中心扩张非常迅速，公司当年资本开支由 1988 年的 5.3 亿美元增长到 2009 年的 115.0 亿美元，占营业收入比重平均为 4%。扩张资金一方面来自于沃尔玛优秀的自我造血能力，除个别年份外，期间公司经营活动现金流能够为当年扩张提供 60%以上资金，从 1997 财年开始，公司经营活动现金已经完全能够支持当年资本开始。扩张资金另一方面来自于对外融资，沃尔玛主要依靠借债及融资租赁方式来筹集资金，1988-1996 年间，公司平均有息负债率（有息负债主要为包含融资租赁在内的短期和长期债务）为 27%，当经营活动现金流占比下降时，公司则会明显提升有息负债率。

图 24: 沃尔玛资本开支情况 (1988-2019)



资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 25: 沃尔玛经营性现金流/资本开支、有息负债率情 (右轴) 况

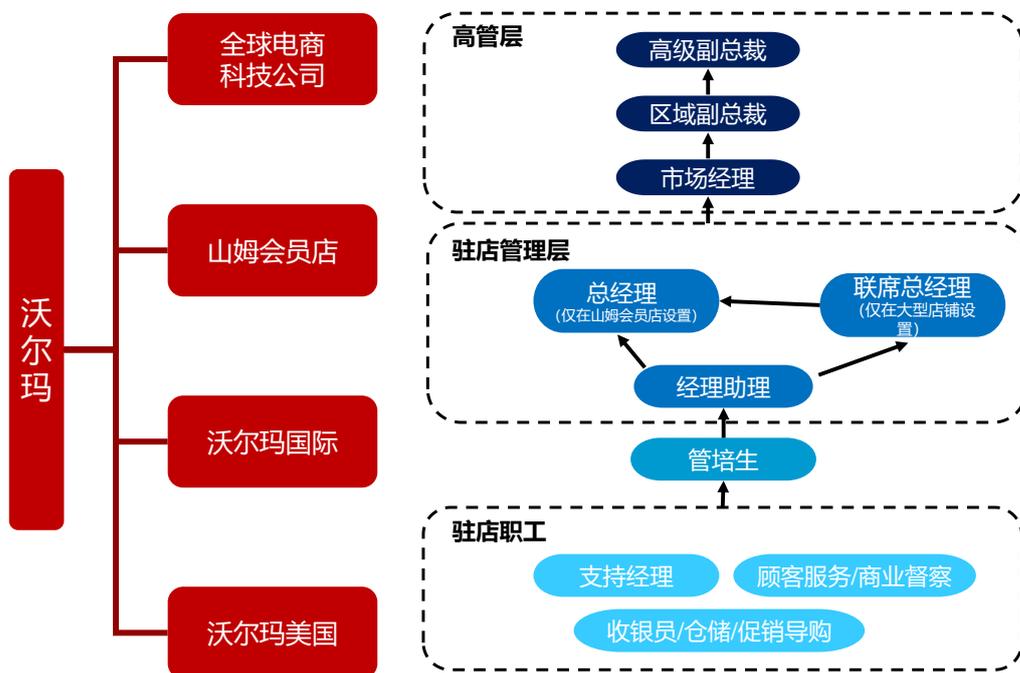


资料来源: 公司年报, 东方证券研究所

由于管理半径宽、员工规模大，沃尔玛的管理架构具有明显的等级特征，总体来看，沃尔玛采取集中化管理方式保证员工理念统一、门店运营标准可控。主要体现在：（1）公司总部设置约 29 位高级经理分管财务、运营、物流等各个职能部门，向各业务分部总裁汇报；（2）门店运营层面，美国本土区域副总裁（RVP）统一在公司总部办公，定期进行区域巡店，每周向公司管理层汇报区域门店情况；（2）在人事安排上，区域人事经理（RPM）同样在公司总部办公，协助区域市场经理管理下属门店人员，RPM 每周巡店考评；（3）每个门店的工作岗位设置、工作职责及管理层级均相同，管理架构统一化。集中化的管理模式保证员工理念统一、门店运营标准可控。

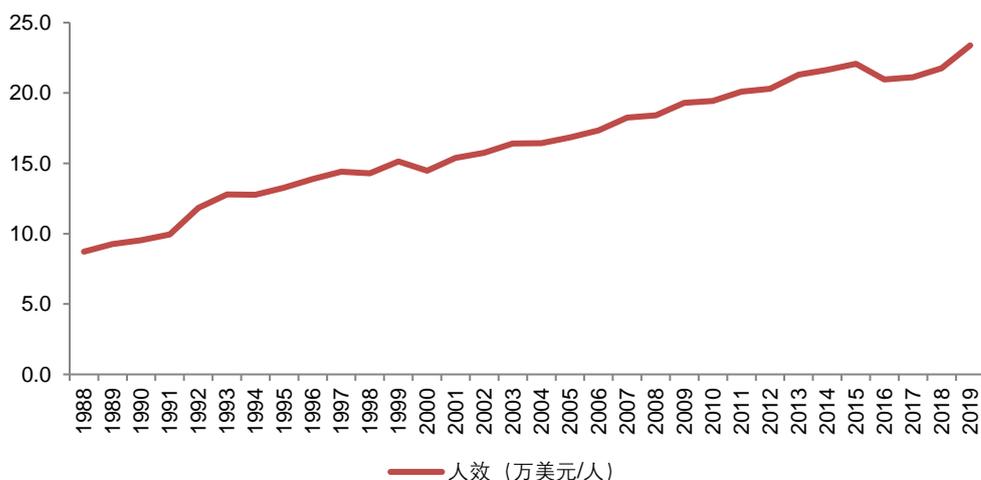
合伙人制度充分调动基层员工积极性。沃尔玛拥有一套独特的薪酬制度，其固定工资基本处于行业较低水平，但其利润分享计划、员工购股计划、损耗奖励计划、其他福利计划在整个报酬制度中起着举足轻重的作用。（1）**利润分享计划**：凡加入公司一年以上，每年工作时数不低于 1000 小时的所有员工，都有权分享公司的一部分利润；公司根据利润情况按员工工薪的一定百分比提留，一般为 6%。提留后用于购买公司股票，当员工离开公司或是退休时就可以获得现金或是公司股票。（2）**员工购股计划**：本着自愿的原则，员工可以购买公司的股票，并享有比市价低 15% 的折扣，可以交现金，也可以用工资抵扣。（3）**损耗奖励计划**：店铺因减少损耗而获得的盈利，公司与员工一同分享。（4）**其他福利计划**：建立员工疾病信托基金，设立员工子女奖学金等。

图 26：沃尔玛门店运营层面组织架构



资料来源：公司年报，网络资料整理，东方证券研究所

图 27：沃尔玛人效演变（1988-2019，万美元/人）



资料来源：公司年报，东方证券研究所

3. 永辉超市扩张战略全解析

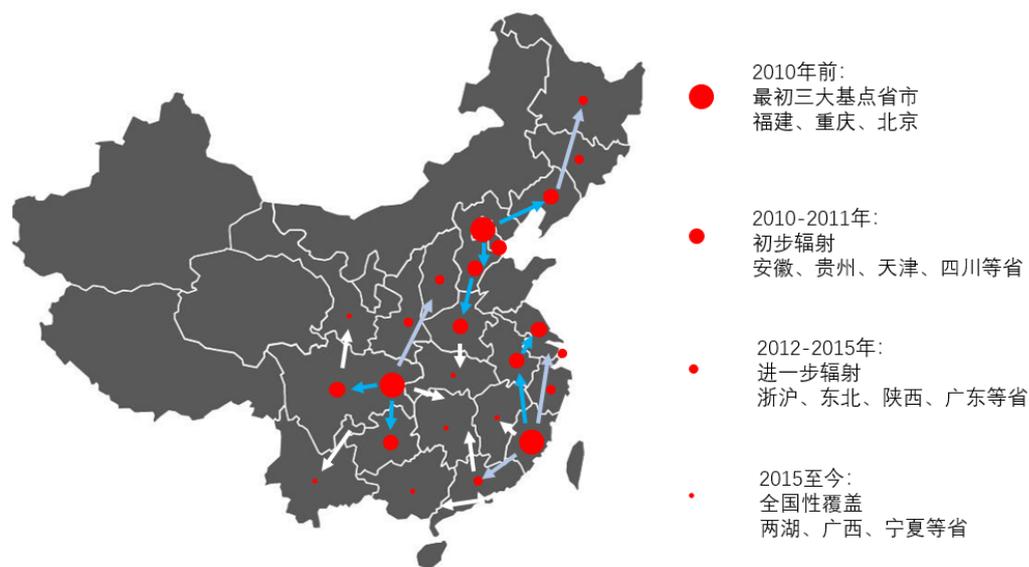
3.1 由点及面全国性有序扩张，物流配套持续跟进

3.1.1 以福建为大本营，以重庆、北京为二三支点逐步辐射扩张

永辉超市是国内生鲜商超龙头企业。永辉超市股份有限公司成立于 2001 年，最初名为福州永辉超市有限公司。经过多年的发展已经成为以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础的大型集团企业，是中国企业 500 强之一。公司是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范。公司是 2018 年中国连锁百强企业 6 强、中国快速消费品连锁百强 4 强，已经成为国内生鲜商超龙头企业之一。

公司成立、成长、成功于福建，以此大本营为基点，逐步辐射扩张。回顾永辉超市门店扩展的历程，可将其分为四个阶段：1) 2010 年前：公司从福建省起家成长，于 2010 年前后形成福建、重庆、北京三大发展支点；2) 2010-2011 年：在 2010 年成功上市取得资金补充后，两年时间内迅速逐步辐射至安徽、贵州、天津、四川等省；3) 2012-2015 年：公司在原有经营范围的基础上进一步扩张，向东进入浙江、上海市场，向南打入广东市场，向北进驻东北各省市，向西开始经营陕西、山西两省；4) 2015 年至今：公司进军两湖、广西、宁夏等省，已经初步完成了全国性的覆盖。

图 28：永辉超市有序扩张路径

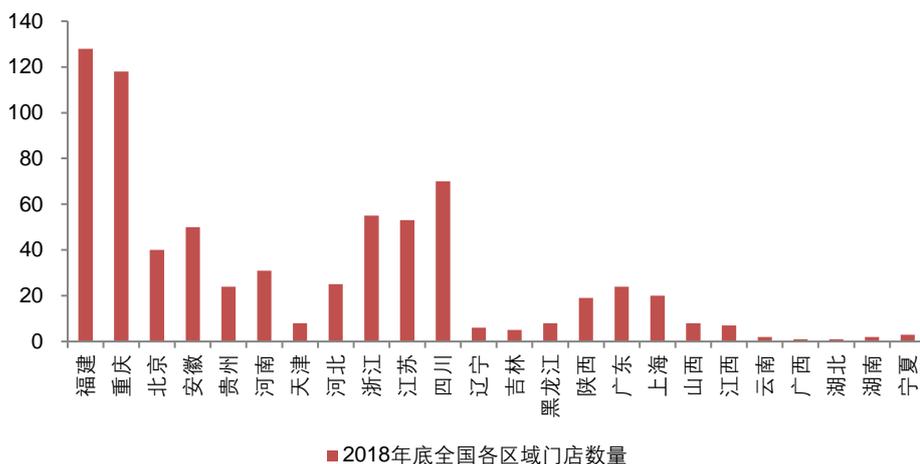


资料来源：公司公告，东方证券研究所

完成初步全国性门店覆盖。目前永辉超市门店分布于 24 个省市，拥有 900 家连锁超市，经营面积超过 600 万平方米。以截止 2018 年年末公司全国区域门店分布分析，福建以及其周边的安徽、江浙沪具有最多的门店数量，重庆以及其周边的四川为第二个门店密集区域，北京以及其周边的陕西、

河南为第三门店分布密集区域。公司以福建为大本营，以重庆、北京为二三支点逐步辐射扩张的战略路径已经初步完成。

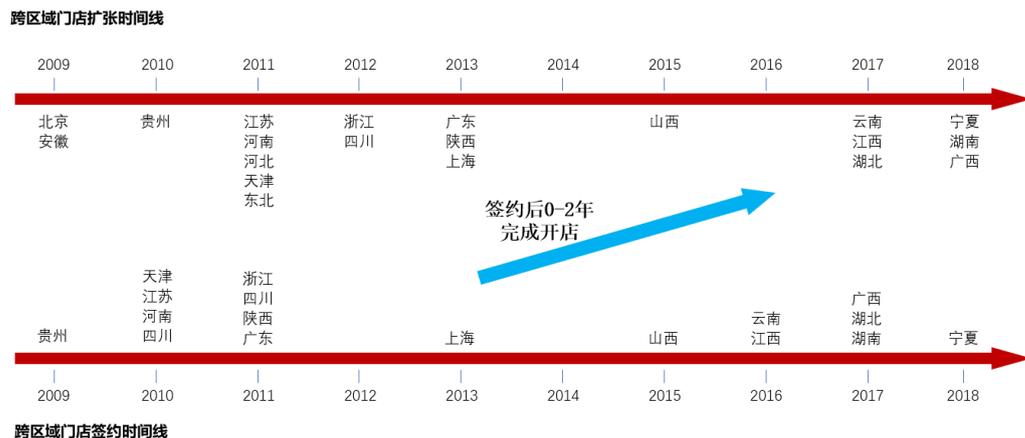
图 29：永辉超市 2018 年年末全国各区域门店数量



资料来源：公司公告，东方证券研究所

具有极强的执行能力，签约后 0-2 年内完成开店。对比永辉在跨区域扩张过程当中的门店签约时间线和门店开业时间线，大部分省区（贵州、江苏、河南、浙江、四川、云南、江西等）门店从签约到开业需要的时间为 1 年，少部分省区（山西、湖北、宁夏）可在当年完成开业，个别省区（广东）这一时间延长为两年。可以看出公司具有极强的执行能力，在签约完成后可以迅速完成装修工作，达成开业。

图 30：永辉超市扩张——门店签约与开店节奏

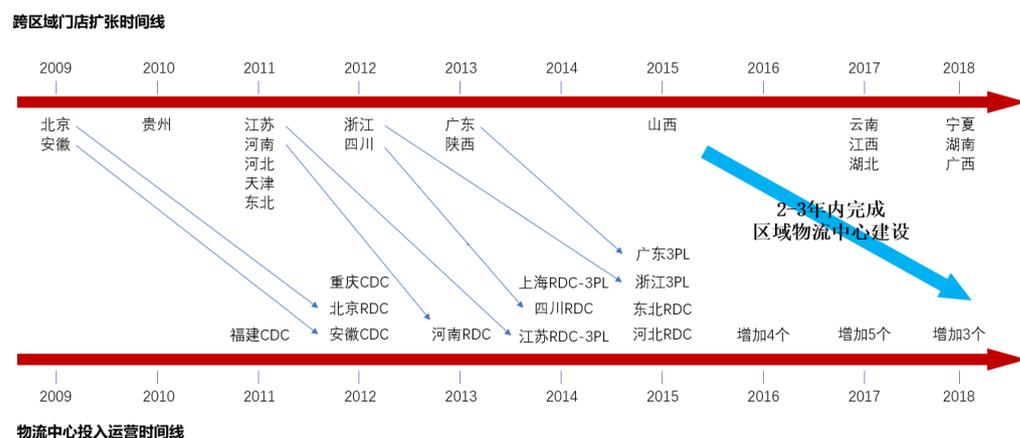


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1.2 物流配套设施持续跟进，保持供应链管控能力

永辉在完成跨区域扩展后，物流配套设施在 2-3 年内完成。对比永辉在跨区域扩张过程当中的门店开业时间线和物流中心投入使用时间线，其物流配套设施跟进能力在逐步增强。2009-2012 年是永辉的物流配套设施建设早期，于 2011 年和 2012 年在福建、重庆、安徽建设完成三个中央配送中心 CDC (central distribution center)。后续公司建设的物流中心均为区域配送中心 RDC (regional distribution center) 以及第三方物流配送中心 3PL (third-party logistics)。2012 年之后的物流中心配套时间很大一部分缩减为 2 年。2016-2018 年公司的对于物流配套建设始终保持高度重视，三年分别新建 4 个、5 个、3 个新配送中心。

图 31：永辉超市扩张——门店与物流中心匹配



资料来源：公司公告，东方证券研究所

以全国统采为基础，逐步提高区域直采比例。永辉的物流配送滞后于跨区域扩展的原因在于公司在扩张初期可以采用全国统采用于过度。公司进入重庆、北京、安徽三个区域的时间分别为 2004、2009 年、2010 年，三者区域直采比例逐步降低，全国统采比例逐步升高，公司在新进入的区域首先采用较高比例全国统采，在区域物流中心 RDC 逐步建设完成后，增加区域直采，实现供应链管理的优化。

表 7：永辉超市 2011 年各区域采购方式

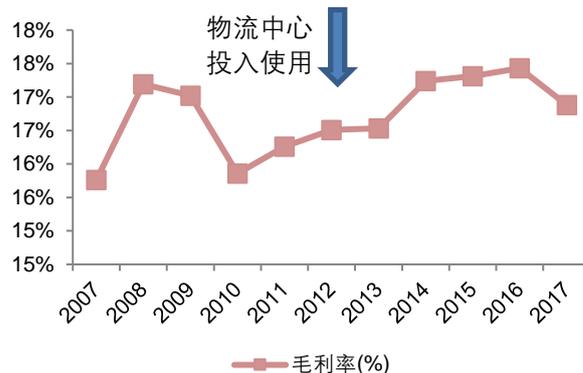
方式	母公司	福建	重庆	北京	安徽
全国统采	36%	37.80%	29.80%	47.60%	48.90%
区域直采	27%	24.00%	32.80%	19.30%	15.70%
供应商	37%	38.30%	37.40%	33.10%	35.40%
合计	100.00%	41.20%	46.60%	7.10%	5.10%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

物流中心的建成对于永辉在当地的运营具有提升作用。公司在 2009 年进入北京地区，2012 年区域物流配送中心建成后，连续多年毛利率攀升。再以公司发展时间更长更为成熟的重庆区域为例，公司在 2010 年以后该区域毛利率陷入低谷，2012 年中央配送中心建成后，2014 年毛利率获得了一次较为明显提高。

图 32：北京地区营毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：华西地区毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1.3 同业入股及并购加速，提高区域掌控能力

尝试通过同业入股及并购手段进一步提高区域掌控能力。永辉从 2013 年起开始尝试对于同业公司的入股行为，谋取区域内合作共赢以及跨区域的扩张助力。中百集团是湖北超市龙头，在湖北市场深耕多年，品牌、渠道、规模等优势显著，同时也进入了重庆市场具备一定的竞争实力。公司入股中百集团，进一步增强了在重庆区域的竞争实力，也为后续进入湖北市场打下一定基础。红旗连锁是四川省超市龙头，发展战略坚持“以四川为中心、成都为核心”，在川内具有一定纵深的网络布局，领先优势显著。公司增资红旗连锁，是有利降低四川省竞争压力的举措，公司围绕重庆和四川，已经在中西部构建起较为强大的区域竞争实力。百佳中国背靠屈臣氏，是广东省超市龙头，公司在广东区域发展速度相对缓慢，借助百佳在广东省强大的基础实力，有望在该区域迅速打开局面。

表 8：永辉超市入股及并购行为

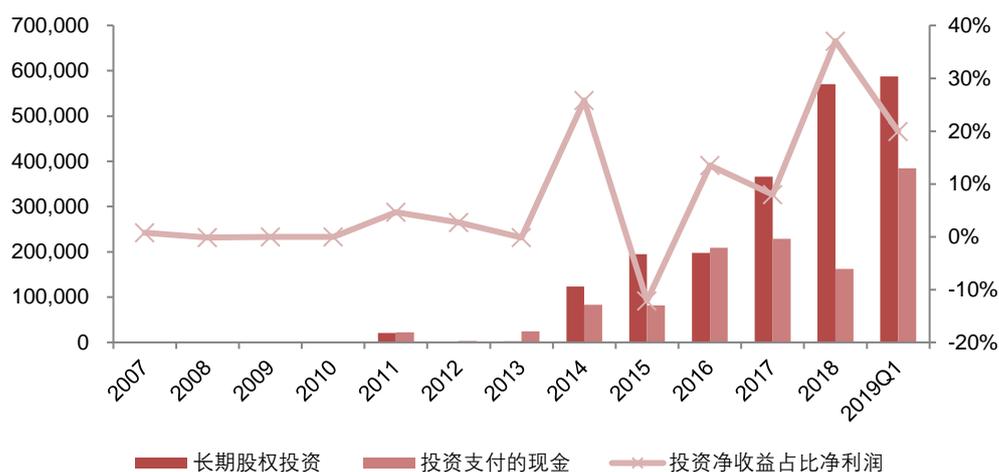
时间	事件
2013 年 11 月	入股中百集团，持股 4.99%
2014 年 1 月	增持中百集团，持股 10%
2014 年 12 月	增持中百集团，持股 20%
2015 年 4 月	入股联华超市，持股 21.17%
2016 年 12 月	出让联华超市 21.17% 股权
2017 年 7 月	增持中百集团，持股 25%，并继续持续增持至 29.86%
2017 年 12 月	增资红旗连锁，持股 21%
2018 年 10 月	与百佳和腾讯设立百佳永辉，公司持股 50%

2019年3月 拟通过要约收购的方式增持中百集团的股份比例提高至最多不超过40%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资并购行为效果显著，有效增厚公司净利润。永辉长期股权投资自2013年起迅速提升，同时对应了迅速提高的投资净收益。2016年至2018年，公司投资净收益占比净利润分别为13.4%、7.9%、37.0%，同业投资并购行为为公司带来了可观的净利润贡献。叠加未显示在报表中的区域竞争实力提升，公司的扩张战略变速得到了优秀成效。

图 34：永辉超市投资行为及其收益（单位：万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1.4 治理模式持续升级，打破垂直构架权力逐步下放

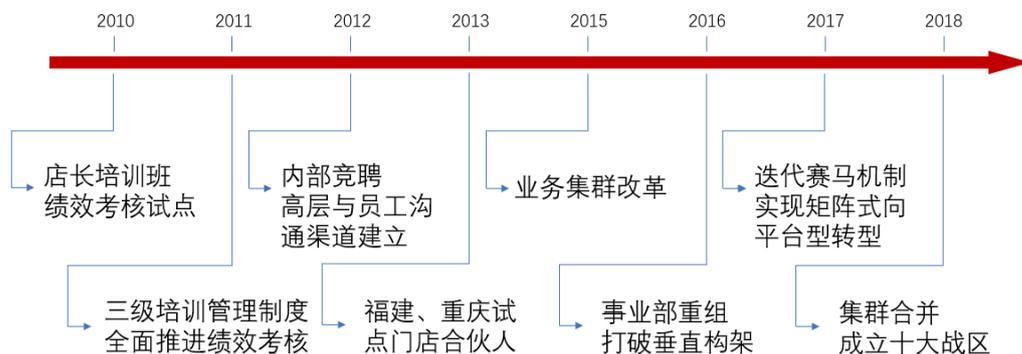
永辉始终保持对于治理模式的优化，保持各级员工向上活力。永辉对于内部人员的培训始终保持高度重视，从店长培训班试点，到经理培训班，再发展至成熟的三级培训管理制度，并进一步采用内部竞聘制度。同时，全面、科学、合理的薪酬考评机制也逐年完善。健全的体制机制保证公司各层级员工始终能够保持向上的活力，进而激发公司成长的动力。公司历年人均创收于人均薪资持续提升充分展现了公司再治理层面的优秀表现。

近两年两次权力下放，充分调动中层管理积极性。永辉在早期的经营过程中，更偏向模仿沃尔玛“强总部而弱门店”的发展战略。2013年以来，公司从试点合伙人制度开始，发现将权力下放将对公司最一线运营具有更好的提升与刺激作用。近两年来，公司进行了两次更为大刀阔斧的放权举措。

1) 2016年-2017年：三大事业部重组，打破垂直架构。公司原有生鲜事业部、加工事业部、食品用品事业部三大事业部均由当时的家族人员来担任总经理，采用家族企业模式垂直化管理。这在公司规模较小时具有很好的效率。随着公司不断发展壮大，垂直构架改革成矩阵式，再过渡到以流程优化为导向的平台型组织架构。2017年10月，永辉原四位总经理正式辞职，将事业部正式放权。

2) 2018年：成立十大战区，各大区简政放权。公司在2018年决定将原一、二集群合并，解决“手不在一起”的问题。公司对每个战区单独进行业绩考核，奖金水平相较于之前最高可提成超过数倍。更小的区域划分，更为细致的考核指标，将极大的刺激各区域管理者推动公司的在全国范围内的扩张计划。

图 35：永辉超市治理模式迭代过程



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 9：永辉超市 2017 年股权激励

对象	人数	获授股票数量（万股）	占授予股份比例	占总股本比例
战略管理层	2	1092.9	6.56%	0.11%
核心管理层	27	2950.83	17.70%	0.31%
重要经营层	75	4917.75	29.51%	0.51%
核心业务骨干	245	7705.65	46.23%	0.81%
合计	349	16667.13	100.00%	1.74%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

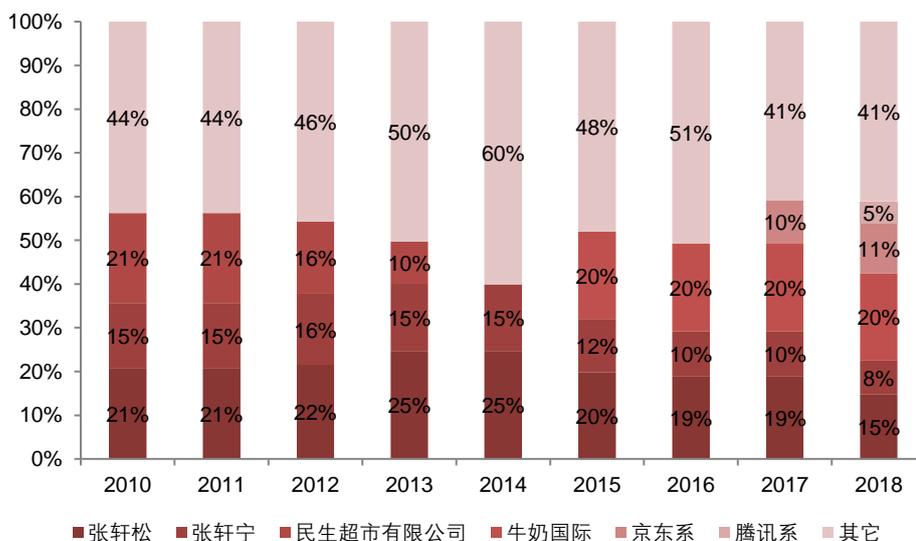
图 36：永辉超市人均薪酬（单位：万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：永辉超市人均创收（单位：万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

效仿华为、京东，实行轮值董事长制度。永辉在发展过程中进行了多次股权融资，分别于 2014 年、2015 年和 2017 年引入了牛奶公司、京东和腾讯，三者均属于坚定的战略投资者。公司创始人张轩宁、张轩松兄弟持股比例逐年降低，并于 2018 年放弃一致行动人身份，公司借此正式推行轮值董事长制度。这一制度最早起源于华为，并为阿里、京东等国内优秀的大型公司所借鉴。此制度有利于留住公司的人才；提供了一种制衡模式和民主决策模式，有利于将公司的最新战略快速落地，减少内耗；有利于管理更加灵活。公司在不断扩张成长的过程中已经成为千亿级别的大型公司，这一为国内优秀大型公司所采用的制度，有望进一步提高公司治理水平。

图 38：永辉超市股权结构变化历史


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 扩张能力实现异地复制，各区域发展轨迹具有相似性

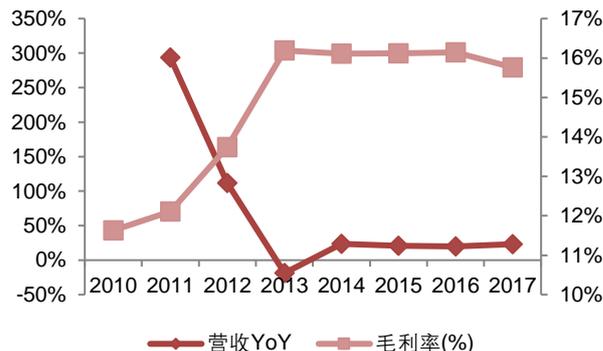
永辉在跨区域扩张中展现出强大的竞争实力。我们以北京、苏皖、东北和河南地区为例，永辉分别在 2009 年、2010 年、2011 年和 2011 年进入以下四个区域市场。可以发现，公司在进入该市场前 2-4 年内实现超高速增长，每年营收增速达到 100%，甚至超过 300%。在初期的高速发展之后，公司又能够实现较为稳定的持续发展，尤其是在北京及苏皖地区，公司连续 4 年保持 10% 以上的增速。从毛利率侧分析，在初期的高速发展阶段，公司的毛利率普遍处于较低的水平，但是在经过 3-4 年的调整之后，公司在各区域的毛利率均能够维持稳定在一个特定的水平。公司在新进入一个新区域市场时，在初期通过以价换量的战略打开市场，在获得一定市场地位后逐渐稳定盈利水平，实现较为平稳的区域加密。

图 39：北京地区营收增速及毛利率



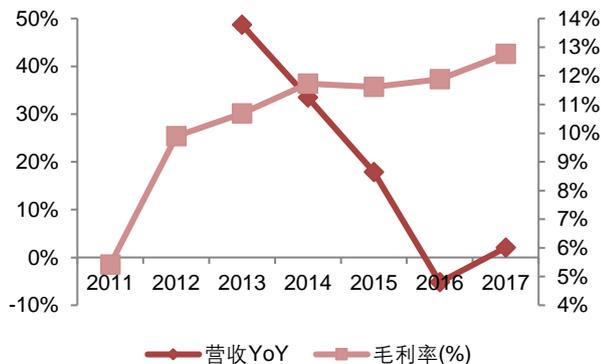
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：苏皖地区营收增速及毛利率



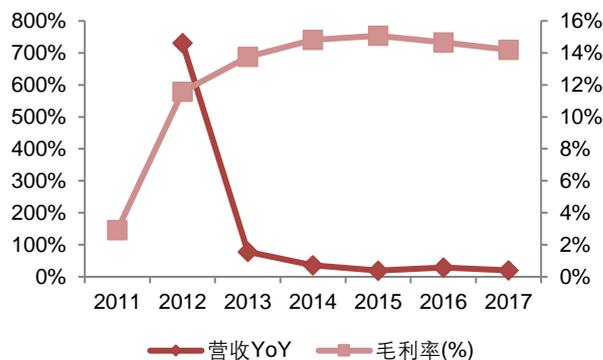
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：东北地区营收增速及毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 42：河南地区营收增速及毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.1 福建区域：公司大本营，逐步拉开与竞争对手差距

福建是公司发展的大本营，整体经济发展速度超越全国平均水平。公司于 2000 年在福建设立第一家超市，并逐步发展壮大，福建省是公司发展的起点。从 2000 年至今，福建省 GDP 增速与社会消费品零售总额增速始终位于全国平均水平之上，具有发展零售业的良好土壤。

图 43：福建区域 GDP 与社零（单位：亿元）



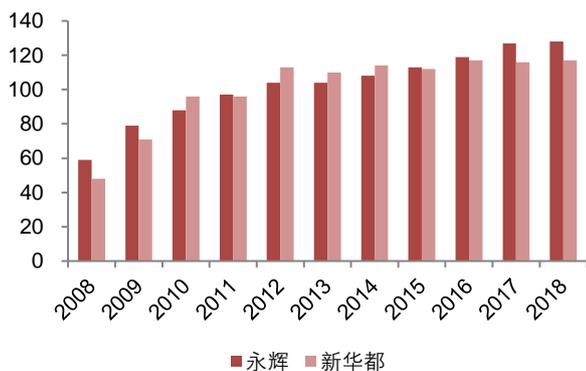
资料来源：Wind，东方证券研究所

公司在福建区域已经逐步拉开了与新华都的差距。福建区域为公司的大本营，经历了近 20 年的苦心经营，公司在此区域持续着高速的发展，近几年来始终保持着 15%-20% 的增速。新华都作为福建区域原来的地区龙头，营收体量在 2010 年前后与永辉并没有存在明显的差距，但是从 2011 年起，新华都的成长能力已经与永辉逐步拉开差距，2014 年起其在各个区域均出现了不同程度的负增长。目前，公司在福建区域拉开了与新华都的差距，成为该区域绝对的龙头。

稳定的区域加密，不断提升的平效水平助力公司胜出。新华都在 2010 年-2014 年期间福建区域门店数目超过公司，但是在近几年持续的低增长导致被公司后来居上。公司在福建区域的加密战略持续而稳定，没有过于盲目的快速扩张，这一点从平效上可以得到充分显现。公司在福建区域的平效高于全国平均水平。从新华都 2017 年及 2018 年披露的超市业务数据显示，其平效只有公司福建区域平效的 60%-70% 水平，并且在 2018 年还出现了一定幅度的下滑。

图 44：新华都各地区收入增速显著低于永辉（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

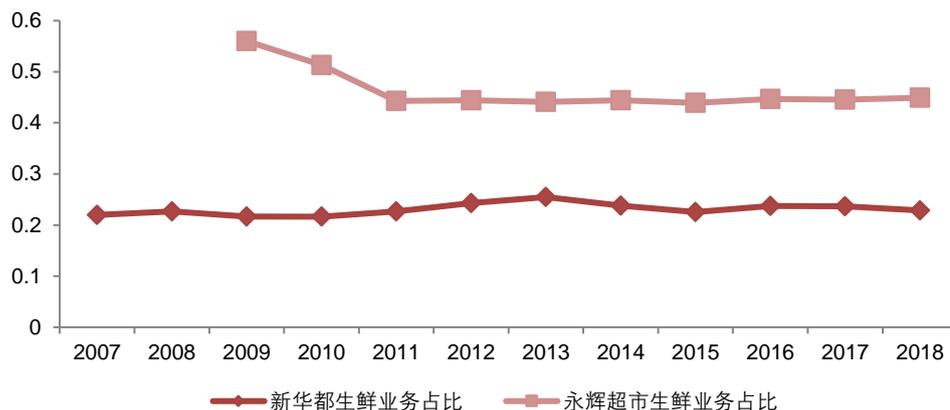
图 45：永辉超市与新华都门店数量


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 46：永辉超市与新华都平效


资料来源：公司公告，东方证券研究所

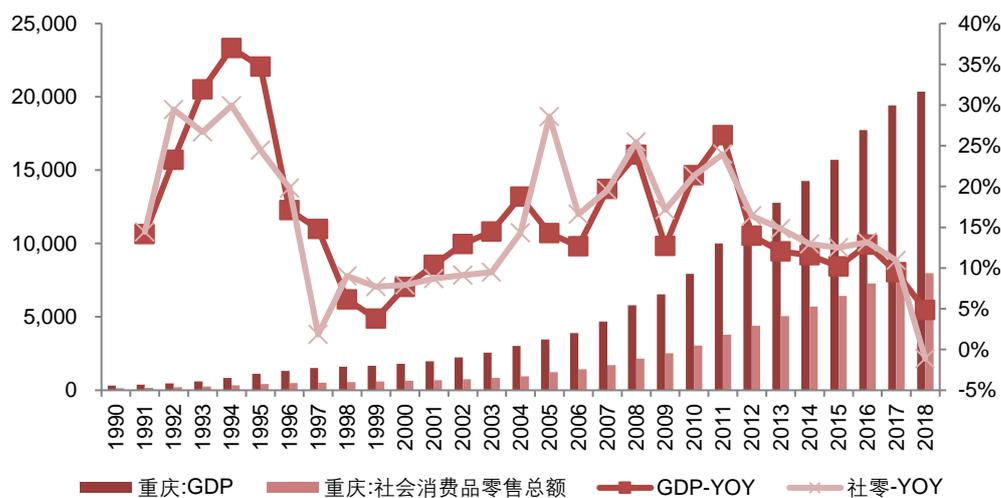
公司战胜新华的核心原因在于对于生鲜业务的重视。公司生鲜业务占比从2011年起就保持在45%的稳定水平，与新华都25%左右的水平具有明显的差异。在面对来自线上电商的冲击时，由于生鲜业务具有其独特的线下壁垒，公司始终能够保持着竞争力，同时还能够享受生鲜区域获客能力对于其他业务的反哺，长期以来获得胜出。

图 47：新华都生鲜业务占比显著低于永辉超市


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.2 重庆区域：第二支点增长稳健，速度与质量双保证

重庆是公司全国性扩张的第一站，是一种尝试，也是一个开始。公司于 2004 年在重庆设立第一家超市，第一次尝试跨区域发展。从 2004 年至 2012 年，重庆 GDP 增速与社会消费品零售总额增速保持着极高的增速水平，对于发展零售业具有良好促进作用。2012 年-2017 年，重庆的发展速度放缓，2018 年出现较为明显的增速下滑。

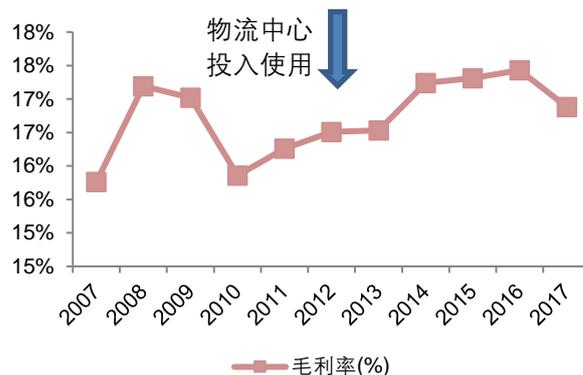
图 48：重庆区域 GDP 与社零（单位：亿元）


资料来源：Wind，东方证券研究所

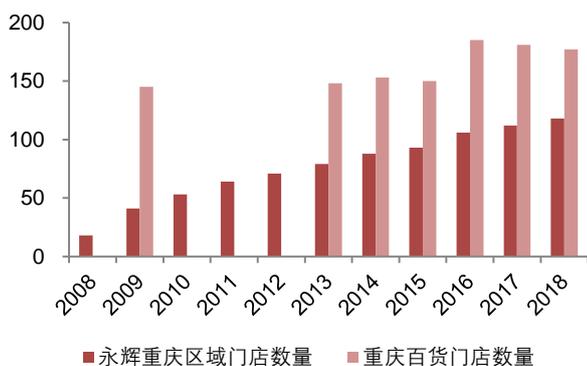
重庆百货是公司在该区域的主要竞争对手，经过多年的发展，公司已经逐步占据上风。公司在 2004 年进入重庆市场，重庆百货是当地的绝对龙头，但是重庆百货从 2009 年-2015 年门店数量始终只有 150 家左右的水平，没有进一步进行区域加密。从 2016 年至今的三年中，重庆百货已显示出疲态，新开门店不及关店数量，公司门店数量则保持着稳定的上升趋势，公司已经逐步占据上风。

图 49：北京地区营毛利率

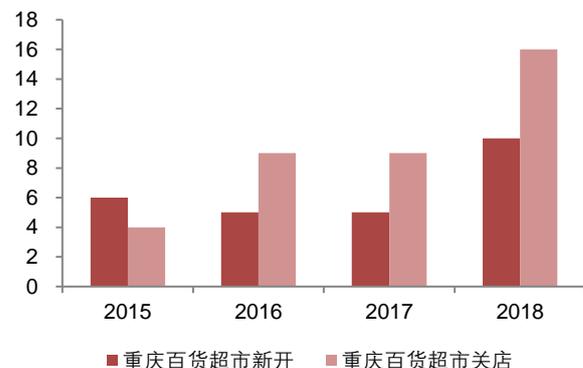

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：华西地区毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

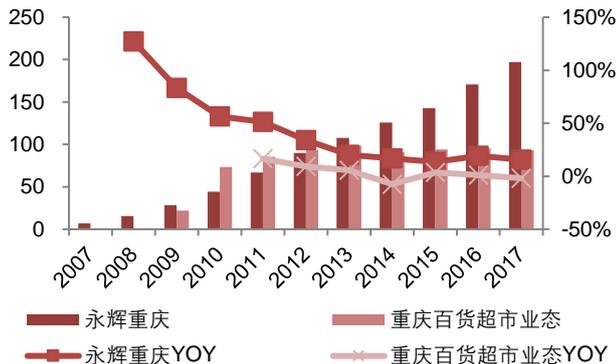
图 51：永辉超市与重庆百货门店数量


资料来源：公司公告，东方证券研究所

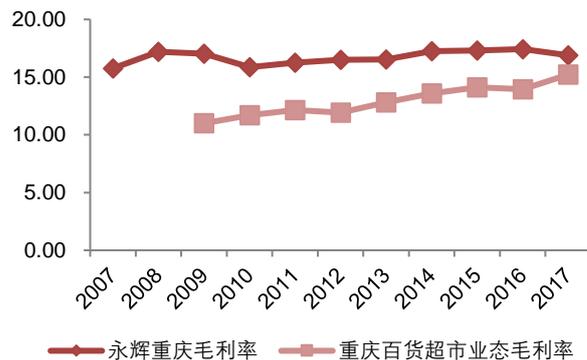
图 52：重庆百货近年新开门店数量已经不及关店数量


资料来源：公司公告，东方证券研究所

永辉从增长速度和数量上，均具有一定的优势。2004-2010 年期间，重庆百货超市业态收入和公司还能形成一定的竞争。2011 年之后，公司的优势逐步拉大，每年增速保持在 15%-20% 的水平，与重庆百货的个位数的增长形成明显的对比。同时，公司在毛利率水平方面也显著领先于重庆百货。

图 53：永辉超市与重庆百货营收对比（单位：亿元）


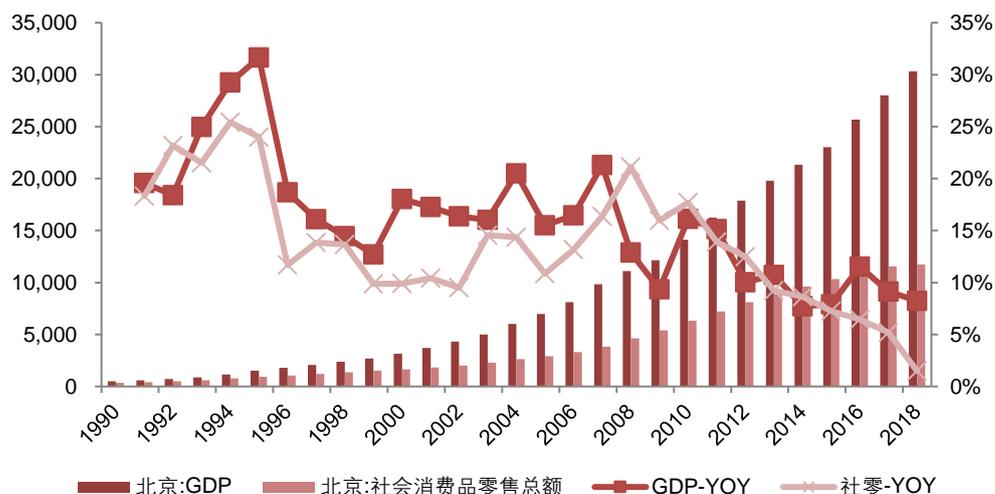
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 54：永辉超市与重庆百货毛利率对比


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.3 北京区域：北方支点，竞争压力较大，增长稳健

北京具有巨大的存量市场，同时也要面对更加激烈的竞争。公司于2009年进入北京市场，当年其GDP与社零增速分别为9%和16%。增速相对于其他省区市具有一定的差距，但是由于北京作为首都，具有巨大的人口基数，因此存量市场空间广阔。当然，与之对应的是公司将要面对来自各方的竞争压力。

图 55：北京区域 GDP 与社零（单位：亿元）


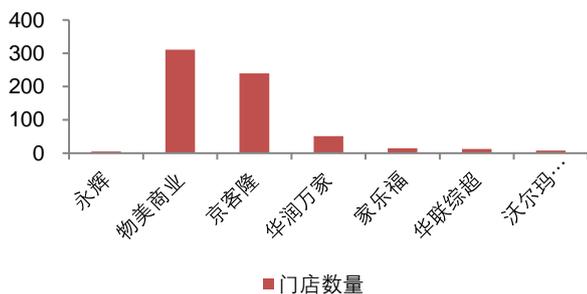
资料来源：wind，东方证券研究所

北京区域商业竞争对手较多，竞争形势复杂。具体包含物美、京客隆、华润、华联等本土老牌超市龙头，以及家乐福、沃尔玛等跨国零售巨头。其中物美商业和京客隆在北京区域经营发展多年，门

店覆盖密度极高，总数量分别为 311 家和 240 家，华润万家的门店数量为 51 家，其余企业门店数量相对较少。

公司在北京区域发展速度相对较为缓慢，已经进入稳定阶段。截止 2018 年公司在北京拥有 40 家门店，数量相对较少，与之相对应的，2013 年-2018 年，公司在北京区域发展增速已经出现明显放缓。同时，北京区域占比公司总营收也保持在 16%左右的水平。

图 56：2009 年北京超市行业企业门店数量



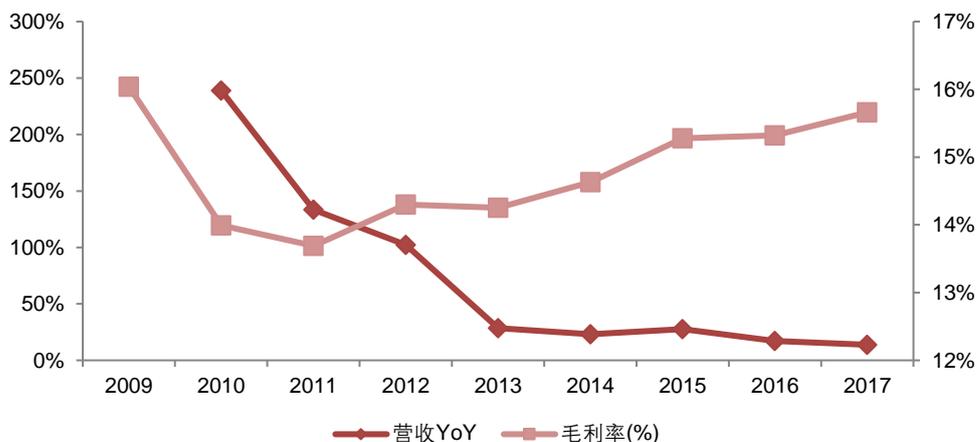
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 57：永辉超市北京区域门店数量变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 58：永辉北京区域发展情况

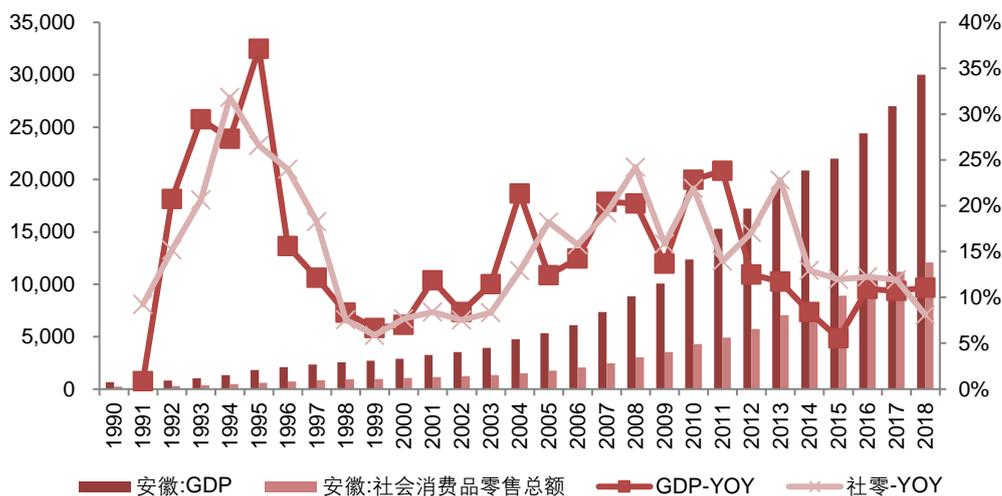


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.4 安徽区域：稳扎稳打，把握核心城市

公司与 2010 年进入安徽市场，当年其 GDP 与社零增速分别为 23%和 22%，具有巨大发展空间。2013 年-2018 年，安徽省发展降速，一定程度上延缓了公司在该区域的扩张。

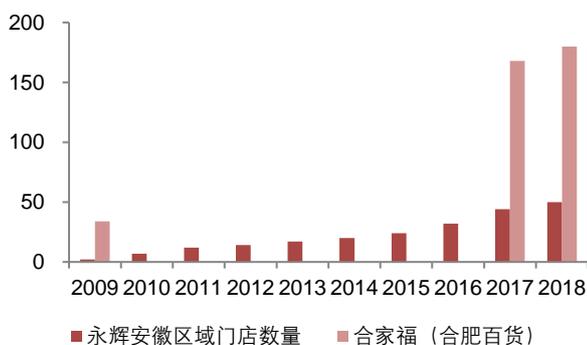
图 59：安徽区域 GDP 与社零（单位：亿元）



资料来源：wind，东方证券研究所

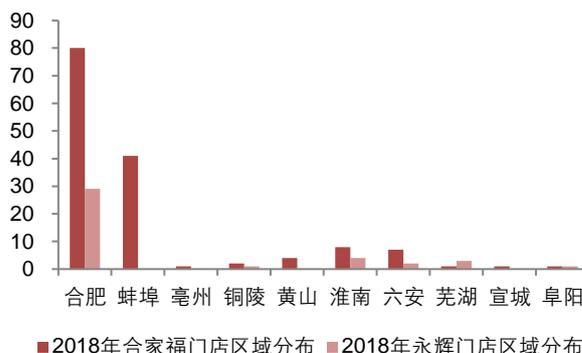
主攻省会城市，面对区域龙头竞争稳扎稳打。公司在安徽省的发展速度相较于其他区域较为缓慢，截止 2018 年公司在安徽省共计有 50 家门店，其中 29 家位于合肥市。由于安徽省相对缓慢的经济发展速度，公司将发展重心放在了省会城市。合肥百货是公司在的重要竞争对手，其从 2009 年至今门店数量大幅增加，作为本土的区域龙头，很好抵御住了公司在区域的竞争。从门店区域分布上看，合肥百货的发展重心也是在安徽合肥，但是其在蚌埠也有较快的发展，同时由于合肥百货旗下的台客隆在宣城发展较为优秀，其在宣城具有绝对的优势。

图 60：永辉超市与合肥百货门店对比

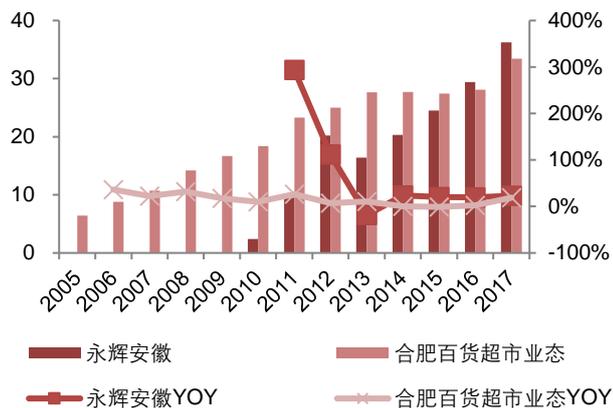


资料来源：公司公告，东方证券研究所

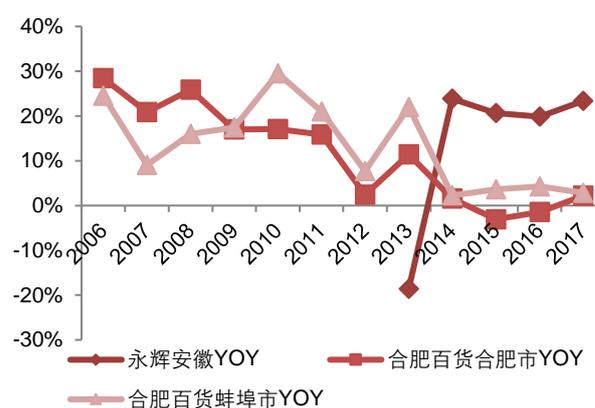
图 61：2018 年永辉超市与合肥百货门店区域分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 62：永辉超市与合肥百货营收对比（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 63：永辉超市与合肥百货重点区域营收增速对比


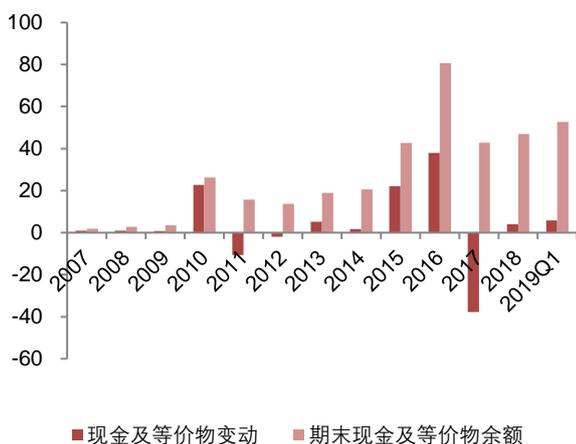
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 偏好股权融资，扩张期资金有保障

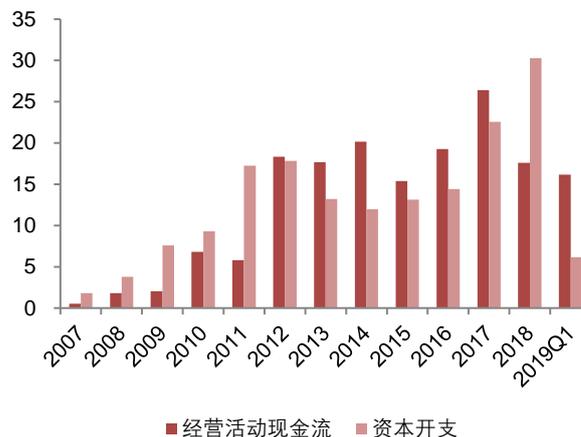
3.3.1 现金充足，支撑持续扩张步伐

永辉对于现金流把控能力较强，始终保持充足的在手现金。2007-2019年Q1，永辉展现出对于现金流强大的把控能力，除2017年出现现金净额的下降，其余年份公司现金净额均能够保持小额增长或基本稳定。同时，2017年的特殊情况我们认为公司有意减少过多的在手现金（2016年末公司在手现金超过70亿元）而没有进行融资操作而出现的可控现象。目前公司始终保持着40亿元左右的在手现金，资金充裕。

经营活动现金流充沛、稳定，对资本开支可形成保障。2007-2011年是永辉走出福建进行全国性扩张的开始，因此其经营现金流与资本开支存在一定敞口。但是从2012年起，公司在保持扩张步伐的同时，已经具有良好、稳定、持续的经营能力，经营活动现金流每年均能够对资本开支形成覆盖，良好的经营性现金流成为公司持续扩展的坚实保障。

图 64：永辉超市在手现金保持充足（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 65：永辉超市现金流可支持资本开支（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3.2 偏好股权融资，借贷为辅助手段

偏好股权融资方式，历史上共进行 6 次重要融资。永辉于 2004 年开始走出福建拓展重庆市场，需要一定的资金支持，故于 2007 年和 2008 年两次获得民生超市的投资，筹集资金共计 4.4 亿元。IPO 之后，民生超市逐步减持退出，之后公司分别于 2015 年和 2016 年分别进行了两次股权融资，对象分别为牛奶国际和京东系的京东邦能及江苏圆通，筹集资金约 100 亿元。这两次股权融资不仅仅解决了公司在资金方面的需求，也为公司引入了强有力的战略合作对象。

债务融资对筹资形成良好的补充作用。2010 年-2014 年，公司均通过短期借贷进行资金筹措，每年的金额维持在 20-30 亿水平，对于公司早期的资金需求提供良好支撑。由于公司 2015 年和 2016 年获得到了两笔大额股权融资投资款，因此 2015 年-2017 年公司几乎没有采用债务融资。至 2018 年，公司短期借款金额达到历史新高，这也可能是公司未来转变主要融资手段的一个信号。

负债结构健康，具有提高杠杆的潜力。永辉几乎不存在非流动负债，公司最为主要的负债为应收账款，占总负债比例一度超过 60%；而短期借贷占比公司总负债仅有 20%左右的水平。较低的资产负债率使得公司在未来有足够的提升杠杆的潜力。

表 10：永辉超市经历 6 次重要股权融资

时间	融资方	金额 (亿元)	融资后占公司股权比例
2007	民生超市	2.00	20%
2008	民生超市	2.40	24%
2010	A 股 IPO	25.22	14.32%
2013	张轩松	7.90	24.68%
2015	牛奶国际	56.91	19.99%

2016 京东邦能，江苏圆通 42.35 10%

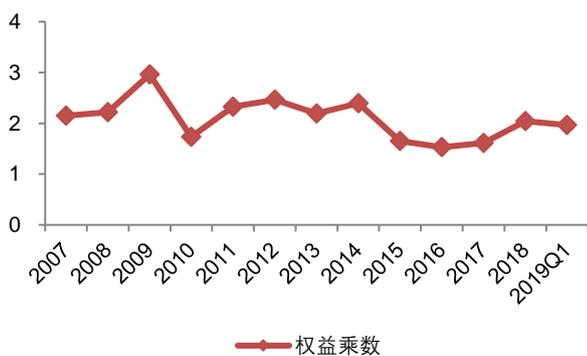
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 66：永辉超市主要筹资手段（单位：亿元）



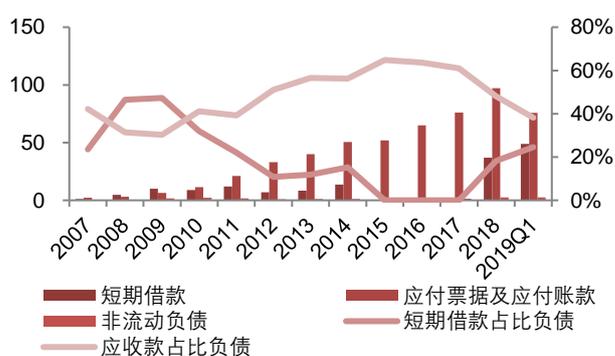
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 67：永辉超市权益乘数较低



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 68：永辉超市主要债务类型为应付款（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

通过对沃尔玛和永辉超市扩张历史的复盘研究，本报告核心结论归纳如下：

- (1) **由点及面的“逐步填满”战略被普遍采用，但永辉“三点辐射”与沃尔玛早期“单点辐射”有所不同。**沃尔玛在 1962-1988 年第一阶段扩张时以公司大本营 Bentonville 为中心向外逐步扩大门店覆盖半径；在升级为购物中心业态后，基本采取同样的扩张策略。与同期凯玛特等竞争对手相比，这种扩张方式让沃尔玛更加集中管理和配送资源。与沃尔玛早期“单点辐射”不同，永辉超市于 2010 年前后形成福建、重庆、北京三大发展支点，在 2010 年成功上市取得资金补充后，两年时间内迅速辐射至三大支点周边安徽、贵州、天津、四川等省市，至 2018 年初步完成了全国性的覆盖。
- (2) **掌握物流配送中心对连锁超市提高供应链效率至关重要，食品生鲜类产品对供应链能力要求更高。**沃尔玛在扩张第二阶段主要拓展购物中心店，食品类占比逐步提升至 50% 以上，这一阶段美国本土配送中心迎来大爆发，由 1988 年 11 家增长到 2007 年 121 家，平均每年新建 5.5 家配送中心，其中绝大部分为自建自营物流中心；单个配送中心服务的门店数量在 1988 财年之后呈逐年下降趋势。在配送中心及各种技术手段支持下，其供应链竞争优势更加突出，存货周转天数从 1997 年之前平均 77 天系统性下降至 2011 年 40 天。与沃尔玛基本同期开始升级购物中心业态的凯玛特将配送服务外包给第三方食品配送商，在食品质量、价格以及自由品牌产品上无法与沃尔玛形成竞争。国内永辉超市在完成跨区域扩展后，物流配套设施能够在 2-3 年内完成跟进，提升区域运营效率；以重庆区域为例，2012 年中央配送中心建成后，2014 年毛利率获得了较为明显提高。
- (3) **快速扩张本身即带来“广告效应”，但门店业态需要及时适应消费升级需要。**在沃尔玛发展历史上，我们认为有两个战略选择至关重要：（1）坚持迅速展店；（2）领先竞争对手进行门店升级，这让沃尔玛在 2000 年前彻底与竞争对手甩开差距。1988 年前后沃尔玛的业态升级需求一方面来自外部竞争压力，另一方面来自提升消费者满意度需要；但后期在向美国大都市拓展时，传统门店业态并没有获得目标人群接受，强大如沃尔玛也不得不转向线上线下联动方式来打开纽约等大城市市场。
- (4) **效率来自于供应链、管理等各个环节的配合，是压制竞争对手和实现自我造血的核心武器。**沃尔玛在管理上采取集中化管理方式保证员工理念统一、门店运营标准可控；同时引入合伙人制度充分调动基层员工积极性。在扩张第二阶段，其销售管理费用率由 1980 年初 20% 水平最低下降到 15% 左右；同期公司毛利率从 27% 逐步下调至 20-22% 水平；价格优势进一步阻击竞争对的扩张动作，到 2000 年左右，凯玛特和塔吉特两家公司已无法与沃尔玛在购物中心上进行竞争。永辉在扩张过程中同样注重管理模式的持续调整升级，充分调动中层管理积极性。连锁超市的经营效率最终带来持续稳定现金流，为进一步扩张自我造血。沃尔玛在购物中心和配送中心大幅扩张期间，经营活动现金流能够为当年扩张提供 60% 以上资金，从 1997 财年开始，经营活动现金已经完全能够支持当年资本开支；永辉从 2012 年起，已经具有良好、稳定、持续的经营能力，经营活动现金流每年均能够对资本开支形成覆盖。

从行业层面看，超市行业具有较强抗周期性，且生鲜品类线上渗透率极低、高频刚需、引流能力强等特性为优质生鲜超市构建强竞争壁垒。从个股层面看，门店扩张是连锁超市公司持续增长的核心

驱动因素，而成功的扩张需要选址策略、门店管理、供应链能力、管理机制等各个环节全面配合，建议关注生鲜供应链能力突出，并具备跨区域扩张能力的永辉超市、家家悦。

风险提示

- **宏观经济波动的风险**

宏观经济的增速放缓，国际贸易不确定因素，消费者对未来收入的信心等多种因素，会影响消费者的需求和购买力，进而对零售业和连锁超市公司经营业绩产生影响。

- **市场竞争的风险**

零售业面临新理念、新思维带来的变革挑战，新业态和新场景不断涌现，新技术、新模式不断迭代升级，行业竞争会更加剧烈。

- **门店拓展不及预期的风险**

连锁超市公司向新区域拓展时，相对成熟区域，需要一定的培育期；且物流等基础设施建设将相应增加资本性支出；以上将对连锁超市公司经营业绩带来不确定性。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有永辉超市(601933)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

