

2020年06月28日

永辉超市 (601933.SH)

深度分析

生鲜特色筑优势，超市龙头再起航

商贸零售 | 超市 III

投资评级

买入-A(维持)

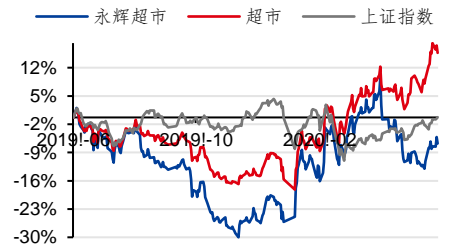
股价(2020-06-24)

9.42 元

交易数据

总市值(百万元)	90,153.75
流通市值(百万元)	89,190.93
总股本(百万股)	9,570.46
流通股本(百万股)	9,468.25
12个月价格区间	7.05/11.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.33	-4.92	-8.49
绝对收益	4.7	2.56	-9.06

分析师

王冯

SAC 执业证书编号: S0910516120001

wangfeng@hua.jinsec.cn

021-20377089

相关报告

永辉超市：19年拓店加速，20Q1 利润大幅提升夯实全年业绩基础 2020-04-30

永辉超市：渠道扩张推动市占率提升，低基数推动利润快速扩张 2019-10-30

永辉超市：渠道扩张推动营收增长，Q2 毛利率下行使利润增速放缓 2019-08-29

永辉超市：渠道扩张推动营收稳健增长，规模效应及供应链合作提升利润率 2019-08-23

投资要点

◆ **永辉超市——全国布局的超市龙头**：永辉超市成立于 2001 年，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，是国家级“流通”及“农业产业化”双龙头企业。公司全国超市门店数量达 911 家，超市店均面积约 8000 平。永辉超市门店持续扩张，推动营收规模持续提升。2015 年至 2019 年，公司门店数量由 388 家快速增长至 911 家，年复合增速约 24%。渠道扩张推动营收规模持续稳步增长，15 年至 19 年年复合增速约为 19%。近年来公司归母净利增速有所波动。15 年公司承压进行集群改革，费用较快上行，强化供应链思维后 16 年利润恢复性增长。18、19 年利润波动主要源于云创亏损出表、其他计提减值、mini 店亏损，预计公司大卖场/超市业态净利率基本稳定。

◆ **农超对接构筑生鲜优势，盈利能力夯实渠道扩张基础**：永辉为国内“农改超”开创者，特色的农超对接构筑生鲜品类优势。生鲜品类为高频消费，握住生鲜有望保障线下客流。生鲜品类直接对接农户，叠加近年来的股权合作，永辉建立供应链优势，直采比例预计在 70% 以上，高于盒马的 33%。典型商品比价统计中，永辉生鲜品类价格较竞争对手平均低 12.4%，永辉价格较有吸引力；食品百货品类价格较竞争对手高 1.4%，差异并不明显。生鲜引流叠加产品性价比优势，永辉超市门店坪效预计高于行业及可比公司水平，我们估算 2019 年永辉超市营业面积口径的营收月坪效约 1751 元/平方米，高于行业及可比公司水平。盈利能力夯实扩张基础，2015 年至 2019 年，公司大卖场/超市门店数量由 388 家快速增长至 911 家。渠道扩张推动永辉市占率持续提升，2019 年永辉销售额已接近高鑫及华润，排名行业第三。2020 年永辉超市计划拓展超市门店 130 家，较 2019 年约增长 14%。永辉超市渠道持续拓展，有望夯实未来超市业务的规模扩张，并凭借生鲜及直采优势推动业绩增长。

◆ **零售人货场持续变迁，永辉逐步尝试新业态**：零售的核心三要素在于人货场，永辉把握住货、场两方面优势，进而取得云超版块良好业绩表现。电商冲击下，消费流量持续向线上倾斜，线上线下融合成为可预期的前景。云创首先进行业态尝试，持续亏损最终出表，目前云创开始转型，或助力业绩改善。云创剥离之后，永辉开始尝试 500 平左右的 mini 店业态，目前 mini 店业态处于迭代培育期。小业态模式或有定论，盒马最终选择 300~500 平的 mini 店模式，并计划将所有的前置仓小站升级为 mini 店。2020 年公司 mini 业态计划老店快速调整升级，新店发展盈利，亏损或将有所收窄。

◆ **疫情下必选消费表现较好，供应链优势推动永辉增长**：疫情影响餐饮等渠道，生鲜等生活必需品需求向超市转移，推升超市行业需求。供应链优势保障疫情期间永辉供应，永辉超市一季度具有良好表现。一方面，永辉一季度同店双位数增长，好于限额以上超市的零售额增长 1.9%。另一方面，渠道拓展及供应链支持基础上，永辉一季度营收、净利分别增长 31%、39%。随着国内疫情逐步受控，线下客流及其他渠道逐步恢复，预计 Q2 起超市行业同店增速逐步回归常态。此外，疫情或将加速消费习惯变化趋势，加速线上线下融合。

◆ **投资建议：**永辉超市是国内超市龙头，生鲜引流及高性价比构筑业内领先坪效及盈利能力，渠道扩张推动市占率较快提升。19年业绩低于预期，未来渠道扩张推动营收增长，新业态迭代培育减亏助力利润增长。20年疫情推动下，超市行业具有较强业绩确定性。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.26、0.34和0.40元。净资产收益率分别为11.5%、14.4%和15.8%。永辉超市年报后估值有所调整，目前PE(2020E)约为36倍，PEG(2020E)约1.0倍，PEG低于可比公司，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**新拓展门店培育或不及预期；永辉线上竞争处于劣势，新业态尝试或不及预期；联营公司业绩改善或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70,517	84,877	105,026	125,279	148,177
YoY(%)	20.4	20.4	23.7	19.3	18.3
净利润(百万元)	1,480	1,564	2,502	3,296	3,799
YoY(%)	-18.5	5.6	60.0	31.7	15.3
毛利率(%)	22.1	21.6	22.0	22.2	22.3
EPS(摊薄/元)	0.15	0.16	0.26	0.34	0.40
ROE(%)	7.6	7.8	11.5	14.4	15.8
P/E(倍)	60.9	57.7	36.0	27.4	23.7
P/B(倍)	4.7	4.5	4.1	3.9	3.8
净利率(%)	2.1	1.8	2.4	2.6	2.6

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、永辉超市——全国布局的超市龙头	5
二、农超对接构筑生鲜优势，盈利能力夯实渠道扩张基础	7
(一) 生鲜特色有效引流，超市业务稳步增长	7
(二) 农超对接及股权合作构筑优势，生鲜引流及高性价比推升坪效	8
(三) 盈利能力夯实扩张基础，关注未来渠道拓展计划	12
三、零售人货场持续变迁，永辉逐步尝试新兴业态	15
(一) 线上线下持续融合，线下渠道逐步小型化	15
(二) 云创首先进行业态尝试，持续亏损最终出表	17
(三) 盒马小业态选择 mini 店，永辉 mini 店逐步迭代	19
(四) 到家买菜存整合预期，自有品牌构筑差异化	20
四、疫情推动超市需求增长，预计疫情后逐步回归正常	21
(一) 疫情下必选消费表现较好，供应链优势推动永辉增长	21
(二) 到家模式业务快速增长，线上线下融合有望加速	23
五、财务分析及盈利预测	24
(一) 永辉超市为超市龙头，规模及周转业内领先	24
(二) 盈利预测及投资建议	25
六、风险提示	26

图表目录

图 1：永辉超市业务板块简介	5
图 2：永辉超市超市业态长周期门店数量	6
图 3：永辉超市国内超市业态分省市门店数量	6
图 4：永辉超市各年度平均门店面积	6
图 5：永辉超市营业收入情况	6
图 6：永辉超市归母净利润情况	6
图 7：永辉超市分品类营业收入（百万元）	7
图 8：2019 年典型超市上市公司生鲜占比	7
图 9：国内快消品各渠道消费占比	8
图 10：生鲜为良好的线下引流品类	8
图 11：国内生鲜消费渠道占比示意图	8
图 12：永辉超市农改超模式发展历史	9
图 13：永辉超市农改超模式变化	9
图 14：永辉超市采购模式示意图	9
图 15：永辉超市农超对接模式示意图	9
图 16：永辉超市及可比公司直采比例情况	10
图 17：可比公司营业面积口径营收月坪效估计（元/（平方米·月））	12
图 18：可比公司毛利率情况	13
图 19：永辉及可比公司生鲜品类毛利率对比	13
图 20：永辉及可比公司食品百货品类毛利率对比	13
图 21：永辉剔除云创及激励净利率可比情况	13
图 22：永辉及可比公司销售相关员工薪酬占营收	13
图 23：永辉及可比公司租金物业费占营收	14

图 24: 国内连锁零售十强销售额 (十亿元)	14
图 25: 国内快消品前十零售商市场份额估计	14
图 26: 永辉超市快消品市场占有率估计	15
图 27: 永辉超市各地区市占率估计	15
图 28: 永辉超市 2020 年拓店计划	15
图 29: 零售人货场概述及其变迁	16
图 30: 国内便利店网络零售引入及线上销售情况	17
图 31: 国内快速消费品市场各渠道消费占比及预测	17
图 32: 小超市及便利店的快速消费品销售增速	17
图 33: 高鑫零售净开门店面积变化情况	17
图 34: 永辉云创业务板块	18
图 35: 永辉云创营业收入与净利润	18
图 36: 永辉云创净利率	18
图 37: 永辉云创股权结构变化	19
图 38: 永辉云创 2019 年增资情况	19
图 39: 盒马鲜生自营门店情况	19
图 40: 盒马分业态门店数量估计	19
图 41: 永辉超市 mini 店门店情况	20
图 42: 永辉超市 mini 店销售情况	20
图 43: 永辉超市云超版块到家业务覆盖门店数量	21
图 44: 永辉超市云超版块到家业务销售额	21
图 45: 永辉超市自有品牌销售情况	21
图 46: 2019 年永辉超市自有品牌渠道品类销售结构	21
图 47: 社会消费品零售及限额以上企业零售当月增速	22
图 48: 限额以上分品类零售当月增速	22
图 49: 永辉超市一季度营收净利增速	22
图 50: 国内限额以上餐饮恢复情况	23
图 51: 疫情前后不同线下渠道客流量情况	23
图 52: 疫情前后不同线下渠道日均销售额情况	23
图 53: 典型到家业态平台日均活跃用户	24
图 54: 疫情推动典型平台到家业务快速增长	24
图 55: 春节期间京东到家平台典型品类增速	24
图 56: 可比公司营业收入 (百万元)	25
图 57: 可比公司归母净利 (百万元)	25
图 58: 可比公司存货周转率	25
图 59: 可比公司营业周期 (天)	25
图 60: 永辉超市经营活动现金流量	25
表 1: 永辉超市股权及战略合作情况	9
表 2: 永辉超市部分商品与可比商场价格对比	10
表 3: 盒马鲜生门店体系	17
表 4: 永辉超市疫情相关承诺及感谢信	22
表 5: 永辉超市营业收入及其预测 (百万元, %)	26
表 6: 可比公司估值对比	26

一、永辉超市——全国布局的超市龙头

永辉超市成立于2001年，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，是国家级“流通”及“农业产业化”双龙头企业。永辉超市旗下云超主营超市/大卖场业态，并配有供应链、信息系统、金融系统等部门。近年来线上渠道冲击下，线下零售业态存在变革，永辉云超及云创分别进行不同零售业态尝试。

图1：永辉超市业务板块简介



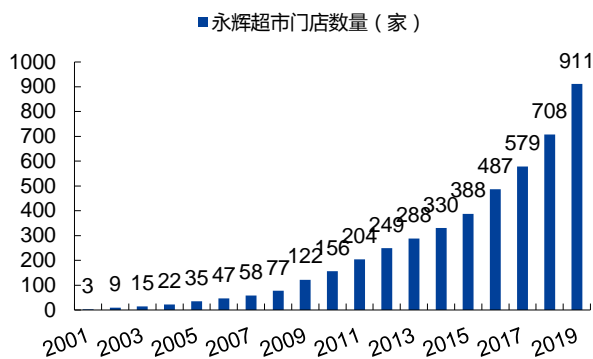
资料来源：公司公告，百度，华金证券研究所

注：永辉云创原为永辉超市控股子公司，现为联营公司，上市公司持股约27%。

公司全国超市门店数量达911家。2000年永辉在福建起步，近20年来在全国广泛布局，并深耕福建、重庆、四川。2020年3月公司湖北门店合计4家，非湖北占比96%。

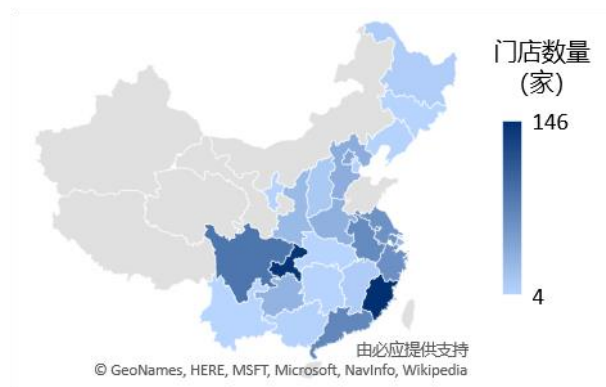
超市店均面积约8000平。2019年公司云超超市门店店均面积约为8074平方米，若以净租金物业费占比估计，公司自用超市面积占比约48%，面积近4000平方米。近年来线下大型业态受电商影响更大，公司门店面积存在小型化趋势。

图 2：永辉超市超市业态长周期门店数量



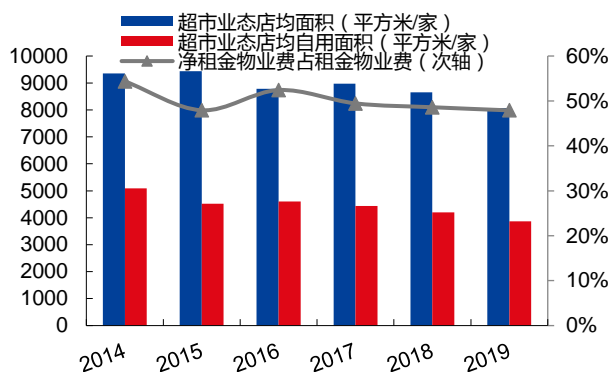
资料来源：公司公告，公司官网，2020/3/16，华金证券研究所

图 3：永辉超市国内超市业态分省市门店数量



资料来源：公司官网，2020/3/16，华金证券研究所

图 4：永辉超市各年度平均门店面积



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：自用面积按照承担租金物业费比例估算。

永辉超市门店持续扩张，推动营收规模持续提升。2015年至2019年，公司门店数量由388家快速增长至911家，年复合增速约24%。渠道扩张推动营收规模持续稳步增长，15年至19年年复合增速约为19%。

近年来公司归母净利增速有所波动。15年公司承压进行集群改革，费用较快上行，强化供应链思维后16年利润恢复性增长。18、19年利润波动主要源于云创亏损出表、其他计提减值、mini店亏损，预计公司大卖场/超市业态净利率基本稳定。

图 5：永辉超市营业收入情况

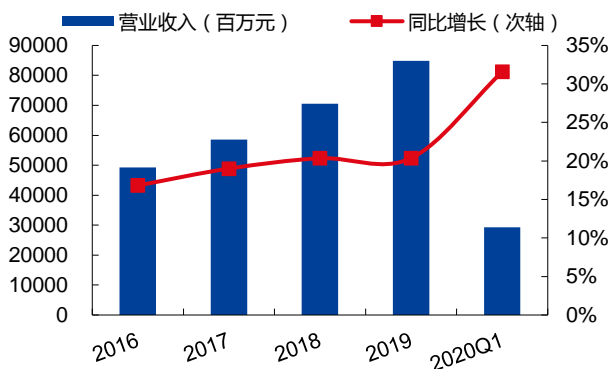
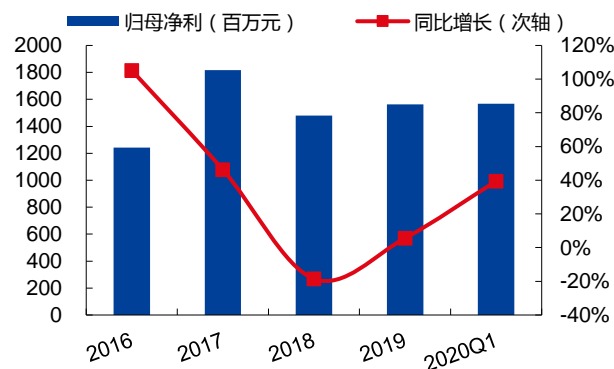


图 6：永辉超市归母净利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

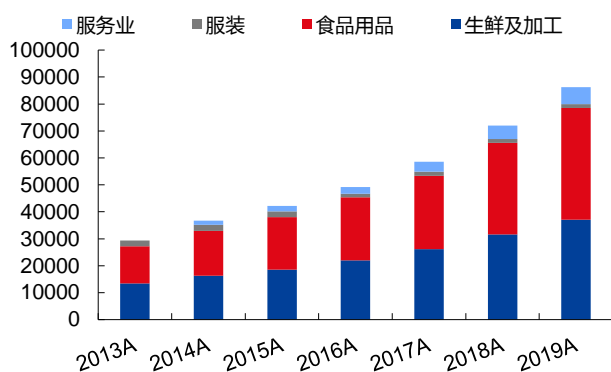
二、农超对接构筑生鲜优势，盈利能力夯实渠道扩张基础

(一) 生鲜特色有效引流，超市业务稳步增长

分品类看，公司主要的超市业务生鲜占比近半。2019年，公司生鲜及加工、食品用品、服务业营收占比分别约44%、47%、7%。

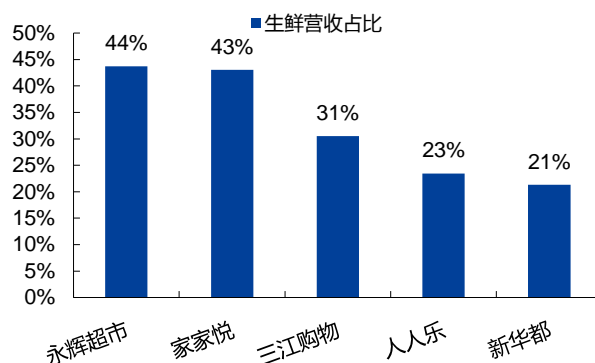
对比行业内上市公司，永辉生鲜名列前茅，生鲜成为公司特色。永辉超市生鲜营收占比约44%，位列超市行业上市公司前列。行业生鲜占比第二名的家家悦深耕山东，生鲜占比约43%。全国性布局的超市中，永辉超市生鲜占比突出。

图 7：永辉超市分品类营业收入（百万元）



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 8：2019 年典型超市上市公司生鲜占比



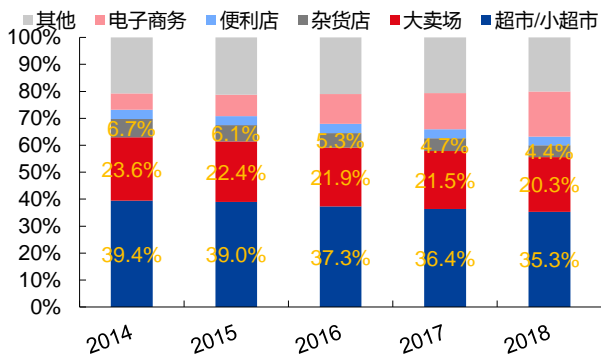
资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

近年来国内消费客流逐步向线上转移。较高消费频次的快消品可展示消费客流变迁。电商冲击下，近年来超市、大卖场以及杂货店的快消品消费占比持续降低。其中电商快消品占比已由2014年的6%提升至2018年的16.7%，大卖场占比由23.6%降至20.2%，超市/小超市占比由39.4%降至35.3%。

消费流量持续向线上倾斜，线下增长需要高频品类支撑。消费流量持续向线上转移的背景下，线下渠道追求增长，则需要与电商差异化的高频消费品类支撑。生鲜品类为较好的高频消费品类，据前瞻研究院数据，约69%消费者至少每周消费一次生鲜。

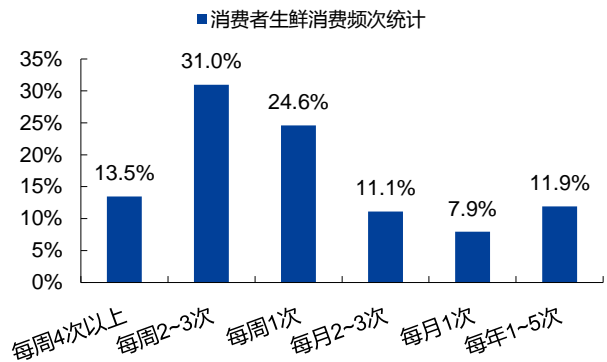
超市渠道生鲜消费平稳微增，生鲜夯实超市流量基础。近年来生鲜消费由传统渠道持续向超市、电商转移。Euromonitor 数据显示超市渠道销售占比微增，生鲜消费有望继续夯实超市渠道客流。

图 9：国内快消品各渠道消费占比



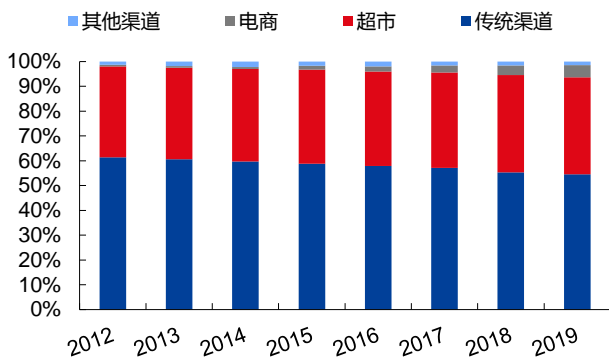
资料来源：凯度，华金证券研究所

图 10：生鲜为良好的线下引流品类



资料来源：搜狐网，前瞻研究院，华金证券研究所

图 11：国内生鲜消费渠道占比示意图



资料来源：EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

（二）农超对接及股权合作构筑优势，生鲜引流及高性价比推升坪效

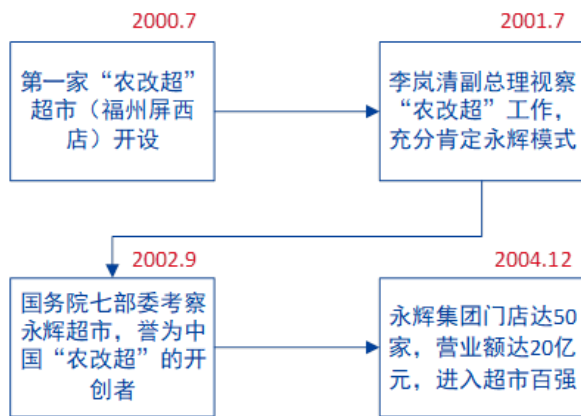
永辉为国内“农改超”开创者，特色的农超对接构筑生鲜品类优势。永辉超市是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，2000年7月第一家“农改超”超市在福州开设，2001年7月李岚清副总理视察“农改超”工作，充分肯定永辉模式，2002年9月，国务院七部委考察永辉超市，誉永辉超市为中国“农改超”开创者。

永辉超市农改超模式，首先是响应福州政府试点号召，在农贸市场附近新建“农改超”超市，并以较优惠、透明价格和优质产品质量获得消费者青睐。其次公司在相关政策配套下，农贸市场原址原建生鲜超市。对于相关区域没有农贸市场或场地狭小无法改造的，永辉直接新建生鲜超市替代农贸市场，不再局限于农贸市场地域限制。公司“农改超”模式结合传统农贸市场和现代超市特点，保留定位生鲜、价格较为优惠、采购方面的传统农贸市场特点，并结合现代超市精细化管理、直接采购、标准化运营的优势。

“永辉模式”的背后，是一套完整的全国性农产品采购及区域直采体系，并通过企业与农户直接对接，减少了“产地-门店-顾客”的生鲜农产品产业链中间环节，降低仓储物流及损耗成本，

保证农产品的新鲜程度并提升价格竞争优势。按照采购渠道划分，公司采购由基地直采、当地采购、远程采购、批发市场采购构成。其中基地直采保证生鲜农产品供应的稳定和安全；当地采购是公司特色且主要的生鲜采购渠道，公司通过主动寻找当地种植农户进行合作，不仅降低了采购成本，还减少了农产品流通环节，提高效率；远程采购主要通过农产品生产的地域差、时间差、季节差，保证公司生鲜品种价格较传统农贸市场具有优势；批发市场采购主要发挥批发市场的调节和保障作用。

图 12：永辉超市农改超模式发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

图 13：永辉超市农改超模式变化

原农贸市场附近新建	2000年响应福州政府号召试点，以较优惠、透明价格和优质产品质量获得消费者青睐，促进“农改超”快速进行。
农贸市场原址重建	“农改超”试点顺利推进后，在政策配套下取得较大进展。
新建生鲜超市	不再受农贸市场限制。保留定位生鲜、价格较优惠、采购方便的传统农贸市场特点；并结合现代超市直采、精细化运营、标准化管理的优势。

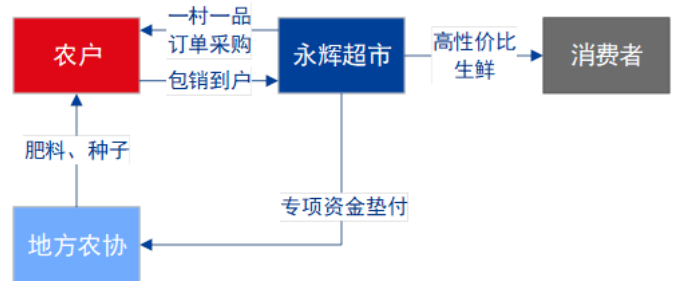
资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

图 14：永辉超市采购模式示意图

基地直采	保障生鲜供应稳定和安全
当地采购	公司特色及主要生鲜采购渠道，主动寻找农户合作
远程采购	跨区域调节性采购，使生鲜品种、价格较农贸市场更有优势
批发市场采购	具有调节和保障作用

资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

图 15：永辉超市农超对接模式示意图



资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

生鲜品类直接对接农户，叠加近年来的股权合作，永辉建立供应链优势。2015 年以来公司引入牛奶国际、京东等战略投资者，强化供应链思维和联合采购能力。

永辉直采比例高于盒马。上市之初，公司直采比例约 76%，生鲜品类持续维持较高直采比例。盒马 2019 年整体直采比例约 33%，永辉直采比例高于竞争对手盒马。

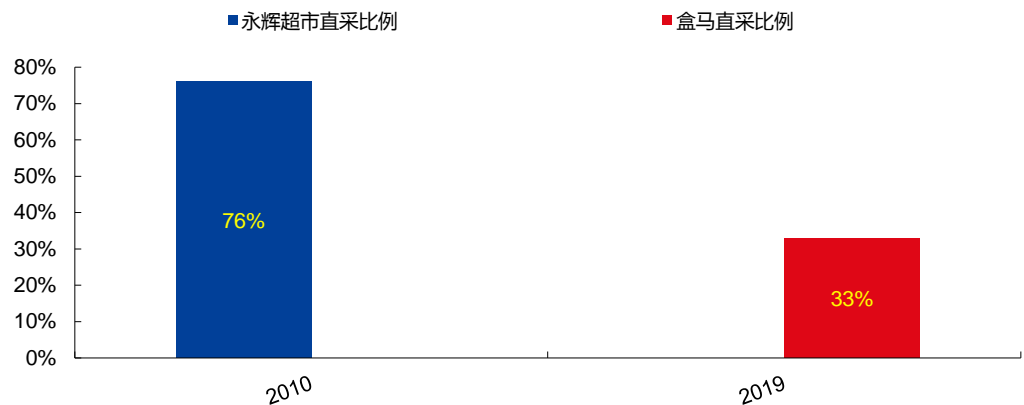
表 1：永辉超市股权及战略合作情况

时间	股权及战略合作对象	事项
2014 年 3 月	金枫酒业	永辉超市参与金枫酒业定增，持股 1.27%
2014 年 4 月	中百集团	永辉超市持有中百集团 10% 股份
2015 年 4 月	中百集团	永辉超市增持中百集团，持股比例达 20%
2015 年 8 月	牛奶国际	牛奶国际参与永辉超市定增，持有永辉近 20% 股份

时间	股权及战略合作对象	事项
2016年8月	京东	京东关联方参与永辉定增，持有永辉10%股份
2016年9月	华通银行	永辉发起设立华通银行，持股27.5%
2017年5月	星源农牧	受让星源农牧大股东7.74%股份
2017年8月	中百集团	集中竞价买入中百集团股份，持股比例近30%
2017年7月	星源农牧	参与星源农牧定增，持股增至20%
2017年12月	腾讯	腾讯受让永辉超市5%股份
2017年12月	红旗连锁	永辉受让红旗连锁股份，持股12%
2017年12月	颐玖叁叁	现金投资颐玖叁叁豆制品公司，持股42%
2017年12月	北京超龙	投资北京超龙物流，持股35%
2018年1月	红旗连锁	受让红旗连锁9%股份，持股比例增至21%
2018年5月	国联水产	投资国联水产，并在二级市场买入，年末持股近12%
2018年6月	湘村股份	参与经营生猪养殖的湘村股份定增，持股10.82%
2019年5月	百佳中国	合资设立百佳永辉，并入永辉超市系统
2019年8月	福建交通运输集团等	合资设立1233 S2B全球消费品供应链服务平台
2019年10月	湘村股份	认购乡村股份定增，持股提升至20%
2019年12月	宝龙商业	认购宝龙商业1.32%股权

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：永辉超市及可比公司直采比例情况



资料来源：永辉公司公告，联商网，华金证券研究所

典型超市商品比价中，永辉生鲜品类（水果、蔬菜、肉禽蛋）价格有吸引力，食品百货品类价格基本合理。由于近年来电商对传统线下零售渠道形成明显冲击，我们对比了永辉超市及京东、天猫等主要超市电商竞争对手的9大类目合计45种典型商品的价格。我们发现，相较竞争对手，永辉超市在蔬果肉禽蛋等生鲜品类中具有较强的价格优势，价格较竞争对手平均低12.4%，向上游产业渗透使永辉生鲜品类价格具有吸引力。另外在食品百货品类中，永辉超市价格较竞争对手平均高1.4%，电商凭借全国性布局及更大的消费规模取得更好采购条件，但永辉超市价格基本合理，差异并不明显。

表 2：永辉超市部分商品与可比商场价格对比

品类	商品	规格	商品价格（元）				永辉与可比平均价格对比
			永辉	京东自营	天猫超市	盒马	
水果	海南芒果	1kg	24.0	26.8	/	23.9	-5.4%
	四川耙耙柑	500g	17.8	19.9	/	12.1	11.4%

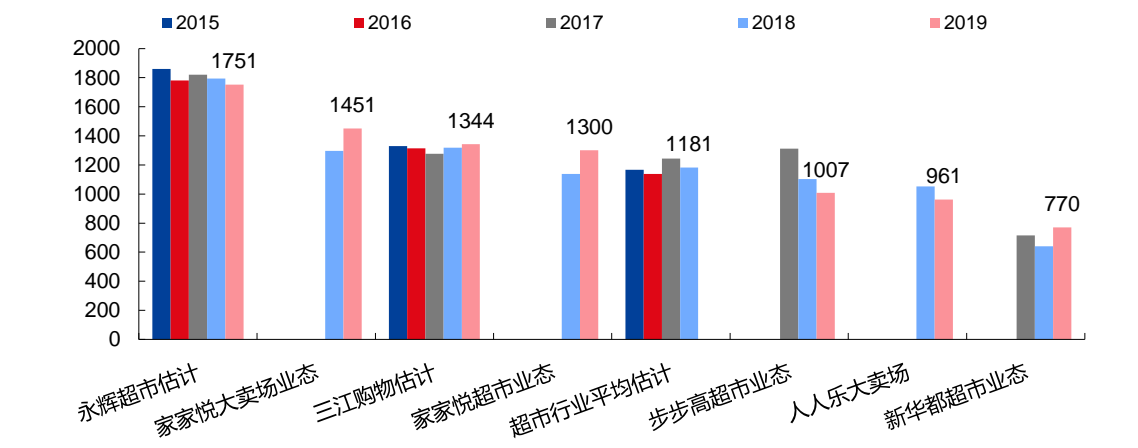
	新疆库尔勒香梨	1kg	19.9	24.0	/	27.6	-22.9%
	越南红心火龙果	720g	14.8	18.0	/	15.9	-12.6%
	重庆奉节脐橙	880g	13.0	12.3	/	11.9	7.2%
蔬菜	大白菜	1kg	6.6	8.9	/	10.9	-33.2%
	西兰花	300g	7.0	6.9	/	4.6	21.7%
	胡萝卜	1kg	11.1	13.9	/	6.8	7.6%
	茼蒿	400g	6.1	9.9	/	3.2	-6.4%
	茄子	600g	7.8	11.9	/	9.0	-25.3%
肉禽蛋	冰鸡胸脯肉	550g	14.2	/	/	24.5	-42.1%
	猪五花肉	500g	35.0	54.9	/	48.7	-32.4%
	翅中	1kg	62.9	69.9	/	97.0	-24.6%
	雪花肥牛	400g	59.9	62.0	/	55.9	1.6%
	正大富晒鸡蛋	20枚	29.9	43.6	/	/	-31.5%
酒水饮料	茅台迎宾酒	53度500ml*6	768.0	658.0	738.0	538.0	19.1%
	农夫山泉	550ml*12	15.8	15.9	15.9	16.8	-2.5%
	汇源苹果汁	1L	14.9	12.7	12.9	14.3	12.1%
	可口可乐汽水	300ml*6	11.9	11.5	12.8	13.9	-6.5%
	雀巢丝滑拿铁咖啡	268ml*3	15.9	13.9	15.9	/	6.7%
粮油调味	东北大米	5kg	39.8	39.0	39.0	39.9	1.3%
	花椒	50g	12.8	9.9	12.5	16.0	0.0%
	鲁花压榨一级花生油	5L	149.9	149.8	149.9	142.8	1.6%
	海天味极鲜酱油	750ml	15.9	15.8	15.9	14.5	3.2%
	梅林午餐肉罐头	340g	22.9	19.9	21.9	21.9	7.8%
日用百货	心相印茶语系列抽纸	200抽*3	21.5	19.9	18.5	/	12.0%
	蓝月亮亮白增艳洗衣液	3kg	44.8	44.8	44.8	44.8	0.0%
	雕牌洗洁精	5kg	45.0	40.9	42.0	/	8.6%
	天堂三折伞	307E	49.9	32.9	/	/	51.7%
	爱仕达不锈钢压力锅	YC1824	239.0	239.0	269.0	299.0	-11.2%
乳品烘焙	桃李纯蛋糕	120g*6	33.0	39.9	/	/	-17.3%
	伊利安慕希香草味酸奶	205g*12	49.5	56.1	/	47.9	-4.8%
	蒙牛特仑苏环球精选纯牛奶	250ml*12	49.9	55.0	/	88.0	-30.2%
	澳牧儿童成长奶	200ml*3	28.0	29.0	29.0	29.9	-4.4%
	养乐多低糖乳酸菌	100ml*5	12.7	13.9	/	13.0	-5.6%
冰冻速食	思念大馅馄饨	500g(40只)	16.9	19.9	/	/	-15.1%
	湾仔码头大白菜猪肉水饺	720g(36只)	33.9	34.9	/	33.9	-1.5%
	Lurpak淡味黄油	200g	48.0	41.2	/	/	16.5%
	味全每日C葡萄汁	1.6L	25.9	26.9	/	25.9	-1.9%
	海欣牛肉丸	250g	19.8	23.8	/	22.8	-15.0%
休闲零食	洽洽每日坚果礼盒	780g(30日装)	158.0	129.0	149.0	/	13.7%
	费列罗榛果威化巧克力	400g(32粒)	160.0	/	158.0	/	1.3%
	达利园早餐包	400g	15.9	15.0	/	/	6.0%
	阿尔卑斯混合牛奶棒棒糖	120g(10只)	10.0	9.8	9.8	/	2.0%
	绿箭弹立方口香糖	40g	9.9	9.9	9.9	11.9	-6.3%
	生鲜品类						-12.4%
	食品百货品类						1.4%

资料来源：永辉买菜APP，京东，天猫，盒马，2020/3/25，华金证券研究所

注：永辉采用永辉买菜标价，蔬果类将按照重量换算价格。

生鲜引流叠加产品性价比优势，永辉超市门店坪效预计高于行业及可比公司水平。按照 2016 年经营面积与租赁面积的比例，我们估算永辉超市 2019 年超市业态营业面积口径的营收月坪效约为 1751 元/平方米。按照国家统计局数据，2018 年超市行业平均月坪效约为 1181 元/平方米。另有家家悦大卖场、三江购物、家家悦超市业态超市业态月坪效约为 1451、1344、1300 元/平方米。生鲜引流及产品性价比策略见效，永辉超市门店坪效预计高于行业及可比公司水平。

图 17：可比公司营业面积口径营收月坪效估计（元/（平方米·月））



资料来源：各公司公告，Wind，中国连锁经营协会，华金证券研究所

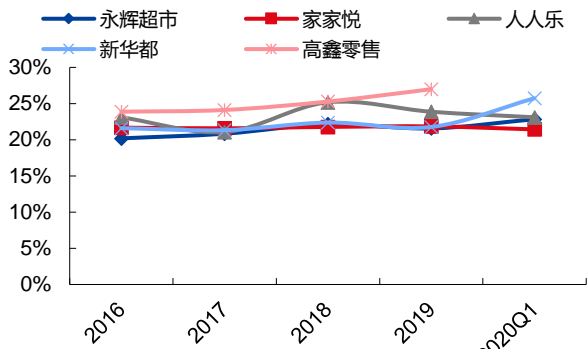
注：永辉超市经营面积以 2016 年经营面积与租赁面积的比例进行估算；2018 年增值税按照 16% 进行估计。

（三）盈利能力夯实扩张基础，关注未来渠道拓展计划

低毛利的生鲜品类占比较高。整体来看，永辉超市约 22%，低于人人乐、新华都及高鑫零售，主要为品类结构差异影响。

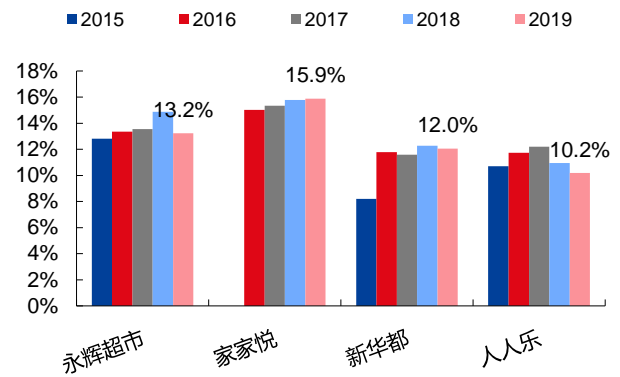
拆分看，永辉生鲜及食品百货品类毛利率均业内领先。生鲜品类方面，永辉近 13% 的毛利率高于新华都、人人乐的 12%、10%。家家悦生鲜毛利率更高主要是聚焦胶东，具有区域规模优势。食品百货品类，永辉毛利率 18.7%，高于新华都、人人乐的 17%，15 年以来的强化供应链及同业联采夯实经营效率。

图 18：可比公司毛利率情况



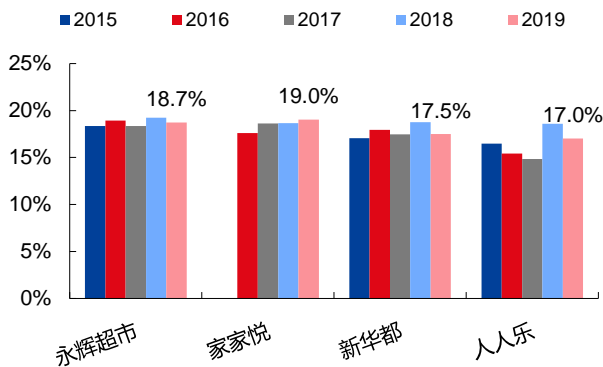
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：永辉及可比公司生鲜品类毛利率对比



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 20：永辉及可比公司食品百货品类毛利率对比

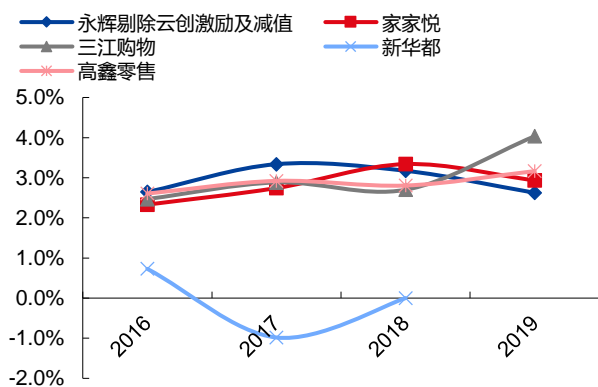


资料来源：各公司公告，华金证券研究所

永辉人效及租金物业费效率均处于业内较好水平。永辉销售员工薪酬占营收约 6.6%，租金物业费占营收约 2.9%，均位于可比公司中较低水平。

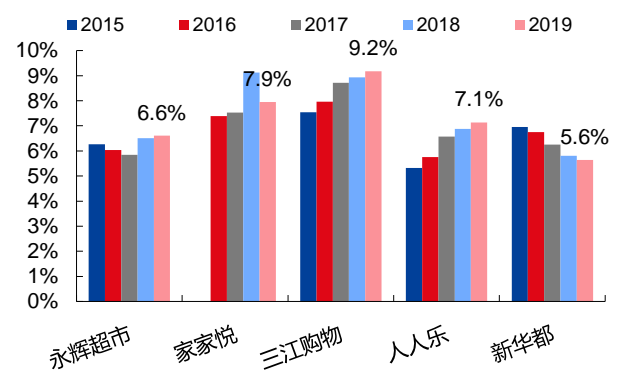
云创、激励及减值影响净利率，预计云超业务净利率基本平稳。2018 年净利率低于可比公司，主要是云创以及激励费用影响。云超净利率位于业绩领先水平。2019 年云创、减值及 mini 店亏损影响净利率，预计云超部分净利率平稳。

图 21：永辉剔除云创及激励净利率可比情况



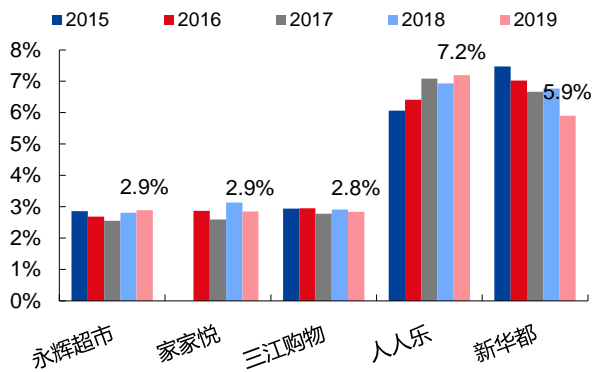
资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 22：永辉及可比公司销售相关员工薪酬占营收



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 23：永辉及可比公司租金物业费占营收

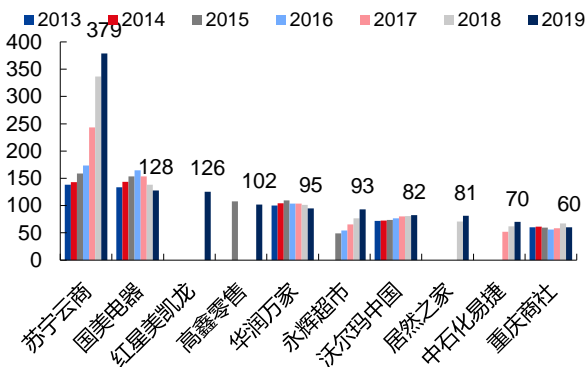


资料来源：各公司公告，华金证券研究所

较行业更好的坪效及盈利能力，助力永辉渠道扩张。2015 年至 2019 年，公司大卖场/超市门店数量由 388 家快速增长至 911 家，年复合增速约 24%。

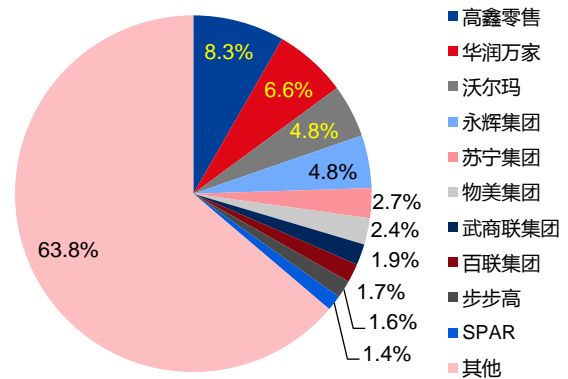
渠道扩张推动永辉市占率持续提升。公司渠道持续扩张，推动超市市场份额提升。据中国连锁经营协会数据，永辉超市销售额由 2015 年的 493 亿元快速提升至 2019 年的 931 亿元，已接近头部超市高鑫零售和华润万家的 1018 亿元及 951 亿元。而从快消品角度看，据凯度调研数据显示，永辉超市市占率已由 2014 年的 1.9% 快速提升至 2019 年的 4.6%，位居行业第四。疫情期间，永辉生鲜优势以及较强的供应链能力推动市占率进一步提升，Q1 快消品市占率达 4.8%。

图 24：国内连锁零售十强销售额（十亿元）



资料来源：联商网，中国连锁经营协会，华金证券研究所

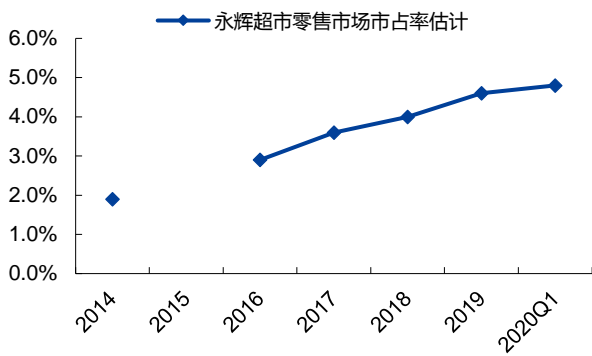
图 25：国内快消品前十零售商市场份额估计



资料来源：凯度，2020 年 Q1，华金证券研究所

注：该数据基于凯度消费者指数在中国覆盖的 4 万家庭的快速消费品购买行为。

图 26：永辉超市快消品市场市占率估计



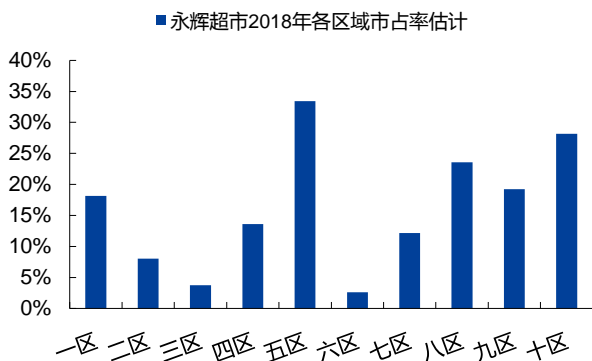
资料来源：凯度，华金证券研究所

注：该数据基于凯度消费者指数在中国覆盖的 4 万家庭的快速消费品购买行为。

目前来看，永辉超市仍有进一步拓展市场的空间。一方面，永辉较高的坪效及经营效率，有望进一步获取其余竞争对手份额。另一方面，永辉目前仍有未进入的省份，区域布局也存在强化密度的空间。

渠道持续拓展夯实未来增长。2020 年永辉超市计划拓展超市门店 130 家，较 2019 年约增长 14%。我们测算，永辉新开门店培育周期约为 4 个季度，其中第三个季度的营收可达接近稳态的 80%。永辉超市渠道持续拓展，有望夯实未来超市业务的规模扩张，并凭借生鲜及直采优势推动业绩增长。

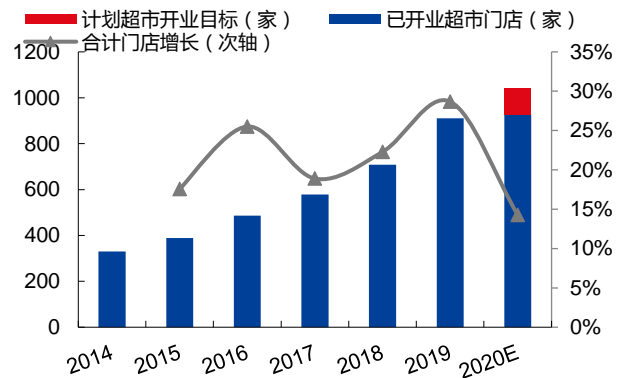
图 27：永辉超市各地区市占率估计



资料来源：公司公告，各地方统计局，华金证券研究所

注：增值税按照 16% 估计，地区口径按照 2018 年年报，市场包括大型超市及超市。

图 28：永辉超市 2020 年拓店计划



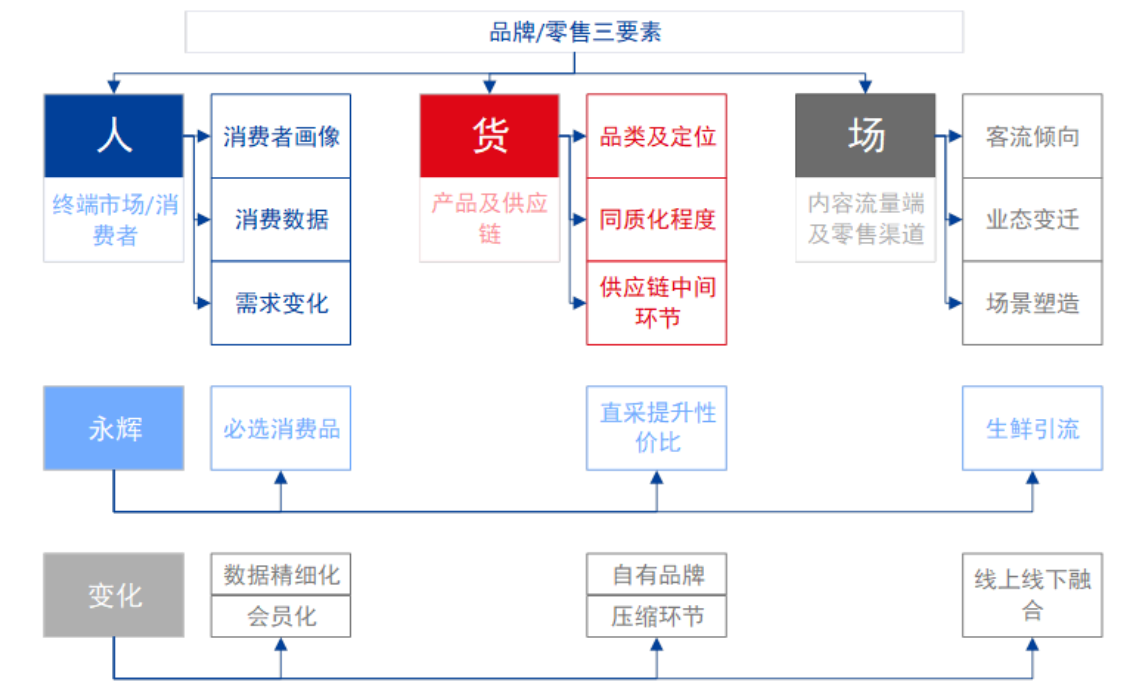
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、零售人货场持续变迁，永辉逐步尝试新兴业态

(一) 线上线下持续融合，线下渠道逐步小型化

零售的核心三要素在于人货场，近年来最大变化在于线上线下融合。品牌及零售的三要素人货场中，人指终端市场/消费者，货指产品及供应链，场指内容流量渠道及零售渠道。若按照三要素拆分，永辉的优势在于（1）在“场”的方面定位生鲜超市，高频消费生鲜品类有效引流；（2）“货”的供应链能力强，农超对接下的直采推升生鲜性价比。永辉超市把握住货、场两端，并且超市行业对应终端消费市场为必选消费品，进而取得云超板块良好业绩表现。

图 29：零售人货场概述及其变迁



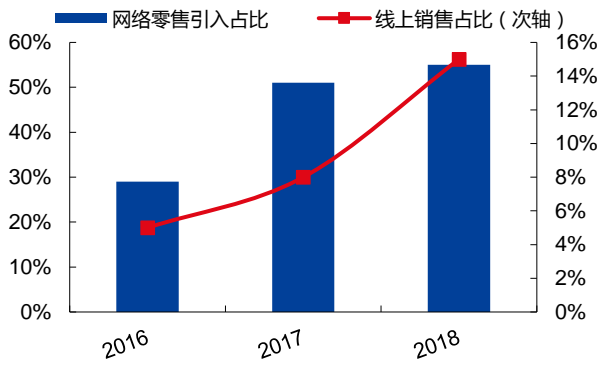
资料来源：华金证券研究所整理

电商冲击下，消费流量持续向线上倾斜，线上线下融合成为可预期的前景。近年来，零售人货场存在明显变化，其中最大的变化在于线上线下融合。电商渠道打破线下实体零售的区域限制，冲击线下经销体系，最终缩减产业链环节，提升性价比。随着互联网逐步渗透，近年来消费流量持续向线上倾斜，叠加互联网用户红利接近尾声，电商业态体验感较弱，电商重新向线下渗透，最终线上线下融合成为可预期的前景。

线下渠道主动或是被动引入网络零售，积极应对线上冲击。其中据中国连锁经营协会，2018年国内便利店网络零售引入占比超50%，线上销售额占比持续提升。线上线下融合占比持续提升，2025年O2O占比或将达7%。

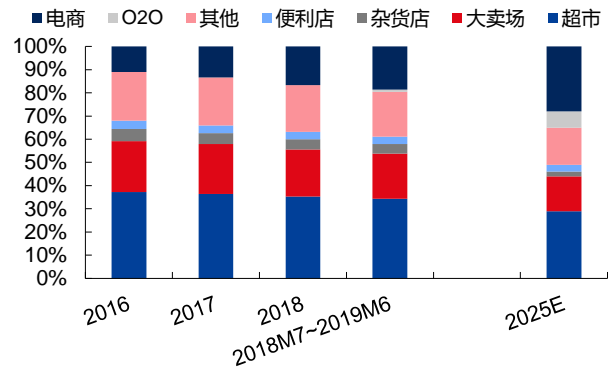
国内线上线下融合趋势较为明确，凯度数据显示，截至2019年6月的一年中，快消品O2O占比约1%，预计到2025年，O2O占比有望达7%。超市及大卖场整体销售预计走弱，O2O主要源于实体渠道千亿，并入O2O后的合计销售额有望取得约2.9%的年复合增速。

图 30：国内便利店网络零售引入及线上销售情况



资料来源：网经社，毕马威，中国连锁经营协会，华金证券研究所

图 31：国内快速消费品市场各渠道消费占比及预测

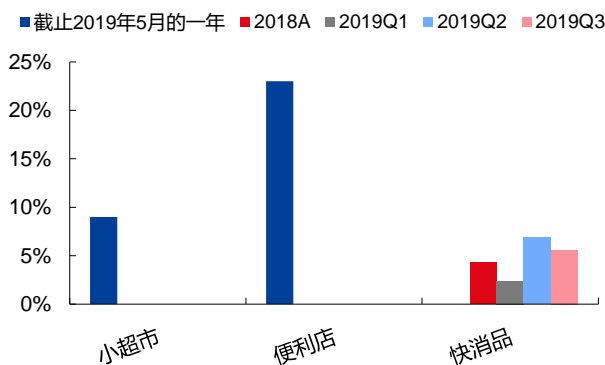


资料来源：凯度，36 氪，新消费内参，华金证券研究所

电商冲击下，大卖场量贩模式受影响最大，小型化渠道受到欢迎。一方面，小型业态具有比整体市场更高的增速。凯度统计的近期小超市、便利店增速均高于快消品整体增速。另一方面，小型化业态能够深入社区，填补大型业态覆盖面的空缺，并强化区域配送能力。

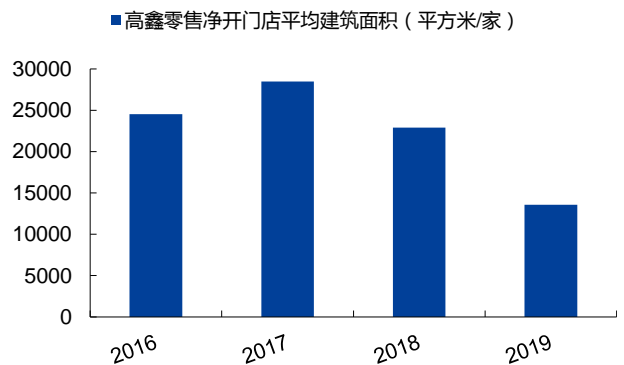
线下渠道开始尝试小型化。盒马从 4000 平以上的盒马鲜生大店开始，逐步尝试菜市、F2、mini、小站等小型化业态。高鑫零售也开始逐步小型化，年度净开门店平均面积快速降低。

图 32：小超市及便利店的快速消费品销售增速



资料来源：凯度，亿邦动力网，华金证券研究所

图 33：高鑫零售净开门店面积变化情况



资料来源：高鑫零售公司公告，华金证券研究所

表 3：盒马鲜生门店体系

门店类型	规模	选址	模式
盒马鲜生	4000 平以上的大店	核心商圈的购物中心	多元混合：生鲜、超市、餐饮、外卖
盒马菜市	1000~2000 平的中店	社区菜市场	没有现制区，生鲜散装销售，选品关注一日三餐
盒马 F2	800 平左右的小店	CBD 写字楼	没有蔬果区，有现制现卖的海鲜区，提供三餐和下午茶
盒马 mini	300~500 平的小店	郊区、城镇、县市	销售散装非标品为主，方法活海鲜、冰鲜比例，引入现制现卖熟食
盒马小站	300 平以内的前置仓	城区前置仓	提供外卖服务，填补盒马鲜生空白区

资料来源：36 氪，华金证券研究所

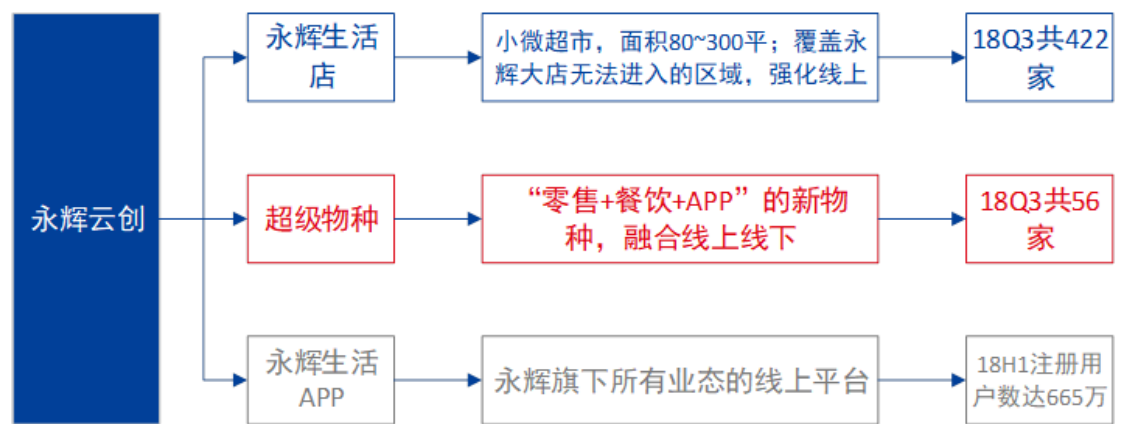
（二）云创首先进行业态尝试，持续亏损最终出表

2016 年开始，永辉新业态建设由云创承担，主要包括小业态、新物种及线上。永辉云创旗下主要有三方面的业务。其一是永辉生活门店，永辉生活门店是单店面积 80 至 300 平方米的小

微超市，用以覆盖永辉超市大店无法进入的区域，并且通过门店覆盖周边 1 至 3 公里的配送，强化永辉线上渠道触达区域。其二是超级物种，该业态为“零售+餐饮+APP”的新业态，融合线上线下；其三为永辉生活 APP，打造能够支撑永辉旗下所有业态的线上销售平台。

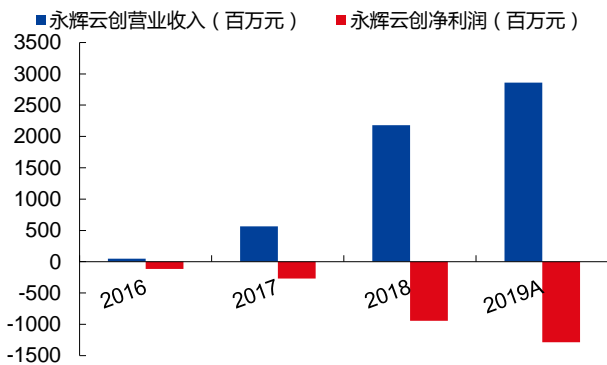
永辉云创近年来持续亏损。门店数量扩张推动云创营收增长，亏损幅度随之扩大。2017 年至 2019 年，云创净利率维持在-45%左右，未见明显改善。

图 34：永辉云创业务板块



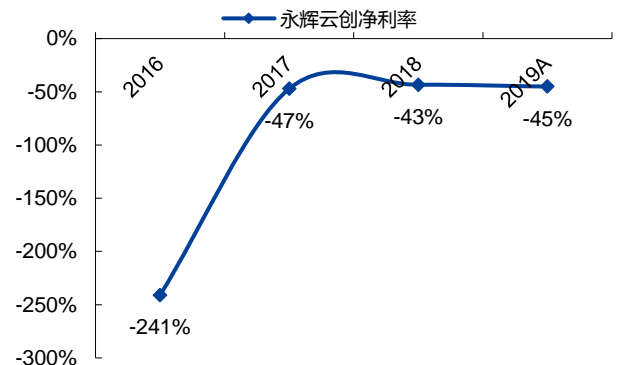
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 35：永辉云创营业收入与净利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 36：永辉云创净利率



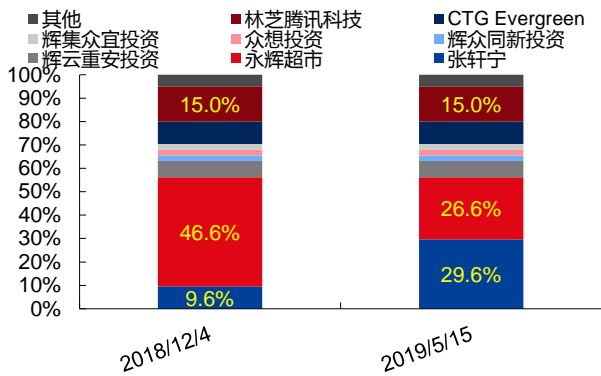
资料来源：公司公告，华金证券研究所

永辉云创的持续亏损以及管理层分歧，云创 2018 年末出表。由于云创持续亏损未见改善，且董事长张轩松与时任 CEO 张轩宁就到家及餐饮具有分歧，最终 2018 年末永辉将 20%股权转让给张轩宁，云创从并表公司转为联营公司。

剥离后云创地位未明显改变，永辉继续参与云创增资。云创是公司新业态尝试的布局，并承担主要的线上业务，对永辉业态转型具有积极意义。因此云创流动资产不足的 2019 年上半年，永辉参与增资，继续帮助云创发展。

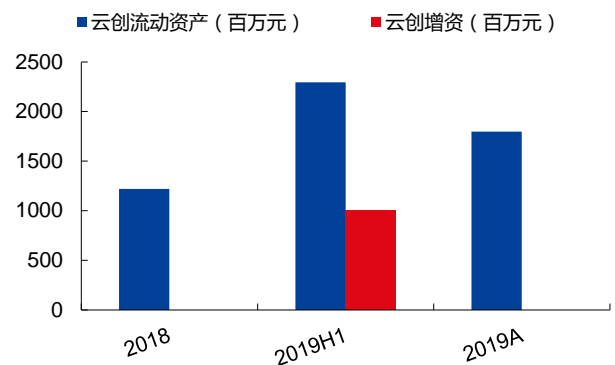
目前云创开始转型，或助力业绩改善。2019 年末开始，云创旗下永辉生活开始全国性转型，向“社区生鲜菜市场”转型。转型后永辉生活与永辉 mini，永辉到家与永辉买菜业务之间均有部分重合。未来双方有望合作共赢，云创业态逐步优化后，云创减亏将助力永辉业绩改善。

图 37：永辉云创股权结构变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 38：永辉云创 2019 年增资情况



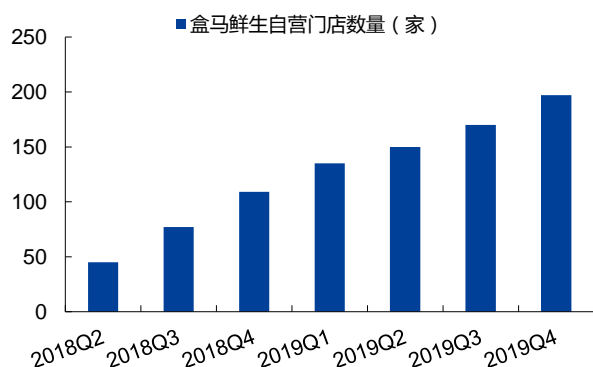
资料来源：公司公告，华金证券研究所

(三) 盒马小业态选择 mini 店，永辉 mini 店逐步迭代

新业态尝试过程中，阿里旗下盒马受到业内外重点关注。盒马大店盒马鲜生采用“零售+餐饮+APP”模式，布局一线城市。凭借阿里在电商渠道的口碑，以及支付宝等对盒马的引流，盒马线上消费占据约 60%以上份额。

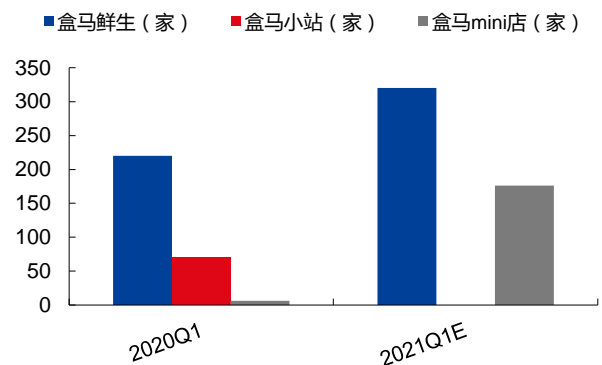
小业态模式或有定论，盒马最终选择 300~500 平的 mini 店模式。盒马大店只能布局核心商圈的购物中心，配送覆盖范围较为有限。扩大 O2O 销售需要加大门店密度，进而推动盒马业态小型化。据联商网，2020 年 3 月，盒马在小业态中最终选择 mini 店模式，一是 mini 店坪效为小站的 4 倍，二是 mini 店能够线上线下融合，小站只有线上；三是 mini 店线下具有吸引力，能够引流，小站全线上，线上需要不断促销引流；四是 mini 店由于面积更大，品类较小站更丰富，能做的更多。因此，盒马今年小业态中，计划将所有的小站升级为 mini 店，并在全国开 100 家以上的盒马 mini。

图 39：盒马鲜生自营门店情况



资料来源：阿里巴巴官网，阿里巴巴公司公告，华金证券研究所

图 40：盒马分业态门店数量估计

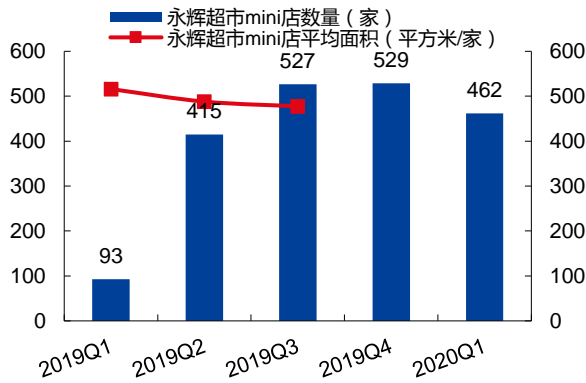


资料来源：联商网，亿邦动力网，华金证券研究所

云创剥离之后，永辉开始尝试 500 平左右的 mini 店业态。超市业务为永辉核心，但线上线下融合趋势未改变，永辉小业态尝试必须取得突破。因此永辉开始尝试较永辉生活更大的，约 500 平左右的 mini 店业态。

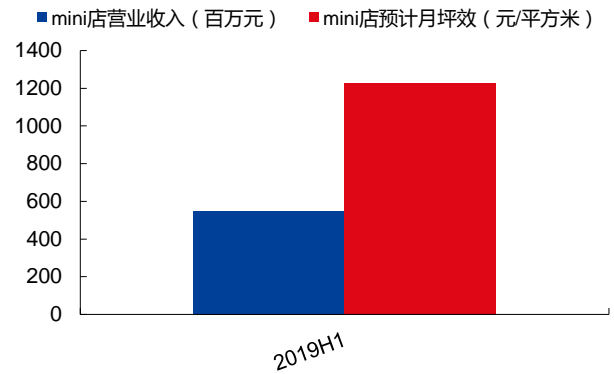
目前 mini 店业态处于迭代培育期。2020 年一季度，永辉 mini 店合计达 462 家，2019 年业态始以来合计闭店 118 家，主要源于公司 mini 店尚处于迭代周期内。永辉云创的亏损显示，新业态具有较大不确定性，亏损时期的强行扩张或不可取。2019 年上半年，公司 mini 店营收约为 5.5 亿元，若以当季开业门店平均营业 1.5 个月计，永辉 mini 店月坪效约为 1228 元/平方米。2020 年公司 mini 业态计划老店快速调整升级，新店发展盈利，亏损或将有所收窄。

图 41: 永辉超市 mini 店门店情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 42: 永辉超市 mini 店销售情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

注: 公司未披露 mini 店具体开业月份, 以开业首季运营半个季度进行估计。

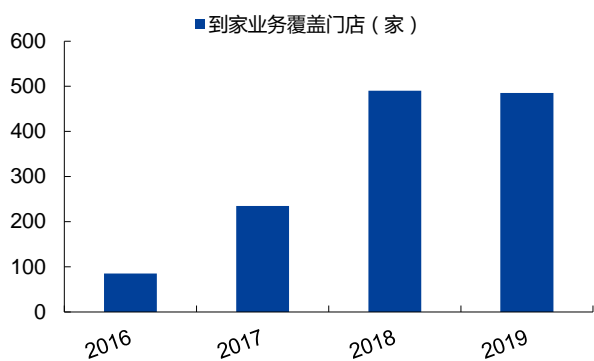
（四）到家买菜存整合预期，自有品牌构筑差异化

剥离云创后，永辉再创永辉买菜经营云超业务。线上渠道是线下零售商的线上线下融合所必须突破的点。原有永辉到家 APP 及小程序承担了永辉全业态的线上渠道职能。剥离后，永辉推出永辉买菜承担到家职能。

线上线下融合推动到家业务占比提升。随着消费流量向线上转移，永辉超市到家业务线上销售占比已于 2019 年提升至 4.4%。

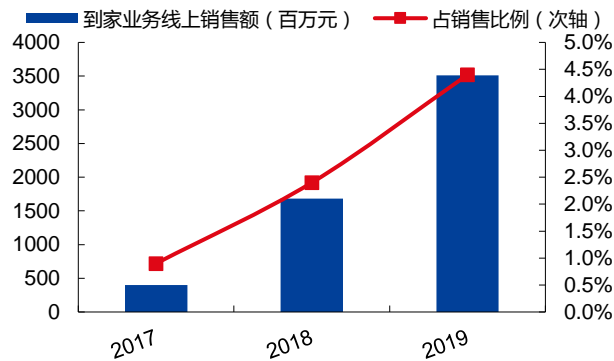
目前永辉到家与买菜存在整合预期。永辉到家及买菜存在部分业务重合，且买菜业务后发难以覆盖全国到家业务。据上证 e 互动，永辉重新引入云创旗下永辉生活 APP，目前永辉生活 APP 为主要线上平台，占比超 55%。预计永辉生活 APP 占比继续提升，到家业务整合将有利于集团集中突破线上业务，提升效率。

图 43：永辉超市云超板块到家业务覆盖门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

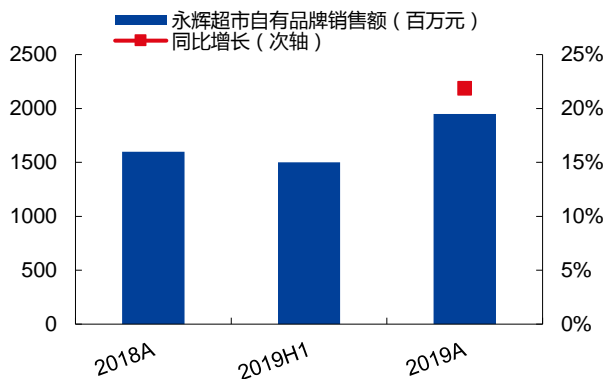
图 44：永辉超市云超板块到家业务销售额



资料来源：公司公告，华金证券研究所

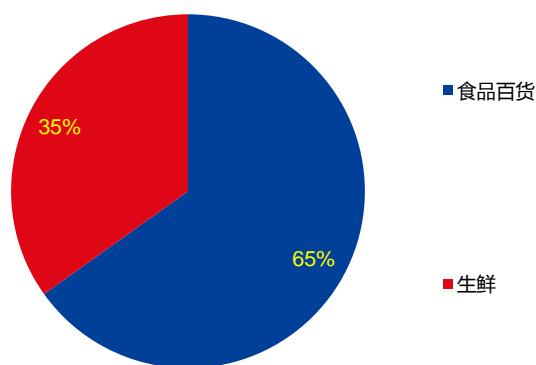
超市为零售商，行业商品同质化程度较高。随着超市行业竞争加剧，行业存在整合趋势，近年来自有品牌持续成为各零售商战略之一。永辉超市自有品牌销售额持续提升，推动产品差异化。2019 年，永辉自有品牌销售额达约 19.5 亿元，同比增长近 22%。永辉自有品牌销售中，食品百货与生鲜分别占比 65%与 35%。

图 45：永辉超市自有品牌销售情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 46：2019 年永辉超市自有品牌渠道品类销售结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、疫情推动超市需求增长，预计疫情后逐步回归正常

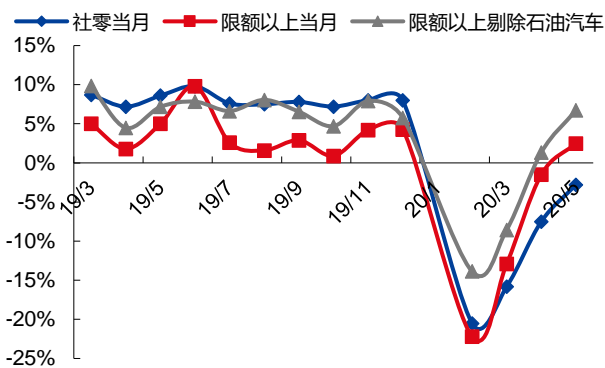
(一) 疫情下必选消费表现较好，供应链优势推动永辉增长

疫情影响国内消费，近期消费持续恢复。自疫情较大程度影响 1~2 月国内消费供给及需求后，3 月以来国内消费品零售增速逐步回升。5 月，国内社零及限额以上增速较 4 月进一步改善，社零降幅收窄由 4 月的 7.5% 收窄至 2.8%。

分品类看，必选消费好于可选消费。一方面，3、4 月粮油食品增速接近 20%，5 月增速放缓至 11%，主要源于囤货情绪下降及食品类 CPI 回落。另一方面，日用品类增速持续恢复，5 月增速进一步提升至 17%。可选品类中，化妆品、体育娱乐用品品类表现较好，4 月增速已现回暖，5

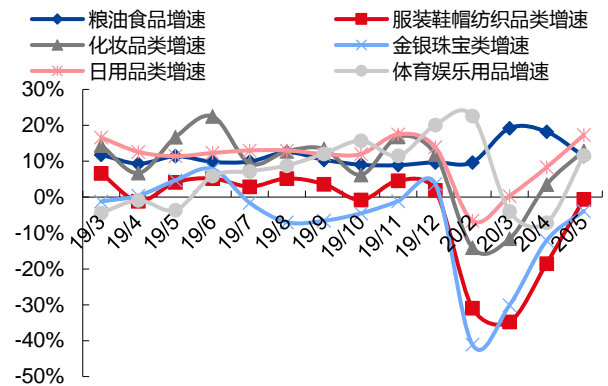
月各品类增速进一步提升，化妆品、体育娱乐用品双位数增长，纺织服装、金银珠宝降幅分别收窄至 0.6%、3.6%。

图 47：社会消费品零售及限额以上企业零售当月增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 48：限额以上分品类零售当月增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

供应链优势保障疫情期间永辉供应。疫情影响餐饮等渠道，生鲜等生活必需品需求向超市转移，推升超市行业需求。永辉超市在疫情期间对民生商品保供应，且供应商继续按照合同价格履约，成本端预计未明显上行，盈利能力基本保持正常水平。

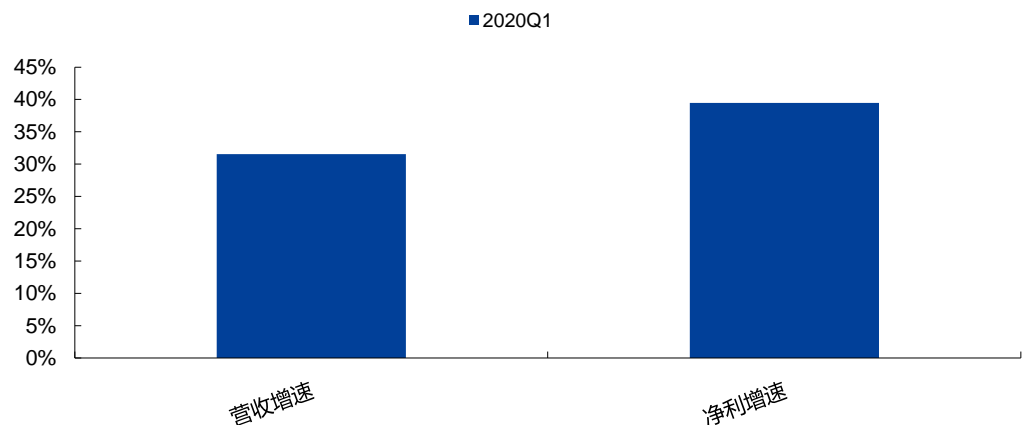
永辉超市一季度具有良好表现。一方面，永辉 Q1 同店双位数增长，好于限额以上超市的零售额增长 1.9%。另一方面，渠道拓展及供应链支持基础上，永辉 Q1 营收、净利分别增长 31%、39%。

表 4：永辉超市疫情相关承诺及感谢信

时间	新闻标题	重要内容
2020/1/26	永辉超市承诺	对于民生商品保供应、不涨价。积极做好物资调配与商品保供工作，并对部分商品做好充足储备库存；承诺对于民生商品如大米、牛奶、油盐等，疫情防御品如口罩、消毒液、洗手液等绝不涨价，保持市场稳定。
2020/2/10	致全国供应商合作伙伴的一封信	感谢供应商从供给侧发力，在货源紧张、成本上涨的情况下依然按照合同价格履约，全力保障市场价格稳定；感谢供应商舍弃节假日、及时返岗，在疫情期间依然坚守岗位。

资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 49：永辉超市一季度营收净利增速

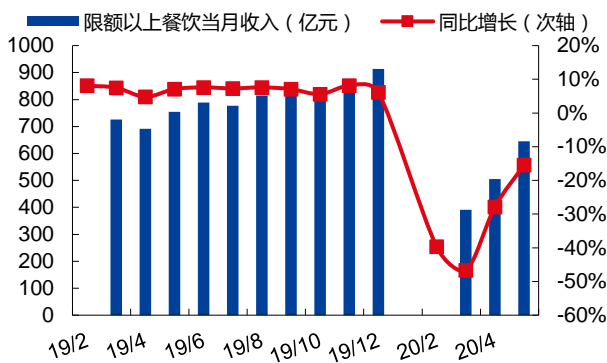


资料来源: Wind, 华金证券研究所

国内疫情逐步受控, 线下客流及其他渠道逐步恢复。据麦肯锡, 米雅科技数据显示, 疫情后线下各渠道客流由疫情中的下降 30%~90%, 恢复至截止 5 月 10 日的下降 10%~30%。受线下客流逐步恢复影响, 餐饮、杂货店等线下其他渠道逐步恢复, 据国家统计局, 5 月限额以上餐饮企业收入降幅已收窄至 15%。

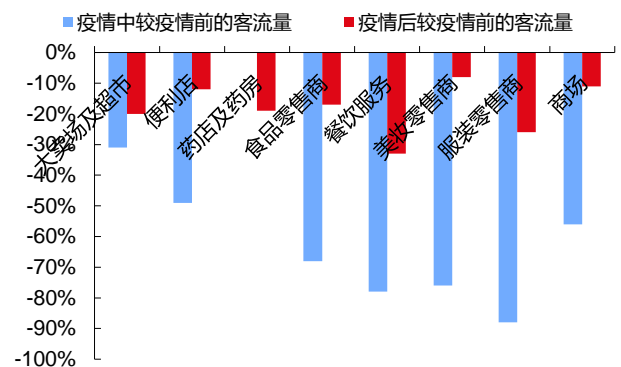
预计超市同店逐步回归常态。随着其他渠道逐步复工复产, 疫情推动的超市增量需求逐步减弱, 超市日均销售额逐步回归常态。据麦肯锡, 米雅科技数据显示, 疫情后大卖场及超市日均销售额与疫情前的基本类似, 不再有疫情中日均销售额约 17% 的快速增长。因此, 我们预计 Q2 起, 超市行业同店增速逐步回归常态。

图 50: 国内限额以上餐饮恢复情况



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

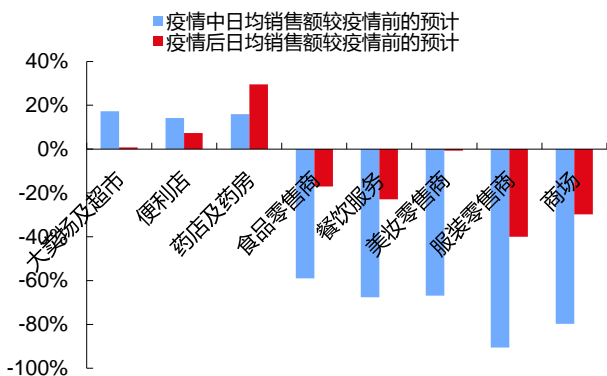
图 51: 疫情前后不同线下渠道客流量情况



资料来源: 麦肯锡, 米雅科技, 华金证券研究所

注: 整体时间段为 20191201 至 20200510。

图 52: 疫情前后不同线下渠道日均销售额情况



资料来源: 麦肯锡, 米雅科技, 华金证券研究所

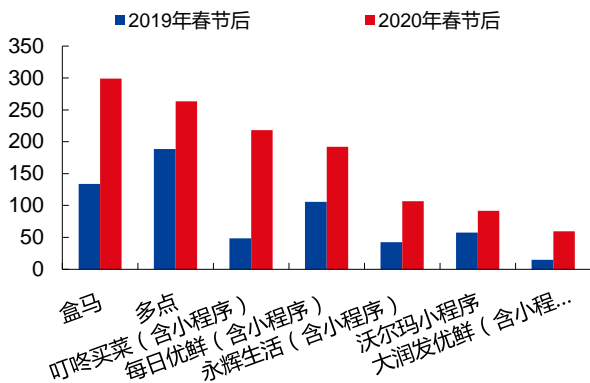
注: 整体时间段为 20191201 至 20200510。

(二) 到家模式业务快速增长, 线上线下融合有望加速

此外, 疫情推动到家模式快速增长。疫情期间消费者减少非必要外出, 到家业务需求量快速提升。20 年春节后的一个月, 典型到家业态平台日均活跃用户较 19 年春节后一个月增长了约

160%。日活增长推动典型平台增长 300%~600%。分品类看，生鲜速食等生活必需品取得 300%~790% 的高增速。疫情或将加速消费习惯变化趋势，加速线上线下融合。

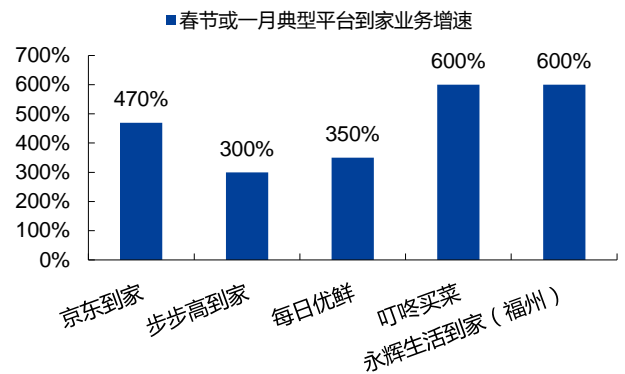
图 53：典型到家业态平台日均活跃用户



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

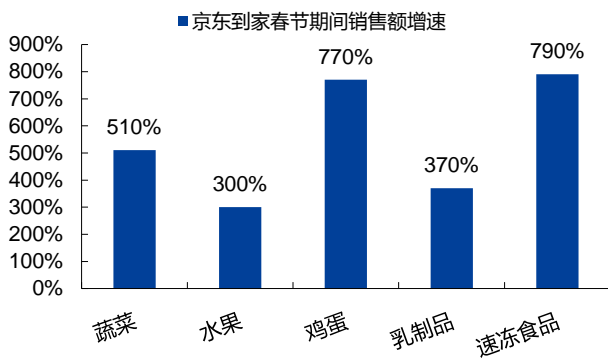
注：2019 年春节后指 19 年 2 月 11 日至 3 月 12 日，2020 年春节后指 20 年 2 月 3 日至 3 月 3 日。

图 54：疫情推动典型平台到家业务快速增长



资料来源：联商网，新浪网，搜狐网，中国经济新闻网，华金证券研究所

图 55：春节期间京东到家平台典型品类增速



资料来源：联商网，新浪网，搜狐网，中国经济新闻网，华金证券研究所

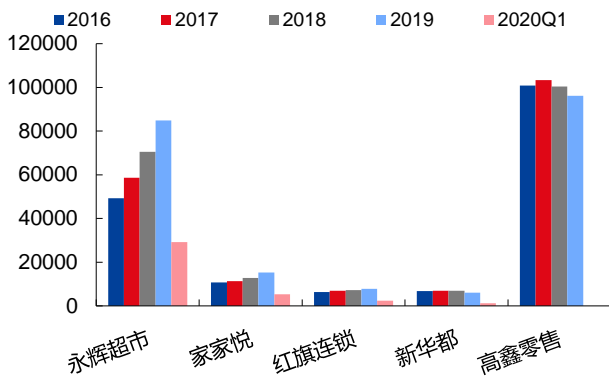
五、财务分析及盈利预测

（一）永辉超市为超市龙头，规模及周转业内领先

永辉超市市占率排名靠前，营收净利规模行业领先。中国连锁经营协会数据显示，永辉超市 2019 年销售额已接近超市龙头高鑫零售及华润万家，销售额规模业内领先。另据凯度，2020 年 3 月永辉超市快消品市占率进一步提升至 4.8%，行业排名并列第三。

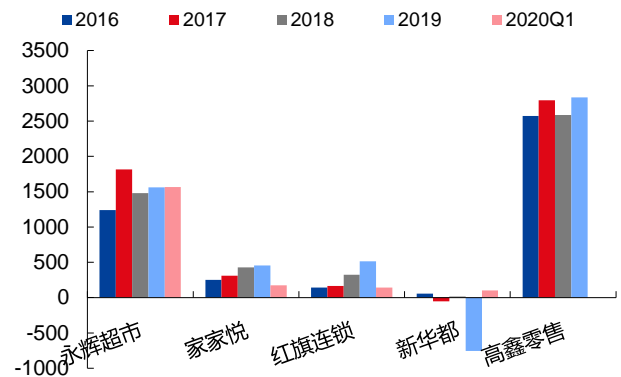
永辉近年来营收稳步增长。渠道扩张推动营收规模持续稳步增长，15 年至 19 年年复合增速约为 19%。永辉近年来净利增速有所波动，受云创、激励、减值、mini 亏损影响，预计大卖场/超市业态盈利能力较强且基本稳定。

图 56：可比公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 57：可比公司归母净利润（百万元）

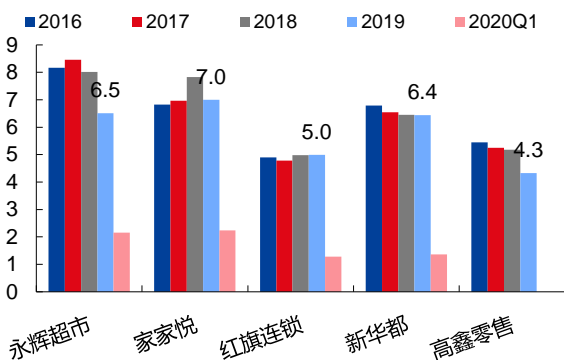


资料来源：Wind，华金证券研究所

永辉超市业内周转领先。在较多高频消费的生鲜品类的推动下，永辉超市周转水平在行业内领先。一是公司存货周转率位于行业领先水平。二是公司整体营业周期位于行业较短水平。

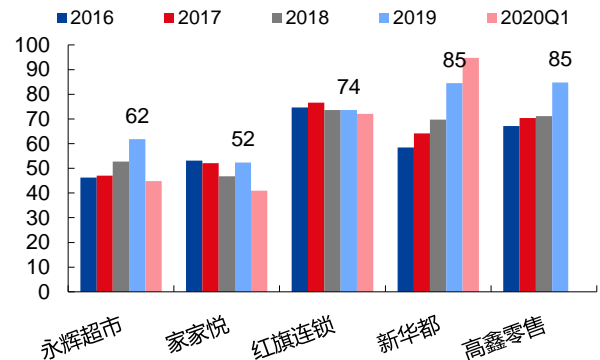
永辉规模及周转领先，**经营活动现金流基本稳健。**19 年经营活动现金流同比下降，一是小额贷款及保理支出增加 27 亿元，二是春节备货占用资金。

图 58：可比公司存货周转率



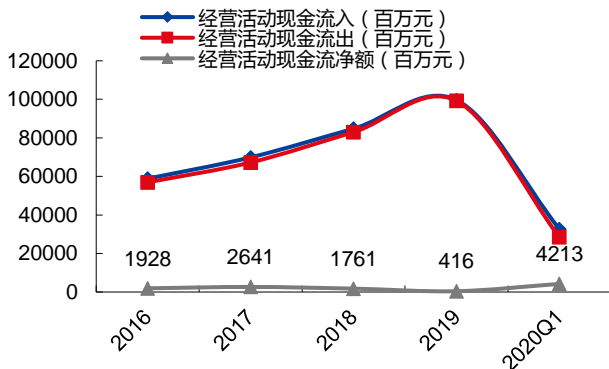
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 59：可比公司营业周期（天）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 60：永辉超市经营活动现金流量



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）盈利预测及投资建议

永辉超市是国内超市龙头，生鲜引流及高性价比构筑业内领先坪效及盈利能力，渠道扩张推动市占率较快提升。19 年业绩低于预期，未来渠道扩张推动营收增长，新业态迭代培育减亏助力利润增长。20 年疫情推动下，超市行业具有较强业绩确定性。我们预测公司 2020 年至 2022 年营业收入分别增长 23.7%、19.3%、18.3%，净利润分别增长 60.0%、31.7%、15.3%，每股收益分别为 0.26、0.34 和 0.40 元。净资产收益率分别为 11.5%、14.4%和 15.8%。

永辉超市年报后估值有所调整，目前 PE (2020E) 约为 36 倍，PEG (2020E) 约 1.0 倍。可比公司中，全国性超市龙头高鑫零售由于是港股稀缺的零售龙头标的，估值较高；家家悦为立足山东的区域性超市，近年来逐步跨区域扩张，目前 PEG 约为 2 倍；红旗连锁为立足四川的便利性超市，联营公司新网银行利润贡献占比约 30%，考虑银行 5~6 倍的行业 PE，公司超市主业 PEG 预计接近 2 倍。目前永辉 PEG 低于可比公司，维持“买入-A”建议。

表 5：永辉超市营业收入及其预测（百万元，%）

品类	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生鲜及加工	营业收入	26100.50	31663.33	37122.20	44917.87	52104.73	59920.43
	增长率	18.63%	21.31%	17.24%	21.00%	16.00%	15.00%
	毛利率	13.54%	14.86%	13.22%	13.70%	13.80%	13.80%
食品用品	营业收入	27212.11	33877.86	41448.12	52224.63	63714.04	77093.99
	增长率	16.43%	24.50%	22.35%	26.00%	22.00%	21.00%
	毛利率	18.34%	19.23%	18.72%	19.10%	19.20%	19.20%
服装	营业收入	1571.34					
	增长率	17.45%					
	毛利率	30.36%					
服务业	营业收入	3707.38	4975.47	6306.64	7883.30	9459.96	11162.75
	增长率	47.15%	34.20%	26.75%	25.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	86.48%	88.38%	89.39%	89.00%	89.00%	89.00%
合计	营业收入	58591.34	70516.65	84876.96	105025.79	125278.73	148177.18
	增长率	19.01%	20.35%	20.36%	23.74%	19.28%	18.28%
	毛利率	20.84%	22.15%	21.57%	22.04%	22.22%	22.27%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 6：可比公司估值对比

	高鑫零售	家家悦	红旗连锁	三江购物	可比公司平均	永辉超市
PE (2019A)	39.90	58.64	28.61	47.88	43.76	57.65
PE (2020E)	36.08	47.61	23.25	55.42	40.59	36.03
PE (2021E)	32.15	39.75	19.84	53.43	36.29	27.35
PB (LF)	0.00	9.62	4.79	2.45	4.22	4.41
PS (2019A)	0.00	1.76	1.89	1.93	1.39	1.06
PEG (2020E)	3.41	2.08	1.01	/	2.17	1.05

资料来源：Wind 及其一致预期，2020/6/24，华金证券研究所

注：永辉超市估值运用本报告盈利预测，永辉 PEG 按照未来三年复合利润增速测算，可比公司估值运用 Wind 一致预期。

六、风险提示

新拓展门店培育或不及预期；

永辉线上竞争处于劣势，新业态尝试或不及预期；

联营公司业绩改善或不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23953	31066	35975	42966	50647	营业收入	70517	84877	105026	125279	148177
现金	4,733	7,129	8,402	10,022	11,854	营业成本	54900	66574	81881	97436	115171
应收票据及应收账款	2,810	1,928	3,906	3,054	5,178	营业税金及附加	237	247	306	365	432
预付账款	2,105	2,398	3,061	3,435	6,163	营业费用	11560	13782	17119	20420	24449
存货	8,119	12,333	13,141	18,797	19,594	管理费用	3007	2013	2468	2756	3112
其他流动资产	3,030	6,254	6,441	6,635	6,834	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	15,674	21,287	22,130	22,638	22,764	财务费用	148	351	399	454	541
长期投资	5701	5886	5886	5886	5886	资产减值损失	69	-326	70	70	70
固定资产	4512	5128	5634	5880	5899	公允价值变动收益	33	84	0	0	0
无形资产	625	812	756	703	650	投资净收益	548	-69	150	130	120
其他非流动资产	203	4814	4959	5107	5261	营业利润	1264	1640	2933	3908	4523
资产总计	39627	52353	58105	65604	73411	营业外收入	233	223	234	245	258
流动负债	19951	31487	35657	42388	49311	营业外支出	48	85	67	70	74
短期借款	3690	10813	11759	14168	16701	利润总额	1449	1777	3100	4083	4707
应付票据及应付账款	9716	12983	15220	17800	21230	所得税	452	324	775	1021	1177
其他流动负债	826	1034	1300	1636	2060	税后利润	997	1453	2325	3062	3530
非流动负债	244	412	424	437	450	少数股东损益	-483	-111	-177	-234	-269
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1480	1564	2502	3296	3799
其他非流动负债	244	412	424	437	450	EBITDA	2064	3471	4411	5692	6649
负债合计	20195	31899	36081	42824	49761	主要财务比率					
少数股东权益	77	348	171	-63	-332	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	9570	9570	9570	9570	9570	成长能力					
资本公积	7557	7178	7178	7178	7178	营业收入(%)	20.4	20.4	23.7	19.3	18.3
留存收益	3855	4354	5105	6094	7234	营业利润(%)	-34.8	29.7	78.8	33.2	15.7
归属母公司股东权益	19355	20106	21853	22842	23982	归属于母公司净利润(%)	-18.5	5.6	60.0	31.7	15.3
负债和股东权益	39627	52353	58105	65604	73411	获利能力					
						毛利率(%)	22.1	21.6	22.0	22.2	22.3
						净利率(%)	2.1	1.8	2.4	2.6	2.6
						ROE(%)	7.6	7.8	11.5	14.4	15.8
						ROIC(%)	9.9	15.2	17.7	22.0	23.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.0	60.9	62.1	65.3	67.8
						流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
						速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.8	1.6	1.8	1.9	2.0
						应收账款周转率	30.6	35.8	36.0	36.0	36.0
						应付账款周转率	8.1	7.5	7.4	7.6	7.6
						估值比率					
						P/E	60.9	57.7	36.0	27.4	23.7
						P/B	4.7	4.5	4.1	3.9	3.8
						EV/EBITDA	32.3	19.1	18.9	14.6	12.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1761	416	2732	3327	3922
净利润	997	1453	2502	3296	3799
折旧摊销	1310	1506	1080	1330	1585
财务费用	148	351	399	454	541
投资损失	-548	69	-150	-130	-120
营运资金变动	832	-10625	-921	-1389	-1614
其他经营现金流	-977	7663	-177	-234	-269
投资活动现金流	-3669	-4501	-1239	-1355	-1424
筹资活动现金流	2305	5900	-220	-351	-667

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.16	0.26	0.34	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.04	0.29	0.35	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.10	2.28	2.39	2.51

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn