

2018年10月17日

证券研究报告·公司研究报告

永辉超市 (601933) 商业贸易

增持 (首次)

当前价: 7.48元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

加速全国扩张, 打造生鲜零售帝国

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司凭借生鲜产品标准化程度低、对物流仓储要求高、难以触网等优势在行业低迷期全国扩张, 打破区域边界; “高供应链壁垒”和“创新合伙人制度”使其稳坐国内生鲜龙头宝座, 销售毛利率连续5年上升, 预计公司2019年净利润有望实现40%以上增长; 公司作为新零售先锋带来估值提振, “云超+云创+云商+云金”四大板块协同运作, 有望成为实体零售转型升级的大赢家。
- **生鲜超市细分领域增长空间巨大。** 目前我国生鲜类食品支出超过3万亿元, 消费市场体量巨大, 但生鲜产品仍以农贸市场为主、超市渠道渗透率非常低, 而且生鲜产品具有“不易保存、对仓储物流要求高”等特点, 因此电商一直难以触碰, 当前在消费升级、“农改超”政策的推动下, 生鲜超市细分行业增速高达11% (整体超市行业只有3.8%的增速), 发展空间巨大。
- **强大供应链+合伙人制度成就生鲜零售帝国。** 1、公司作为生鲜龙头逆势扩张, 规模效应凸显: 2015-2017年净增加门店数分别为67、105、332家, 2018年上半年净增加146家, 扩张速度位居港、A股商超上市公司第一; 2、供应链王牌筑高行业壁垒: 公司自成立以来一直坚持自营为主的盈利模式, 坚持源头直采的采购模式, 同时大力构建物流中心, 使其构筑了难以触及的行业壁垒。3、加大资本化运作扩张零售版图: 近几年永辉为了拓展市场、强化供应链开始了一系列资本化运作, 弥补短板, 从而在超市零售上扩张商业版图。4、合伙人制度红利持续释放: 公司推进组织结构扁平化, 进行权力的上移与下放, 同时大力创新合伙人制度, 激发员工工作热情和创新举动, 提高工作效率、降低成本。
- **新零售崛起, 永辉成为先锋。** 在新零售时代, 巨头们都不约而同地选择涉足生鲜和商超领域, “生鲜超市”成为当前“新零售”布局重点, 永辉成为新零售先锋, 旗下云创业务成功推出“高端超市+生鲜餐饮+O2O”混合业态的“超级物种”, 同时进军便利店业态——永辉生活店, 虽然云创业务短期业绩承压, 但云创提供全方位科技服务、加快线上线下双轨发展, 为公司注入活力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年的归母净利润为16.7、23.8、31.8亿元, EPS为0.17、0.25、0.33元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 大量超市涉足生鲜领域, 行业竞争加剧的风险; 公司开店速度不达预期的风险; 新开门店培育期拉长, 业绩受到影响的的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	58591.34	72508.73	87944.10	106006.25
增长率	19.01%	23.75%	21.29%	20.54%
归属母公司净利润 (百万元)	1816.79	1669.10	2384.22	3177.52
增长率	46.28%	-8.13%	42.84%	33.27%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.17	0.25	0.33
净资产收益率 ROE	8.25%	7.05%	9.57%	11.96%
PE	39	43	30	23
PB	3.58	3.51	3.29	3.03

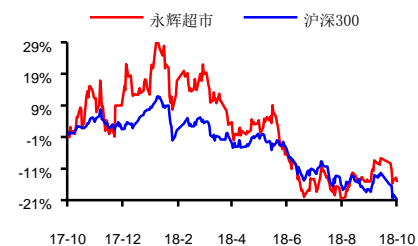
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 嵇文欣
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	95.70
流通A股(亿股)	79.76
52周内股价区间(元)	7.02-11.57
总市值(亿元)	715.87
总资产(亿元)	318.84
每股净资产(元)	1.93

相关研究

目 录

1 公司概况：中国版的“沃尔玛”	1
1.1 从农贸市场到中国一线零售集团	1
1.2 股权结构及业务概况	2
1.3 业绩状况：“高速运转的马达”	5
2 生鲜超市：零售业的大风口	7
2.1 超市行业整体增速放缓	7
2.2 超市行业呈现碎片化、区域割据的特征	8
2.3 生鲜超市市场前景广阔	10
2.4 饱和市场的变革与创新	12
3 强大供应链+合伙人制度成就生鲜零售帝国	13
3.1 公司作为生鲜龙头逆势扩张，规模效应凸显	13
3.2 供应链王牌筑高行业壁垒	16
3.3 加大资本化运作扩张零售版图	18
3.4 合伙人制度红利持续释放	20
4 新零售崛起，永辉成为先锋	21
4.1 “生鲜超市”成为当前“新零售”布局重点	21
4.2 新零售样本超级物种再上规模	22
4.3 进军便利店业态——永辉生活店	25
5 盈利预测与估值	25
6 风险提示	28

图 目 录

图 1: 永辉门店数量.....	2
图 2: 永辉拓展市场步伐.....	2
图 3: 永辉股权结构.....	3
图 4: 永辉超市四大业务板块.....	3
图 5: 永辉红标店.....	4
图 6: 永辉绿标店.....	4
图 7: 主营收入构成 (2018 年上半年).....	6
图 8: 永辉上市以来营业收入及增速.....	6
图 9: 永辉上市以来归母净利润及增速.....	6
图 10: 永辉上市以来销售毛利率.....	6
图 11: 全国百家大型零售企业零售额增速.....	7
图 12: 重点流通企业销售额增速.....	7
图 13: 各业态销售额增速.....	8
图 14: 现代通路中的主要零售商占有率.....	8
图 15: 美国三大超市市场份额 (2016 年).....	8
图 16: 外资超市在中国零售市场份额.....	9
图 17: 本土超市在中国零售市场份额.....	9
图 18: 外资超市在中国零售市场份额.....	11
图 19: 生鲜各渠道份额.....	11
图 20: 主要国家农产品超市渠道流通比重.....	11
图 21: 2013-2020 年中国生鲜电商市场交易规模.....	11
图 22: 部分商超类公司门店数量.....	13
图 23: 部分商超类公司门店面积增速.....	13
图 24: 主要商超公司营收增速.....	15
图 25: 永辉与高鑫零售坪效对比 (营收/面积).....	15
图 26: 永辉销售毛利率持续上升.....	15
图 27: 超市行业各公司销售毛利率状况.....	15
图 28: 永辉高收入单品数量.....	16
图 29: 永辉采购模式.....	16
图 30: 商超类公司存货周转天数.....	17
图 31: 永辉存货周转天数不断下降.....	17
图 32: 永辉资本化运作版图.....	19
图 33: 永辉原来组织架构.....	20
图 34: 永辉构建扁平化、平台化组织架构.....	20
图 35: 永辉超市人效.....	21
图 36: 永辉商品损耗率.....	21
图 37: 阿里巴巴活跃购买用户状况.....	22
图 38: 京东活跃用户数.....	22
图 39: 超级物种的三阶段发展定位.....	23

表 目 录

表 1: 永辉各类型门店数量	5
表 2: 超市行业销售毛利率	9
表 3: 生鲜电商市场五大类型	12
表 4: 生鲜电商两大 AT 阵营	12
表 5: 超市领域新业态探索	12
表 6: 永辉门店扩张版图	14
表 7: 部分物流配送中心	17
表 8: 盒马鲜生与超级物种部分信息对比	24
表 9: 永辉生活店与苏宁小店对比	25
表 10: 各区域收入成本拆分	26
表 11: 可比上市公司盈利预测相对估值	28

1 公司概况：中国版的“沃尔玛”

1.1 从农贸市场到中国一线零售集团

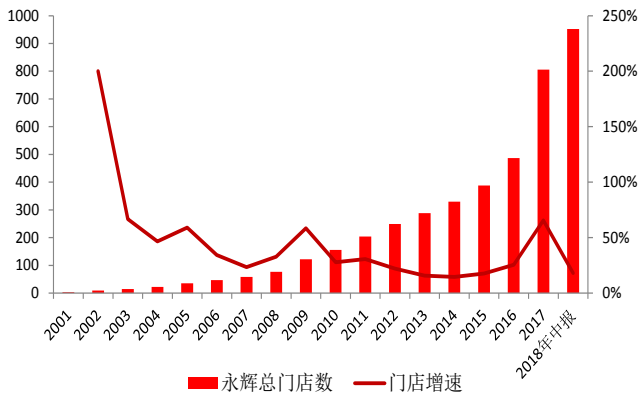
永辉超市成立于2001年，于2010年在沪上市，它的前身是福州的第一家“农改超”超市——福州屏西生鲜超市，创始人张轩松在成立生鲜超市前做了五年超市，完成了最初的资金和管理经验的积累，之后永辉凭借差异化的竞争战略，在电商大潮冲击下成功逆袭，短短十几年时间里从农贸市场成长为中国一线零售集团。回顾公司的发展历史，主要分为四个阶段：

1995-2000：“前身”。永辉超市1995年在福州起步，最早只是一间微利超市1995年12月成立第一家超市——福州市鼓楼区古乐微利超市，1998年08月开设第一家以“永辉”命名的超市——福州市火车站永辉超市。

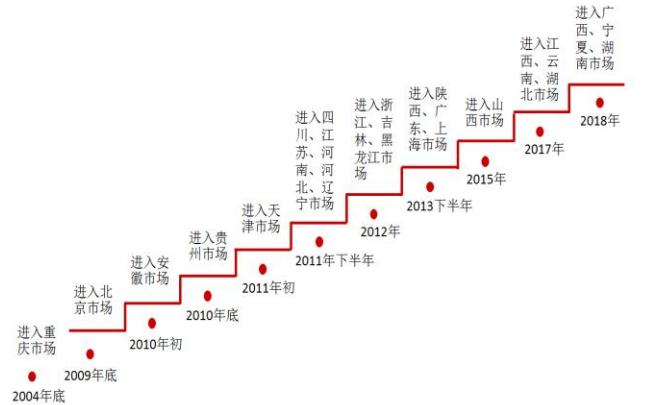
2001-2010：“创业阶段”。永辉经历了“营采合一”（2000）、“从田头到超市”的产地化采购雏形（2000-2001）、“水果产地采购”（2002）、“营采分离”（2006）、“全国产地采购”（2008）等采购发展历程，最终确立了“生鲜直采、区域直采、供应商”为基础的永辉生鲜采购模式，从而使永辉摆脱了同质化的经营局面，构筑强大的生鲜经营壁垒。而永辉的创业阶段又可以细分为“特色产业链的蜕变阶段”和“成长阶段”。**(1) 2001-2004：特色产业链的蜕变。**通过微利超市，永辉完成了最初的资金和管理经验的积累，2000年在政府政策的鼓励下，永辉超市的创始人张轩松在这个时机脱颖而出，建立了农改超生鲜超市，形成初具规模的连锁体系，这个阶段的特点是集中精力在福州发展。**(2) 2004-2009：成长阶段。**通过实施“根植福建、走向全国”的发展战略，公司先后拓展福建、重庆、北京、安徽、贵州等重点战略区域，取得了跨省跨区域扩张的成功。

2010-2014：“壮大阶段”。2010年永辉超市上市，被誉为“生鲜第一股”，随后永辉借助资本力量快速扩张，跻身中国连锁行业前列。随着该阶段企业规模的不断扩大，公司进一步加强内部和外部的人才培养，进一步优化信息管理系统，从而有效解决企业发展进程中对人才和管理所提出的新要求。

2015-今：“新零售过渡及转型阶段”。随着传统超市行业红利期的消失，叠加新零售时代下升级的消费需求，2017年1月，公司首次提出“云超”、“云创”、“云商”、“云金”的四轮驱动发展模式，2017年1月1日，永辉超级物种首店在福州开业，这是永辉试水新零售的第一个产物。

图 1：永辉门店数量


数据来源：公司招股说明书，年报，西南证券整理

图 2：永辉拓展市场步伐


数据来源：公司公告，西南证券整理

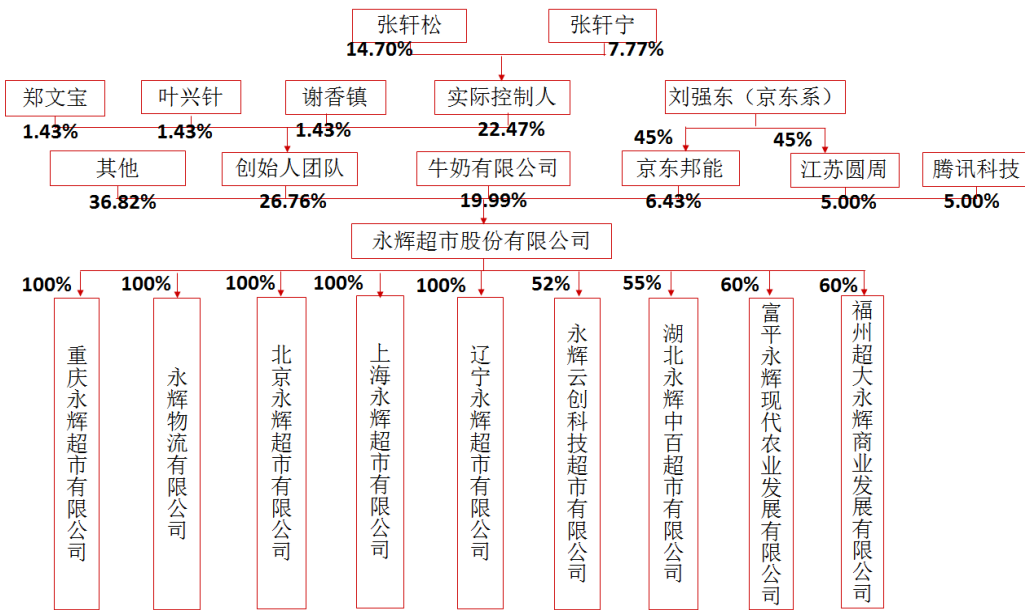
永辉超市以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础，多年来专攻生鲜食品实行差异化竞争，目前是国内名副其实的生鲜龙头。永辉在福建、广东、浙江、上海、江苏、北京、天津、黑龙江、吉林、辽宁、重庆、贵州、四川、河北、河南、安徽、陕西、云南、湖北、山西、江西等 22 个省市已发展超 900 家连锁超市，经营面积超过 560 万平方米，成为国内第 5 大超市（包括外资超市），德勤会计师事务所发布《2018 年度全球零售力量报告》，在上榜的全球 250 家零售企业中，永辉超市位列第 137 位，比上一年度上升 9 位。

1.2 股权结构及业务概况

股权结构：公司自上市以来实际控制人一直为张轩松和张轩宁，张轩松与张轩宁为兄弟关系，二者属于一致行动人。目前公司的前几大股东分别为牛奶有限公司、张轩松、张轩宁、林芝腾讯科技有限公司、江苏京东邦能投资管理有限公司、江苏圆周电子商务有限公司，持股比例分别为 20%、14.7%、7.8%、6.4%、5%、5%，其中江苏京东邦能投资管理有限公司、江苏圆周电子商务有限公司属于京东系，林芝腾讯科技有限公司属于腾讯系。

2015 年京东便宣布战略入股永辉超市，2 年多来实现近翻倍的收益，2017 年末腾讯宣布入股永辉超市旗下超级物种，腾讯直接持股永辉 5% 股权，引入京东和腾讯系将进一步丰富公司的股权结构，同时为公司更好的布局新零售战略打下基础。

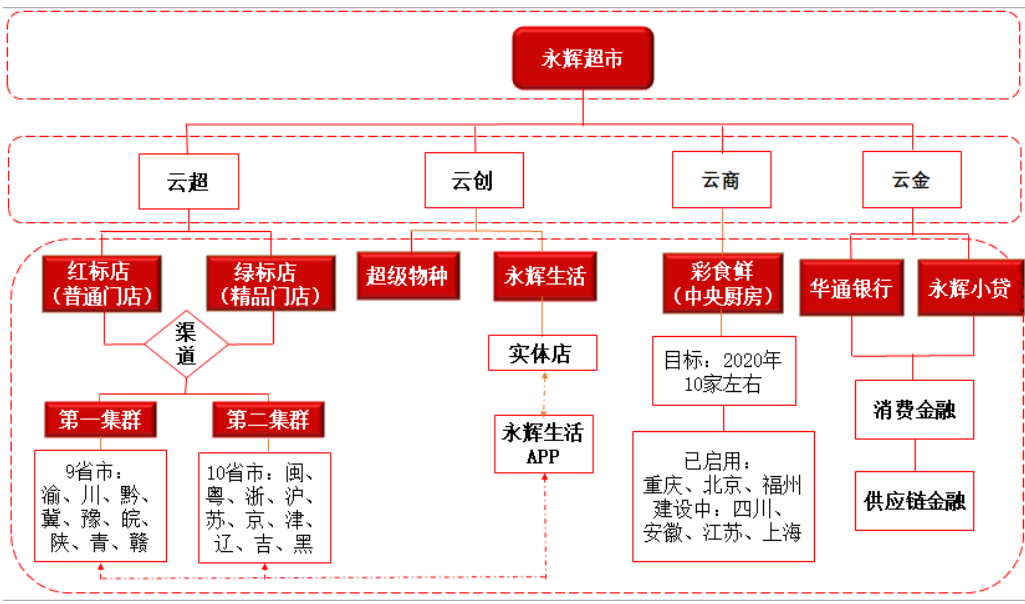
图 3: 永辉股权结构



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

公司主营业务结构: 永辉公司业务分为云超、云创、云商、云金四个板块。“云超”板块涉及红标店、绿标店, 覆盖重庆、四川、贵州、河南、河北、安徽、陕西、山西、湖北、江西、广东、福建、浙江、上海、江苏、北京、天津、辽宁、吉林、黑龙江二十一个省市; “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”包括永辉金融业务。

图 4: 永辉超市四大业务板块



数据来源: 西南证券

云超：永辉生态系统的基石。永辉门店分为“永辉超市”和“bravo 超市”两种，永辉超市沿用原有的红色系 CIS，内部简称红标店，bravo 超市采用新的绿色系 CIS，内部简称绿标店，红标店和绿标店是永辉生态系统的基石。与红标店相比，绿标店装修风格以绿色和灰色为主，在商品结构和服务上定位相对高端。随着电商红利的枯竭和消费升级，线下体验诉求不断上升、高端商品的需求稳步增加，永辉也在不断引入智能管理系统，将普通红标超市升级成绿标 Bravo 精致超市，未来公司将以绿标店为主，目前绿标店数量已经由从 2010 年的 1 家扩展为 345 家，红标店数量由 2010 年的 155 家扩展为 276 家。

图 5：永辉红标店



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：永辉绿标店



数据来源：公司官网，西南证券整理

云创：新业态的实验室。“云创”业务是以永辉云创为核心，链接超级物种、永辉生活店以及永辉生活 APP 的独立版块。永辉云创是永辉超市旗下的控股子公司，2017 年接受今日资本注资之后，永辉云创先后完成入股达曼，孵化超级物种、打造云创生活、链接优空间等项目，逐渐成为以永辉合伙人制度、供应链体系为基石，将云创生活和优空间作为孵化器的平台型、科技型公司，后期诞生的云创生活上海基地与福州 APM 广场则是永辉云创检验云猪科技、王牌嘻帝、木鱼少林功夫等创新项目的载体。因此永辉云创有两个窗口，从线下来看，是包括超级物种、永辉生活店在内的实体店窗口；从线上来看，永辉逐渐成熟的社区合伙人为永辉生活 APP 完善了配送端，从而使其成为新的流量入口。就云创业务发展来看，2017 年永辉生活开店 173 家，至 2017 年底全国布局达 10 城 200 店，其中第四季度开店 100 家，2018 年上半年达到 285 家；2017 年云创团队集中核心优势孵化出超级物种，汇集全球优质商品，打造“零售+餐饮+APP”体验式消费的系列工坊，目前超级物种在 9 大核心城市共计开出 46 家门店；除此以外，自主研发的永辉生活 APP 覆盖永辉旗下所有业态、42 个城市、559 家门店、累计注册用户 289 万，而公司 2017 年 9 月推出的永辉生活小程序在半年内获新客 73 万，2017 年永辉线上交易额总计 7.3 亿元，是 2016 年的三倍，永辉生活 APP 截至 2018 年 6 月总注册用户数 665 万，比 2018 年年初增加 188%，永辉生活业态整体线上销售占比 25% (2018 年中报)，超级物种线上交易额占超级物种交易额的 27.4% (2017 年底)。

云商：打造中央大厨房 B2B。永辉旗下的彩食鲜项目是承载这一业务的载体，是永辉转型食品供应链公司的初步体现。从当前业务来看，彩食鲜是协助永辉实现生鲜农产品标准化、精细化、品牌化的主要渠道；从未来增量来看，彩食鲜同时为永辉超市、B 端零售商、企事业单位食堂以及线上平台等渠道供货。目前彩食鲜以公司形式进驻了重庆、北京、福建、上海、四川、安徽、江苏多个省份，覆盖 438 家门店，面向餐饮+医药+监狱+教育+电力+

银行等拓展 300 家企业的大宗业务；这些区域同时覆盖了永辉集团营收与毛利率双高的五个大区，为永辉独立运作。

云金：永辉金融业务。永辉的金融板块是为了支持核心业务，把系统的供应链资源建好，做好服务前端的工作。永辉金融团队基于保理和小贷双牌照资质，聚焦全零售产业链，初步聚焦四款金融产品，分别为“惠商超”，零售商超供应商贷款提前回收，这是支持永辉超市等线下 50 家连锁零售商超企业以及线上三家零售企业（苏宁、京东、天猫）的应收账款融资产品，“惠商超”APP 整合了经销商（即供应商）的上述零售渠道的经营数据；“惠租”，为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；“惠小微”，针对线上+线下实体加盟店/单体店的经营贷款产品；“好借”，针对个人客户的分期付款产品和现金借款产品。2018 年上半年云金业务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。

表 1：永辉各类型门店数量

	项目	精品店	大卖场	卖场	社区店	会员店		已开业门店小计	本期净增加门店	已签约未开业门店
2012	店数	5	64	125	55	0		249	45	114
	面积	38614	954009	926842	135048	0		2054513	479991	1,329,542
2013	店数	7	91	142	48	0		288	46	140
	面积	48384	1383379	1066095	127719	0		2625577	551010	1574495
2014	店数	24	97	161	48	0		330	51	176
	面积	211136	1478410	1260101	138396	0		3088043	534611	1998387
2015	店数	55	118	166	44	5		388	67	184
	面积	511749	1714303	1304644	130484	1110		3662290	654894	1891202
	项目	精品店	红标店		优选店	会员店		已开业门店小计	本期净增加门店	已签约未开业门店
2016	店数	99	357		4	27		487	105	202
	面积	826613	3443296		1778	4994		4276681	670916	1785264
	项目	绿标店	红标店		永辉生活店		超级物种	已开业门店小计	本期净增加门店	已签门店
2017	全面店数	298	281		200		27	806	332	376
	全国面积	2404686	2791824		31371		24652	5252532	1052871	1808386
2018 年中	全面店数	345	276		285		46	952	146	259
	全国面积	2762101	2746928		42244		41426	5592699	340169	2055368

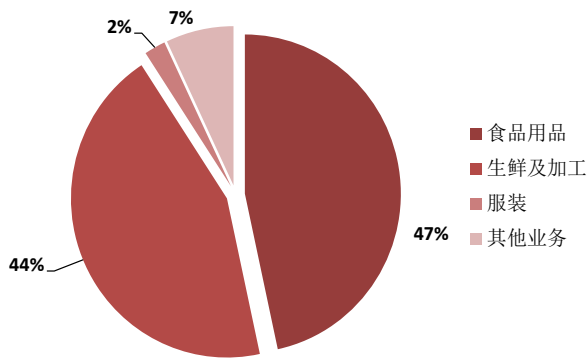
数据来源：公司年报，西南证券整理

1.3 业绩状况：“高速运转的马达”

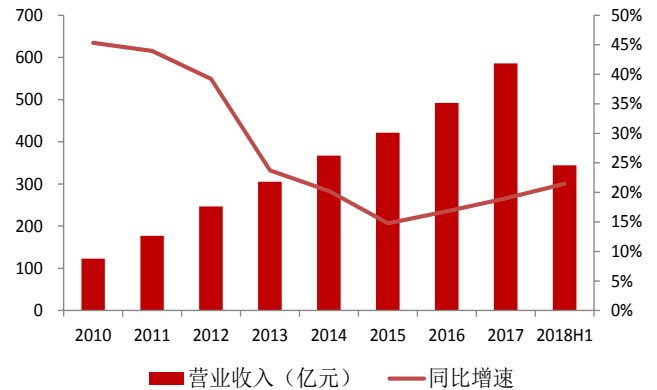
永辉的主营业务主要由四部分构成：食品用品、生鲜及加工、服装、其他业务，占比分别为 47%、44%、2%、7%。永辉做生鲜起家，因此生鲜一直是永辉超市的“招牌”，不过近几年食品用品占永辉主营比重不断上升，永辉以生鲜优势打开的市场空间，将会不断加强与食品用品等领域的招商、谈判、溢价等各方面的实力。

公司营收稳定增长。公司自上市以来业绩稳定增长，在过去的 5 年间，永辉分别实现 305.4 亿、367.3 亿、421.5 亿、492.3 亿、585.9 亿的营业收入，四年翻了近一番，其中 2017 年永辉实现营业总收入 585.9 亿元，同比增长 19%，远高于 2017 年商务部重点监测的 2700 家典型零售企业 4.6% 销售额同比增速。这主要得益于 2017 年永辉加快了小型门店的拓展速度，净增加门店数量到达 332 家。2018 年上半年公司继续加快门店拓展速度，净增加门店数 146 家，公司实现营收 344 亿元，同增 21.5%。

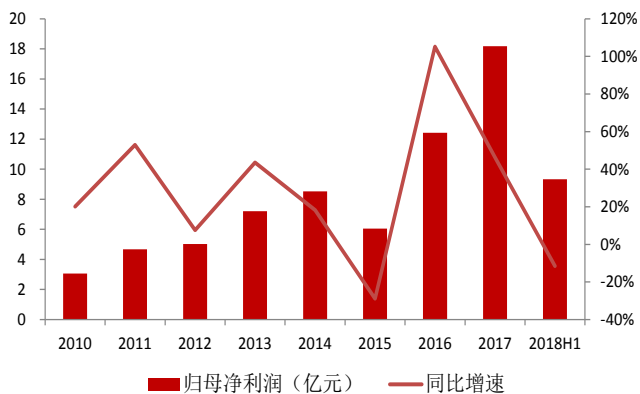
新店占比提升拖累了公司整体业绩。就归母净利润而言，2016、2017 年呈现高速增长，其中 2017 年实现归母净利润 18.2 亿元，同比增长 46.3%，扣除非经常性损益的净利润为 17.8 亿元，同比增长 63.6%。而 2018 年上半年归母净利润 9.33 亿元，同比下滑 11.5%，2017 年和 2018 年是公司大规模外延扩展的年份，其中云创扩展更为迅猛，云创营业收入同比增加 594%，由于云创尚处于商业模式孵化阶段，因此云创占比的提升严重拖累的公司业绩，此外 18 年上半年公司期间费用率大幅上涨，销售管理费率同比提升 3.74pp 至 19.95%，销售费用同比增长 44%，管理费用同比增长 75.9%，远高于营收增长幅度。

图 7：主营收入构成（2018 年上半年）


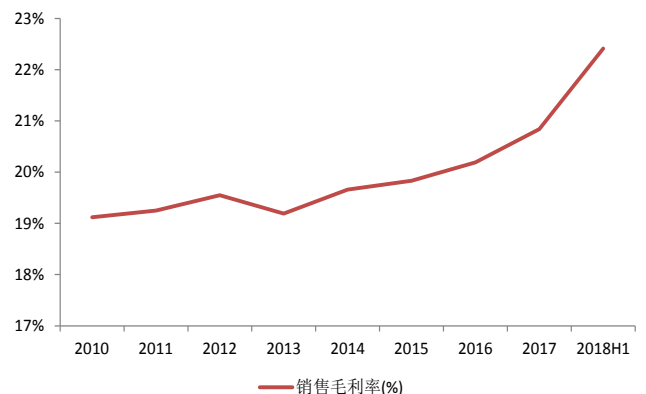
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：永辉上市以来营业收入及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：永辉上市以来归母净利润及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：永辉上市以来销售毛利率


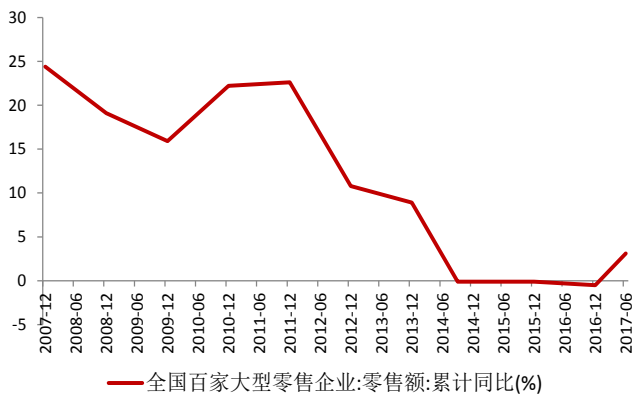
数据来源：wind，西南证券整理

2 生鲜超市：零售业的大风口

2.1 超市行业整体增速放缓

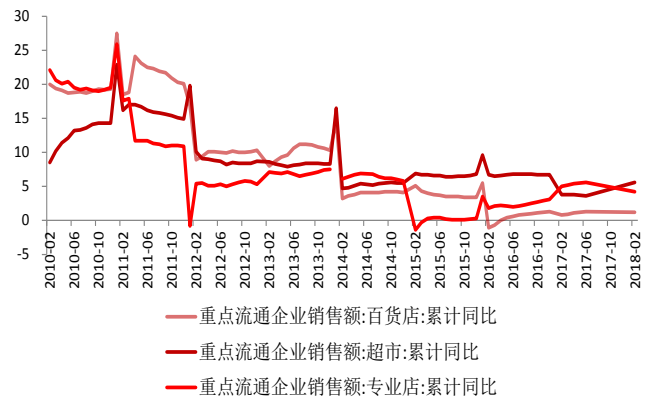
超市行业增速放缓。过去三年，在国内经济增速放缓的大背景下，电商冲击、成本上升、模式老化使实体零售业一直处在艰难转型的寒冬。全国百家大型零售企业销售额增速自2012年以来持续下滑，2014、2015、2016年甚至连续三年呈现负增长。从超市行业的情况看，近年来增速也呈下滑的态势，2017年销售额增速只有不到4%的水平，实体超市企业大量关店，可见超市业态目前已经步入成熟期，行业面临加速洗牌。

图 11：全国百家大型零售企业零售额增速



数据来源：商务部，西南证券整理

图 12：重点流通企业销售额增速



数据来源：商务部，西南证券整理

便利店属零售行业中发展势头最好的业态。就具体细分行业来看，在大环境一片萧条的背景下，便利店行业销售增速在过去七年持续保持在 9% 的水平以上，2016 年中国传统零售业态的销售额同比增长了 1.6%，专业店、超市、大型超市分别增长了 2.9%、1.9%、1.8%。只有便利店增速连续几年居零售业之首，2016 年中国便利店行业的门店总数同比增长 9%，销售规模同比增长 13%，市场规模超过 1300 亿元，便利店可以说是零售业中发展势头最好的业态。相比其他零售业态，便利店零售具有显著的竞争优势：

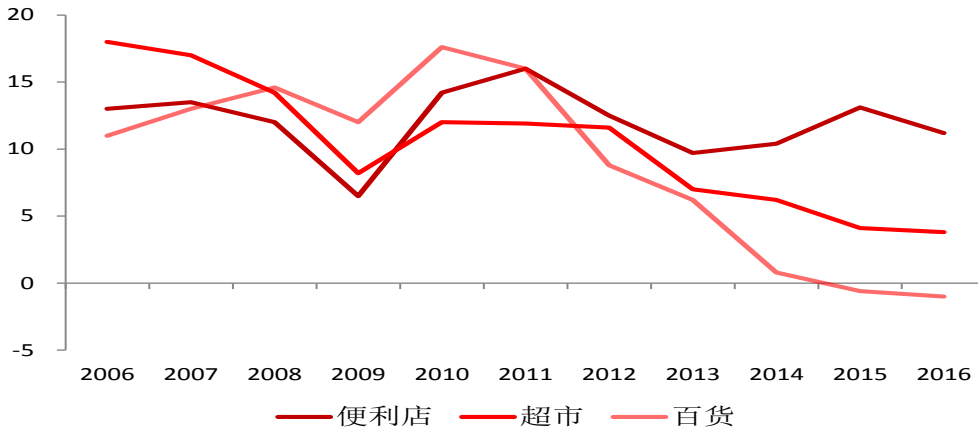
(1) 便利店“小而精”，分布于居民聚集地，与大型超市相比，更加贴近消费者，将“便捷”发挥到极致；

(2) 便利店以精简的 SKU，提供的基本是“高频刚需”的产品，它满足了年轻城市人在快速生活节奏下对于美好生活的需求；

(3) 便利店是消费者家庭的“库存”，是消费家庭不可或缺的一部分。

总体来看便利店所具有的距离的便利性、时间的便利性、商品的便利性、交易的便利性使其在行业整体下行的趋势下走出了独立行情。

图 13: 各业态销售额增速

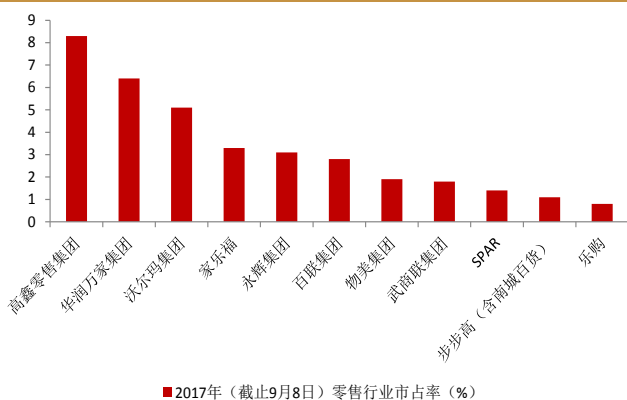


数据来源: 中投顾问产业研究院, 西南证券整理

2.2 超市行业呈现碎片化、区域割据的特征

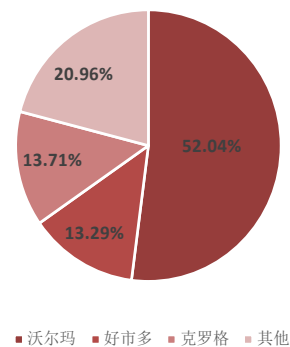
超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低。目前我国的超市行业发展已经较为成熟，整体已进入资本经营的规模化发展阶段，因此行业竞争十分激烈，从竞争格局来看，我国超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低。根据凯度咨询数据，2017年我国前五大超市市占率总和为 26.2%，其中高鑫零售、华润、沃尔玛、家乐福、永辉市占率分别为 8.3%、6.4%、5.1%、3.3%、3.1%，而在美国市场过，前三大超市的市场份额就已经超过了 85%，其中沃尔玛的市场份额达到 52%。国内激烈的竞争降低了超市行业的整体毛利率，因此缺少经营特色的小型零售企业发展空间受到一定挤压，例如零售巨头沃尔玛的毛利率高达 25.6%，而我国大部分超市的毛利率均在 20%以下，在市场饱和、竞争激烈的情况下，大型企业依靠自身优势会攫取更多的市场利润，未来行业将会出现较多整合。

图 14: 现代通路中的主要零售商占有率



数据来源: 凯度咨询, 西南证券整理

图 15: 美国三大超市市场份额 (2016 年)



数据来源: 美国商务普查局, 西南证券整理

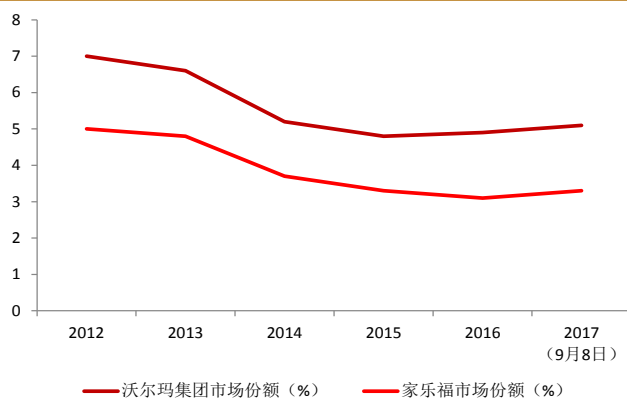
表 2: 超市行业销售毛利率

证券代码	证券简称	2016 年销售毛利率 (%)
WMT.N	沃尔玛	25.6
CA.PA	家乐福	22.8
KR.N	克罗格	22.4
600361.SH	华联综超	22.1
603708.SH	家家悦	21.7
000759.SZ	中百集团	21.0
601933.SH	永辉超市	20.2

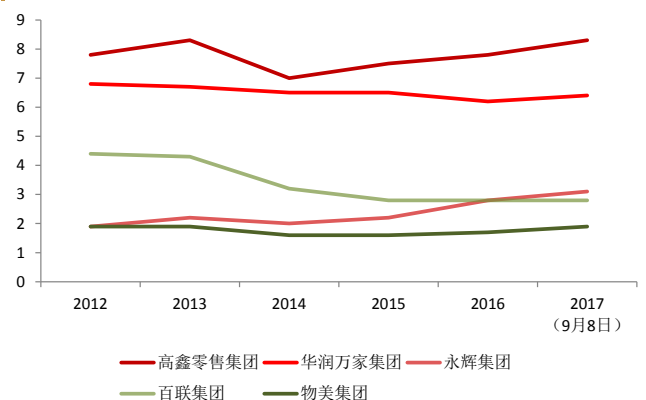
数据来源: wind, 西南证券整理

外资超市市场份额普遍下降。目前我国超市行业形成了本土、外资、电商三大阵营:包括以永辉、大润发、华润、联华、物美等为首的本土超市,以家乐福、沃尔玛等为代表的外资超市,以及以 1 号店、天猫超市、苏宁易购等为代表的网上超市。由于外资超市在经营管理水平和成本控制上有着先天优势,早几年大量外资超市纷纷涌入中国市场,2010-2011 年期间外资超市的市场份额一度逼近 47%,然而近几年随着市场环境的变化,传统零售商的经营模式进一步被解构,中国零售行业的创新之举大多发生在本土企业,外资企业由于体制僵化、尾大不掉,其面对风云变幻的中国零售市场很难作出灵活而快速的调整,外资超市的市场份额开始不断下滑,凯度咨询数据显示两大超市巨头沃尔玛在中国市场的份额由 2012 年 7% 下滑为 5.1%、家乐福的市场份额由 2012 年的 5% 下滑为 3.3%,2017 年沃尔玛新开门店 27 家,但关店数达 24 家,家乐福新开门店仅 3 家,但关店数达 6 家。

部分本土超市凭借创新之举逆势增长。而就本土超市而言,受行业整体低迷影响,一部分本土大部分内资超市经营面临困难而退出市场,而另一部分以永辉超市、大润发、欧尚为代表的优秀超市龙头则逆势增长,凭借自身产品特色、管理效率提升以及不断创新发挥,在整个行业中的市占率不断提升,数据显示 2012 年时永辉超市的行业市占率还只有 1.9%,而 2017 年达到了 3.1%,而且永辉还在不断扩大自己的门店数量。

图 16: 外资超市在中国零售市场份额


数据来源: 凯度咨询, 西南证券整理

图 17: 本土超市在中国零售市场份额


数据来源: 凯度咨询, 西南证券整理

虽然线上超市增长迅速，但发展有瓶颈。随着电子商务的高速发展和电子商务服务业的不断完善，以1号店、天猫超市、苏宁易购、京东超市等为代表的线上超市相继出现，过去三年，天猫超市每年销售额保持4倍增速，消费升级的大趋势和物流体系的不断完善，让线上超市搭上了增长的快车。但大部分互联网巨头开展超市业务只是为了丰富自身生态链，盈利十分有限，京东、苏宁、1号店这些电商巨头都已经亏损好多年，目前仍在靠价格战吸引流量。我们认为线上超市的发展有较大瓶颈主要源于以下几个原因：

一是消费者习惯难养成，倾向于到网上超市购买日用商品的多为80、90后，日用消费品主要的消费群体是年龄较大的传统消费者，这类消费者更倾向于线下消费，而且网上超市的复购率非常低，顾客复购率不足20%。

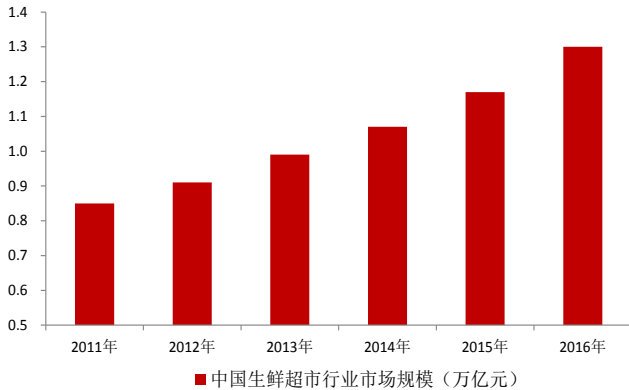
二是配送包装成本高，网上超市销售大都是油盐酱醋等日常生活快速消费品，因此对物流配送时效性要求比较高，配送成本也大；

三是体验缺乏竞争力。当大而一统的消费需求变得个性化、高端化以及高度碎片化，用户对于消费体验的诉求就会不断增强，而线上超市是非常缺乏体验性的，尤其生鲜类产品，由于这类产品非标准化程度高，因此生鲜电商的渗透率非常低。

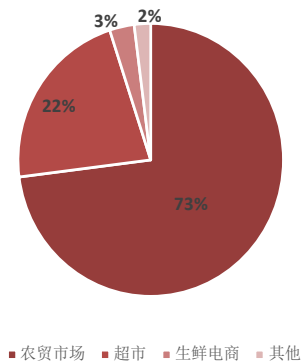
2.3 生鲜超市市场前景广阔

生鲜市场规模巨大。近年来我国生鲜超市市场规模不断扩大，生鲜是百货零售品类中，供应链最复杂的一环，也是必购率最高的一种，在居民食品消费支出中占比高达50%，国家统计局数据显示，2017年我国全国居民食品消费支出约7.4万亿元，其中生鲜类食品支出超过3万亿元，消费市场体量巨大。而就生鲜超市市场规模而言，据博思数据发布的《2016-2022年中国生鲜超市市场分析与行业调查报告》，2011年至2016年我国生鲜超市行业市场规模保持着稳定增长的良好增长态势，2011年我国生鲜超市行业市场规模为0.85万亿元，2016年的市场规模增长至1.30万亿元。

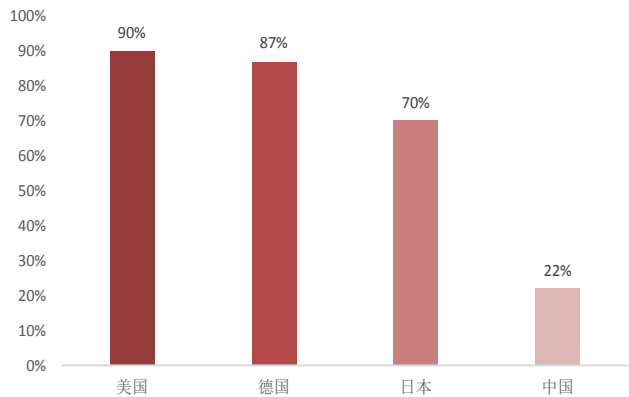
生鲜产品仍以农贸市场为主，而超市渠道渗透率提升空间大。据《2016中国生鲜电商物流行业专题报告》，2016年中国农产品交易活动中，73%是通过农贸市场完成的，超市渠道只占到22%的市场份额，与发达国家相比差距甚远，目前超市已经成为许多发达国家农产品零售市场的主导业态，其中美国和德国该类渠道占比达到90%，日本该类渠道销售的农产品也达到70%。我国生鲜超市渗透率低主要源于生鲜品类毛利低、损耗大，传统超市在运营时一直是以生鲜带人气、日用百货类商品赚利润，一般情况下，生鲜综合毛利在15%以下，而日用百货类可以达到30%以上。虽然农贸市场在就近方便满足消费者需求，但却难以从质量控制、物流配送等方面保证产品质量、满足消费者更高层次的需求，而超市农产品经营模式则在上述方面具有其特有的优势，其正以购物环境干净卫生、商品品质安全放心、配送渠道高效快捷而被国内越来越多的消费者认可与选择。近几年，未来顺应国民收入水平日益提高、国民消费意识不断提升，各级政府大力推行“农改超”，“连锁生鲜超市”也在不断升级自己的供应链，提高毛利率，未来生鲜产品超市渠道的渗透将会大幅提升。

图 18: 外资超市在中国零售市场份额


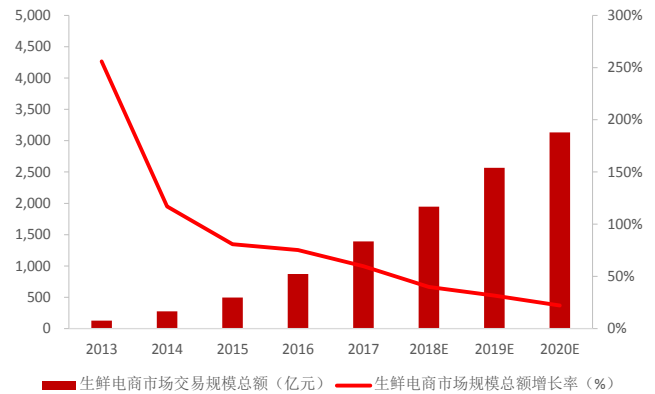
数据来源: 中国连锁经营协会, 博思数据, 西南证券整理

图 19: 生鲜各渠道份额


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 20: 主要国家农产品超市渠道流通比重


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 21: 2013-2020 年中国生鲜电商市场交易规模


数据来源: 《2016 中国生鲜电商物流行业专题报告》, 西南证券整理

生鲜电商增长迅速, 但运营有痛点。中国生鲜电商市场发展迅速, 平均每年保持 50% 以上的增长, 艾瑞咨询数据显示, 2017 年中国生鲜电商市场交易规模约为 1391.3 亿元, 同比增长 59.7%, 预计 2020 年市场规模可达 3000 亿元以上。虽然当前生鲜电商高速发展, 但目前市场渗透率依然不足 3%, 这主要在于生鲜电商运营有很多难点: (1) 如果没有足够的规模效应很难做到直供, 而农产品多级批发商链条导致毛利润低; (2) 生鲜食品保存期较多, 对仓储要求极高, 且生鲜非标化程度高, 导致损耗率居高不下; (3) 需要完善的冷链物流网络来支撑, 自建冷链仓储物流投入成本高; (4) 食品安全问题一直处于风口浪尖。由于生鲜电商运营固有的痛点, 使得 2016 年我国生鲜电商集体进入寒冬期, 开始了一波洗牌, 一大批中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购, 而巨头入局则不断加码冷链物流和生鲜供应链投资, 拥有全产业链资源和全渠道资源的企业将愈发具有优势, 到 2017 年底, 生鲜电商基本形成 AT 两大阵营, 以及依托两大阵营的众多中小卖家。

表 3：生鲜电商市场五大类型

类型	案例
第一类大型综合平台	包括阿里巴巴的天猫和淘宝、京东生鲜、1号店生鲜、沃尔玛生鲜、苏宁云商（苏宁易购）等
第二类垂直电商	包括顺丰优选、中粮我买网、菜管家、美味七七等
第三类 O2O 电商	包括厨易时代、豆果网、订菜网、本来生活、青年菜君、调果师、我厨、五百家、果果哒、每日优鲜、天天果园等
第四类	一亩田、链农、鲜易网等
第五类传统企业“触网”	包括永辉超市、沃尔玛、易购等

数据来源：西南证券整理

表 4：生鲜电商两大 AT 阵营

AT 两大阵营	名录
阿里系	天猫生鲜超市、喵鲜生、易果生鲜、淘乡甜、苏鲜生、盒马鲜生，大润发、欧尚、飞牛网、莆田网、飞牛急速达、大润发优鲜
腾讯系	京东、天天果园、每日优鲜、拼多多、永辉、超级物种、7-Fresh，微店

数据来源：西南证券整理

2.4 饱和市场的变革与创新

通过上述分析，可以看出在面临竞争加剧、电商分流、人工成本攀升的情况下，目前超市行业整体进入饱和状态，行业总体增速有限，但在生存空间遭到挤压后，许多商超开始寻找新的业绩增长点，进入了新一轮的调整与转型，在这过程中涌现出来许多变革与创新，于是新零售应运而生。新业态的推出让零售业再现生机，而这个新业态也最先在超市领域应用。

随着 2017 年 1 月 1 日永辉新业态“超级物种”在福州大本营开业，传统商超的创新之举就此拉开。天虹全新超市品牌 sp@ce 第一家店在深圳华强北开张营业，这是天虹战略转型在超市业务板块的创新；新华都组建的“餐饮+超市”业态海物会在福州开业；步步高打造的新零售业态鲜食演义开始试营业；百联推出了第一家全渠道概念店 RISO，主打零售、餐饮、O2O 的融合；与此同时，联华华商的鲸选会员店等新零售业态相继亮相；物美新零售转型“三板斧”落地；大润发飞牛优鲜于 2017 年 7 月 7 日开业。其中，新零售最具有代表性的便是阿里系的盒马鲜生和永辉旗下的超级物种。

表 5：超市领域新业态探索

项目名称	项目简介	首店开业时间
阿里盒马鲜生	阿里巴巴对线下超市完全重构的新零售业态，门店附近 3 公里范围内，30 分钟送货上门。	2016 年 1 月 15 日
永辉超级物种	通过高端超市+食材餐饮体验+永辉生活 APP 商业模式，满足现代城市新消费、新生活需求。	2017 年 1 月 1 日
天虹 sp@ce	天虹在国内首创的“都会生活超市”，立意是以“Lifestyle”为本的生活空间，希望与追求品质生活的顾客分享都会生活的内涵，共创“Natural Lifestyle”。	2017 年 1 月 21 日
新华都海物会	结合“餐饮+超市”的全新业态，其以打造美食集市与食材集市为宗旨，致力于为消费者提供高性价比的美食。	2017 年 5 月 10 日
步步高鲜食演义	步步高“精品超市+品质餐饮+云猴精选 APP”的新零售业态。	2017 年 6 月 8 日
百联 RISO 系食	注重线上线下的均衡发展，满足消费者在任何时候、任何地点、任何方式的购买需求，打造融合超市、餐饮、书籍、音乐的以人为本的空间。	2016 年 6 月 26 日
大润发飞牛优鲜	主要以生鲜食品为主，门店展示部分与大润发杨浦店重合，重要设施在门店后仓，顾客提交订单后相关工作人员会在后仓拣货完毕及时配送。	2017 年 7 月 7 日

项目名称	项目简介	首店开业时间
联华鲸选会员店	融黑科技、美食娱乐、次世代购物于一体、线下体验线上服务的体验式新零售实体店。	2017年8月15日
物美多点+网上超市	以线下消费者为中心，为线上线下全客群提供全渠道、全品类、全体验服务，以满足随时随地、随心所欲的全方位产品的更高消费需求。	2017年10月25日

数据来源：西南证券整理

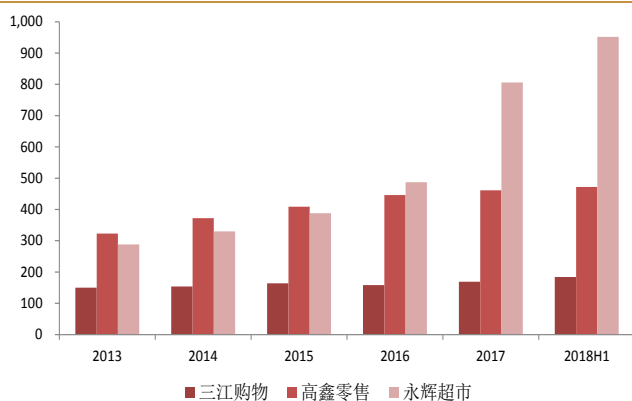
无论是零售、超市还是生鲜，线上和线下等不同渠道都有各自的痛点，新零售在升级消费体验的同时，不断促进线上和线下融合，加上技术与数据双驱动，在增加体验的同时提升效率，国内零售行业在2018年迎来关键一年。随着消费升级、个性化体验诉求的不断加强，新零售有望成为未来主流的零售业态。

3 强大供应链+合伙人制度成就生鲜零售帝国

3.1 公司作为生鲜龙头逆势扩张，规模效应凸显

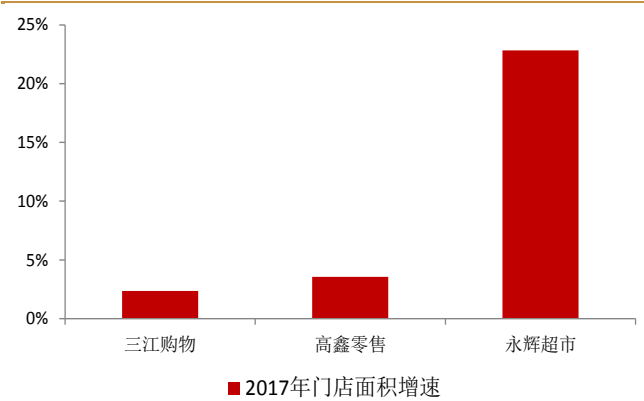
行业低迷期，永辉逆势扩张。永辉在创业之初就确定生鲜产品为重点的差异化竞争策略，近年来，面对线下零售终端需求放缓与电商分流双重压力，公司凭借生鲜产品标准化程度低、对物流仓储要求高、难以触网等优势持续逆势扩张，2015-2017年净增加门店数分别为58、99、319，2018年上半年净增加门店146，扩张速度一年快于一年。到2018年中公司经营门店数量和面积分别为952家、559万平方米。而对比其它零售公司，在行业低迷阶段，大部分都采取了谨慎的战略措施，如高鑫零售2015-2017年净增加门店数分别为37、37、15，三江购物2015-2017年净增加门店数分别为10、-6、11，中百集团2015-2017年净增加门店数分别为52、-64、104，永辉外延扩张速度位居港、A股商超上市公司第一。

图 22：部分商超类公司门店数量



数据来源：wind，西南证券整理

图 23：部分商超类公司门店面积增速



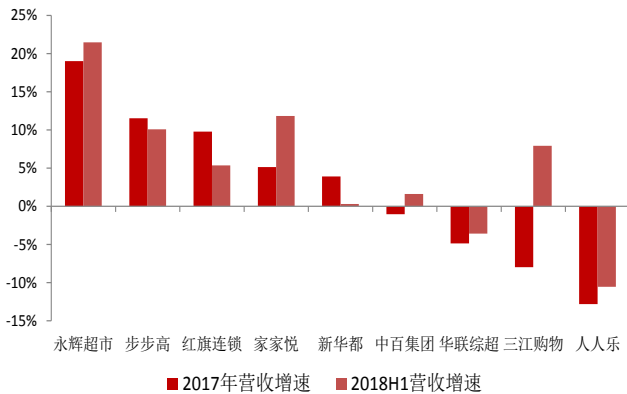
数据来源：wind，西南证券整理

表 6: 永辉门店扩张版图

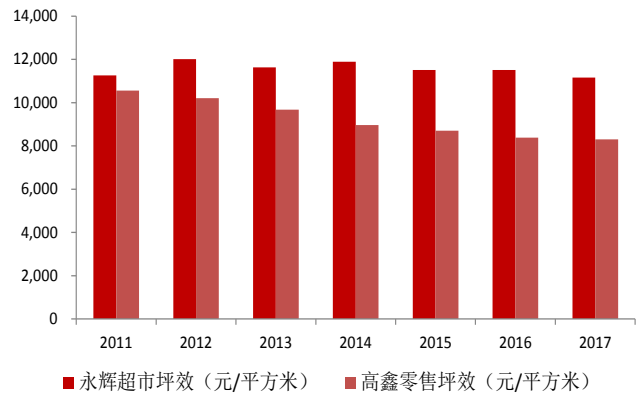
区域	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18H1
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	88	97	104	104	108	113	119	173	195
重庆				1	3	4	9	18	41	53	64	71	79	88	93	106	140	152
北京									2	7	13	18	20	24	30	34	55	65
安徽										7	12	14	17	20	24	32	44	56
贵州										1	4	5	6	7	8	12	18	21
河南											3	7	11	12	15	20	27	28
天津											2	2	2	2	3	7	8	8
河北											1	5	8	13	13	15	18	21
江苏											5	10	15	15	18	23	44	61
辽宁											1	5	5	5	5	4	4	4
吉林											1	2	2	3	2	3	5	5
黑龙江											1	1	2	2	4	4	7	7
四川												4	7	13	26	37	54	64
浙江												1	4	6	8	14	36	51
广东													3	5	8	11	38	48
陕西													2	4	6	8	12	14
上海													1	3	11	37	115	141
山西															1	1	3	5
江西																	3	3
云南																	1	1
湖北																	1	1
宁夏																		1
合计	3	9	15	22	35	47	58	77	122	156	204	249	288	330	388	487	806	952

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

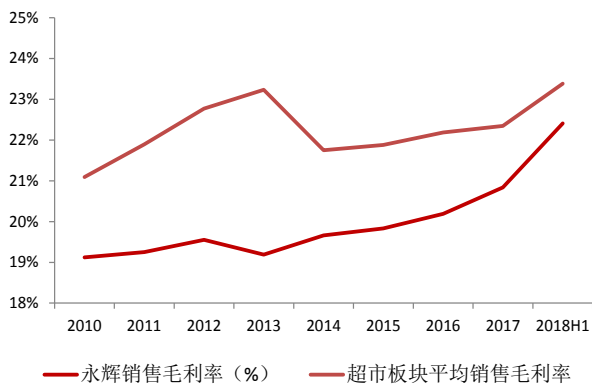
大规模扩张的同时, 依然保持较优的经营质量。扩张过程中, 永辉依然保持相对较优的同店增速、单店经营质量: (1) 2017 年永辉营收增速 19%, 位列商超类公司之首, 除步步高外, 其他 A 股超市公司和高鑫零售 2017 年收入增速均不超 10%, 2018 年上半年永辉的营业收入增速达到 21.5%, 遥遥领先于整个行业; (2) 就坪效 (营业收入/面积) 而言, 2017 年永辉超市为 11154.8 元/平方米, 高于超市巨头高鑫零售的 8296.6 元/平方米, 但受行业以及快速扩张影响, 永辉的总体坪效有所下滑。(3) 就销售毛利率而言, 由于生鲜本身所固有的价格低、损坏率高等特点, 永辉的毛利率水平长期低于其他商超类公司, 但从毛利率变化趋势来看, 从 2008 年开始永辉的毛利率就不断上升, 2017 年达到了 20.8%, 比 2008 年提升了近 3 个百分点, 2018 年上半年公司毛利率达到 22.4%。可见在大规模扩张的同时, 永辉依然保持了较优的营收质量。

图 24: 主要商超公司营收增速


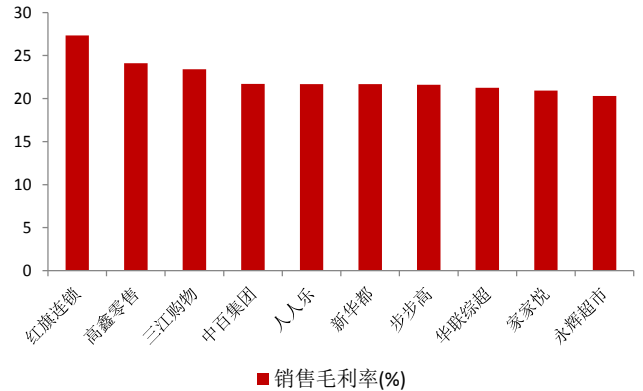
数据来源: wind, 西南证券整理

图 25: 永辉与高鑫零售坪效对比 (营收/面积)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 26: 永辉销售毛利率持续上升


数据来源: wind, 西南证券整理

图 27: 超市行业各公司销售毛利率状况


数据来源: wind, 西南证券整理

对于超市而言, 影响利润的环节包括销售量、成本、售价、损耗、耗材管理等, 而低毛利率一直是生鲜比较大的一个痛点, 因此公司在围绕如何快速的提升生鲜产品的销售量的同时, 在成本、损耗、耗材管理等方面下足了功夫。

(1) 在提高生鲜产品销量上, 公司除了大规模扩张店面门店外, 大力布局精品超市, 将原有的红标门店升级改造为绿标的 Bravo 门店, 改善商品品类结构、营销方式、商品陈列、运营设备、服务质量, 从而吸引更多流量。除了布局精品超市, 永辉不断尝试新业态, 加快布局新零售, 加强线上线下的结合。

(2) 在降低成本、损耗、耗材管理方面, 永辉的供应链管理、人力制度构建堪称业内典范。永辉的直采直营的生鲜卖场保证了生鲜价格的足够低廉, 即使是在资金充足, 供应链成熟的外资零售企业入华之际, 它也能在全国零售市场上拥有自己的不可小觑的一席之地; 在管理上, 永辉通过后台发力, 将财务系统、信息系统、物流系统和品类管理系统变成可复制的东西, 把复杂的事情交给后台, 让门店运营尽量简单; 而永辉的合伙人制度更是给广大一线员工注入了强大的活力和旺盛的斗志, 极大的降低了企业管理成本、员工流失率和果蔬损耗率。

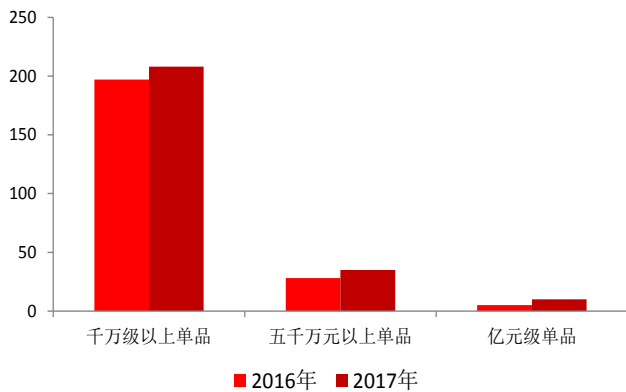
3.2 供应链王牌筑高行业壁垒

生鲜经营是永辉最大的特色，永辉各门店的生鲜经营面积都达到 40% 以上，而生鲜行业中的最大难点是供应链，而供应链中的最大难点则是标准化，所谓标准化，一方面是指要根据产品外观、口感等进行品质分级；另一方面是指分拣、包装、仓储、配送等各个环节的标准化操作。

自营为主的盈利模式：由于生鲜产品品类繁杂，保质期短、损耗率高（行业平均损耗率高达 20%），且供应商小且分散，不便于统一管理，因此多数大型超市会选择与别的公司联营或者代理出去，这使最后的毛利率普遍在 7% 以下，而且采取这种模式后，超市对经营商户的商品陈列、价格、质量等均没有实质的控制权，超市企业的品牌、口碑、管理以及长期发展都会受到极大限制，因此，永辉从成立之初就确立了自营为主的盈利模式，自行采购及销售生鲜产品。

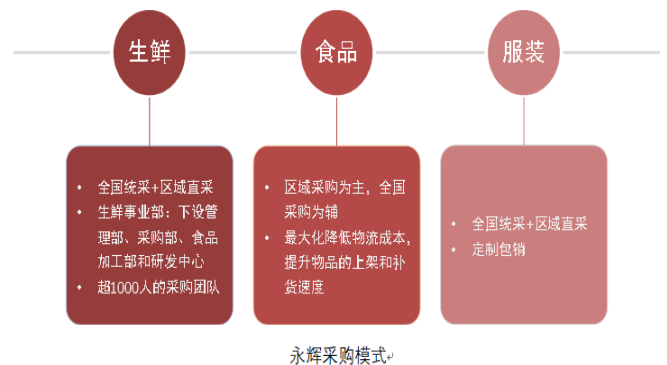
坚持源头直采：永辉建立了全国性生鲜农产品统采和区域直采体系，包括“基地采购”、“当地采购”、“远程采购”、“批发市场采购”等四大采购模式，后三种模式都与农超直接对接，而基地采购则是永辉压低进货成本的关键。目前许多大超市都不直接经营生鲜产品，仍然主要依靠批发商供货，永辉坚持所有生鲜商品自己直营，剔除层层加价的中间批发商，对生鲜商品直接采购，永辉构建了一个超过 1000 人的采购团队，他们分散在生鲜的不同类别；与此同时，永辉发现成本更低的方式是自建基地，所以早在 2003 年永辉就自建了蔬菜、养殖基地和粮食加工厂，目前永辉在全国建立起多个采购基地，有大型专业的豆制品生产加工工厂、熟食生产加工、活鱼配送基地、冷冻品中转配送中心、水果储存配送中心、蔬菜种植基地等。源头直采、专业且分工使得永辉的采购成本明显低于同行业。

图 28：永辉高收入单品数量



数据来源：wind，西南证券整理

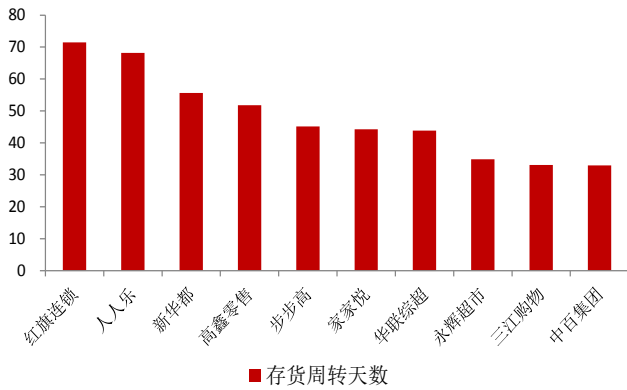
图 29：永辉采购模式



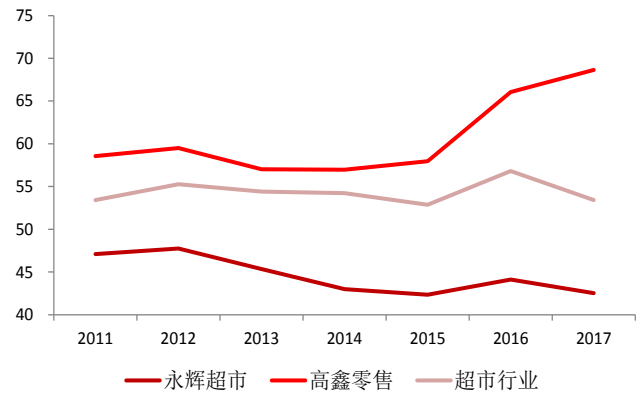
数据来源：西南证券

大力构建物流中心：对于大型连锁超市而言，物流和配送体系是支撑其业务的基石，也是支撑其高速运转的 CPU，物流活动最主要的环节是运输和存储，生鲜产品对运输效率的要求很高，对于仓储更是要追求零库存。而建立物流大仓，可以增加门店送货频率和商品满足率，减少门店囤货量，近年来永辉加大资金投入物流建设，通过产地直发、集成配送等，形成了“基地—物流中心—门店”的扁平化供应链体系，最大程度上缩短配送时间，保证货品新鲜程度。截止 2017 年底，永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市，总运作面积 37 万平方，员工人数约 2100 人；物流中心依据温度带进行区分，其中常温配送中心（含中转仓）分布 17 个省区，定温配送中心（含中转仓）5 个，常温及集成中心 17 个；配送服务对象云

创和云超及线上客户（企业购），作业额 312 亿。目前永辉的存货周转天数位居行业较低水平，只有 35 天，低于高鑫零售的 51.8 天，而且随着物流配送的不断完善，永辉的存货周转天数也在不断优化。

图 30：商超类公司存货周转天数


数据来源：wind，西南证券整理

图 31：永辉存货周转天数不断下降


数据来源：wind，西南证券整理

表 7：部分物流配送中心

	园区 规模/亩	配送面积 /万平方米	配送商品	配送范围	存储能力
福州南屿 CDC	106	4	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）	福建大区及全国性商品	1.8 万个存储位， 囤货 100 万件
重庆西永 CDC	550	10	食品用品、服装、自用品、加工原料、生鲜干货	华西大区	1.6 万个存储位， 囤货 200 万件
安徽肥东 CDC	310	一期 4 万 平方米	食品用品、服装、自用品、加工原料、生鲜干货	安徽大区	0.5 万个存储位， 囤货 30 万件
北京朗各庄 RDC（租赁）	50	0.8	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货	北京大区	0.6 万个存储位， 囤货 40 万件
河南郑州 RDC（租赁）	50	0.5	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货	河南大区	0.34 万个存储位， 囤货 20 万件
江苏南京 RDC—3PL	400	0.4	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货、服装	华东大区 19 家门店	0.20 万个存储位， 囤货 12 万件
上海 RDC—3PL	400	0.7	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货、服装	华东大区 11 家门店	0.20 万个存储位， 囤货 12 万件
河北石家庄 RDC（租赁）	50	0.6	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货	石家庄区	0.2 万个存储位， 囤货 10 万件
四川彭州 RDC	108	4	食品用品、服装、自用品、加工原料、 生鲜（加工）农产品	华西大区四川地区 门店	1.8 万个存储位， 囤货 100 万件
东北沈阳 RDC	20	0.63	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）	沈阳、哈尔滨、吉林	10 万件
广东东莞 3PL	20	0.65	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）	广东、深圳	10 万件
浙江杭州 3PL	20	0.6	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）	浙江省	10 万件

数据来源：公司公告，西南证券整理

供应链平台的铺设。从永辉供应链布局来看，大体上可以划分为两个阶段，在 2016 年之前，永辉主要围绕打造垂直供应链、加强海外直采体系建设，整合区域供应链等目的展开布局，而在 2016 年之后永辉搭建“平台型”供应链的迹象逐渐明朗，尤其是 2016 年重庆彩食鲜食品加工有限公司的成立。彩食鲜是协助永辉实现生鲜农产品标准化、精细化、品牌化的主要渠道，从而达到提升生鲜毛利率，把控供应链上游的目的。彩食鲜目前主要有三个业务板块，第一是向中高端餐饮企业、企事业单位及大专院校食堂、连锁酒店及便利店供应预包装生鲜食材，占据其主要营收比重；第二是服务于永辉超市各门店，例如 Bravo 精标店、超级物种部分门店中供应的半成品生鲜，即为“彩食鲜”自有品牌；第三则是借助其同名 APP“彩食鲜”，向永辉自有电商平台和其他生鲜电商平台供货。永辉旗下的彩食鲜是其供应链平台建设的试水，也是永辉转型为食品供应链公司的重要一环，2017 年彩食鲜主营收入 10 亿元，目前彩食鲜已在全国重庆、北京、福建、四川、安徽 5 个省建立永辉生鲜中央工厂，覆盖 438 家门店，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)。

3.3 加大资本化运作扩张零售版图

做强公司一般都有两种方式，专注修炼自我的封闭者，或者通过结盟扩大版图的开放者，永辉属于后者。近几年永辉为了“拓展市场、强化供应链”开始了一系列资本化运作，收购、合资、引入或参股了一系列国内外公司，但永辉超市的每一次参股或收购或者是为了弥补其某一块的短板，或者是期望寻找已有业务更大的发展空间，其资本化运作不是为了盲目拓展新业务，而是基于其原有业务，在市场和供应链领域深耕细作，在超市零售上扩张商业版图，从而成为商贸零售行业地位稳固的领军企业。

(1) 基于市场拓展的资本化运作

合作上蔬公司，另辟蹊径打入上海市场。2013 年 7 月，永辉超市入股 45%，与上海上蔬合资成立上蔬永辉生鲜超市自营业务。在上海地区既有联华等内资超市，又有大润发、家乐福等外资大卖场的超市成熟发展格局下，另辟蹊径，避免正面竞争，打入上海市场；

入股中百集团，进军湖北市场。2014 年 10 月，永辉超市累计持有中百集团 20% 股份。从而打开由于各种原因一直未能进入的湖北市场。武汉的地理位置优越，九省通衢，适合作为仓库中心，推进永辉的战略扩张。

参股红旗连锁，深耕西南市场。2018 年 1 月，永辉超市入股西南连锁超市龙头红旗连锁 21% 股权，在已有 42 家门店的四川地区和 106 家门店的重庆地区，继续扩张西南地区的版图。

(2) 基于强化供应链的资本化运作

接受上海糖酒和山东朗源入股，获取糖酒和果蔬上游供应。2012 年，接受上海糖酒和山东朗源 0.62% 的入股，获取糖酒和水果蔬菜等优质农产品的上游直接供应支持；

参股成立上蔬永辉，扩展生鲜版图。2013 年 7 月，与上海上蔬公司合资成立公司，经营生鲜超市，从而发挥上蔬公司配送物流与菜场网点处理的优势，大步扩展永辉的生鲜版图；

合资组建友谊使者商贸，获得更多采购话语权。2014 年，与贵州茅台、深圳市国茂源商贸有限公司共同组建北京友谊使者商贸有限公司，在采购中获得更多话语权；

接受牛奶国际入股，强化国际供应链竞争力。2015年3月，接受牛奶国际19.99%的入股。为永辉采购境外优质产品提供途径，从而强化国际供应链竞争力；

参股蜀海公司，延伸中央厨房业务。2015年6月，永辉超市投资蜀海公司1000万元，用于延伸其已有的中央厨房业务，支撑跟超市餐饮相配套的食品供应链；

接受京东入股，弥补线下物流与区域布局及线上发展短板。2015年8月，接受京东10%的入股。利用京东已覆盖全国2300多个县区和一半乡镇的自营物流体系，获得“最后一公里”的服务，实现跨区域拓展，弥补永辉超市布局不均、线上发展的短板；

合资希杰成立国际生鲜平台，打通全球生鲜采购渠道。2015年8月，永辉超市与韩国食品行业巨头希杰集团成立合资公司，打造全球生鲜采购直供平台。利用其覆盖全球将近50个主产国，涵盖24000种产品的采购网络，打通全球范围内水果、肉类和水产品的采购渠道；

收购美国达曼，发展中高端消费的全球购。2017年1月，永辉控股与贝恩资本共同收购全球最大零售商服务企业美国达曼公司，着重发展全球购，以适应消费升级需求，定位中高端消费。

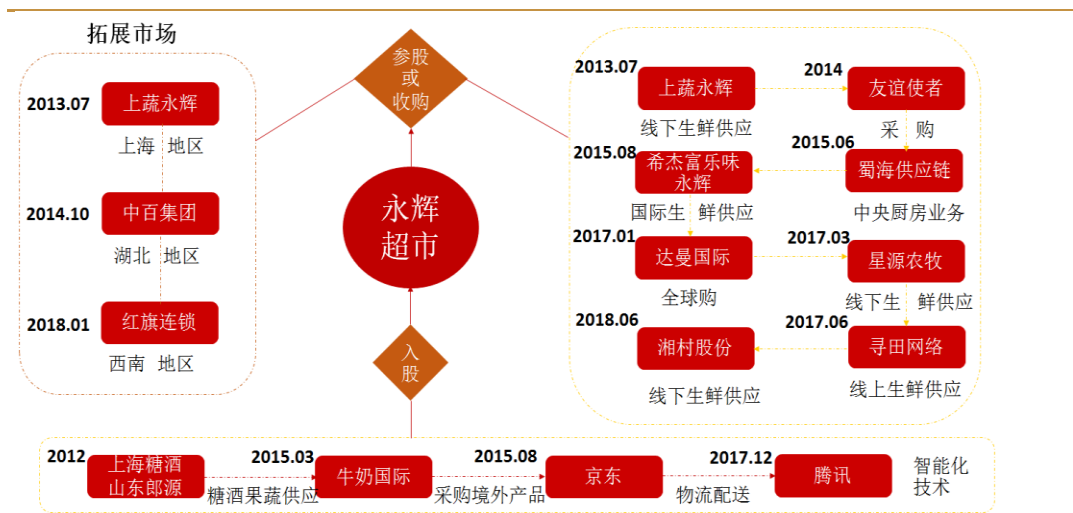
参股星源农牧，整合生鲜品类供应。2017年3月，永辉超市认购星源农牧20%的股份，从而整合公司的品类供应商，提升公司单品差异化竞争力、品类定制化能力和毛利空间；

投资寻田网络，再下一城线上原产地供应。2017年6月，永辉全资子公司永辉云创投资优质原产地生鲜食品电商平台寻田网络，在生鲜的原产地线上供应领域再下一城；

接受腾讯入股，获取技术支持。2017年12月，永辉超市接受腾讯5%的入股，从而获得腾讯强大的场景、大数据、AI技术支持，实现线下门店数据化和智能化；

认购湘村股份定增，发展具特色的生鲜供应链。2018年6月公司公告拟出资2.16亿元参与湘村股份定向增发，认购股份约占发行后总股本的9.93%，成为湘村股份第三大股东，湘村股份的主营业务为湘村黑猪的选育、养殖和销售，冷鲜肉、腊制品的生产及销售，通过投资锁定形成的产业协同将有利于发展具有永辉特色的生鲜供应链。

图 32：永辉资本化运作版图

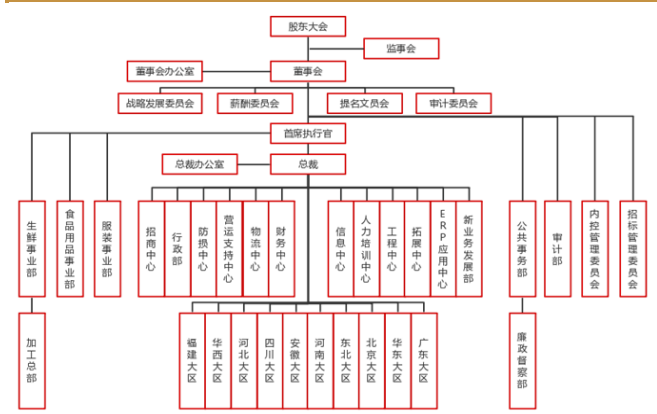


数据来源：西南证券

3.4 合伙人制度红利持续释放

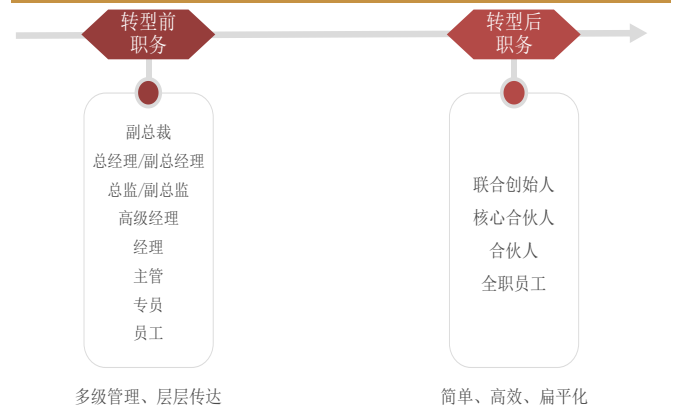
公司推进组织结构扁平化、平台化改革，进行权力的上移与下放：在 2016 年以前公司的业务一直都由“三大事业部”组成，即生鲜事业部、食品用品事业部及服装事业部，但 2016 年后瞬息万变的市场环境让原先稳固的“三大事业部”开始出现变化，公司重组原有总部各部门及事业部，组建面向资源整合和服务集成的服务支持系统，打破传统垂直型组织架构，去职能化、去管理层，以“大平台+小前端+富生态+共治理”为原型建立的新型组织形态，永辉取消三大事业部，取而代之的是更加机动灵活、专注各个品类、营采合一的“商行”，比如有果蔬商行、男装商行等。传统组织结构的弊端在于总战略落实不够顺畅，特别是推动企业转型，需要业务部门的“实权派骨干”来完成，而一旦总管理层和中部无法达成共识，转型便无法推进，永辉这次组织架构调整基本上消灭了中间管理层，实现了权力的上移与下放，转型后的组织架构使得“重职级”开始转变为“重业务”，做大业务成了员工最关心的事。总体来看，永辉在这两年大力改变原有多级管理、层层传达的职务级别，构建扁平化、平台化的组织架构。

图 33：永辉原来组织架构



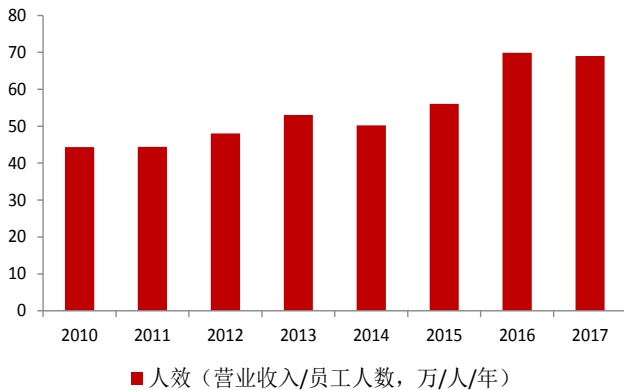
数据来源：西南证券

图 34：永辉构建扁平化、平台化组织架构

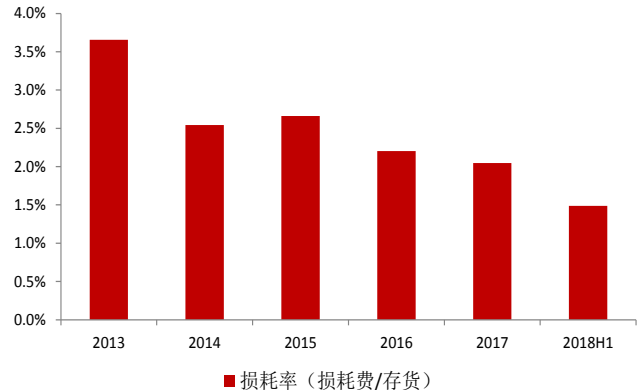


数据来源：西南证券

合伙人制度：永辉超市合伙人制 2013 年开始在福建大区试点，2014 年推广到全国，并在 2015 年初交出了不错的成绩单。永辉超市合伙人制度是内部激励制度创新，其核心是总部与经营单位（合伙人代表）根据历史数据和销售预测制定一个业绩标准，如果实际经营业绩超过了设立的标准，增量部分的利润按照比例在总部和合伙人之间进行分配；合伙人制度实行“复盘+赛马”机制，复盘机制是按月度组织合伙人复盘，制定不同序列的赛马方案，而赛马机制是将员工拆分为几个人一组，选一人为组长，并进行赛马制，这样依次到柜组、部门、门店、区域，再到大区平台。合伙人制度使得员工的收入与品类、部门、科目、柜台等的收入挂钩，从而激发员工工作热情和创新举动、降低生鲜损耗率（行业损耗率约为 20-30%，而永辉超市仅为 3-4%）、淘汰落后员工、精简人员。

图 35: 永辉超市人效


数据来源: wind, 西南证券整理

图 36: 永辉商品损耗率


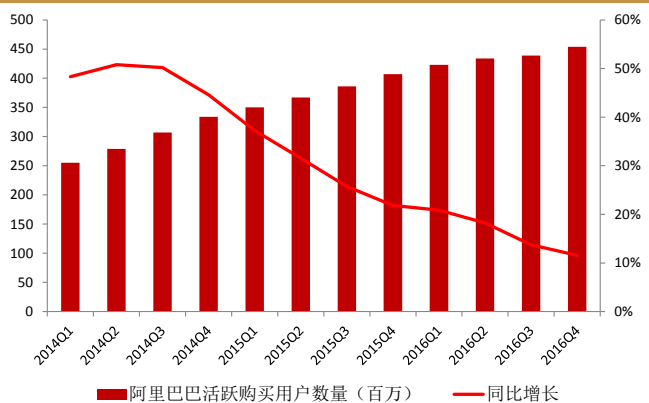
数据来源: wind, 西南证券整理

实施股权激励进一步调动员工积极性: 就一线员工而言, 2010 年的招股说明书显示, 永辉有一个 700 多人的买手团队, 负责产品的采购, 经过多年积累, 买手团队的采购已经形成技术壁垒, 掌握着各地生鲜产品的价格、质量和生长周期等信息, 目前永辉的采购人员达到 1421 人, 其中 1000 名左右都是生鲜产品的买手, 生鲜产品的好坏可以说是企业的灵魂, 因此对于公司的专业买手团队, 永辉不仅仅采用合伙人制度, 而且向买手们发放股权激励; 对于骨干员工, 2017 年底永辉超市推出限制性股票激励计划, 拟向 339 名激励对象授予不超过 1.67 亿股限制性股票, 占公司目前总股本比例约为 1.74%, 股票来源为公司从二级市场回购, 授予激励对象的价格为 4.58 元每股, 解禁时间为自授予登记完成日起的第 12 个月、24 个月和 36 个月, 解锁比例分别为 40%、30%和 30%, 业绩考核要求 2018-2020 年每年归属净利润 (剔除云创、云商业务和本次激励费用) 增速不低于 20%或营业收入增速不低于 25%。

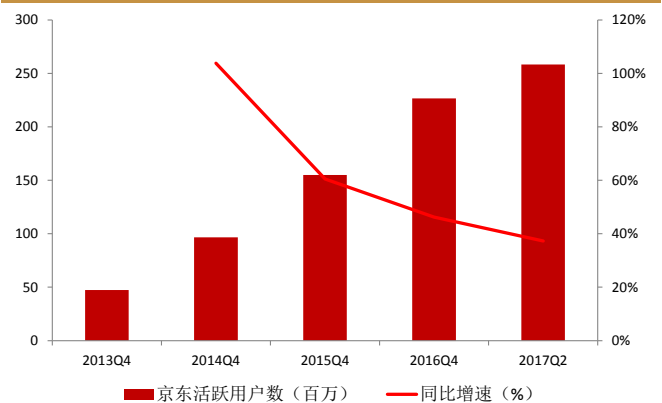
4 新零售崛起, 永辉成为先锋

4.1 “生鲜超市”成为当前“新零售”布局重点

无论线上还是线下的零售市场, 单一销售模式的弊端都已显现出来。前几年在电商的巨大冲击下, 我国实体零售的发展受到严重挤压, 传统实体零售由于租金成本、人工成本、物流成本明显高于网上零售, 且面临同质化竞争、商业网点发展不均衡、结构性过剩等问题, 在电商的挤压下, 市场份额显著下降, 尤其 2015、2016 年, “关店潮”一波胜似一波, 席卷了整个连锁零售业。如今纯电商企业的生存也开始面临“拦路虎”, 根据 Analysys 易观预测数据显示, 2016 年中国网上零售市场规模达到 5 万亿元人民币, 较 2015 年增长 29.6%, 而 2014 年、2015 年的规模增速分别为 45.0%、33.9%, 可见中国网上零售市场规模增速已经连续三年下滑, 当前传统电商由于产品日趋同质化、推广成本的加大、体验感较差等陷入发展瓶颈, 2016 年底阿里巴巴活跃购买用户数量增速只有不到 12%, 而京东由于体量相对较小, 其活跃用户数还保持了 46%的高增速, 但与前几年 100%以上的增速相比也呈现下滑态势。可见无论线上还是线下的零售市场, 单一销售模式的弊端都已显现出来。

图 37: 阿里巴巴活跃购买用户状况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 38: 京东活跃用户数


数据来源: 京东季报, 西南证券整理

传统零售的持续缩水以及当前电商红利的殆尽使得新零售应运而生。根据马斯洛的消费需求理论，我们把消费者的消费需求分为三个层级：第一层级是实现生理需要和安全需要的“温饱”阶段、第二层级是实现社会需要和尊重需要的“小康”阶段、而第三层级则是自我超越需求。随着人均收入的不断上升，这三个层次的需求会得到不同程度的满足，由此带来消费的升级，而消费升级不仅仅意味着消费量的增加和消费结构的升级，更意味着消费方式的变迁，即人需求的变化催生的消费与体验方式的变化。传统的服务方式与供应渠道不能够高效地满足消费者的日益增长的需求，新零售则是用数据分析消费者的行为来变革传统的供应渠道、用智能的服务方式来提升用户体验，最终无限逼近消费者的内心需求，因此新零售以用户为起点、同样以用户为重点，紧紧围绕用户。

“生鲜超市”成为当前“新零售”布局重点。在新零售时代，巨头们都不约而同选择涉足生鲜领域和高超领域，比如阿里系盒马鲜生、永辉的超级物种、京东的 fresh+7，通过对生鲜领域新零售改造，实现线上线下融合可以有效解决生鲜电商的困境，而且可以达到意想不到的体验升级。总体来看生鲜市场进行新零售改造有着天时、地利、人和的条件：(1) 消费升级，催使用户体验的不断升级，而技术的进步使得用户体验升级可以实现；(2) 生鲜行业是万亿元规模市场，巨大的规模市场使得其未来前景可观；(3) 生鲜产品具有刚需，而且属于高频次消费品，消费者对于生鲜产品的认知需要通过体验来完成，生鲜超市和电商优势特点的结合，便可解决消费场景及相关配送环节；(4) 与 3C 专卖店以及其他服装专卖店等相比，生鲜商超的线下改造空间巨大（提供消费者新鲜食材，还提供当场烹饪的服务，营造独特舒适的氛围）、且改造相对容易。

4.2 新零售样本超级物种再上规模

2017 年 1 月 1 日，永辉超市旗下子公司永辉云创推出新零售概念店“超级物种”，采用“高端超市+生鲜餐饮+O2O”混合业态。“超级物种”顾名思义，也有商业业态“自我迭代”的概念，被视作新零售的样本之一，超级物种成为永辉继“红标店”“绿标店”“精标店”和“会员店”几次店面升级后，探索的又一种全新业态。截止 2018 年上半年，超级物种在福州、厦门、深圳、南京、北京等城市一共开业 46 家门店，其中福建 14 家、广东 9 家、北京 4 家、上海 4 家、江苏 5 家、浙江 4 家、四川 4 家、重庆 2 家。超级物种的新零售模式呈现以下几个特点：

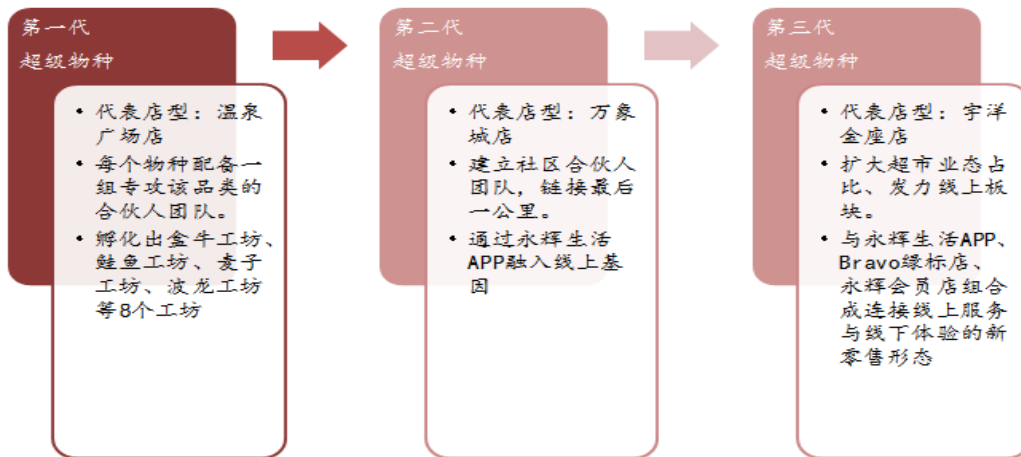
(1) “合伙人+赛马制”：超级物种汇集了波龙工坊、鲑鱼工坊、盒牛工坊、麦子工坊、生活果坊、花坊等模块，囊括了海鲜、牛排、烘焙、沙拉、果汁甚至鲜花等品类，每个模块当作一个物种，每个物种均为合伙人，一个物种 6 个人，自主竞争形成一个领头人，末尾的人则遭遇淘汰，在此基础上形成 6 组之后再组合为群，依然实行末尾淘汰制，因此各个物种间既相互独立又具备可供后期组合的相同基因，不仅激发了内部创新的热情，同时也增加了淘汰机制。

(2) 强大的供应链和资金支撑：超级物种的供应链可以完全依托于永辉超市，因此价格相对便宜，永辉旗下的有 1000 多位生鲜产品的买手，生鲜直采占比超 60%，超级物种产生的现金流可以由公司先行垫付，具有可靠的资金支撑。

(3) 智能技术支持：超级物种均采用电子价签，除了显示品名、价格之外还有商品专属的二维码，智能终端通过识别芯片和条码，就能实现线上线下高效流转。自助买单成为其力推的结算方式，支付方式以微信小程序扫码购、永辉生活 APP 等线上支付为主，或在无人自助收银机上进行扫码支付，可见永辉超级物种的模式与腾讯生态系的微信小程序紧密关联，通过人货场的数字化实现智慧零售打通，与此同时消费者可在永辉生活 APP 直接购买或在线订餐。

(4) 三阶段发展：2017 年前归为第一阶段，以线下体验为主，进行初期物种孵化与培育；2017 年 3 月开始为第二阶段，即链接永辉生活 APP，融入线上基因；随着线上部分逐渐成熟，超级物种进入第三阶段（以 2017 年 6 月永辉宇洋店的开张为代表），即与 bravo 绿标店、永辉生活以及永辉生活 APP 共同组合成连接线下体验与线上服务的互联网新零售形态。

图 39：超级物种的三阶段发展定位



数据来源：西南证券

而与永辉超级物种有着相同基因的便是阿里旗下的盒马鲜生，在阿里巴巴的宣传中，盒马鲜生被认为是新零售的排头兵。盒马鲜生凭借着良好的消费者口碑和创新的经营模式，在开业一年半以来急速扩张，截止目前盒马已在全国开出 64 家门店，目前已经规模化盈利，成熟店单店坪效超过 5 万元，如盒马上海金桥店 2016 年全年营业额约 2.5 亿元，坪效（编注：每坪的面积可以产出的营业额）约 5.6 万元，是传统超市的 3-5 倍，线上销售占比超 60%，远高于传统电商。盒马鲜生的新零售模式呈现以下特征：

对此本文将这两个新零售样本进行了对比：

超级物种与盒马鲜生共同点：在门店的消费功能之外，增加了餐饮、物流、体验等功能，其中的餐饮提供体验，带来流量、增加用户粘性，因此超级物种和盒马鲜生都是“超市功能+餐饮功能+物流功能+企业与粉丝互动”运营功能的汇总，颠覆简单的买卖零售模式。

而超级物种与盒马鲜生的不同点则体现在以下几个方面：

(1) 供应链：超级物种的供应链更强。超级物种的供应链可以完全依托于永辉超市，能够最大程度缩短生鲜供应周期，降低附加成本，因此超级物种的价格也相对便宜，

(2) 单店盈利能力：超级物种坪效高于盒马鲜生。超级物种（温泉店）的日坪效约 400 元/平方米，盒马鲜生（金桥店）的日坪效 120 元/平方米，这主要在于超级物种的业态布局更为紧凑，在永辉的商品体系中挑选出能够植入超级物种的品类，在有限的空间里创造更多的价值。而盒马鲜生在商品上的策略是“高端商品多，常规商品全”，因此在一定程度上也会影响线下门店的坪效。

(3) SKU：超级物种的 SKU 品类少于盒马鲜生。超级物种品类规划定编 SKU 约 850 左右，而盒马鲜生品类规划定编 SKU 约 4800 左右，其中盒马鲜生以海鲜类生鲜为主，其海鲜类品类多于超级物种。

(4) 线上占比：超级物种的线上占比低于盒马鲜生：超级物种线上订单占比在 27% 左右，盒马鲜生平均在 65% 左右，可见盒马店铺既是传统的门店，又是线上配送的前置仓。盒马鲜生的店内，有三分之一的空间都是打包和配送的黑科技体系，而超级物种相比较就弱一些。

表 8：盒马鲜生与超级物种部分信息对比

	盒马鲜生	超级物种
经营模式	对线下超市完全进行了重构，生鲜、餐饮、外卖、超市等经营模式分别占据着盒马鲜生的不同比重	主打“生鲜+餐饮”，并以其他零售业务作为辅助
价格与受众人群	价格稍贵，更适合于有一定经济实力的家庭和人群消费	较为平价，受众人群较为广泛
支付方式	需要下载 APP 只能利用支付宝支付	多种支付方式（包括永辉生活 APP 扫码支付、永辉生活微信小程序、微信和支付宝支付）
线上平台	3 公里内最快 30 分钟送达的服务，但拥有全链路数字化外卖供应链，效率更高更完备	3 公里内最快 30 分钟送达的服务
SKU（部分门店）	4810(包含生鲜 1281、食品 3152、日用百货 377)	850(包含生鲜 255、食品 430、非食 165)
综合毛利率	18%-23%	20%-25%
坪效（日）	120 元/平方米（盒马鲜生金桥店）	400 元/平方米（超级物种温泉店）
线上订单占比	超 65%	27%

数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

零售的本质永远关乎顾客和商品，竞争的本质永远关乎效率和成本。“超级物种”代表了传统超市的革新，虽然目前永辉超级物种或是盒马鲜生这种新业态并不盈利，2017 年永辉云创净利润亏损 2.67 亿元，但是通过营造一种独特的购物场景，给消费者带来独特的消费体验能够增加消费粘性、快速的占领消费者的心智，公司计划 2018 年开店超级物种 100 家、永辉生活店 1000 家。

4.3 进军便利店业态——永辉生活店

当前便利店成为零售业态中的热点已是不争的事实，便利店占据着庞大的社区入口流量、能够确保劳效和坪效最大化，而且会成为线上线下的流量入口和服务中心，这是大型商超所难以触碰的。在占据大型商圈入口的同时，永辉也在不断进军社区和线上流量入口——永辉生活店。永辉生活的门店基本在 100 多平米，定位为生鲜加强型便利店，智慧科技打造的新零售模式，更贴近生活与社区。2017 年，永辉生活开店 173 家，布局达 10 城 200 店，其中第四季度开店 100 家，积累了门店快速复制布局的能力。

2018 年上半年公司刻意放缓永辉生活开店节奏，永辉生活一方面利用门店、永辉生活 APP 积累不同购物场景中产生的消费数据，从而提取出选品共性；同时按照不同城市、不同商圈、不同店型进行差异化调整，借此总结出商品模型、运营模型以及供应链模型。随着模型的不断调整，预计未来永辉生活店的展点速度将提升，截止 2018 年中旬永辉生活店数量达到 285 家，预计 2018 年底可以达到 600 家。目前永辉生活店还处于亏损状态，但随着店面布局的完善、物流配送成本的降低，作为新业态的永辉生活店可以为公司带来新的活力和生机。

表 9：永辉生活店与苏宁小店对比

	永辉生活店	苏宁小店
数量 (2018 年中报)	285	732
单点面积(平米)	148	140
生鲜占比	60%	60%
线上占比	25%	40%以上
供应链	供应链来自于永辉总体采购体系和云创采购体系	快消品与苏宁易购和苏宁超市采购体系共用，生鲜产品主要来源于易果生鲜，生鲜销售占比 60%

数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

根据以上分析，我们对公司未来三年盈利预测关键假设如下：

(1) 各区域开店面积预测：①华西大区、福建大区、北京大区是公司较早布局且发展相对成熟的区域，占公司整体收入比重位列前三，因此规模效应凸显，预计未来开店面积将保持稳定增长，各地区未来三年开店面积复合增速分别为 21%、10%、12%。②华东地区布局相对较晚，但华东区域市场空间巨大，将是未来公司高速和大力扩展的区域，因此开店面积增速呈上升趋势，预计 2018-2020 年开店面积增速分别为 90%、50%、40%。③安徽大区与河南大区属于次新区，但目前未形成强有力的规模效应，因此扩张步伐不宜太快，安徽未来三年开店面积增速 35%、30%、25%，河南为 25%、23%、21%。④东北地区目前开店面积最少，大部分处于亏损状态，因此扩张速度会放缓。

(2) 各区域毛利率预测：①成熟区域毛利率保持稳定，如华西大区、福建大区和北京大区，预计未来三年毛利率基本与当前持平。②华东区域正在走向规模扩张，因此毛利率不断上升逼近成熟区域，东北区域基数较低，毛利率提升空间较大。③其他次新区域仍处在拓展阶段，前期成本控费较弱。

(3) 公司费用预测: 公司整体规模不断扩大, 为拓展更多市场份额, 需要一定的费用支持, 但总体变化幅度不大, 预计 2018-2020 年销售费用率分别为 15.5%、15.7%、16.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年各区域收入成本如下表:

表 10: 各区域收入成本拆分

单位: 万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
华西 (重庆、贵州、四川、陕西+湖北、云南)						
收入	1,429,330.1	1,705,577.9	1,970,693.0	2,279,899.9	2,637,622.2	3,051,472.0
收入增长率	13.5%	19.3%	15.5%	15.7%	15.7%	15.7%
店面数	133	163	226			
面积(平米)	1,125,808	1,378,699	1,671,651	2,022,697.92	2,447,464.48	2,961,432.02
面积增速	21%	22%	21%	21.0%	21.0%	21.0%
单店面积	8,465	8,458	7,397	8,107	8,107	8,107
坪效(元/平米/年)	12,696	12,371	11,789	11,271.58	10,776.96	10,304.04
成本	1,181,936.0	1,408,308.2	1,638,081.4	1,869,517.9	2,162,850.2	2,502,207.1
毛利率(%)	17.3%	17.4%	16.9%	18.0%	18.0%	18.0%
福建 (福建、广东、江西)						
收入	1,096,199.2	1,193,080.9	1,307,818.8	1,438,600.7	1,582,460.8	1,740,706.8
收入增长率	1.0%	8.8%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
店面数	121	130	214			
面积(平米)	967,555	1,044,651	1,170,641	1,287,705	1,416,475	1,558,123
面积增速	16.24%	7.97%	12.06%	10.0%	10.0%	10.0%
单店面积	7,996	8,036	5,470			
坪效(元/平米/年)	11,330	11,421	11,172	11,172	11,172	11,172
成本	904,279.5	985,141.2	1,080,045.3	1,165,266.6	1,281,793.2	1,409,972.5
毛利率(%)	17.5%	17.4%	17.4%	19.0%	19.0%	19.0%
北京 (北京、天津、河北、山西、云南-云南)						
收入	647,252.3	758,235.7	862,803.1	1,012,218.7	1,190,369.2	1,399,874.2
收入增长率	27.6%	17.1%	13.8%	17.3%	17.6%	17.6%
店面数	47	57	84			
面积(平米)	589,412	659,036	724,302	809,270	906,382	1,015,148
面积增速	13%	12%	10%	11.7%	12.0%	12.0%
单店面积	12,541	11,562	8,623			
坪效(元/平米/年)	10,981	11,505	11,912	12,508	13,133	13,790
成本	548,357.6	642,043.6	727,716.3	846,214.9	995,148.7	1,170,294.8
毛利率(%)	15.3%	15.3%	15.7%	16.4%	16.4%	16.4%
华东 (浙江、上海、江苏)						
收入	368,676.4	456,337.2	686,314.9	1,199,678.4	1,709,541.7	2,321,557.6
收入增长率	41.0%	23.8%	50.4%	74.8%	42.5%	35.8%
店面数	37	74	195			

单位: 万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
面积(平米)	407,819	510,046	814,095	1,546,780	2,320,171	3,248,239
面积增速	24.1%	25.1%	59.6%	90.0%	50.0%	40.0%
单店面积	11,022	6,893	4,175			
坪效(元/平米/年)	9,040	8,947	8,430	7,756	7,368	7,147
成本	316,004.8	386,758.3	579,481.5	1,007,796.7	1,428,588.8	1,940,023.6
毛利率(%)	14.3%	15.2%	15.6%	16.0%	16.4%	16.4%
苏皖(安徽)						
收入	245,264.9	293,917.1	362,559.9	469,877.7	592,515.7	725,831.8
收入增长率	20.6%	19.8%	23.4%	29.6%	26.1%	22.5%
店面数	24	32	44			
面积(平米)	269,620	343,160	442,254	597,043	776,156	970,195
面积增速	27.0%	27.3%	28.9%	35.0%	30.0%	25.0%
单店面积	11,234	10,724	10,051			
坪效(元/平米/年)	9,097	8,565	8,198	7,870	7,634	7,481
成本	205,718.2	246,488.5	305,434.0	394,670.5	497,679.5	609,657.4
毛利率(%)	16.1%	16.1%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
河南						
收入	124,712.0	161,207.3	193,225.3	241,569.3	297,189.7	359,671.4
收入增长率	19.4%	29.3%	19.9%	25.0%	23.0%	21.0%
店面数	15	20	27			
面积(平米)	173,393	207,920	254,797	318,496	391,750	474,017
面积增速	20.5%	19.9%	22.5%	25.0%	23.0%	21.0%
单店面积	11,560	10,396	9,437			
坪效(元/平米/年)	7,192	7,753	7,584	7,585	7,586	7,588
成本	105,919.4	137,582.2	165,794.3	207,753.7	256,168.7	310,718.9
毛利率(%)	15.1%	14.7%	14.2%	14.0%	13.8%	13.6%
东北(辽宁、吉林、黑龙江)						
收入	108,513.7	102,867.3	104,980.9	118,103.5	134,638.0	140,696.7
收入增长率	17.9%	-5.2%	2.1%	12.5%	14.0%	4.5%
店面数	11	11	16			
面积(平米)	128,683	133,169	174,793	218,491.08	262,189.29	288,408.22
面积增速	8.9%	3.5%	31.3%	25.0%	20.0%	10.0%
单店面积	11,698	12,106	10,925			
坪效(元/平米/年)	8,433	7,725	6,006	5,405	5,135	4,878
成本	95,909.9	90,643.6	91,590.1	102,610.7	116,474.3	121,176.1
毛利率(%)	11.6%	11.9%	12.8%	13.1%	13.5%	13.9%
其他(服务业)						
收入	194534.32	251941.28	370738.47	490924.792	650073.2212	860814.5276
收入增长率	21.8%	29.5%	47.2%	32.4%	32.4%	32.4%

单位: 万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成本	20418.32	32227.2	50136.52	54725.75112	72466.79307	95959.14153
毛利率(%)	89.5%	87.2%	86.5%	88.9%	88.9%	88.9%
总合计						
收入	4214483.0	4923164.6	5859134.3	7250873.0	8794410.5	10600625.1
收入增长率	14.8%	16.8%	19.0%	23.8%	21.3%	20.5%
成本	3378543.8	3929192.7	4638279.5	5648556.8	6811170.2	8160009.6
毛利率(%)	19.8%	20.2%	20.8%	22.1%	22.6%	23.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 16.7 亿元、23.8 亿元、31.8 亿元, EPS 为 0.17、0.25、0.33 元, 对应 PE 分别为 43 倍、30 倍、23 倍。考虑到公司为生鲜超市龙头, 经过多年布局已经建立了非常高的供应链壁垒, 具备较高程度的规模效应和协同效应, 与此同时公司还是新零售的先锋, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 11: 可比上市公司盈利预测相对估值

代码股票	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			企业价值/收入 (倍)
			TTM	18E	19E	
603708.SH	家家悦	99.68	27.57	25.98	21.66	0.85
601933.SH	永辉超市	715.87	42.23	41.26	29.93	1.12
002251.SZ	步步高	64.88	42.18	31.59	25.38	0.55
002697.SZ	红旗连锁	63.10	28.52	27.06	22.04	0.93
601116.SH	三江购物	59.15	59.41	50.73	46.61	1.52
600361.SH	华联综超	21.17	41.38	30.26	30.26	0.28

数据来源: 参考公司 PE 均来自 Wind 一致预测, 西南证券整理

6 风险提示

- 1) 大量超市涉足生鲜领域, 行业竞争加剧的风险;
- 2) 公司开店速度不达预期的风险;
- 3) 新开门店培育期拉长, 业绩受到影响的的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	58591.34	72508.73	87944.10	106006.25	净利润	1684.67	1451.39	2073.23	2763.06
营业成本	46382.80	56485.57	68111.70	81600.10	折旧与摊销	1075.56	657.58	676.10	682.85
营业税金及附加	209.42	259.17	314.34	378.90	财务费用	-82.77	161.99	234.62	298.19
销售费用	8451.61	11238.85	13807.22	16961.00	资产减值损失	22.66	20.59	21.63	21.11
管理费用	1781.08	2900.35	3253.93	3710.22	经营营运资本变动	-1085.14	24.18	-790.25	-1299.17
财务费用	-82.77	161.99	234.62	298.19	其他	1026.04	-226.38	-225.87	-218.18
资产减值损失	22.66	20.59	21.63	21.11	经营活动现金流净额	2641.03	2089.36	1989.46	2247.85
投资收益	145.09	244.66	244.66	244.66	资本支出	-745.52	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	-80.55	-35.25	-43.23	-46.79	其他	-5036.55	209.41	201.43	197.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5782.07	9.41	1.43	97.87
营业利润	1940.64	1651.62	2402.09	3234.61	短期借款	0.00	1978.42	788.73	1070.00
其他非经营损益	92.51	100.00	100.00	100.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2033.16	1751.62	2502.09	3334.61	股权融资	127.59	0.00	0.00	0.00
所得税	348.48	300.23	428.86	571.55	支付股利	-1148.46	-1271.76	-1001.46	-1311.32
净利润	1684.67	1451.39	2073.23	2763.06	其他	389.59	-162.36	-234.62	-298.19
少数股东损益	-132.12	-217.71	-310.99	-414.46	筹资活动现金流净额	-631.28	544.31	-447.35	-539.51
归属母公司股东净利润	1816.79	1669.10	2384.22	3177.52	现金流量净额	-3775.65	2643.08	1543.54	1806.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4607.79	7250.87	8794.41	10600.63	成长能力				
应收和预付款项	3696.32	4594.01	5808.82	6841.48	销售收入增长率	19.01%	23.75%	21.29%	20.54%
存货	5582.12	5926.17	7862.42	9201.22	营业利润增长率	29.58%	-14.89%	45.44%	34.66%
其他流动资产	6450.30	6875.60	8208.95	9403.14	净利润增长率	38.80%	-13.85%	42.84%	33.27%
长期股权投资	3659.06	3659.06	3659.06	3659.06	EBITDA 增长率	24.08%	-15.76%	34.06%	27.25%
投资性房地产	356.67	356.67	356.67	356.67	获利能力				
固定资产和在建工程	4099.09	4016.34	3915.08	3707.07	毛利率	20.84%	22.10%	22.55%	23.02%
无形资产和开发支出	641.77	558.42	475.06	391.71	三费率	17.32%	19.72%	19.67%	19.78%
其他非流动资产	3777.34	3485.85	3194.37	2902.88	净利率	2.88%	2.00%	2.36%	2.61%
资产总计	32870.47	36723.00	42274.85	47063.86	ROE	8.25%	7.05%	9.57%	11.96%
短期借款	0.00	1978.42	2767.15	3837.15	ROA	5.13%	3.95%	4.90%	5.87%
应付和预收款项	10267.13	11738.47	14873.98	16617.71	ROIC	11.35%	9.69%	12.71%	14.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.01%	3.41%	3.77%	3.98%
其他负债	2195.28	2418.80	2974.63	3498.17	营运能力				
负债合计	12462.42	16135.69	20615.76	23953.03	总资产周转率	1.88	2.08	2.23	2.37
股本	9570.46	9570.46	9570.46	9570.46	固定资产周转率	17.27	18.85	22.18	27.82
资本公积	6638.99	6638.99	6638.99	6638.99	应收账款周转率	79.88	74.03	73.72	71.24
留存收益	3784.95	4182.30	5565.06	7431.26	存货周转率	8.46	9.81	9.87	9.56
归属母公司股东权益	19994.77	20391.75	21774.51	23640.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.40%	—	—	—
少数股东权益	413.27	195.56	-115.42	-529.88	资本结构				
股东权益合计	20408.05	20587.31	21659.09	23110.83	资产负债率	37.91%	43.94%	48.77%	50.89%
负债和股东权益合计	32870.47	36723.00	42274.85	47063.86	带息债务/总负债	0.00%	12.26%	13.42%	16.02%
					流动比率	1.65	1.54	1.50	1.51
					速动比率	1.20	1.17	1.11	1.13
					股利支付率	63.21%	76.19%	42.00%	41.27%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.17	0.25	0.33
					每股净资产	2.09	2.13	2.28	2.47
					每股经营现金	0.28	0.22	0.21	0.23
					每股股利	0.12	0.13	0.10	0.14
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2933.44	2471.20	3312.81	4215.65					
PE	39.40	42.89	30.03	22.53					
PB	3.58	3.51	3.29	3.03					
PS	1.22	0.99	0.81	0.68					
EV/EBITDA	21.54	25.30	18.64	14.47					
股息率	1.60%	1.78%	1.40%	1.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn