



核心观点

❖ 超市行业分化将进一步加大，新零售线上线下加速融合

我国超市具有大行业、小公司特征，同时超市行业集中度提升明显，超市行业分化加剧。此外，随着人均可支配收入提高、电商近年发展增速放缓，以阿里巴巴、京东为首的电商相继布局新零售。腾讯与永辉超市、万达、步步高、利群等线下零售企业相继实现合作，而阿里巴巴与高鑫零售、新华都、居然之家等线下零售企业达成合作，新零售线上线下加速融合。

❖ 生鲜市场发展空间广阔，电商相继布局线下市场

电商布局线下生鲜市场主因：1) 生鲜属于刚性消费，购买频率高，据尼尔森数据显示，我国消费者平均每周购买生鲜食品3次，高于全球平均值0.5次；2) 生鲜行业规模巨大，2011-2017年生鲜市场交易额从11687亿元上升至17897亿元，复合年均增长率为6.3%；3) 电商拥有成熟的运输网络，且拥有一定的上游议价能力，电商进入生鲜市场壁垒较低；4) 随着消费升级，消费者对消费体验的要求也越来越高，线上线下融合利于提升消费者购物体验，同时可将线下客户通过APP引流至线上以形成协同联动效应。

❖ 供应链为生鲜企业核心优势

供应链为生鲜企业核心竞争力。目前生鲜供应链面临以下痛点：1) 农业集中度低，不利于规模采购；2) 冷链运输尚不发达导致生鲜损耗率较高；3) 标准化采购体系难以满足旺盛的消费需求。消费端倒逼供应链提效，供应链实力较强的龙头企业有望抓住这一契机实现迅速成长，通过短期内难以复制的比较优势进一步巩固行业地位。

❖ 供应链优势助力行业龙头巩固地位

我们认为供应链优势将助力龙头实现迅速成长。以永辉超市为例，永辉超市依托强大的自营生鲜供应链闭环及难以替代的竞争优势来巩固市场地位。此外，对标美国2B生鲜龙头Sysco，我国生鲜超市物流体系、渠道、产品标准化程度及自有品牌方面均有较大提升空间。

相关标的：永辉超市、家家悦、红旗连锁。

风险提示：消费增速放缓导致生鲜超市线下展店速度放缓；CPI大幅下降风险；天气因素导致生鲜产量下降风险；新业态导入期亏损较大风险。

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 深度报告
所属行业 | 商贸零售
报告时间 | 2019/02/13
所属部门 | 股票研究部

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaolian@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000
成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、超市行业估值处于历史低位	5
二、超市行业分化将进一步加大	6
三、新零售线上线下加速融合	8
四、生鲜市场空间广阔，电商相继布局	9
4.1 生鲜市场发展空间广阔，超市渠道占比有望提升	9
4.2 电商相继布局线下市场	11
五、供应链痛点助力龙头脱颖而出	12
六、供应链优势助力行业龙头巩固地位	16
6.1 供应链助力企业巩固地位—以永辉超市为例	16
6.2 对标 Sysco：加强冷链运输环节利于进一步降低损耗	20
七、相关标的	25
7.1 永辉超市：战略升级，聚焦云超	25
7.2 家家悦：胶东生鲜超市龙头	27
八、投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图 1:	2018 年前三季度超市行业营业收入同比增长 11.3%.....	5
图 2:	2018 年 Q3 超市行业营业收入增速伴随着 CPI 回升而增长.....	5
图 3:	2018 年初至今超市行业指数下降 23.3%.....	5
图 4:	超市行业涨跌幅位居中上游.....	5
图 5:	超市行业估值处于历史低位.....	6
图 6:	超市行业 PE (TTM) 处于上游.....	6
图 7:	大型超市在店均面积提升的同时坪效降低.....	6
图 8:	永辉超市坪效提升优于红旗连锁及家家悦.....	6
图 9:	龙头超市开店数量高于平均.....	7
图 10:	超市行业集中度不断提升.....	7
图 11:	2017 年生鲜市场交易额为 17897 亿元.....	10
图 12:	2017 年生鲜电商市场交易额为 1418 亿元.....	10
图 13:	超市渠道比例逐渐上升.....	10
图 14:	生鲜产品销售中超市渠道占比为 22%.....	10
图 15:	我国生鲜超市交易额增速持续提升.....	11
图 16:	相较于美国、德国、日本,我国生鲜超市渠道销售占比低.....	11
图 17:	我国外卖行业增速连年下滑.....	11
图 18:	自己煮/堂食仍为主要餐饮方式.....	11
图 19:	京东和阿里巴巴每新增一名新用户所投入的广告及营销费用逐渐升高.....	12
图 20:	线上一名活跃用户贡献的毛利率.....	12
图 21:	线上电商活跃用户同比增速放缓.....	12
图 22:	以超市为中心的现代供应链一览.....	13
图 23:	相较超市为主的现代生鲜供应链模式,传统生鲜供应链模式加价较多.....	13
图 24:	我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率低于发达国家.....	15
图 25:	我国冷藏保温车数量不及美国及日本.....	15
图 26:	我国冷库保有量不及印度及美国.....	15
图 27:	我国生鲜损耗率较发达国家高.....	15
图 28:	截至 2018 年 6 月末,永辉超市门店数量最多.....	20
图 29:	SYSCO 占据美国食品供应市场份额的 16%.....	21
图 30:	SYSCO 2018 年营业收入同比增长 6.1%.....	21
图 31:	SYSCO 2018 年归属母公司股东的净利润同比增长 25.2%.....	21
图 32:	SYSCO 盈利能力较稳定.....	21
图 33:	SYSCO 股价走势一览.....	22
图 34:	SYSCO 高杠杆提振 ROE.....	22
图 35:	重资产扩张方式叠加外延收购使得 SYSCO 资产负债率较高.....	22
图 36:	永辉超市存货周转率在国内较优秀.....	22
图 37:	美国生鲜超市存货周转率较我国生鲜超市快.....	23
图 38:	美国生鲜超市总资产周转率较我国生鲜超市快.....	23
图 39:	我国生鲜超市净利率较美国生鲜超市高.....	23
图 40:	我国生鲜超市毛利率较美国生鲜超市高.....	23
图 41:	US FOODS 及永辉超市归属母公司股东的净利润增速较高.....	23
图 42:	SYSCO ROE 远超其他生鲜超市.....	23

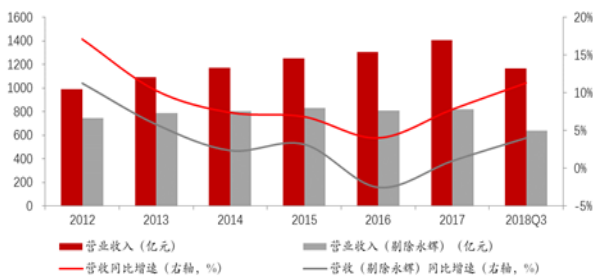
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	SYSCO 自动化集装现场.....	24
图 44:	SYSCO 配送物流车	24
图 45:	SYSCO 自有分发中心面积为 346.7 万平方米 (占比为 78%)	24
图 46:	SYSCO 自有物流车辆数为 12320 辆 (占比为 88%)	24
图 47:	生鲜类产品销售占比最高.....	25
图 48:	永辉超市 2018 年前三季度营业收入同比增加 21.7%.....	26
图 49:	永辉超市 2018 年前三季度归属母公司股东的净利润同比下滑 26.9%.....	26
图 50:	永辉超市 2018 年前三季度毛利率为 21.8%.....	26
图 51:	永辉超市 2018 年前三季度销售期间费用率小幅上升	26
图 52:	永辉超市 2018 年前三季度 ROE 为 5.3%.....	27
图 53:	永辉超市 2017 年经营活动产生之现金流量净额为 26.4 亿元	27
图 54:	永辉超市业务组成一览.....	27
图 55:	家家悦 2018 年前三季度营业收入同比增加 14%.....	28
图 56:	家家悦 2018 年前三季度归属母公司股东的净利润同比增长 34%.....	28
图 57:	家家悦 2018 年前三季度毛利率为 21.6%.....	28
图 58:	家家悦 2018 年前三季度销售期间费用率小幅上升	28
图 59:	家家悦 2018 年前三季度 ROE 为 11.8%.....	29
图 60:	家家悦 2018 年前三季度营业收入同比增加 14%.....	29
图 61:	家家悦门店分布示意图.....	29
表格 1.	我国超市行业存在大行业, 小公司特征.....	7
表格 2.	部分超市开始转型	8
表格 3.	2018 年 1-6 月阿里系及腾讯系投资新零售事件一览.....	9
表格 4.	美国 2000 英亩以上土地农场数量较少, 易于实现集中采购	14
表格 5.	主要企业生鲜冷链物流模式一览.....	16
表格 6.	永辉超市拥有短期内难以复制的比较优势.....	17
表格 7.	永辉超市先后通过参股供应商和引资, 在上游形成多采购源头	18
表格 8.	盒马鲜生打造去中心化、分布式的智能物流网络.....	19
表格 9.	永辉超市各门店生鲜产品终端价较盒马低 1-2 倍	19
表格 10.	相关公司估值一览	30

一、超市行业估值处于历史低位

超市行业偏必需消费，受宏观经济增速放缓影响较小，同时由于行业受营业收入与价格驱动，超市行业与CPI相关性较大，在食品类CPI上升的背景下，超市同店增速的提升推动超市行业盈利能力改善。

图 1：2018 年前三季度超市行业营业收入同比增长 11.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：2018 年 Q3 超市行业营业收入增速伴随着 CPI 回升而增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

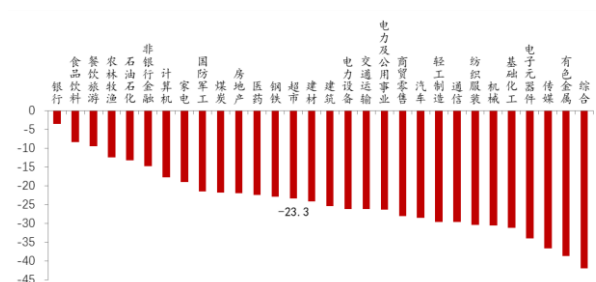
超市行业估值处于历史低位。2018 年初至今超市行业指数下降 23.3%，同期沪深 300 指数下降 17.4%，横向比较来看，商贸零售行业绝对涨幅在 28 个子行业中位居中上游。从估值角度来看，当前商贸零售行业的 PE(TTM)估值为 40.4 倍，处于历史低位。

图 3：2018 年初至今超市行业指数下降 23.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 2 月 13 日

图 4：超市行业涨跌幅位居中上游



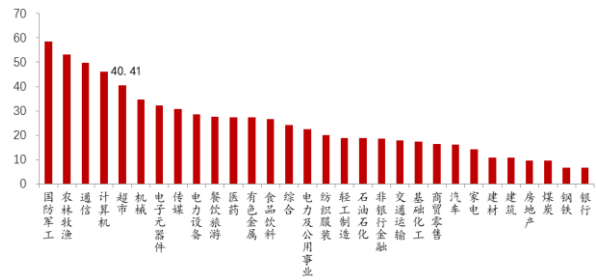
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 2 月 13 日

图 5：超市行业估值处于历史低位



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 2 月 13 日

图 6：超市行业 PE (TTM) 处于上游

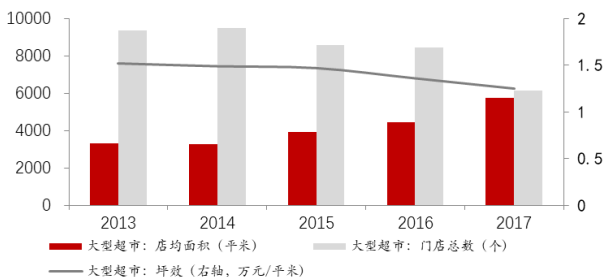


资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 2 月 13 日

二、超市行业分化将进一步加大

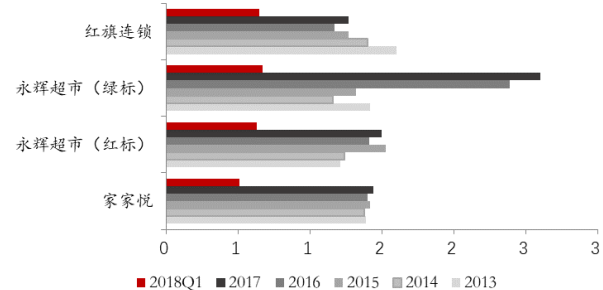
经济增速放缓叠加电商冲击，超市领导者相继转型导致行业分化加剧。我国超市行业 CR3 不到 10%，远低于美国的 79% 以及日本的 76%，具有大行业、小公司特征，同时，前十超市规模占百强超市规模比不断上升，2017 年达 55%，超市行业集中度提升明显。此外，随着超市行业竞争加剧，超市内部供给出清将在 2019 年持续。据赢商网统计，2018 年前 6 个月，永辉、步步高、华润万家、物美、大润发、沃尔玛、家乐福、卜蜂莲花、永旺、百佳十大超市零售企业旗下各超市业态共开店 114 家，同比增长 28.1%；闭店 30 家，同比增长 36.4%，闭店增速高于开店增速。据 2017 年统计局数据显示，全国计入统计口径的大型超市店均面积持续扩大的同时，超市行业门店总数、坪效均下滑。在经济增速放缓、超市受到电商冲击的背景下，超市行业领导者相继开始转型，行业分化进一步加剧。

图 7：大型超市在店均面积提升的同时坪效降低



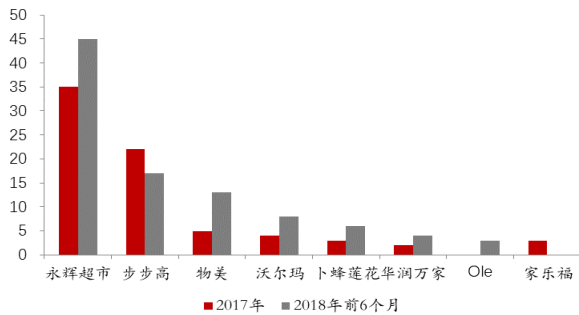
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 8：永辉超市坪效提升优于红旗连锁及家家悦



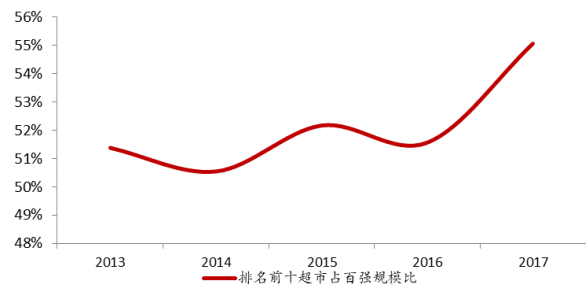
资料来源：赢商网，川财证券研究所

图 9：龙头超市开店数量高于平均



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 10：超市行业集中度不断提升



资料来源：川财证券研究所

表格 1. 我国超市行业存在大行业，小公司特征

2013		2014		2015		2016		2017	
公司	销售额 (亿元)	公司	销售额 (亿元)	公司	销售额 (亿元)	公司	销售额 (亿元)	公司	销售额 (亿元)
华润万家	1040.0	华润万家	1040.0	华润万家	1094.0	华润万家	1035.0	华润万家	1036.5
大润发	807.2	大润发	856.7	高鑫零售	1079.1	大润发	932.9	大润发	954.0
沃尔玛中国	722.1	沃尔玛中国	723.8	沃尔玛中国	735.5	沃尔玛中国	767.0	沃尔玛中国	802.8
联华超市	688.2	联华超市	617.5	联华超市	604.7	联华超市	597.9	永辉超市	654.0
家乐福	467.0	家乐福	457.2	永辉超市	493.1	永辉超市	544.1	联华超市	564.6
永辉超市	350.6	永辉超市	430.0	家乐福	401.0	家乐福中国	504.8	中石化易捷	519.5
农工商超市	300.0	农工商超市	293.8	步步高	310.2	中石化易捷	351.0	家乐福中国	480.0
海航商业股份有限公司	264.0	海航商业控股有限公司	279.0	农工商超市	285.1	步步高	321.5	物美	370.0
物美	217.1	步步高集团	270.0	物美	262.6	物美商业	299.0	供销大集	245.4
步步高集团	211.9	物美	219.6	中石化易捷	247.0	农工商超市	276.6	中百仓储	220.3
百强超市规模	9863.9		10261.9		10566.2		10917.0		10621.5
前十占百强规模比	51.4%		50.6%		52.2%		51.6%		55.0%

资料来源：中国连锁经营协会，川财证券研究所

表格 2. 部分超市开始转型

超市	旗下新业态超市	运营模式
永辉超市	超级物种	经营模式采取“线上+线下+餐饮”，线下门店集合卖场、餐饮、仓储、分拣等功能。物流配送方面采取“前场库存+后场物流”的形式，并自建物流。
大润发	大润发优鲜	由大润发飞牛网打造的生鲜O2O项目，经营品类以生鲜食品为主；以店为仓，从前端拣货到后库的装箱均由物流带传送；可在线购买送货上门，也可线下直接购买。
步步高	鲜食演义	打造线上线下全时段立体消费模式，开发了鲜食演义APP供消费者线上购物，并提供送货上门服务；引入海鲜即食餐区。
新华都	海物会	以餐饮为主、售卖食材为辅的“餐饮+超市”业态；顾客可在新华都APP下单，由第三方配送，承诺在一小时内送达。
物美	物美新零售门店	物美新零售门店新增餐饮体验业态；与多点合作，顾客可直接用APP扫描商品条码，加入电子购物车。
天虹	天虹sp@ce	将餐厅植入超市；线上“天虹到家”业务满足顾客线上购买需求，支持门店商品超市直送，2小时内到家；线下支持“手机自助买单”功能。
世纪联华	鲸选	鲸选为线下体验线上服务的体验式新零售实体店；顾客可使用鲸选APP在店内实现自助买单、叫餐、自助扫码买单，也能在家通过鲸选公众号和APP及各大大外卖平台叫外卖。

资料来源：川财证券研究所

三、新零售线上线下载加速融合

新零售线上线下融合速度加快。区别于传统零售，新零售主要受电商资本推动，随着人均可支配收入提高、电商近年发展增速放缓，新零售开始蓬勃发展，以阿里巴巴、京东为首的电商相继布局新零售。腾讯与永辉超市、万达、步步高、利群等线下零售企业相继实现合作，而阿里巴巴与高鑫零售、新华都、居然之家等线下零售企业达成合作，新零售线上线下加速融合。

表格 3. 2018 年 1-6 月阿里系及腾讯系投资新零售事件一览

	日期	事件
腾讯系	1月2日	红旗连锁发布公告, 宣布永辉超市拟再受让公司9%股份。本次股份转让完成后, 永辉超市将持有公司2.86亿股股份, 占公司总股本的21%, 成为公司第二大股东。
阿里系	1月12日	高鑫零售发布公告, 宣布阿里巴巴入股并提要约收购高鑫零售(大润发&欧尚)全部完成, 阿里与一致行动人士最终共获得高鑫零售71.98%股份。
阿里系	1月18日	新华都发布公告, 宣布公司控股股东新华都集团以协议转让方式减持公司6845.64万股(占公司总股本的10%)。阿里巴巴及其一致行动人合计持有公司无限售流通股6845.64万股, 占公司总股本的10%, 为公司第二大股东。
腾讯系	1月29日	大连万达集团官方发布消息称, 腾讯控股作为主发起方、联合苏宁云商、融创中国和京东340亿元入股万达商业, 收购万达商业香港H股退市时引入的投资人持有的约14%股份。
腾讯系	2月2日	海澜之家发布公告称, 海澜之家股份有限公司控股股东的一致行动人荣基国际(香港)有限公司(与深圳市腾讯普和有限合伙企业(有限合伙)签订了《股份转让协议》。经协商, 荣基拟以10.48元/股的价格转让238,549,618股公司股份予腾讯普和, 本次转让股份占公司当前总股本的5.31%。
阿里系	2月11日	北京居然之家投资控股集团有限公司与阿里巴巴集团于早间共同宣布达成新零售战略合作, 阿里巴巴以及关联投资方中信和泰康向居然之家投资54.53亿元, 持有其15%的股份。
腾讯系	2月23日	湖南步步高商业连锁股份有限公司发布公告称, 公司向腾讯、京东分别转让6%以及5%股份。
腾讯系	3月9日	利群发布公司公告称, 公司与腾讯云计算(北京)有限责任公司、深圳市启明星电子商务有限公司签订战略合作协议, 致力于打造安全可控的智慧零售行业互联网平台, 推动形成基于互联网平台的零售。
阿里系	3月30日	西安国际医学发布公告, 宣布其子公司开元商业100%股权转让银泰百货, 交易价格总计35亿元。
阿里系	4月3日	迪亚天天发布公告, 就出售迪亚中国100%股权事项与苏宁签订了有约束力的购买与出售协议。
阿里系	4月17日	阿里宣布与五星控股集团达成战略合作, 将斥资45亿元投资五星旗下汇通达公司, 双方在供应链、渠道、仓储和物流、技术系统等维度展开合作, 重点服务农村市场。
腾讯系	4月26日	都市丽人于4月26日发布公告, 公司与京东、腾讯、唯品会控股及中瑞控股属下全资附属公司订立认购协议, 认购方认购公司合共约1.21亿股, 占现有已发行股本约5.67%及扩大后已发行股本约5.37%。
阿里系	5月8日	电商公司Daraz宣布被阿里巴巴集团全资收购。
腾讯系	5月11日	利群股份发布公告称, 公司拟收购乐天购物(香港)2家香港公司及10家境内公司100%的股权, 及其下属的华东地区全部商业零售、仓储等业务, 涉及自有物业门店13处, 租赁业务59处, 合计门店72处。
腾讯系	5月24日	永辉超市公告, 宣布创新工场入股永辉超市旗下超级物种, 持股比例3%。
阿里系	6月4日	宝宝树宣布与阿里巴巴集团达成资本战略合作。新一轮融资后宝宝树估值达约140亿元人民币。同时, 双方将开展在电商、C2M、广告营销、知识付费、新零售、线上线下母婴场景等多个层面的大规模深度合作。
阿里系	6月25日	阿里健康发布公告, 宣布其附属公司阿里健康(中国)将向漱玉平民大药房连锁股份有限公司注资约4.54亿元, 增资协议交割后, 其将持有漱玉平民大药房9.34%权益。

资料来源: 家具电商观察, 川财证券研究所

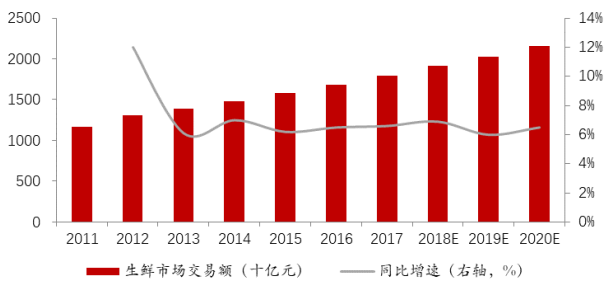
四、生鲜市场空间广阔, 电商相继布局

4.1 生鲜市场发展空间广阔, 超市渠道占比有望提升

生鲜市场发展空间广阔。2011-2017年, 生鲜市场交易额从11687亿元上升至17897亿元, 复合年均增长率为6.3%。生鲜电商方面, 2017年生鲜电商市场规模约为1418亿元, 同比增长55%, 占全国生鲜市场交易规模的7.9%。据易观数据预计, 2018年生鲜电商市场规模为2158.2亿元, 未来三年生鲜电商市场复合增长率达49%, 生鲜电商渗透率将从2017年的8%提升至2020年的22%, 生鲜电商发展迅速。

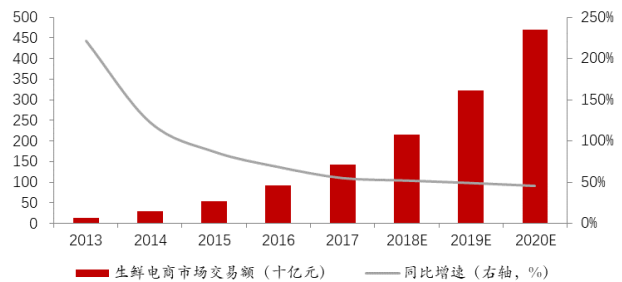
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 11：2017 年生鲜市场交易额为 17897 亿元



资料来源：易观数据，川财证券研究所

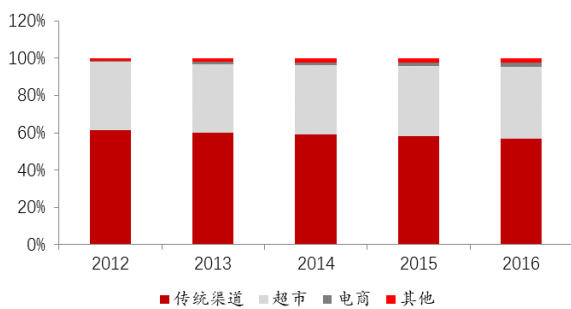
图 12：2017 年生鲜电商市场交易额为 1418 亿元



资料来源：易观数据，川财证券研究所

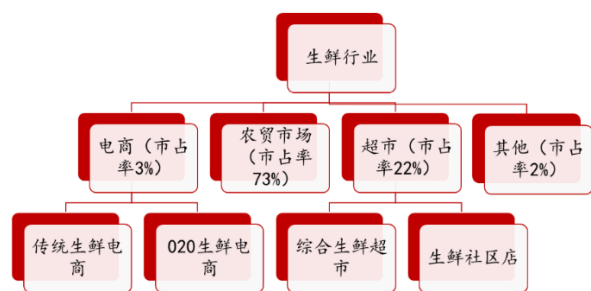
超市渠道有望逐步提升占比。从上游农产品向下游流转交易数据来看，2016 年中国农产品交易活动中超市渠道占比为 22%，而美国及德国超市渠道占比超过 90%，我国超市渠道潜力较大。从终端消费场景来看，我国超市渠道占比从 2012 年的 36.7% 上升至 2016 年的 38%，假设超市渠道占比每年仍以 0.3 个百分点的速度提升，超市生鲜规模将每年提升 51.4 亿元。此外，超市化与城市发展水平正相关，在“农改超”政策逐渐推进、永辉超市等线下生鲜超市及美菜等线上生鲜电商市场渗透率逐步提升、新一代消费者消费偏好转变、外卖行业增速下滑、消费者在家做饭占比仍较大的背景下，超市渠道有望逐步提升占比。

图 13：超市渠道比例逐渐上升



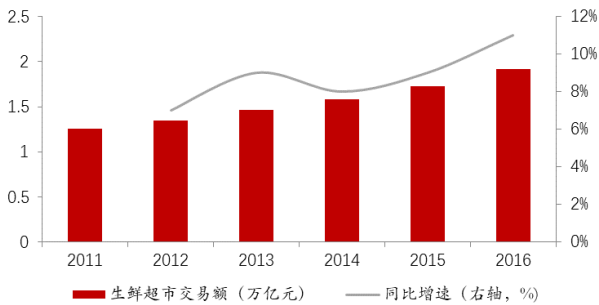
资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 14：生鲜产品销售中超市渠道占比为 22%



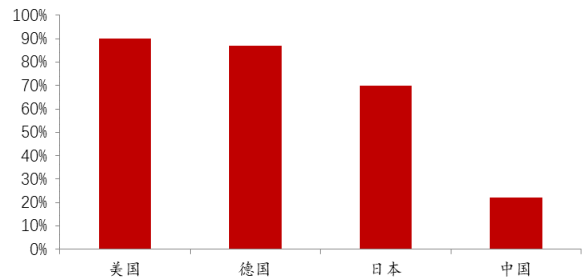
资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 15: 我国生鲜超市交易额增速持续提升



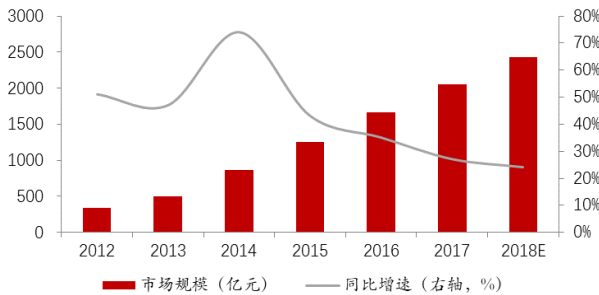
资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

图 16: 相较于美国、德国、日本, 我国生鲜超市渠道销售占比低



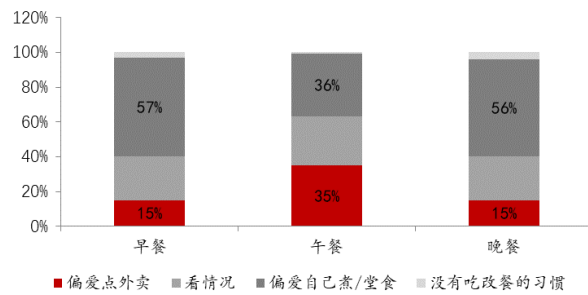
资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

图 17: 我国外卖行业增速连年下滑



资料来源: 中国产业信息网, 川财证券研究所

图 18: 自己煮/堂食仍为主要餐饮方式

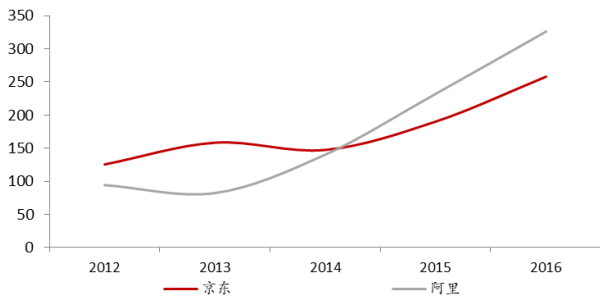


资料来源: 中国产业信息网, 川财证券研究所

4.2 电商相继布局线下市场

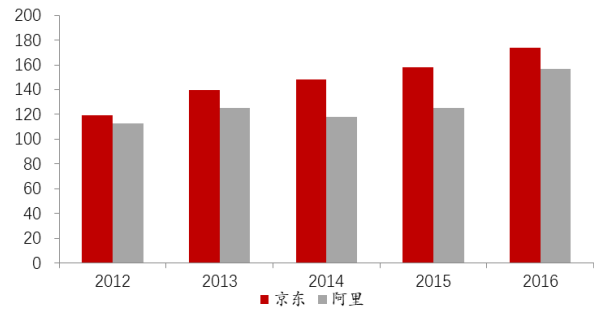
线上活跃用户同比增速放缓, 电商相继布局线下市场。前几年传统实体零售业受同质化竞争严重、结构性过剩、电商冲击等因素影响导致发展受限, 市场份额下滑明显。近年来电商模式的弊端初显, 2016 年我国网上零售额规模同比增长 29.6%, 较去年同期下滑 4.6 个百分点, 较 2014 年同期下滑 15.4 个百分点, 网上零售市场规模同比增速放缓, 同时阿里巴巴及京东活跃用户增速均呈下降态势, 而获客成本逐年提升, 传统销售模式获客成本较高催使电商相继布局线下。

图 19： 京东和阿里巴巴每新增一名新用户所投入的广告及营销费用逐渐升高



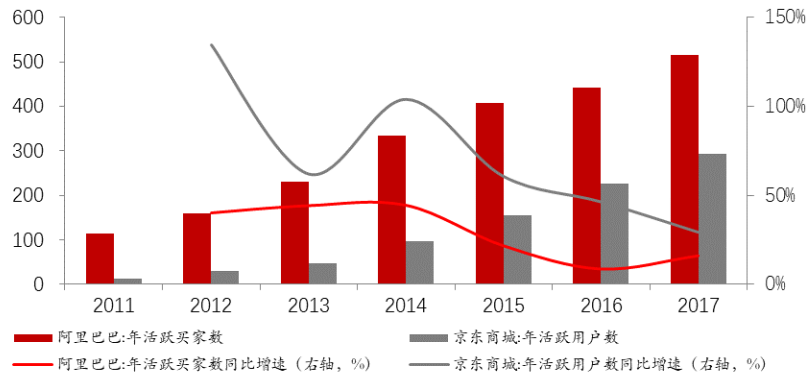
资料来源：智研咨询、川财证券研究所

图 20： 线上一名活跃用户贡献的毛利率



资料来源：智研咨询、川财证券研究所

图 21： 线上电商活跃用户同比增速放缓



资料来源：Wind，川财证券研究所

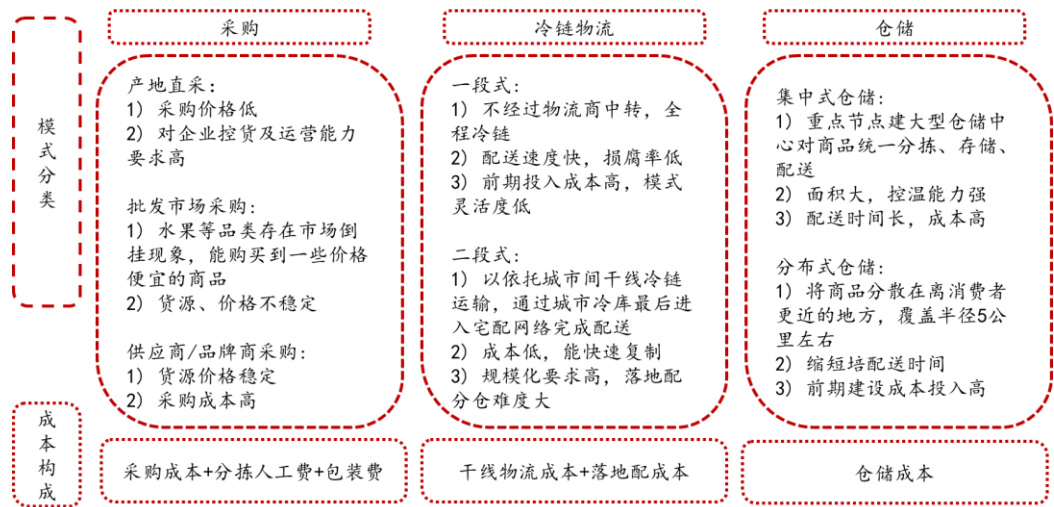
电商积极布局线下生鲜市场主因：1) 生鲜属于刚性消费，购买频率高，据尼尔森数据显示，我国消费者平均每周购买生鲜食品 3 次，高于全球平均值 0.5 次；2) 生鲜行业规模巨大，超市渠道占比呈上升趋势；3) 电商拥有成熟的运输网络，且拥有一定的上游议价能力，电商进入生鲜市场壁垒较低；4) 随着消费升级，消费者对消费体验的要求也越来越高，线上线下融合利于提升消费者购物体验，同时可将线下客户通过 APP 引流至线上以形成协同联动效应。

五、供应链痛点助力龙头脱颖而出

供应链为生鲜企业核心竞争力。传统生鲜供应链环节冗杂，且生鲜损耗率及加价率较高。相较于上下游较分散、效率较低、生产品质缺乏标准的传统供应链，以超市为中心的现代供应链实现了自采自销、标准化管理，同时也大幅降低从原产地到消费终端的加价率，平抑终端售价。传统供应链加价率可达 170%，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

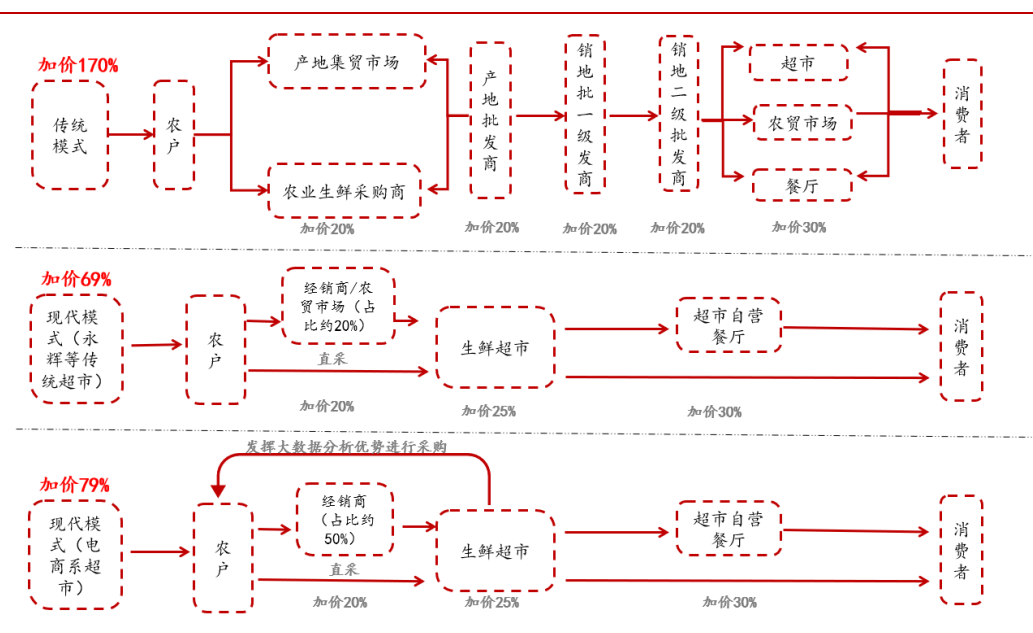
而现代模式供应链加价率为 69%-79%。目前生鲜供应链面临以下痛点：1) 农业集中度低，不利于规模采购；2) 冷链运输尚不发达导致生鲜损耗率较高；3) 标准化采购体系难以满足旺盛的消费需求。消费端倒逼供应链提效，供应链实力较强的龙头企业有望抓住这一契机实现迅速成长，通过短期内难以复制的比较优势进一步巩固行业地位。

图 22：以超市为中心的现代供应链一览



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 23：相较超市为主的现代生鲜供应链模式，传统生鲜供应链模式加价较多



资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

生鲜供应链上游农业方面，美国 2000 英亩以上土地农场数量较少利于实现集中采购，而我国上游集中度较低、采购分散化易导致企业难以形成规模化运营模式影响供应链整体稳定性。为保证原料供给的稳定性，龙头企业采取直采直销策略，通过入股上游供应商方式直接把控产品质量、获得长期稳定的产品来源。源头直采直销利于企业降低采购成本、把控产品品质、压低终端零售价，相较于传统生鲜供应链，直采直销可至少降低供应链环节中一倍的加价率。

此外，与供应链上游对接的买手价值凸显。由于买手团队负责根据市场需求及标准挑选产品、推出差异化产品组合，因此买手的专业性及市场敏感度将直接影响到产品质量的稳定及产品组合的优质程度，拥有忠诚度高、流动性小的资深买手团队利于保证产品品质及成本的稳定。

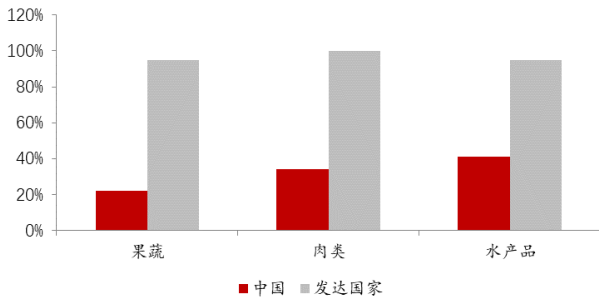
表格 4. 美国 2000 英亩以上土地农场数量较少，易于实现集中采购

土地规模（英亩）	1997	2002	2007	2012
1~9	9.3	8.4	10.6	10.6
10~49	24	26.5	28.1	27.9
50~179	31.3	30.9	30	30.1
180~499	19.3	18.3	16.7	16.4
500~999	8.1	7.6	6.8	6.8
1000~1999	4.6	4.7	4.2	4.3
2000及以上	3.4	3.7	3.6	3.9

资料来源：广东省现代文化产业发展中心，川财证券研究所

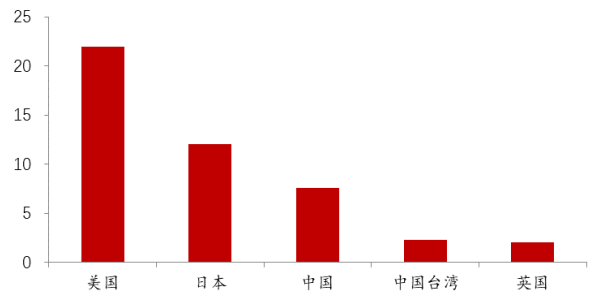
生鲜供应链中游冷链物流方面，由于生鲜保质期短、易损耗，供应链中游的冷链物流在生鲜的运输及配送中至关重要，同时冷链运输也是生鲜供应链最大的痛点及短板，优质企业有望抓住这一契机实现快速发展。据商务部数据显示，欧美及日本等发达国家易腐食品冷藏运输率高于 90%，冷链流通率为 95%-98%，而我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为 22%、34%、41%，我国基础设施不足使得冷藏车及冷库保有量不足、生鲜运输半径小、在运输过程中损耗较大、供给与需求存在失衡。冷链物流的基础设施包括冷库、冷藏车、保温盒等，其中冷库和冷藏车投资占比最高。由于建设物流中心投入大、至少需要 12 年才能回本，且需要根据线下门店布局、线下顾客分布格局、产品需求量来选定建造地点，因此目前仅有小部分全国化超市及电商在全国范围内大规模自建物流及中心。

图 24：我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率低于发达国家



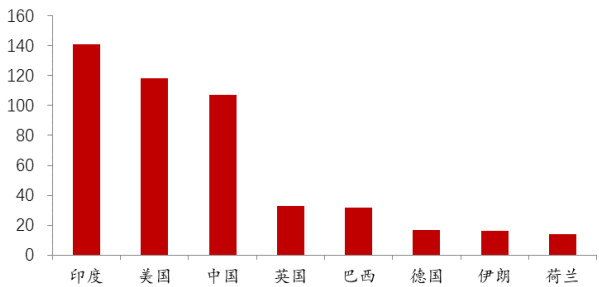
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 25：我国冷藏保温车数量不及美国及日本



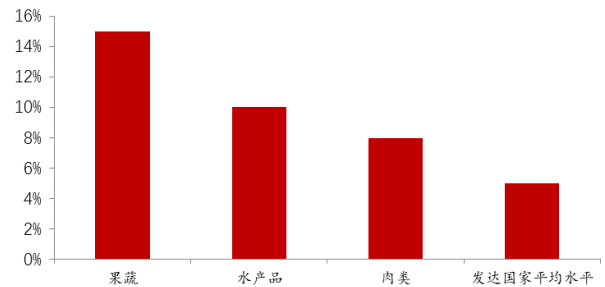
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 26：我国冷库保有量不及印度及美国



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 27：我国生鲜损耗率较发达国家高



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

超市及物流公司相继加码冷链物流领域。超市中，永辉超市以及家家悦均拥有自营冷链物流体系，永辉超市物流体系覆盖范围较家家悦超市大。线上线下融合业态方面，7 Fresh 以及苏鲜生等超市均依靠电商成熟的冷链物流体系进行配送，盒马鲜生则主要依靠第三方物流配送体系进行配送。除了超市及电商自营冷链物流体系外，第三方物流平台也相继加码生鲜领域，易果鲜旗下的冷链物流公司安鲜达冷链仓数量已超京东，主要服务客户为天猫、蒙牛等企业。

表格 5. 主要企业生鲜冷链物流模式一览

类型	超市	冷链覆盖范围	冷链系统是否开放	冷链覆盖范围
传统超市	腾讯系 永辉超市	公司的物流中心已经覆盖全国17个省市，总运作面积37万平方米；目前公司拥有大型自有物流基地6个；租赁自营物流9个；第三方合作物流4个；常温配送中心分布在17个省区，自营生鲜物流10个。未来2年计划建设5个自有物流园，租赁自营3个	2017年12月底，红旗连锁与永辉超市签署了《战略合作框架协议》，红旗连锁已将永辉超市供应纳入门店	★★★★★
传统超市	—— 家家悦	公司在山东拥有3处常温物流中心及5处生鲜物流中心，总运作面积达19.41万平方米，尚未实现全国范围内的大面积布局	未开放	★★
线上线下融合超市业态	京东系 7 Fresh	7Fresh 依托京东物流进行冷链运输；截至2018年5月，京东物流已在10个城市建成13个冷链仓，冷藏冷冻一体化B2C网络覆盖超过300个城市；拥有深冻、冷冻、冷藏和温控这四个温区，利于满足不同食材冷藏需求；利用智能化技术实现24小时全温层湿度监控，把控产品新鲜品质	京东冷链物流已经全面对外开放，为 B2C、B2B 都能提供全程冷链物流的解决方案	★★★★★
线上线下融合超市业态	阿里系 盒马鲜生	盒马鲜生与润特成为冷链合作伙伴；基于超市做3公里物流配送，盒马鲜生使用常温配送替代冷链物流	尚未建立自有的冷链运输体系	——
线上线下融合超市业态	苏宁系 苏鲜生	苏鲜生依托苏宁物流冷链物流体系进行冷链运输；截至2018年11月苏宁已完成了45座冷链仓的建设，覆盖全国173座城市，更下沉至平顶山、内江、盐城等多个三线城市，下一步将覆盖全国，同时苏宁与数十家生鲜直供商达成了合作关	苏宁冷链物流已经全面对外开放	★★★★★

资料来源：公司公告，川财证券研究所

六、供应链优势助力行业龙头巩固地位

6.1 供应链助力企业巩固地位——以永辉超市为例

以永辉超市为例，我们认为龙头超市有望依托强大的供应链体系实现迅速发展、巩固行业地位。永辉超市拥有以下难以在短期内复制的核心竞争力：1) 不断升级、加固供应链壁垒，并向供应链上下游延伸。上游方面，通过入股上游供应商来把控上游产品质量、获得稳定的产品来源，下游方面，通过推出自有品牌彩食鲜拉动毛利率增长；2) 买手团队的采购拥有技术壁垒，且采购方式灵活；3) 拥有覆盖全国的物流中心及仓储中心；4) 线下超市数量庞大，业态丰富。

表格 6. 永辉超市拥有短期内难以复制的比较优势

		永辉超市	家家悦	盒马鲜生
上游	采购方式	直采：全国统采（70%-80%）+ 区域直采（20%-30%）； 由于入股或并购上游，拥有较为稳定且优质的货源	直采：区域直采（省内采购50%，省外采购40%-45%）+SPAR全球（5%）	部分直采：全球直采+全球统采+与生鲜供应商建立直采合作关系
	选品能力	拥有 700 多人的全球买手团队	200+合作社建立合作	拥有买手团队
中游	物流系统	公司物流中心已覆盖全国 17 个省市，总运作面积达 37 万平方米；公司自建仓储物流中心，目前自营四大物流配送中心，并新建东北、四川等新物流中心，下一步将 拓展全国市场	公司在山东拥有 3 处常温物流中心及 5 处生鲜物流中心，总运作面积达 19.41 万平方米，尚未实现全国范围内的大面积布局	盒马鲜生打造去中心化、分布式的只能物流网络，由门店担任其DC大仓作用，盒马门店商品的货位和库存可实现实时回传调度，门店后采取 30 分钟近场景即使配送的 B2C 外卖模式。盒马鲜生线下门店的 FDC 结构起到全链路轴心作用。
下游	终端配送方式	门店为主，O2O为辅	门店	线上为主、门店为主
	生鲜产品占比	45%	40%	65%
	生鲜产品损耗率	4%-8%	4%-8%	10%-15%
	上游加价率	低	较低	较低
	SKU丰富度	高	高	中（主打高端）

资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：数据截至2018年6月底

供应链上游方面，永辉超市拥有稳定的货源。永辉超市通过入股供应商和引资掌握稳定货源，采用“全国统采+区域统采+当地采购+海外直采”的采购方式来减少加价、平抑生鲜价格、保证生鲜新鲜度。而盒马鲜生及家家悦尚未实现入股上游，仅与供应商及农场拥有长期合作关系。

表格 7. 永辉超市先后通过参股供应商和引资，在上游形成多采购源头

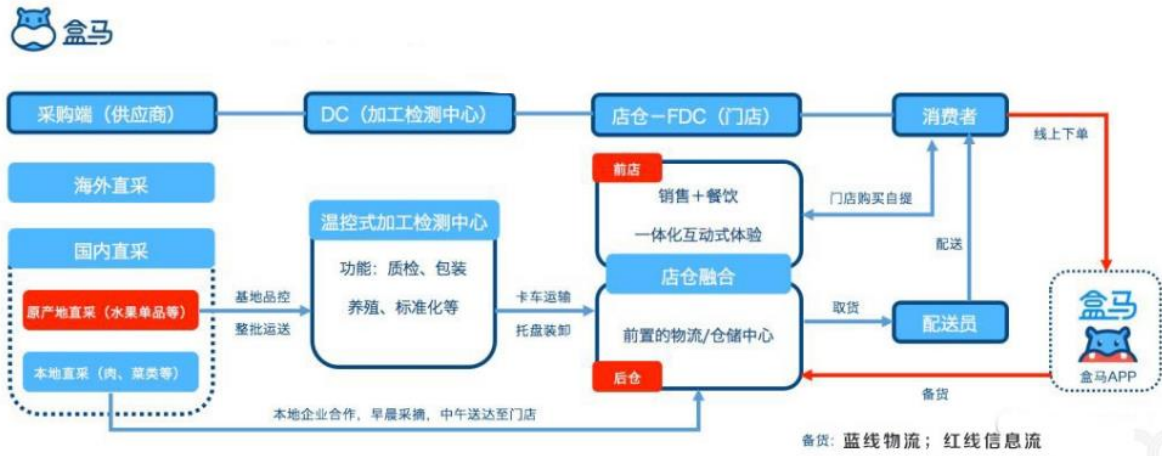
日期	参股和引资事件
2014. 8	香港怡和集团旗下牛奶国际入股永辉，持股19.99%。牛奶国际在亚洲运营着5800多家零售店，包括万宁、7-Eleven和宜家家居，入股后为永辉开放生鲜食品采购、加工和自有品牌开发等供应链环节。
2015. 4	永辉7.44亿元入股华东零售龙头联华超市，持股21.17%，2016年12月将股份全部转让给易果生鲜。
2016. 6	永辉1000万入股海底捞旗下蜀海供应链，持股18.75%，共同运作餐饮业供应链综合服务平台。
2015. 8	京东43亿入股永辉超市，持股10%。
2015. 11	永辉与韩国食品巨头CJ集团成立合资公司JV1和JV2，JV1为永辉采购全球的农产品、水产品 and 肉类产品等，JV2为北京门店提供生鲜、加工生鲜的供给和加工。
2017. 1	收购全球零售服务商达曼国际40%的股权，以强化公司供应链能力。
2017. 3	永辉超市入股养殖企业-星原农牧公司，增强供应链直采能力。
2017. 1	以3015万人民币受让东展国贸45%股权，交易完成后东展国贸成为永辉全资子公司。东展国贸是澳大利亚乔治鲜奶代理商，具有大宗农畜产品的进口资格。
2017. 12	腾讯受让永辉超市5%股份，同时向云创增资，获得15%的股权。
2017. 12	两次增资红旗连锁，持股21%，合作打造中国领先的社区冷链物流配送体系。
2018. 5	永辉超市入股国联水产成第二大股东。国联水产是中国最大的海产品养殖、加工、销售企业之一，为各类中西式连锁餐饮企业、全国或区域性连锁商超、工业客户及区域性食材供应商等供应食材，2017年营业额超过40亿元。
2018. 9	永辉超市增持国联水产股份至11%。

资料来源：亿欧，川财证券研究所

此外，永辉超市买手团队的采购已形成技术壁垒。由于永辉超市的资深买手均由自己一手培养，且通过股权激励方式进行深度利益绑定，较高的忠诚度及在采购方面能保持符合永辉标准的较高水准成为永辉超市的一大核心竞争力。目前盒马鲜生及家家悦的买手流动性较大，且尚未实现股权激励，不利于实现采购的高度标准化。

供应链中游方面，永辉超市物流中心覆盖范围较广。永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市，总运作面积达 37 万平方米，同时已建立了仓储物流中心，下一步将拓展全国市场。家家悦则建立了覆盖山东省的一体化物流网络，尚未提出布局全国目标。区别于传统物流模式，盒马鲜生打造去中心化、分布式的智能物流网络，由门店承担起 DC 大仓角色，此外，由于盒马鲜生通过自己的配送团队进行到家配送，且每日首单配送免费，因此终端配送成本较永辉超市的外包形式高 1 倍。

表格 8. 盒马鲜生打造去中心化、分布式的智能物流网络



资料来源: 亿欧, 川财证券研究所

终端价格方面, 据草根调研结果显示, 永辉超市各门店生鲜产品终端价较盒马低 1-2 倍。永辉超市生鲜产品较低的终端价格反映了永辉超市上游议价能力较强, 产品终端价格把控能力强。

表格 9. 永辉超市各门店生鲜产品终端价较盒马低 1-2 倍

	盒马鲜生终端价 (元)	盒马相比永辉生活	盒马相比超级物种	盒马相比永辉超市Bravo
香梨 (6个装)	24.9	56.6%	147.3%	207.8%
阿克苏苹果 (4个)	24.9	15.3%	125.8%	173.1%
皇冠梨 (250g)	14.9	261.2%		497.5%
鸡毛菜 (250g)	3.8	-2.6%	93.1%	118.9%
青菜 (350)	4.8	188.7%	93.0%	191.0%
生菜 (350g)	5.8	100.0%	148.7%	207.7%
菜心 (300g)	5.8	71.9%	157.8%	193.7%
面包蟹	128		-0.8%	
珍宝蟹	238		25.9%	

资料来源: 川财证券研究所

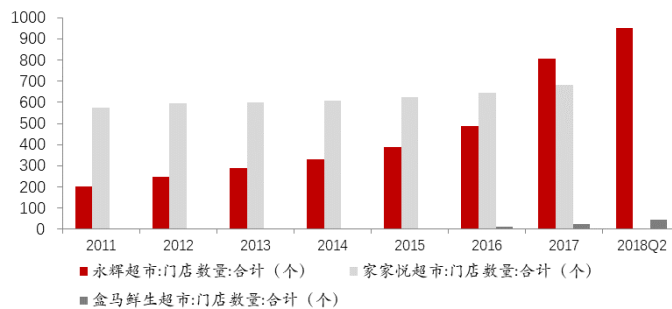
损耗率方面, 永辉超市强大的物流体系保证了 4%-8% 的低损耗率。永辉超市的采购方式较盒马鲜生及家家悦更为灵活, 永辉超市采取了“全国统采+区域统采+当地采购+海外直采”方式来尽可能避免长距离运输、减少贸易流通环节、降低产品损耗率。细分产品方面, 干货损耗率最低, 仅为 1 个点, 而蔬菜从基地到门店损耗率为 8 个百分点。家家悦损耗率与永辉相近, 但由于家家悦旗下

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

600 家门店有 80% 在胶东，永辉超市胜在在全国化布局的情况下依旧保持低损耗率。由于盒马鲜生需要每日从固定的农场采购大量蔬菜鲜肉，较固定的采购方式叠加部分长距离运输造成蔬菜等品类损耗率较永辉超市高。

供应链下游方面，永辉超市将继续推进云超板块的红标店升级以实现生鲜消费端的升级，此外，云商板块中实现了 B2B2C 的彩食鲜也将继续拓展生鲜市场，而生鲜平台将继续助力云创板块的超级物种及永辉生活会员体验店创新。盒马鲜生及家家悦超市门店数量及业态创新能力尚不及永辉超市。

图 28：截至 2018 年 6 月末，永辉超市门店数量最多



资料来源：Wind，川财证券研究所

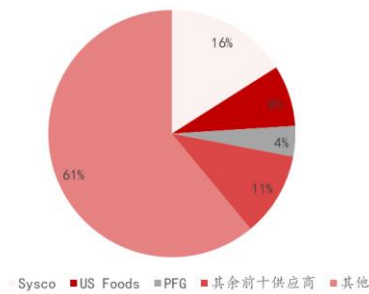
6.2 对标 Sysco：加强冷链运输环节利于进一步降低损耗

对标 Sysco，我们认为我国生鲜超市在以下方面仍存在较大进步空间：1) 物流体系方面：我国冷链运输车数量较少，且运营中心分布较为分散，数量充足的物流车队及密度较高的运营中心利于进一步降低损耗率；2) 产品方面，产品标准化将大大提高产品品质；3) 渠道方面，我国生鲜超市大部分客户为散客，提升餐厅客户比例利于扩大规模效应；4) 自有品牌方面，sysco 占比仅约 10% 的自有品牌贡献了 50% 以上的利润，而我国超市自有品牌贡献率尚不足 4%，发展自有品牌利于提高业绩。

Sysco 为美国 2B 生鲜龙头，占据 16% 的美国食品供应市场份额，拥有近 7 万的员工，服务对象高达 50 万家。1990 年至今，Sysco 股价上涨幅度为 26.8 倍，上涨幅度为同期标普 500 上涨幅度的 3.5 倍。2018 年 Sysco 营业收入为 587.3 亿美元，同比增长 9.9%；归属母公司股东的净利润为 14.3 亿美元，同比增长 20.3%。公司计划 2018-2020 年营业收入复合增速为 4%-5%，预计 2020 年实现营业收入 640 亿美元；实现毛利润 118 亿美元；实现净利润 18 亿美元。

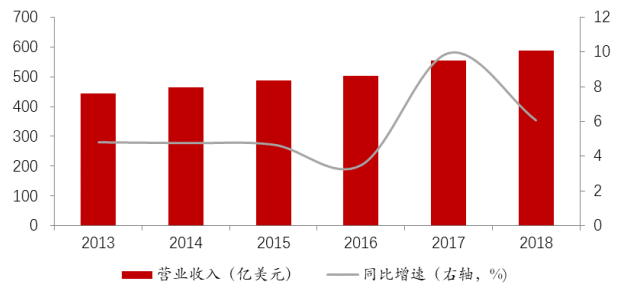
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 29: Sysco 占据美国食品供应市场份额的 16%



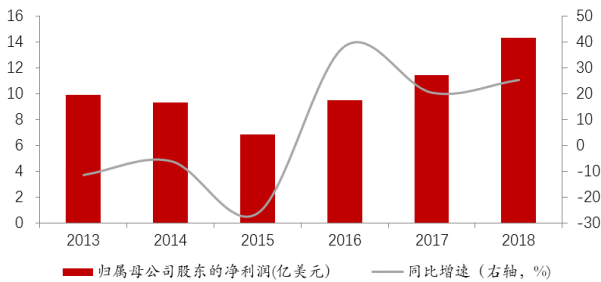
资料来源: Technomic, 川财证券研究所

图 30: Sysco 2018 年营业收入同比增长 6.1%



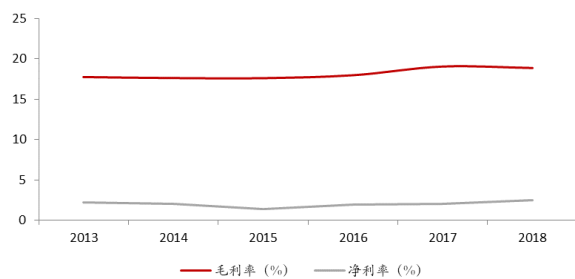
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: Sysco 2018 年归属母公司股东的净利润同比增长 25.2%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: Sysco 盈利能力较稳定



资料来源: Wind, 川财证券研究所

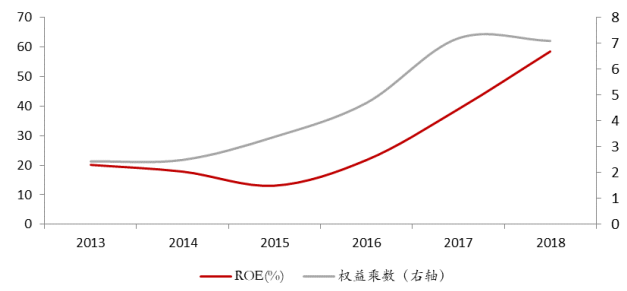
目前, 规模优势使得 Sysco 在上游拥有一定的议价权, 稳定的原料价格及高达 16 次的存货周转率利于 Sysco 保持盈利能力稳定。虽然 Sysco 毛利率低于零售龙头沃尔玛, 但由于 Sysco 定位于仓储销售, 产品的大容量包装+客户批发式购物使得其客单价较高, Sysco 通过“高客单价+高周转率 + 自有品牌”取得可观利润。此外, 由于 Sysco 建设了自有物流系统, 重资产扩张方式叠加外延收购使得 Sysco 资产负债率较高, 2018 年资产负债率为 85.9%, 高杠杆推动 ROE 提升, 2018 年 ROE 高达 58.5%。

图 33: Sysco 股价走势一览



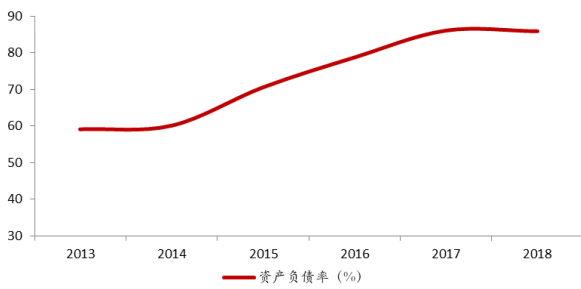
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: Sysco 股价为前复权收盘价

图 34: Sysco 高杠杆提振 ROE



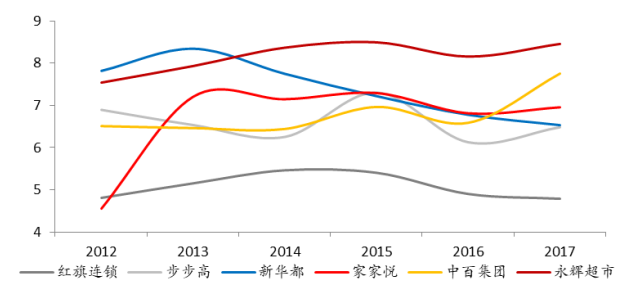
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35: 重资产扩张方式叠加外延收购使得 Sysco 资产负债率较高



资料来源: Wind, 川财证券研究所

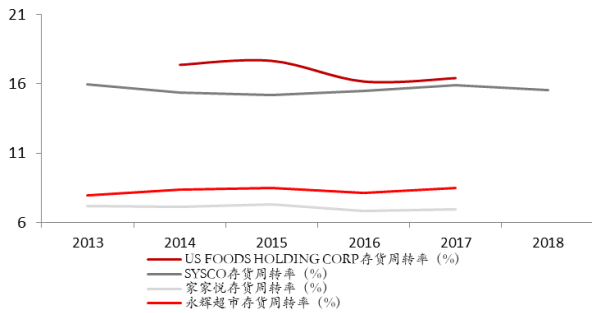
图 36: 永辉超市存货周转率在业内较优秀



资料来源: Wind, 川财证券研究所

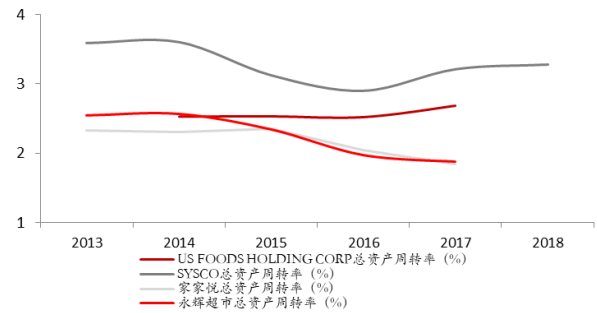
相较于国内超市, Sysco 等美国生鲜超市存货周转率较高,毛利率及净利率较低。虽然我国生鲜超市永辉超市存货周转率高于国内其他竞争对手,但 Sysco 及 Us Foods 的存货周转率及总资产周转率远高于永辉超市及家家悦。而在毛利率及净利率方面,我国生鲜超市更胜一筹。

图 37：美国生鲜超市存货周转率较我国生鲜超市快



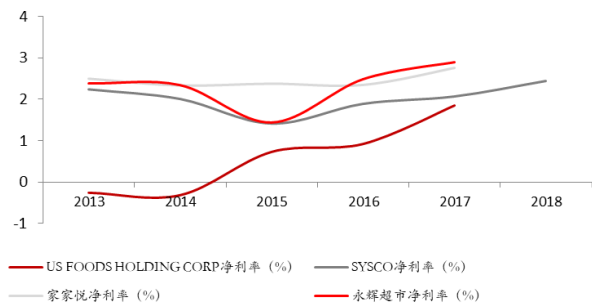
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38：美国生鲜超市总资产周转率较我国生鲜超市快



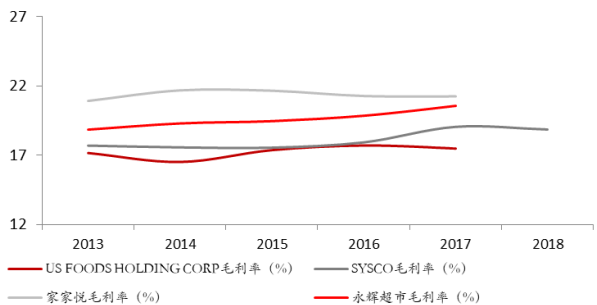
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39：我国生鲜超市净利率较美国生鲜超市高



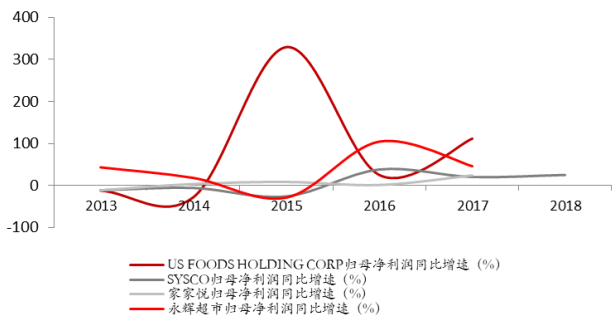
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：我国生鲜超市毛利率较美国生鲜超市高



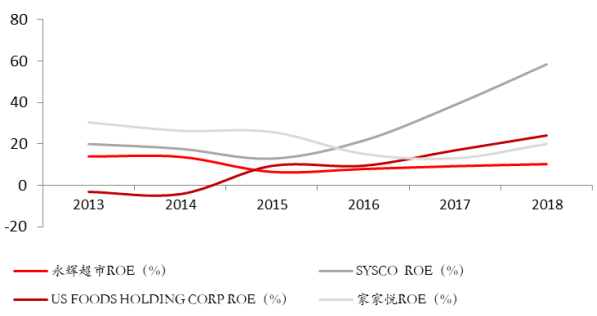
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：US FOODS 及永辉超市归属母公司股东的净利润增速较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：Sysco ROE 远超其他生鲜超市



资料来源：Wind，川财证券研究所

“产地、产品标准化+集约式采购+庞大的自建物流体系+科技富赋能”为 Sysco 的核心竞争力。

上游：产地、产品标准化

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

农业高度机械化助力产地及产品标准化。美国农业于 20 世纪 40 年代已实现农业生产机械化。Sysco 的蔬菜从农场通过机械收割后可直接进行质量监控、装箱，并在 1 小时内将运送到 Sysco 中心仓库。此外，美国上游农业集中度高利于 Sysco 进行中央直采，规模效应利于降低成本。

图 43: Sysco 自动化集装现场



资料来源: 蔬东坡咨询, 川财证券研究所

图 44: Sysco 配送物流车

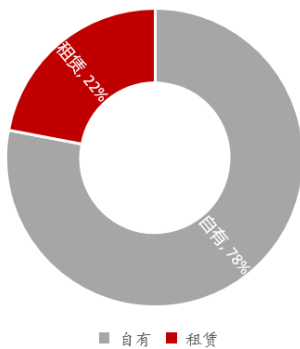


资料来源: 蔬东坡咨询, 川财证券研究所

中游: 强大的运输网络降低产品损耗率

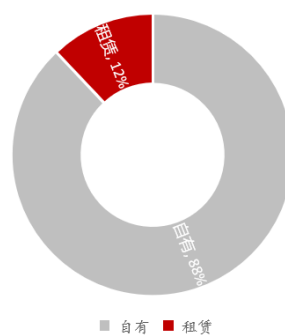
Sysco 物流布局采取重资产方式, 拥有庞大的自有运输网络及物流车队。Sysco 的配送中心主要集中在美国本土, 截至 2018 年 6 月, 公司在美国、欧洲等地设有 332 个配送中心, 总面积达 455 万平方米。公司采用折叠式扩张战略建立物流体系, 在空白区域建立运营中心以提升物流配送密度、降低成本。此外, 公司拥有 1.4 万辆物流车, 美国平坦的公路、自建的物流体系叠加充足的物流车队, Sysco 的运输能力极强, 且产品损耗率较低。

图 45: Sysco 自有分发中心面积为 346.7 万平方米 (占比为 78%)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所, 注: 截至 2018 年 6 月末

图 46: Sysco 自有物流车辆数为 12320 辆 (占比为 88%)

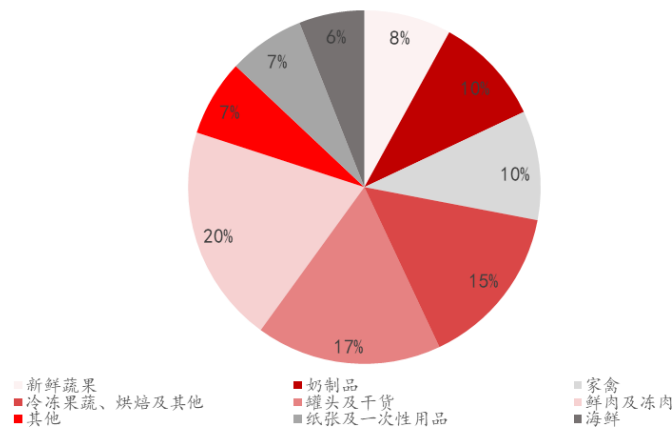


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所, 注: 截至 2018 年 6 月末

下游：定位服务 B 端客户

Sysco 定位服务 B 端客户。B 端客户主要包括餐厅、医疗机构、教育机构、政府、旅游设施和零售商等，此外还有其他客户，如非独立餐厅、面包店、餐饮店、教堂、民间组织和兄弟组织、贩售分销商、其他分销商和国际出口品的自助餐厅等，其中餐厅对公司的营业收入贡献最大，历年占比均超 60%。Sysco 通过全产品线为客户提供一站式解决方案且 SKU 丰富。细分品类中，2018 年生鲜类产品销售占比高达 59%。

图 47：生鲜类产品销售占比最高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

Sysco 通过科技赋能，在采购端实现产地标准化及产品标准化、在运输端实现智能调配、在终端实现以客户为导向的咨询式销售模式。此外，Sysco 投资了专业的研究中心来助力电子菜单、外卖系统等功能不断完善，极大的增加客户粘性、丰富销售品类、增加销售渗透率。商业模式上，Sysco 借力资本进行持续并购，开启国际化进程。此外 Sysco 拥有 13 个自有品及 4000 多种自有品牌单品，占比仅约 10% 的自有品牌贡献了 50% 以上的利润。

七、相关标的

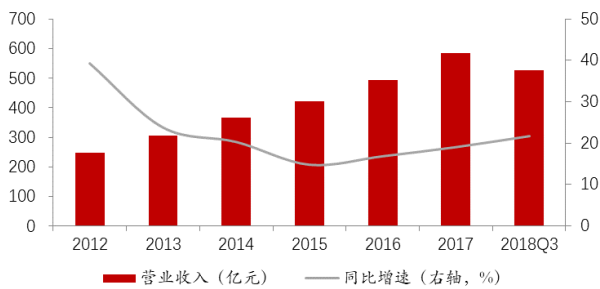
7.1 永辉超市：战略升级，聚焦云超

永辉超市为生鲜超市行业龙头公司，截至 2018 年 6 月底，公司业务覆盖 22 个省市，拥有 952 家超市，其中 65.2% 的门店为绿标以及红标超市。永辉超市计划 2018 年新开永辉超市 Bravo 店 135 家，超级物种 100 家。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

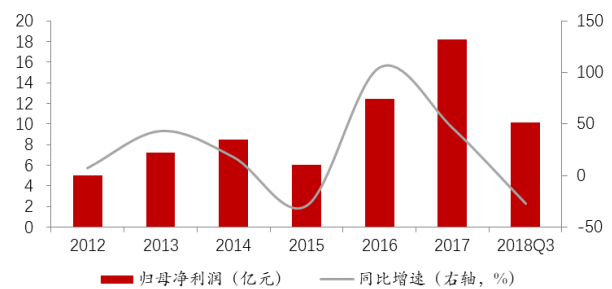
营业收入维持高增长，利润增速下滑。永辉超市 2018 年前三季度实现营业收入 526.9 亿元，同比增长 21.7%；实现归属母公司股东的净利润 10.2 亿元，同比下滑 26.9%，云创亏损影响净利润表现；实现扣非归母净利润 8.7 亿元，同比降低 36.5%。细分来看，2018 年 Q3 营业收入增速较 Q2 提升了 2.3 个百分点，归属母公司股东的净利润较 Q2 下滑了 34.6 个百分点。

图 48：永辉超市 2018 年前三季度营业收入同比增加 21.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

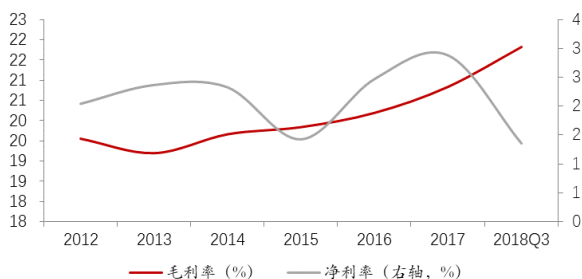
图 49：永辉超市 2018 年前三季度归属母公司股东的净利润同比下滑 26.9%



资料来源：Wind，川财证券研究所

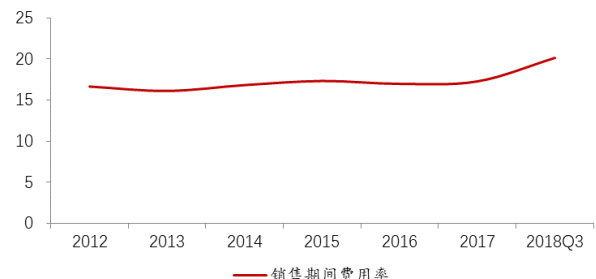
毛利率上行，费用率提升。2018 年前三季度毛利率为 21.8%，较去年同期上升 1.5 个百分点；ROE 为 5.3%；期间费用率为 20.3%，较去年同期上升 3.8 个百分点。2018 年前三季度公司新开红绿标店 70 家，永辉生活会员体验店 233 家，超级物种 29 家，分别同比增加 2、153、20 家，由于新开门店费用提升以及员工人数增长 21%，销售费用率较去年同期提升 2.1 个百分点。

图 50：永辉超市 2018 年前三季度毛利率为 21.8%



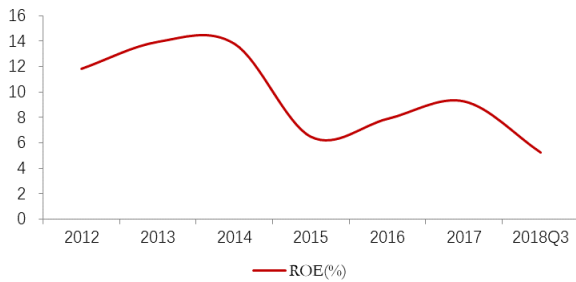
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 51：永辉超市 2018 年前三季度销售期间费用率小幅上升



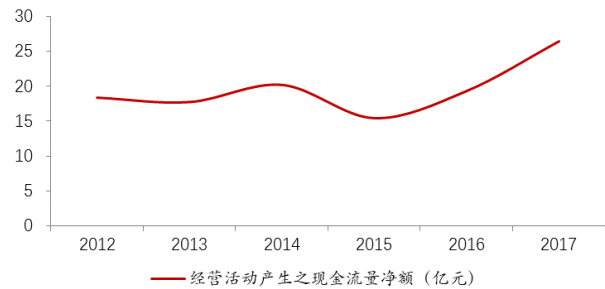
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 52：永辉超市 2018 年前三季度 ROE 为 5.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

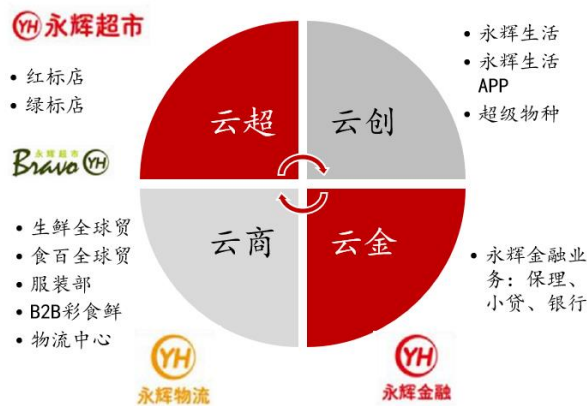
图 53：永辉超市 2017 年经营活动产生之现金流量净额为 26.4 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

聚焦云超主业，云超集群合并利于提升效率。近期，公司通过转让云商及云创子公司股权实现亏损业务出表，未来将把重点放在主打生鲜的云超上，预计 2018 年公司将完成 135 家店的展店目标，同时 2019 年有望开 130-200 家红绿标超市。此外，公司通过合并云超一二集群、设立大供应链事业部与大科技数据部等变革方案实现简政放权、提高经营效率。

图 54：永辉超市业务组成一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

7.2 家家悦：胶东生鲜超市龙头

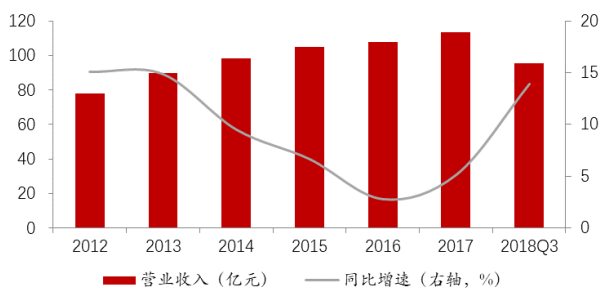
家家悦深耕胶东地区，历经四十余年成为胶东地区的生鲜龙头超市。2013-2017 年，公司营业收入从 90 亿增长至 113.3 亿，复合年均增长率为 5.9%。

公司 2018 年前三季度实现营业收入 95.6 亿元，同比增长 14%；实现归属于

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

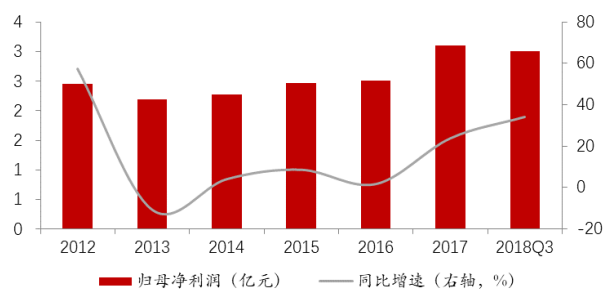
上市公司股东的净利润 3 亿元，同比增长 34%；实现扣非归母净利润 2.9 亿元，同比增长 18.1%。2018 年前三季度公司归属母公司股东的净利润增速高于营业收入增速主因毛利率提升显著。2018 年前三季度公司毛利率为 21.6%，较去年同期提升 0.7 个百分点；期间费用率为 17.3%，较去年同期提升 0.3 个百分点；ROE 为 11.8%。细分来看，2018 年 Q3 营业收入增幅较 Q2 高 1.2 个百分点，Q3 归属母公司股东的净利润增速较 Q2 低 11.5 个百分点。

图 55：家家悦 2018 年前三季度营业收入同比增加 14%



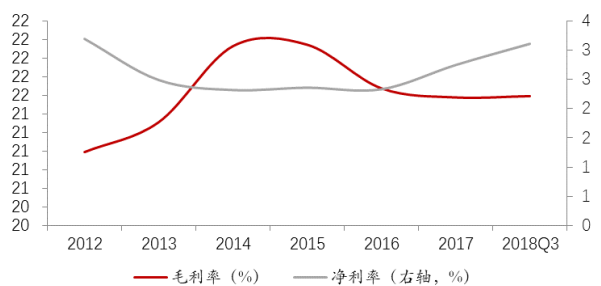
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 56：家家悦 2018 年前三季度归属母公司股东的净利润同比增长 34%



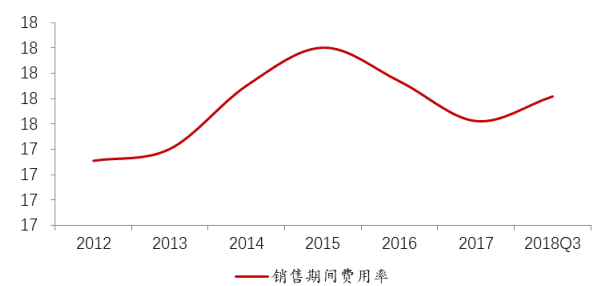
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 57：家家悦 2018 年前三季度毛利率为 21.6%



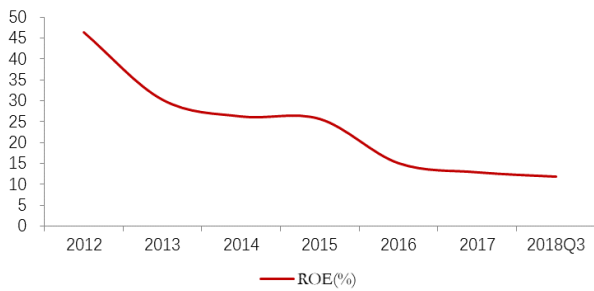
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 58：家家悦 2018 年前三季度销售期间费用率小幅上升



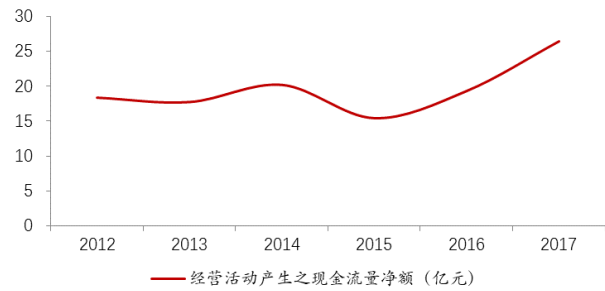
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 59：家家悦 2018 年前三季度 ROE 为 11.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

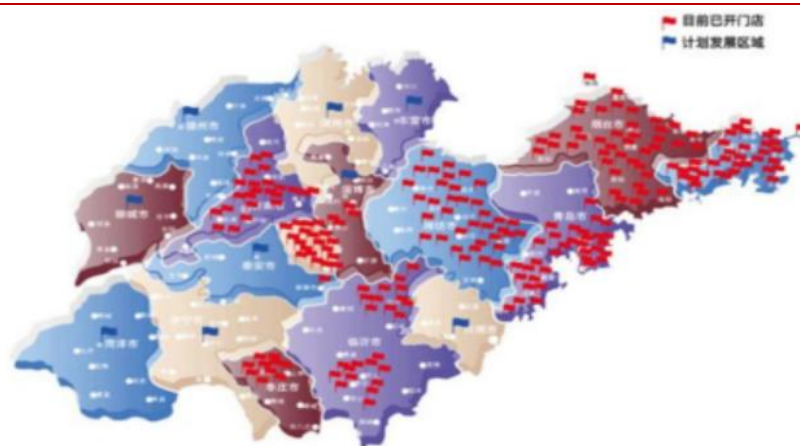
图 60：家家悦 2018 年前三季度营业收入同比增加 14%



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司核心优势明显。产品方面，公司直采比例较高，2017 年达 86.8%。物流方面，家家悦建立了覆盖全省的物流网络体系，供应链优势显著。业态方面，家家悦以综超及大卖场为主，多业态协同发展。截至 2018 年 6 月底，公司各业态连锁门店数量 702 家，其中大卖场 99 家、社区综合超市 295 家，2018 年前三季度公司的综合超市以及大卖场分别实现营业收入 45.3 以及 49.5 亿元，分别同比增长 7.7% 以及 21.5%。管理方面，公司推行合伙人制度，试点门店销售、坪效、人效均实现 8% 以上增长，合伙人制度有望激发员工活力。

图 61：家家悦门店分布示意图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

八、投资建议

超市行业分化将进一步加大,新零售线上线下加速融合。我国超市具有大行业、小公司特征,同时超市行业集中度提升明显,超市行业分化加剧。此外,随着人均可支配收入提高、电商近年发展增速放缓,以阿里巴巴、京东为首的电商相继布局新零售。腾讯与永辉超市、万达、步步高、利群等线下零售企业相继实现合作,而阿里巴巴与高鑫零售、新华都、居然之家等线下零售企业达成合作,新零售线上线下加速融合。

生鲜市场发展空间广阔,电商相继布局线下市场。电商布局线下生鲜市场主因: 1) 生鲜属于刚性消费,购买频率高,据尼尔森数据显示,我国消费者平均每周购买生鲜食品 3 次,高于全球平均值 0.5 次; 2) 生鲜行业规模巨大,2011-2017 年生鲜市场交易额从 11687 亿元上升至 17897 亿元,复合年均增长率为 6.3%; 3) 电商拥有成熟的运输网络,且拥有一定的上游议价能力,电商进入生鲜市场壁垒较低; 4) 随着消费升级,消费者对消费体验的要求也越来越高,线上线下融合利于提升消费者购物体验,同时可将线下客户通过 APP 引流至线上以形成协同联动效应。

供应链为生鲜企业核心竞争力。目前生鲜供应链面临以下痛点: 1) 农业集中度低,不利于规模采购; 2) 冷链运输尚不发达导致生鲜损耗率较高; 3) 标准化采购体系难以满足旺盛的消费需求。消费端倒逼供应链提效,供应链实力较强的龙头企业有望抓住这一契机实现迅速成长,通过短期内难以复制的比较优势进一步巩固行业地位。

我们认为供应链优势将助力龙头实现迅速成长。以永辉超市为例,永辉超市依托强大的自营生鲜供应链闭环及难以替代的竞争优势来巩固市场地位。此外,对标美国 2B 生鲜龙头 Sysco,我国生鲜超市物流体系、渠道、产品标准化程度及自有品牌方面均有较大提升空间。

表格 10. 相关公司估值一览

日期	2019/2/13	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
证券代码	证券简称			18E	19E	20E	18E	19E	20E
000858.SZ	永辉超市	8.55	818.27	0.16	0.23	0.30	53.71	37.72	28.31
600519.SH	家家悦	21.80	102.02	0.85	1.02	1.22	25.71	21.27	17.87
000568.SZ	红旗连锁	5.34	72.62	0.20	0.25	0.29	26.22	21.78	18.50
平均值							35.21	26.92	21.56
证券代码	证券简称	股价 (美元)	总市值 (亿美元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
WMT.N	WALMART	96.97	2817.23	4.83	4.76	5.00	20.08	20.39	19.39
COST.O	COSTCO	211.90	933.40	7.71	8.38	9.11	27.47	25.28	23.27
SY.Y.N	SYSCO	66.94	343.71	3.42	3.77	4.10	19.58	17.74	16.33
平均值							22.38	21.14	19.66

资料来源: Wind, Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

消费增速放缓导致生鲜超市线下展店速度放缓；

CPI 大幅下降风险；

天气因素导致生鲜产量下降风险；

新业态导入期亏损较大风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003