

2019年02月21日

超市

## 复盘海内外，探当前环境，超市龙头投资机遇几何？

➤ **复盘海外：沃尔玛成长史可分为三个阶段。**1) 1962-1980年，以小镇为始，顺应折扣店兴起推进区域扩张，凭借低成本优势及上市资金于两次石油危机中逆势展店，跃升区域龙头。业绩处快速增长期：快速展店（单年比例约20%）、单店销售额同比大幅提升推动营收增长，毛利率、费用率稳定，盈利管控良好，净利润增速多次高达50%以上；2) 1981-1990年，收购区域龙头Big-K一举进军美国东南部，并以成本控制支撑低价，以系统优化支撑效率，滚动填充成全美第一零售商。业绩上：由于基数增长，营收增速略有下降；山姆会员店占比增加使得毛利率、费用率均有下行，但因费用端规模效应更为显著，净利率呈上升趋势；系统优化及管理提升促效率稳步增长，营收、净利维持约35%增速。3) 1991年-至今，新建、并购并举布局全球，同期国内扩张并未放缓，并增线上业务。业绩以1995年及2011年为界，有所波动：先受全球化扩张费用拖累，净利率大幅下滑；再因国内外展店规模效应、山姆会员店占比下降及全球供应链、系统、费用管控优化，盈利能力、效率有所提升；后受电商布局及内部调整影响，营收净利增速有所下滑，但近年线上增速较高（FY2018美国分部线上营收占比3.6%，增速44%）。

➤ **其历史股价变化与业绩增速、成长性预期及现金流相关。**整体而言，沃尔玛历史股价及估值变动与业绩增速高度相关，但同时，其估值变动趋势及对业绩增速给予溢价或折价情况亦与其成长性预期及现金流相关：1) 1980-1982年，在已成区域龙头、开启全国扩张早期，单年净利增速高达50%，但估值仅有15-25倍PE；2) 1981年8月以收购BIG-K吹响向全美扩张号角后，由于全美扩张可行预期，开始相对业绩增速给予估值溢价，PE估值溢价高达1.5倍，至1991年底PE约37倍；3) 1992-1996年，在全球化扩张初期，扩张的不确定性、业绩承压以及自由现金流转负使其估值下挫至18倍；4) 1997-2000年，盈利能力及效率提升、现金流转正叠加全球扩张加快使得估值上行至40倍PE，同期净利增速仅15-25%；5) 2000-2010年，由于业绩增速下行（不及15%）及国际化扩张出现瓶颈，估值下挫至14倍PE；6) 2010-2014年，受美股上升影响，估值略有回升至16倍；7) 2014-至今，由于电商分流及自身内部调整，效率基本维持平缓，盈利能力有所减弱，净利增速甚至为负；但由于规模扩大后对上游占款能力提升，现金流转好、自由现金流同比大幅提升，叠加线上业务推进加速、股息率持续提升，PE估值提升至25倍水平。

➤ **回看国内：相比国外，历史格局衍变因素不同，龙头股价影响动因一致。**如上所述，沃尔玛成功因素可归为两点：1) 成功的经营策略，即：通过租金、员工、物流、仓储等费用控制及成本缩减支撑低价策略执行，并以先进技术系统提供效率支持，进而造血迭代扩张；2) 充分把握宏观经济局势关键点变化：20世纪60年代推行折扣店、70年代危机中逆势扩张、80年代收购因受经济影响经营不善的区域龙头Big-K、顺应经济回暖增设新业态等均为印证。回看国内，在独特的经济发展状况、消费习惯及互联网趋势下，其历

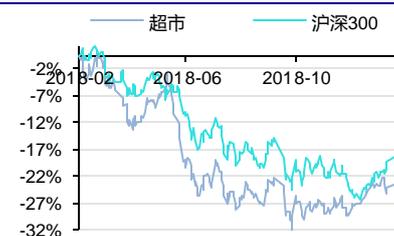
## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	10.00	买入-A
603708 家家悦	27.00	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.74	-8.42	6.41
绝对收益	4.56	-5.93	-9.43

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

### 相关报告

《新零售的未来》启示录：

谈谈超市行业的变与不变 2018-07-23

史格局变迁推动因素与国外不同，即：从过往来看，国内超市优势企业的内生性远超过宏观经济因素的外生性。但龙头股价影响动因一致：以永辉为例，其历史股价趋势变动方向与业绩增速正相关，而成长性预期则影响估值溢价情况。最明显体现为：2012 年加速全国扩张早期，业绩承压（2012H1 增速为负 20%-负 30%、2012H2 仅恢复至 30%左右水平），但因成长性预期享受较高估值溢价（估值中枢 50 倍 PE）；2013 年起开始新老区平衡布局展店，聚焦成熟及次成熟区域，业绩明显回暖（2013H1 增速高达 98%、2013Q3 增速 46%），但估值中枢消化至 30-40 倍 PE 水平。

- **宏观经济增速放缓，于行业抗周期性明显，于优势龙头机遇大于挑战。**当前宏观经济增速下行、消费趋缓，确实对超市企业产生影响，但我们之所以看好超市优势龙头，是因为：1) 于行业抗周期性明显。从国外经验及国内数据来看，宏观经济下行期间，超市行业虽受影响，但对比百货等可选消费刚性较强（2009 年经济危机美国超市行业销售额并未明显下降、2018 年国内社零数据来看粮油食品、日用品抗周期性较好）；2) 于龙头，机遇大于挑战。优势龙头可凭借现有基础规模及盈利能力，整合经营不善企业、推进展店、促进转型，并以规模效应带动盈利能力提升，最终充分受益于行业集中度提升、应对电商分流（2017 年国内 CR5 占比 27.6%、国外 CR3 占比 80%）。特别的：1) 永辉超市作为高成长性超市龙头，当前展店确定性行业最强，成本费用控制能力行业最好，具备最有利的展店条件；原有云超业务内生较为确定，并正聚焦主业推进到店、到家业务，内外整合赋能加速，扩大市场份额提升效率；2) 家家悦凭借供应链及物流优势，外延内生并举，正稳步推进省内外扩张、门店调整升级、渠道下沉，或将受益于消费环境边际变化，扩张提效。
- **投资建议：**国内超市行业双线融合趋势渐明，随双线龙头内外整合资源优势，对线下供应链及效率提出更高要求，行业加速集中已成必然趋势；宏观经济增速下行确实将对一定程度上对行业造成不利影响，但行业作为必需消费抗周期性较强；而优势龙头凭借现有基础规模及盈利能力，可整合经营不善企业、推进展店、促进转型，并以规模效应带动盈利能力提升，机遇或大于挑战。从海内外复盘来看，虽行业历史格局衍变因素有所不同，但龙头历史股价影响动因基本一致，即：与业绩增速高度相关，且其成长性预期直接影响估值溢价（同时现金流也有一定影响）。据此推荐：1) 永辉超市：预计云超 25% 增速，给予其扣除股权激励费用余额 35 倍 PE，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 10 元；2) 家家悦：对应 2019E 148 亿元营收给予 0.85 倍 PS 估值，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 27 元。
- **风险提示：**1) 非上市公司门店选址壁垒问题；2) 区域竞争加剧；3) 低线城市新业态发展超预期；4) 线下门店拓展不及预期；5) 龙头合作、整合不及预期；6) 创新业务大幅拖累业绩；7) CPI 大幅下行风险；8) 市场系统性风险。

## 内容目录

<b>1. 复盘海外：观沃尔玛成长路，探其规模及股价变化原因</b> .....	<b>5</b>
1.1. 沃尔玛：发展始于小镇，已成全球超市巨头.....	5
1.2. 复盘沃尔玛成长路：大致可分为三个阶段.....	7
1.2.1. 应折扣店兴起之浪潮以小镇为始，危机中逆势突围成区域龙头：1962-1980.....	7
1.2.2. 以低成本支撑低价，以系统优化支撑效率，滚动填充成全美第一大零售商：1981-1990.....	9
1.2.3. 开启海外扩张，布局全球有喜有忧，增线上业务小有成就：1991-至今.....	11
1.3. 历史股价变化：与业绩增速、成长性预期及现金流相关.....	13
<b>2. 回看国内：相比国外，历史格局衍变因素不同，龙头股价影响动因一致</b> .....	<b>15</b>
2.1. 国内行业历史格局衍变：推动因素与国外有所不同.....	15
2.1. 龙头复盘：相比国外，历史股价影响动因基本一致.....	19
<b>3. 探宏观经济增速放缓，国内龙头投资机遇几何</b> .....	<b>21</b>
3.1. 宏观经济增速放缓，于行业抗周期性明显，于公司机遇大于挑战.....	21
3.2. 永辉超市：必需消费龙头，内外整合赋能提速，兼具高成长性 & 业绩弹性.....	23
3.3. 家家悦：稳步推进西部扩张、门店调整升级、渠道下沉，扩张、提效潜力较大，19 年业绩增速稳健.....	27
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>29</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1：截止 2018FY，沃尔玛共拥有 11719 家门店（覆盖 28 个国家），全球现代食品零售市占率 10%、位列榜首.....	5
图 2：沃尔玛的 5 种主要业态.....	6
图 3：美国折扣店业态与杂货店对比.....	7
图 4：20 世纪 60 年代，美国新兴折扣店进入快速发展时期.....	7
图 5：1973、1978 年爆发两次石油危机，经济衰退物价上涨造成滞涨，消费者信心指数明显下降.....	8
图 6：沃尔玛于危机中逆势突围：展店加速，销售额及单店营业额均保持较高增速.....	8
图 7：收购 Big-K 抢先凯马特进军东南部，较快完成原有门店近 1/3 体量的收购整合，收入、利润维持较快增长，盈利能力不降反升.....	9
图 8：沃尔玛成长逻辑：以成本控制支撑低价，以系统优化支撑效率，迭代获利.....	10
图 9：购物广场与折扣店品类比较：相比折扣店食品类占比更高、百货类占比更少.....	10
图 10：沃尔玛 1981 年后的国内扩张：快速展店，设山姆会员店，布局购物广场（后期国内最主要业态），增社区店等小型业态.....	11
图 11：布局全球，有喜有忧：FY2018 沃尔玛门店分布图.....	12
图 12：2010 年起，美国电商行业迅速发展.....	13
图 13：沃尔玛电商市占率逐年增加，目前位列第三.....	13
图 14：沃尔玛的发展史.....	14
图 15：沃尔玛历史股价变化：与业绩增速、成长性及现金流相关.....	15
图 16：本土超市供应链管理滞后（2010 年）.....	16
图 17：沃尔玛、家乐福存货周转率水平领先（2010 年）.....	16
图 18：超市公司净利率仅有 2%-3%（2009-2011 年）.....	16
图 19：电商倒逼下，成本与效率决定经营分化.....	16

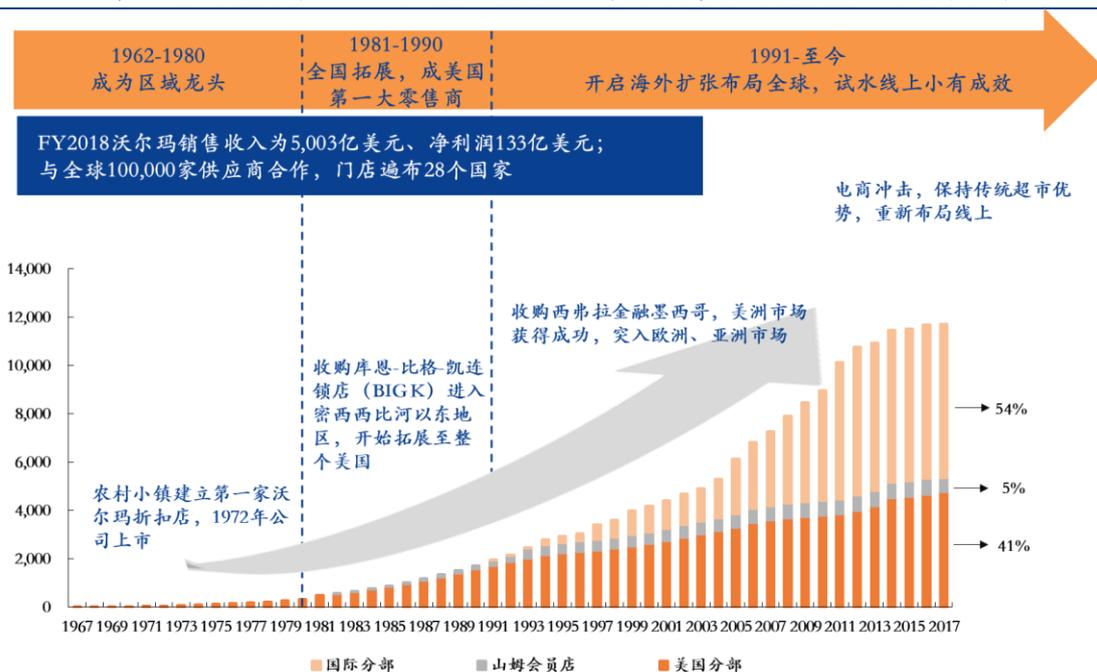
图 20: 网络购物用户规模增速持续放缓.....	18
图 21: 线上零售增速放缓, 渗透率渐饱和.....	18
图 22: 电商拓展长尾品类后与实体周转趋于均衡.....	18
图 23: 亚马逊近年人效下行明显 (单位: 万元/人/年) .....	18
图 24: 永辉超市公司发展可大致分为 5 个阶段.....	20
图 25: 永辉超市股价复盘: 影响因素依然为业绩增速、成长性及现金流.....	21
图 26: 若无新业务投入, 预计自 2016 年起, 公司经营性现金流净额扣除现金股利余额已呈上升趋势 (与 2016-2017 年股价增长有一定相关性) .....	21
图 27: 美国超市行业一定程度上受经济影响, 但刚性较强.....	22
图 28: 中国超市行业抗周期性较为明显.....	22
图 29: 2009-2017 年, 永辉超市以行业最快展店速度获得行业最高单店收入增速, 且成功实现全国性扩张.....	24
图 30: 公司以最不易获高盈利的营收结构, 获得了行业最高的净利率.....	24
图 31: 公司云超毛利率具备趋势上行条件.....	25
图 32: 云超板块人工费用率基本维持在行业较低水平.....	25
图 33: 云超板块净租金费用率已趋势下降.....	25
图 34: 国内便利店盈利能力较差, 门店密集度要求高.....	26
图 35: 超市生鲜营收占比波动揭示: 即时消费属性走强.....	26
图 36: 以社零总额及人口数为权重估算, 山东超市规模约 2000 亿元级别.....	27
图 37: 2015-2017 年, 公司会员客单价处上升趋势.....	28
图 38: 2015-2017 年, 公司会员到店频次在下降.....	28
图 39: 公司同比店面中, 农村综超毛利率始终高于社区综超.....	28
表 1: 沃尔玛盈利能力、周转效率及 ROE 均高于国内龙头.....	6
表 2: 新建、并购并举, 开启海外扩张.....	11
表 3: 沃尔玛自 2010 年成立统一电子商务部门后, 已在全球进行约 26 笔电商相关收购.....	13
表 4: 国有企业人效较低, 电商倒逼下优势民营企业维持净利增长 (人效单位: 万元/人/年) .....	16
表 5: 国有企业人员费用率较高, 优势民营企业人员管控能力突出 (人员费用率为超市企业费用端绝对大头, 占三费比重 40%左右) .....	17
表 6: 民营优势企业坪效较高 (坪效单位: 元/平方米/年), 注: 表中公司坪效为所有业态租赁面积平均坪效, 2017 年公司大卖场及综超同店租赁面积平均坪效约为 8945 元/平方米/年 (坪效单位: 元/平方米/年) .....	17
表 7: 以 2011 年及 2017 为拐点, 国内超市行业经历三阶段格局衍变.....	18
表 8: 2018 年社零数据更新及历史同比环比变化.....	22
表 9: 行业估值比较.....	29

## 1. 复盘海外：观沃尔玛成长路，探其规模及股价变化原由

### 1.1. 沃尔玛：发展始于小镇，已成全球超市巨头

发展始于小镇，50载精耕细作，已成全球超市巨头。沃尔玛成立于美国，发展始于阿肯色州罗杰斯城（一个人口仅6000人的小镇），其前身以杂货店经营业态为主（1945年起于阿肯色州本顿维尔经营），后于1962年起顺应折扣店发展浪潮，以农村包围城市战略逐渐向外扩展渗透，逐步发展成为区域龙头，并于1972年于纽约交易所成功上市；1981年起，沃尔玛开始由区域向全国扩张，采取逐步填充后滚动外拓的发展战略，并于1982年、1987年增设山姆会员店及购物中心业态（后者为后期主要业态），至20世纪90年代初超越西尔斯及凯马特，成为全美第一大零售公司；1991年起，沃尔玛开始走向国际舞台，先后拓展美、亚、欧市场，不断完善供应链环节，扩大国际业务范围，并顺应电商趋势发展线上业务。沃尔玛坚持以“天天平价”（EDLP）及“天天低成本”（EDLC）理念，50载精耕细作，凭借高效的供应链管理、不断优化的信息技术和与时俱进的业态，至2018年1月已成为拥有11718家门店，230万员工，遍布28个国家，现代食品零售业市占率10%的全球超市巨头；据公司公告，沃尔玛2018FY 单年营收为5003亿美元、净利润98亿美元。

图1：截止2018FY，沃尔玛共拥有11719家门店（覆盖28个国家），全球现代食品零售市占率10%、位列榜首



资料来源：公司公告，Euromonitor，安信证券研究中心

当前业务运营含三个分部，美国分部仍为主要收入、利润来源。据公司公告，沃尔玛业务运营可分为三个部分：美国分部，国际分部和山姆会员店，其中：1) 美国分部营收占比约64%、营业利润占比约74%，营业利润率约5.6%，仍为主要收入、利润来源；2013-2017年营收CAGR为3.3%，营业利润CAGR为-4.8%；截止FY2018涉及实体零售店4761家（包括购物广场、折扣店及社区店及其他各3561、400、800家）及线上业务115亿美元收入，主要靠自有物业展店、自有物流配送（二者占比分别为84.5%、65.6%）。2) 国际分部营收占比约24%、营业利润占比约22%，营业利润率约4.5%，主要负责阿根廷、巴西、加拿大、智利、中国、印度、日本、非洲、中美洲、墨西哥、英国等27个国家超市经营（包含国外山姆会员店）；2013-2017年营收CAGR为-3.6%，营业利润CAGR为1.0%；截止FY2018

共拥有门店 597 家，主要靠租赁展店（占比 66.3%），物流自有、租赁、第三方比例约 1:2:1。  
3) 山姆会员店营收占比约 12%，营业利润占比约 4%，营业利润率约 1.7%，主营仓储式购物中心业务，实行会员制；2013-2017 营收 CAGR 为 0.9%，营业利润 CAGR 为-14.6%（包含部分油价影响，排除两者年复合增速分别为 1.9%、-18.9%）。

图 2：沃尔玛的 5 种主要业态



折扣店：定位针对低收入家庭阶层的消费者，只提供少量杂货，平均面积 104815 平方英尺/店，1962 年首设。

会员制仓储式购物中心：少量精品，仓储会员制运营，平均面积 134117 平方英尺/店，1983 年首设。

购物广场：沃尔玛最主要的业态，美国分部该业态比重为 75%，平均面积 177613 平方英尺/店，1988 年首设。

社区店：三种主要业态的补充，主要提供杂货，平均面积 37639 平方英尺/店，1998 年首设。

加油站

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：图中单店面积为截止 FY2018 平均数据，1 平方英尺约为 0.0929 平方米

美国本土市占率约 50%，各项指标领先国内龙头。50 年发展过后，沃尔玛已于美国超市行业占据霸主地位：据公司公告及美国商务普查数据，沃尔玛美国本土市占率目前高达 50%，2018FY 单年本土收入合人民币 2.4 万亿元，远高于国内超市龙头高鑫零售、永辉同期单年 1076 亿元、586 亿元营收规模。一方面，较高的收入规模及市占率使得沃尔玛对于上游议价权、下游定价权优势突出；另一方面，长期发展过程中的供应链精耕及管理迭代，使得沃尔玛效率相比同行更高，自有品牌发展更好，且在人员、租金、物流等费用端可形成规模效应；较高的盈利能力、周转水平加之杠杆因素影响，导致沃尔玛近年 ROE 稳态水平高于国内龙头。事实上，由于国内超市企业人力成本更具优势、门店租赁比例更高，在规模优势形成、盈利能力上升后，若不考虑杠杆因素，ROE 可能上升空间更大；但同时，在中国当前独特发展背景及经济环境下，行业未来趋势或仍存变数。据此，我们首先复盘沃尔玛成长路，借以其寻找当前国内超市龙头的成长可能，进而探寻当前环境对龙头发展的边际影响。

表 1：沃尔玛盈利能力、周转效率及 ROE 均高于国内龙头

		沃尔玛	永辉超市	高鑫零售	家家悦
毛利率	2016	24.9%	20.2%	23.9%	21.6%
	2017	24.7%	20.8%	24.1%	21.7%
收入（亿元）	2016	33,325	492	1034	108
	2017	31,691	586	1076	113
本土收入（亿元）	2017	24,106	586	1076	113
自有品牌比例		20%	5%-10%	10%	9.0%
净利率	2016	2.8%（之前约 3.5%）	2.5%	2.6%	2.3%
	2017	2.0%	3.1%	2.9%	2.7%
费用率	2016	21.2%	17.0%	20.7%	17.9%
	2017	21.5%	17.3%	21.1%	17.6%
人效 （万元/人/年）	2016	145	70	68	65
	2017	138	69	70	67
坪效 （元/平方米/年）	2016	30,817	11,512	14,120	9,892
	2017	29,458	11,155	13,672	10,070
SKU 数		万级	万级	万级	万级

资产周转率 (次/年)	2016	2.4	2.0	1.7	2.1
	2017	2.5	1.9	1.7	1.9
固定资产周转率 (次/年)	2016	4.2	16.1	3.8	9.6
	2017	4.3	17.3	4.0	9.8
租赁门店占比	2016	-	约 97%	68.8%	91.7%
	2017	14.6%	98.1%	69.5%	91.8%
流动资产周转率 (次/年)	2016	8.2	3.0	4.1	2.9
	2017	8.5	2.9	3.8	2.5
存货周转率 (次/年)	2016	8.3	8.2	5.5	6.8
	2017	8.6	8.5	5.2	7.0
现金周转率 (次/年)	2016	64.0	7.9	13.7	5.0
	2017	70.5	9.2	11.1	3.9
权益乘数	2016	2.5	1.6	2.7	2.6
	2017	2.6	1.6	2.7	2.5
ROE	2016	17.2	7.9	12.1	10.8
	2017	12.7	9.3	12.7	12.5

资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心，注：家家悦坪效为大卖场综超租赁面积坪效，高鑫坪效以 50%经营比例假设参照永辉做归一化处理

## 1.2. 复盘沃尔玛成长路：大致可分为三个阶段

### 1.2.1. 应折扣店兴起之浪潮以小镇为始，危机中逆势突围成区域龙头：1962-1980

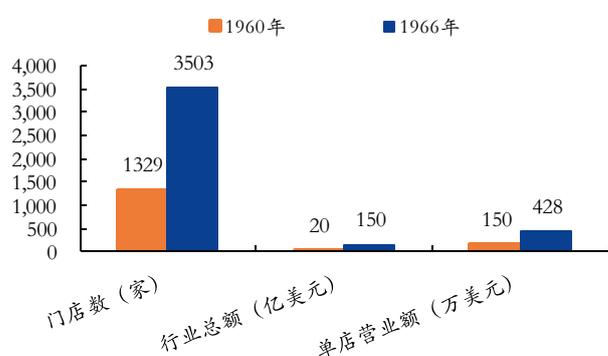
**应需而起：20 世纪 60 年代，美国新兴折扣店进入快速发展时期。**所谓折扣店，是指面积约 3000-6000 平方米、销售品类包括食品杂货、电器、服饰等传统百货店商品的折扣概念业态；相对杂货店面积更大、商品种类更全，相对购物广场商品包装及结构更为简单、门店位置较为偏远，因而可享受更廉价的租金及销售成本，也是沃尔玛成立早期的最主要业态。第二次世界大战（1939-1945 年）后，住房及家庭的重建以及战时压抑商品需求的释放，加之物价上涨，消费者对折扣商品偏好迅速上升；20 世纪 60 年代，应需而起，以沃尔玛、凯马特、沃柯、塔吉特为代表，未来四大折扣店同年开店，并推动美国新兴折扣店进入快速发展时期。据《从乡村小店到零售巨头，全方位剖析沃尔玛的成功历程》，从 1960 年至 1966 年，美国折扣店数量从 1329 家增至 3503 家，行业总额从 20 亿美元增至 150 亿美元，店均销售额从 148 万美元/店增至 428 万美元/店。此时，西尔斯等大型零售商试图以降价促销加以应对，但因其选址及销售模式决定的高成本、高价格，未能对折扣店构成长期竞争。

图 3：美国折扣店业态与杂货店对比

类型	平均营业面积 (平方米)	平均营业额 (万美元/店/年)	坪效 (美元/平方米/年)
1966 年折扣店	6000	428	约 700
1960 年折扣店	3500	150	约 430
杂货店	200-300	10-20 万	约 600

资料来源：《从乡村小店到零售巨头，全方位剖析沃尔玛的成功历程》，安信证券研究中心

图 4：20 世纪 60 年代，美国新兴折扣店进入快速发展时期

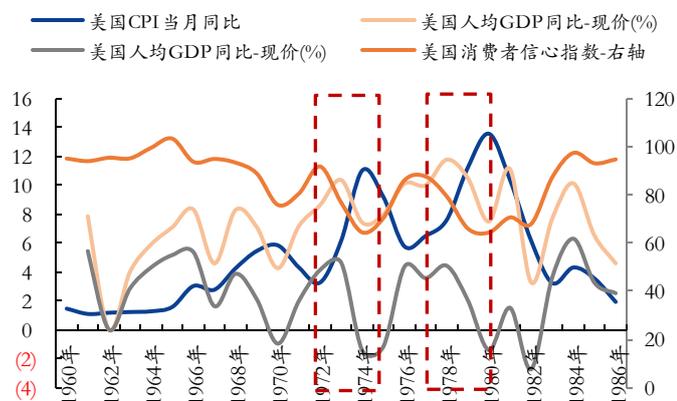


资料来源：《从乡村小店到零售巨头，全方位剖析沃尔玛的成功历程》，安信证券研究中心

以小镇为主要目标，沃尔玛并未与竞争对手直面竞争。这一时期，相比凯马特、沃柯等竞争对手，起步之初的沃尔玛在资金及规模上并不具备优势：据公司公告，截止1967年，沃尔玛折扣店仅有19家，单年销售额约900万美元，距离凯马特同期250家门店及8亿美元销售额、沃柯同期近90家折扣店的规模有较大差距。与之对应，沃尔玛并未与竞争对手直面竞争，反而选择以小镇为主要目标，在5000-10000人口的农村小镇展店运营（同期凯马特、沃柯展店区域目标分别为人口大于5万镇子及人口2.5-7.5万人的小城市）；通过设置拳头产品（如保健品及美容产品）及极低的商品加价率（一般为30%），在区域获得良好客流及口碑，顺利扩张；同时，沃尔玛开始着手建立自己的配送中心，意图解决规模较小、位置相对偏远因而物流商不愿直接为门店配货的问题。至FY1970，沃尔玛单年销售额已达3100万，折扣店数量增至51家，区域扩展至5个州，拥有一个5500平方米的配送中心，成为一个初具规模的区域性连锁折扣店企业。1970年，为解决展店债务问题并筹集资金，沃尔玛正式在纽交所挂牌上市。

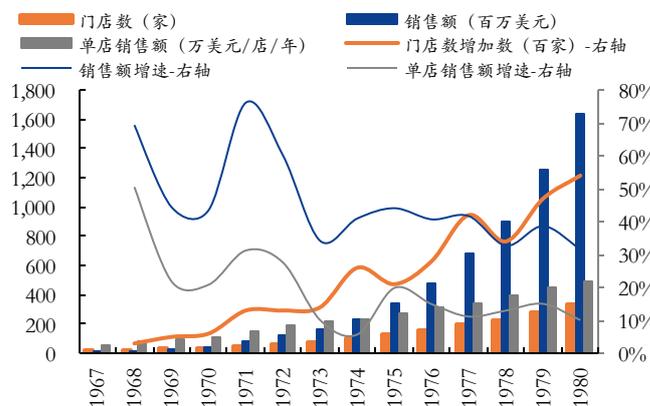
上市解决资金问题，危机中逆势突围。1973、1978年美国接连爆发两次石油危机，经济衰退、物价上涨造成滞胀局面，消费者积极性明显下滑，这为折扣店同时带来机遇与挑战：一方面，折扣店相对百货、购物广场成本端具备优势，价格相对低廉，在经济下滑背景下受影响相对较小，在零售业态中占有率有所提升；但另一方面，因为同样遭受收入端的缩减及成本端的人力、租金、利息上升压力，故而内部出现分化局面：一些业内公司开始亏损甚至倒逼（如沃柯最终于1983年退出），而优势企业（诸如沃尔玛、凯马特）则得以快速扩张，沃尔玛由于小镇起步错位竞争，且供应链管控突出，成本更具优势。在上市获得资金支持后，凭借天天平价策略聚客，沃尔玛于危机中逆势突围，展店速度反而提升，销售额及单店营业额均保持较高增速，并逐步向东南部及中西部扩展；截止20世纪80年代初期经济衰退基本结束、通胀恢复到正常水平时，沃尔玛已拥有约400家门店家门店，覆盖11个州，成为营业额突破15亿美元的区域性零售公司。此外，在这一时期，沃尔玛也采取收购方式实现扩张：虽然相对自建，这种模式更需要时间去整合物流及供应链，并对短期盈利能力造成压力，但可以助力其先于竞争对手、快速抢占市场。

图 5：1973、1978 年爆发两次石油危机，经济衰退物价上涨造成滞胀，消费者信心指数明显下降



资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心

图 6：沃尔玛于危机中逆势突围：展店加速，销售额及单店营业额均保持较高增速

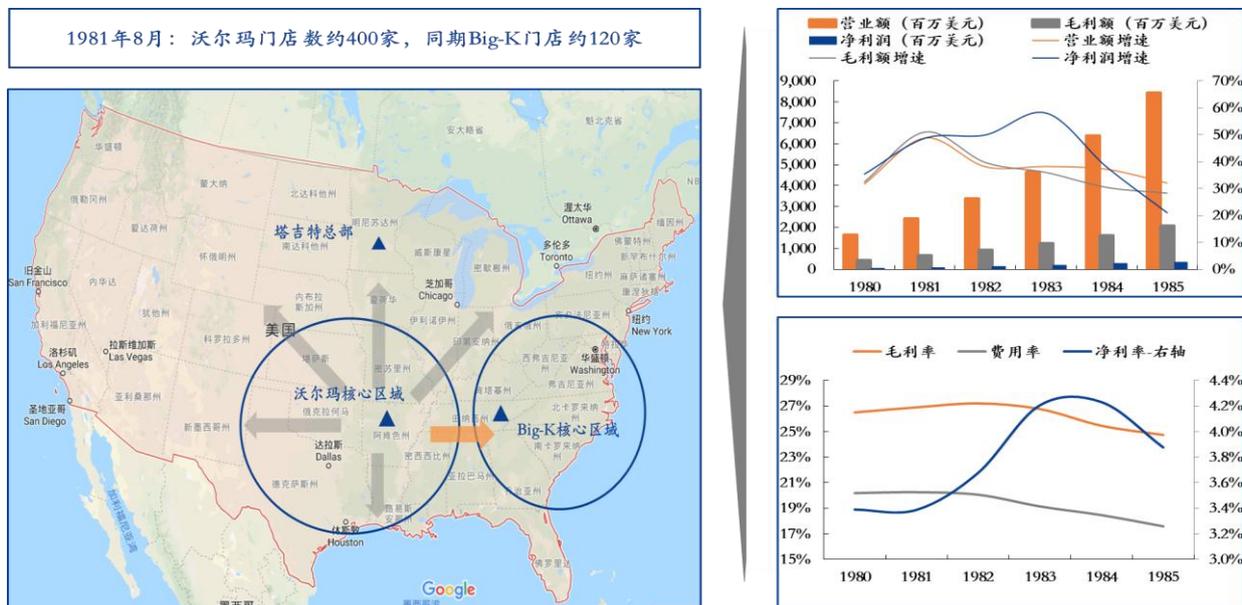


资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：图中门店均为折扣店

1.2.2. 以低成本支撑低价，以系统优化支撑效率，滚动填充成全美第一大零售商：1981-1990

乘胜追击，收购 Big-K，进军美国东南部。事实上，不止沃尔玛，在前文所述的折扣店发展黄金时期，凯马特、沃柯、塔吉特亦纷纷开始扩张，至 1970 年底均有所成；其中，凯马特与沃尔玛的折扣店理念更为相近，塔吉特的目标定位相对高端，产品线质量更高，价格更高，重点品类为家具及家用电器；相反，沃柯由于百货类商品占比更高，受经济影响更大，且在租金、人力上涨条件下其效率不足以支撑继续扩张运营，最终于 1983 年退出。进入 20 世纪 80 年代，沃尔玛作为中西部的折扣店区域龙头，开始开启跨区域扩张的步伐：1981 年 8 月收购 Big-K（后者总部位于田纳西州，共计 120 家门店，覆盖东南部 9 个州），借以抢先凯马特进军美国东南部。值得一提的是，沃尔玛快速完成了原有门店近 1/3 体量的收购整合，并在其先期展店回收及规模优势推动下，收入、利润维持快速增长，盈利能力不降反升。

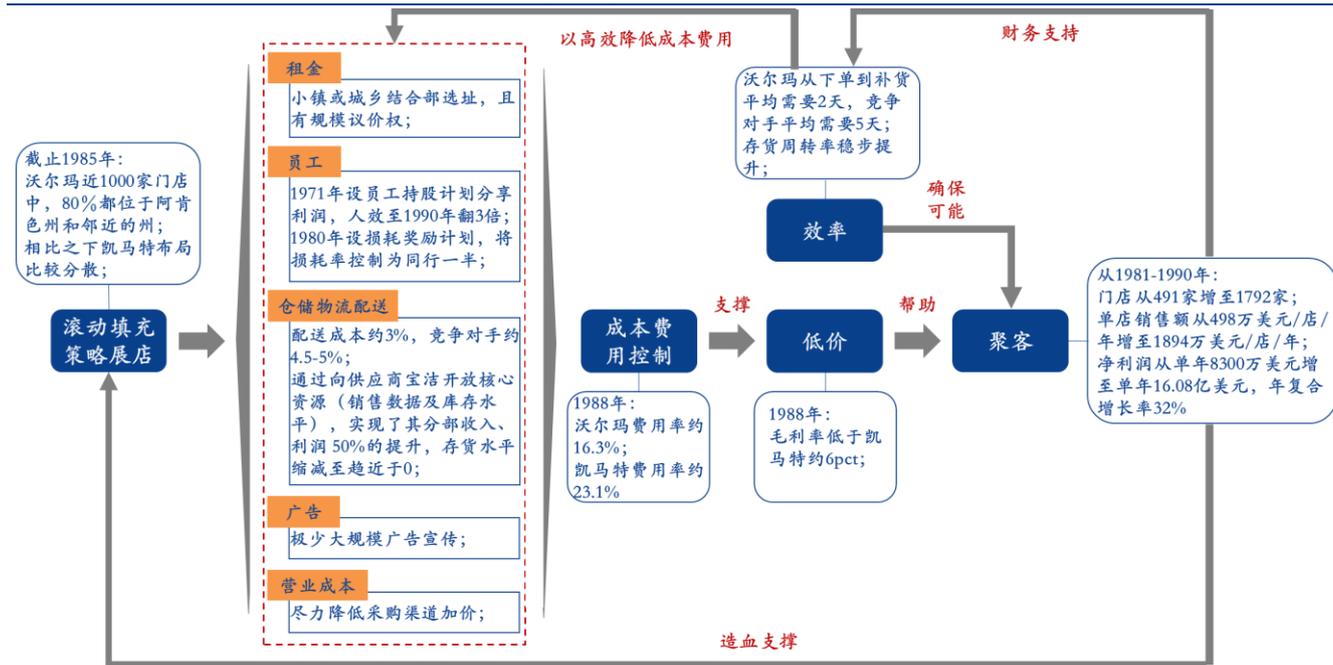
图 7：收购 Big-K 抢先凯马特进军东南部，较快完成原有门店近 1/3 体量的收购整合，收入、利润维持较快增长，盈利能力不降反升



资料来源：公司公告，维基百科，安信证券研究中心

以成本控制支撑低价，以系统优化支撑效率，滚动填充成全美第一零售商。同期，沃尔玛以总部阿肯色州为中心，开始向各个方向拓展；而成本控制下的天天低价策略以及系统、供应链优化下的效率支撑助力其最终顺应经济回暖，超越竞争对手：1) 沃尔玛在拓展过程中采取滚动填充策略，即先在已进入地区周围充分发展，再向邻近州扩张，并且所开店面要在配送中心 500km 半径范围内，并且多选择小镇或城乡结合部选址，进而在获客、租金、物流、仓储方面控制成本、形成规模效应。2) 通过员工购股计划及损耗奖励计划，绑定员工利益，提升人效、降低员工费用及损耗；3) 通过自动化配送中心、卫星通讯系统、电子数据交换系统、协同补货系统、UPC 扫描设备、自建配送车队等方式，完成系统及供应链优化，进而降低周转及人工成本，支撑低价聚客理念下的高效运营。高效的供应链、极佳的成本控制能力、以及天天低价的成功聚客推动沃尔玛迅速迭代成长：1981-1990 年，沃尔玛营收年复合增长率 29.6%，净利润年复合增长率 32%；至 1990 年底，单年营业额已达 326 亿美元，净利润已近 13 亿美元，超越西尔斯及凯马特，成为全美第一大零售公司。

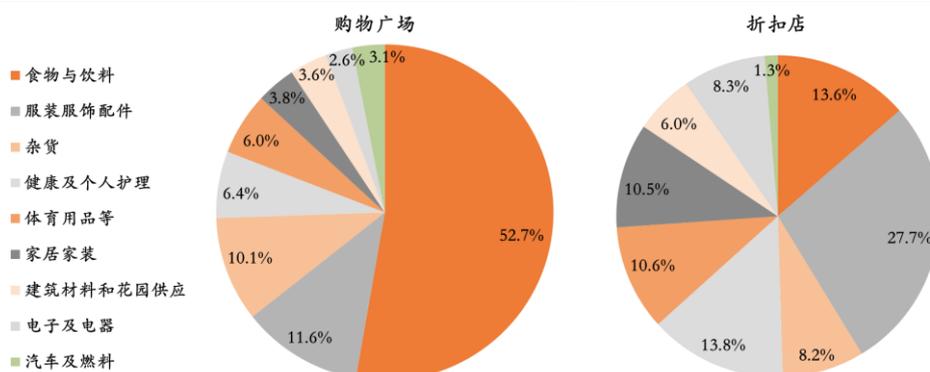
图 8：沃尔玛成长逻辑：以成本控制支撑低价，以系统优化支撑效率，迭代获利



资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

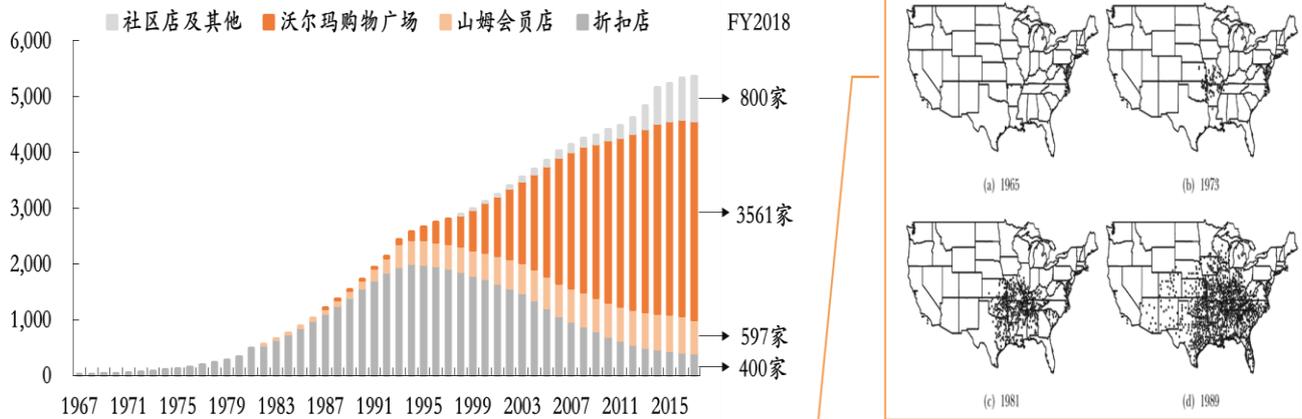
顺应消费者需求，增设多种业态。折扣店助力沃尔玛紧抓外部机遇、成为极有竞争力的超市龙头，但并不是沃尔玛一以贯之的唯一业态；20世纪80年代，随着行业的发展以及竞争的加剧，商品价格及利润空间不断下降，唯有精明的经销商得以留存，并凭借极低运营经费将利润压缩到5-7%，远低于行业22%利润水平。沃尔玛以天天低价贯穿始终，并试图寻找新做法进行变革：1) 山姆会员店：1982年开设第一家，定位为会员制仓储超市，客群包含小企业业主和其他整批购物顾客，平均面积约为折扣店1.3倍，通过少SKU、深库存、大包装模式，提升上游议价权、降低运营成本、促进周转进而让利消费者，并拓展盈利来源至会员费收入；2) 购物广场：1987年开设第一家，是后期替代折扣店的国内最主要业态，定位一站式购物大众消费，相比折扣店面积约为1.7倍、食品类占比更高、百货类占比更少，主要设于城乡结合区域，并受益于城市扩张获得增量客流。截止FY1991，沃尔玛共拥有1564家折扣店、148家山姆会员店（贡献20%营业额）、9家购物广场；特别指出，在后续发展阶段，沃尔玛也并未放缓国内扩张步伐，至FY2018底于美国已拥有3561家购物广场、597家山姆会员店（贡献12%营业额及5%营业利润）、400家折扣店。此外，顺应经济发展，沃尔玛于1998年起开始设立社区店等小型业态，并于2011年起加速扩张，至FY2018该类业态共计800家。

图 9：购物广场与折扣店品类比较：相比折扣店食品类占比更高、百货类占比更少



资料来源：US census bureau，1997 and 2002 Economic Censuses，安信证券研究中心，注：图中为1997年行业数据

图 10: 沃尔玛 1981 年后的国内扩张: 快速展店, 设山姆会员店, 布局购物广场 (后期国内最主要业态), 增社区店等小型业态



资料来源: 公司公告, *The Causes and Consequences of Wal-Mart's Growth*, 安信证券研究中心

### 1.2.3. 开启海外扩张, 布局全球有喜有忧, 增线上业务小有成就: 1991-至今

美国市场优势逐步显现, 新建、并购并举开启海外扩张。1990 年起, 随着行业渗透率的提升及龙头优势的增强, 美国超市行业开始进入整合兼并时期: 据美国统计局, 1990-2010 年, 美国日杂食品销售 CR4 由 17% 提升至 37%, 市场集中度大幅提升。在此背景下, 沃尔玛开启海外扩张道路, 自 1991 年起相继拓展美洲、亚洲、欧洲市场; 根据进入国家的经济发展水平、消费习惯及文化差异不同, 沃尔玛采取了不同的扩张方式: 1) 独资新建。当市场尚无强劲对手、进入难度不大、文化与本土差距较小时 (如波多黎各、巴西、阿根廷), 采取独立新建模式, 以最大化掌握控制权及盈利; 后随市场地位稳固, 以并购模式获得经营规模及市场迅速扩大; 但这种模式对资金投入要求较高、投资回收期较长、初期市场占领速度往往较慢; 2) 合资新建。当经济发展水平、消费习惯、文化差异较大、市场进入较为困难时 (如墨西哥及中国), 采取合资新建模式, 充分利用东道国零售企业的销售网络及经营经验, 根据当地市场状况制定经营策略, 并随发展壮大以控股并购当地龙头方式抢占市场份额; 3) 并购。针对行业发展较为成熟、市场进入难度较大的海外市场 (如加拿大、英国、德国、韩国、日本等), 采取并购模式, 既可获得优秀选址、削除竞争对手, 亦不会对供给造成过激反应、可减少竞争风险, 但这种方式对财力支撑及整合能力的要求较高。

表 2: 新建、并购并举, 开启海外扩张

国家和地区	时间	进入方式	合作/被收购方	至 FY2018 店面数	单店面积(平方英尺/店)
墨西哥	1991 年 11 月	合资	墨西哥最大零售商西弗拉	2,358	41,147
波多黎各	1992 年 8 月	自建	-	42	
加拿大	1994 年 11 月	并购	沃柯连锁店	410	129,468
巴西	1995 年 5 月	并购	Lojas Americanas	465	64,138
阿根廷	1995 年 8 月	自建	-	106	78,349
中国	1996 年 8 月	合资	泰国的卜蜂集团	443	166,174
德国	1997 年 12 月	并购	韦特考夫商店	2006 年 7 月撤出	
韩国	1998 年 7 月	并购	一家小型零售商	2006 年 5 月撤出	
英国	1999 年 7 月	并购	阿斯达公司	642	58,547
日本	2002 年 3 月	并购	西友百货	336	63,039
中美洲	2005 年 9 月	并购	中美洲零售控股公司	778	16,000
印度	2007 年 8 月	合资	巴帝集团	20	54,550
智利	2009 年 1 月	并购	零售商销售与服务集团 (D&S)	378	42,302

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：波多黎各在分部报告中属于沃尔玛美国而非沃尔玛国际

**布局全球，有喜有忧。**全球性扩张战略中，沃尔玛于各国所设业态有所不同，如：中美洲单店平均面积仅 16000 平方英尺，不及本土社区店 1/2；中国单店面积则约 166174 平方英尺，仍多为购物广场业态；整个国际分部来看，FY2018 沃尔玛单店面积约 58691 平方英尺，主要应仍为小型业态。整体而言，沃尔玛的全球化布局有喜有忧：在临近美国本土的美洲，由于消费习惯及文化相似，扩张相对顺利；但在亚洲及欧洲，由于以下几点因素的存在，其扩张遇到困局：1) 不能因地制宜，适应当地消费者习惯及文化。一方面，沃尔玛的经营策略并非在所有国家都行得通，如：日本消费者对于价格敏感性不及美国，甚至非常偏爱高品质、有特色的本国商品，使得“天天平价”吸引力大大减弱；韩国消费者大多为家庭主妇，身材较为娇小，很难被堆放高度高达 3-5 米、生鲜食品种类较少的仓储模式所讨好；德国人不喜欢美国式“一站式”购物，反而更喜欢阿尔迪等小型折扣店。另一方面，沃尔玛的管理及文化在德国（非常看重休假及准点下班）、日本（未聘用当地主管）等国推行也不够顺利。2) 海外扩张过程受到资源限制。如前所述，沃尔玛天天低价的背后，与其合理的网点及物流布局、卫星及信息系统的帮助密不可分，但在国际化扩张中，由于受到政策限制，其经营策略无法顺利贯彻，如：在中国，通讯卫星无法使用，全球采购系统很难发挥优势，且物流不够发达，跨区域配送难以实现；在日本，其“零售联网系统”及“全球采购系统”未与西友打通，因而许多商品不能及时向供应商付款，供应链优势也未能充分显现。3) 市场竞争。如：于德国、韩国、中国等地都遇到了来自本土企业及跨国企业的激烈竞争。

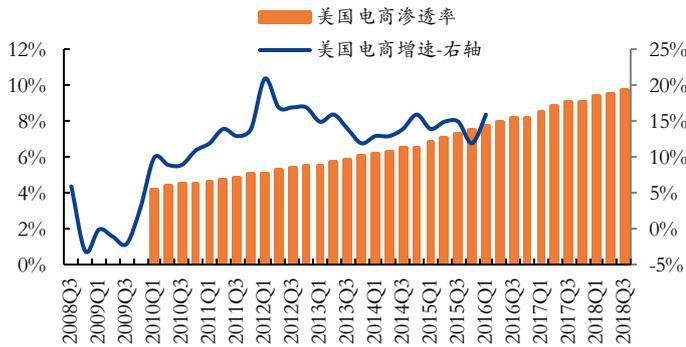
图 11：布局全球，有喜有忧：FY2018 沃尔玛门店分布图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

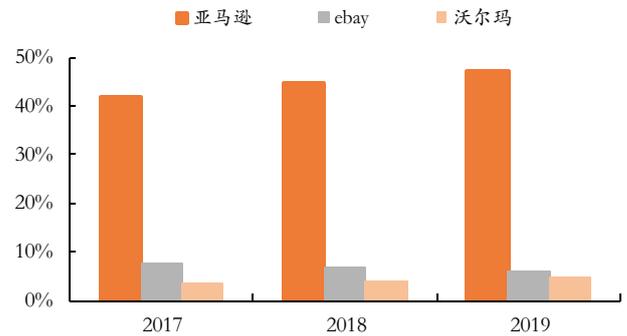
**增线上业务，小有成就。**20 世纪 90 年代，零售业电子商务开始兴起。沃尔玛于推进国内及国际化扩张同时，也开始试水线上业务，但在线上鲜有收获：据 Ad Age 报道，自 1996 年开启线上购物至 1999 年 5 月，沃尔玛网站共吸引了 45.2 万名访问者，仅为亚马逊的 7%。2011 年后，零售行业电商分流竞争开始加剧：以美国为例，据 ComScore Networks 及 Statistic，2010 年，继经济危机后，电商开始回暖，行业增速恢复 2 位数水平，并于 2018 年 Q3 渗透率增至 9.8%。在此背景下，沃尔玛开始发力线上业务：2007 年于 walmart.com 推出 Site to Store 服务（即网上下单、实体店就近取货）、2011 年在硅谷建立科技中心@WalmartLabs（沃尔玛实验室）、2016 年收购 jet.com 并与京东加强在中国合作，同时加强与微软、Google 等巨头合作力求发挥协同优势，加大物流设施投入力度...最终，其线上努力有所成就：据公司公告，自 FY2012-2016，沃尔玛全球线上业务实现 2.07 倍增长，FY2018 全美线上业务增速 44%；截止 FY2018，美国线上业务共实现 115 亿美元收入，占美国分部营收比重达 3.6%；电商市占率逐年增加，至 2019 年 2 月为 4.6%，仅次于亚马逊、ebay，位列行业第三。

图 12：2010 年起，美国电商行业迅速发展



资料来源：Statistic，安信证券研究中心

图 13：沃尔玛电商市占率逐年增加，目前位列第三



资料来源：eMarketer，安信证券研究中心，注：数据截止 2019 年 2 月

表 3：沃尔玛自 2010 年成立统一电子商务部门后，已在全球进行约 26 笔电商相关收购

时间	收购/投资/合作	对象	概况	金额 (美元)	辐射国家
2010~2014	5 笔收购未具体公布		电商领域企业		
2010	收购	Vudu	视频串流科技	1 亿	美国
2013	并购	Torbit	云网站加速器		美国
	并购	OneOps	云计算服务公司		美国
	并购	Tasty Labs	社文化软件孵化平台		美国
	并购	Inkiru	数据分析平台		美国
2014.4	并购	Adchemy	电商营销引擎优化		美国
2010~2015	收购	1 号店	电商平台		中国
2016.3	Jet 收购	Hayneedle	家具电商平台	9000 万	美国
2016.6	出售/获 5% 京东股权	1 号店	电商平台	价值 31.16 亿	中国
2016	增持/12.1% 股权	京东	电商平台		中国
2016.8	收购	Jet.com	电商平台	33 亿	美国
2017.1	收购	ShoeBuy	鞋类电商品牌	7000 万	美国
2017.2	收购	Moosejaw	户外用品电商品牌	5100 万	美国
2017.3	收购	ModCloth	时尚女装电商品牌	7500 万	美国
2017.6	收购	Bonobos	男装电商	3.1 亿	美国
2017.9	收购	Parcel	最后一公里物流平台		美国
2018.5	收购/77% 股权	Flipkart	电商平台	160 亿	印度
2018.8	投资/10% 股权	京东到家	物流配送	约 3.2 亿	中国
2018.9	收购	Cornershop	物流配送电商平台	2.25 亿	墨西哥、智利

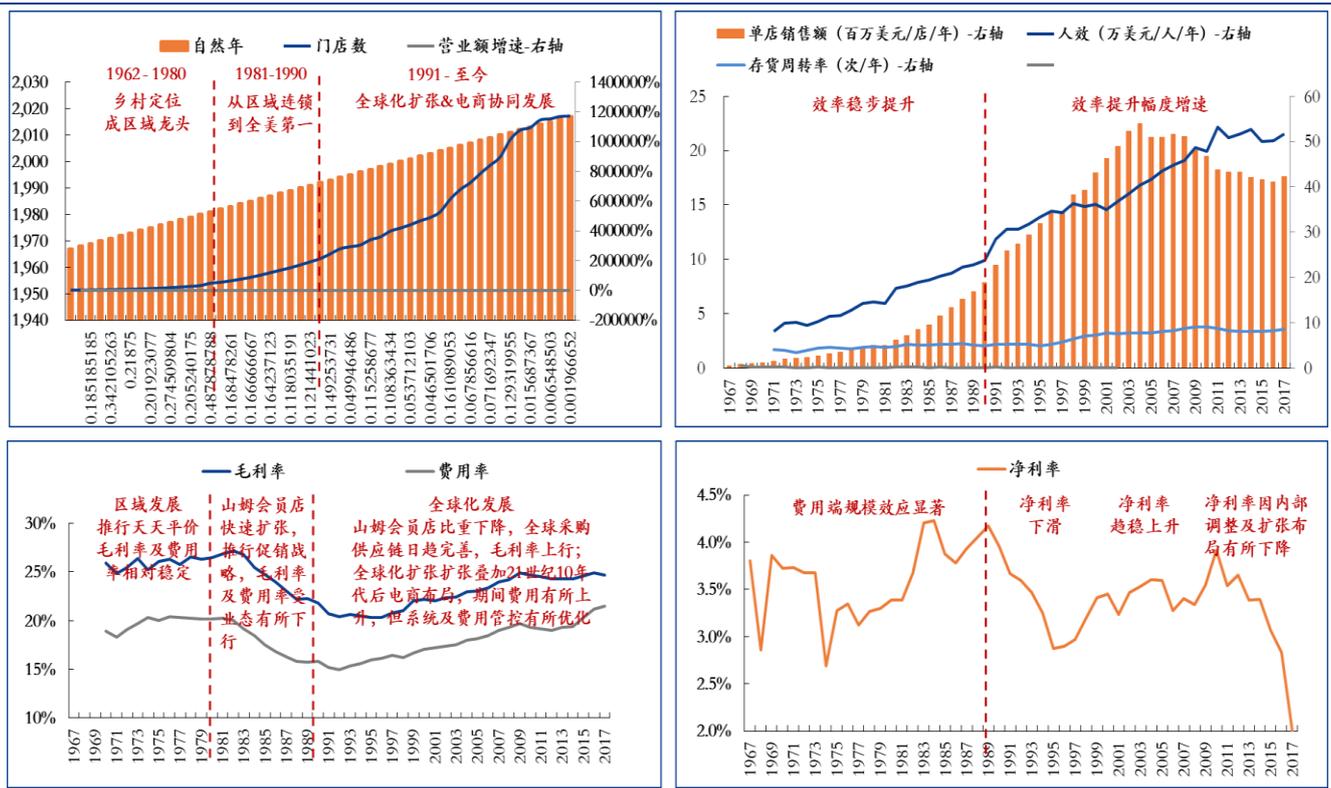
资料来源：高街高参，安信证券研究中心

### 1.3. 历史股价变化：与业绩增速、成长性预期及现金流相关

回顾沃尔玛 50 年成长史，业绩有所波动：1) 1962-1980 年，在区域扩张阶段，沃尔玛业绩处于快速增长期：由于推行天天平价策略，毛利率基本稳定（约 25% 水平），费用端管控良好，净利率相对波动较小；其营收、净利增长主要由快速展店（单店比例约 20%）以及单店销售额的同比大幅提升所推动，增速多次到达 50% 以上高位。2) 1981-1990 年，在全国性扩张阶段，业绩相对前期增速有所下滑，但仍稳步增长：从门店数目来看处于加速展店期，但由于基数增长，单店展店比重、单店销售额同比提升幅度均略有下降；山姆会员店的加入及其营收占比的逐步增加使得公司毛利率及费用率均有下行（仓储超市低毛利、低费率的特质），但由于费用端规模效应更加显著，净利率呈上升趋势；此外，系统的优化及管理的提升使得公司效率稳步增长，公司营收、净利维持 35% 左右增速。3) 1991 年-至今，在沃尔玛同时

推进国内外扩张的阶段，以 1995 及 2011 年为界，其效率及盈利能力波动有所变化：1995 年以前，其盈利能力主要由国外扩张所影响，受全球化扩张费用拖累，净利率大幅下滑，但受益于展店及单店销售额提升的营收端增长，净利润增长仍维持在 20% 左右水平；1995-2011 年，受益于国内外展店，山姆会员店店面及营收占比有所下降，叠加全球采购供应链愈发完善以及系统、费用管控优化，公司毛利率、净利率、效率均有所提升；2011 年以后，由于电商布局以及内部调整问题，公司毛利率及效率趋于平稳，净利率有所下降，营收、净利增速处于历史极低水平，但线上业务近年增速较高（FY2018 美国分部约增长 44%）。

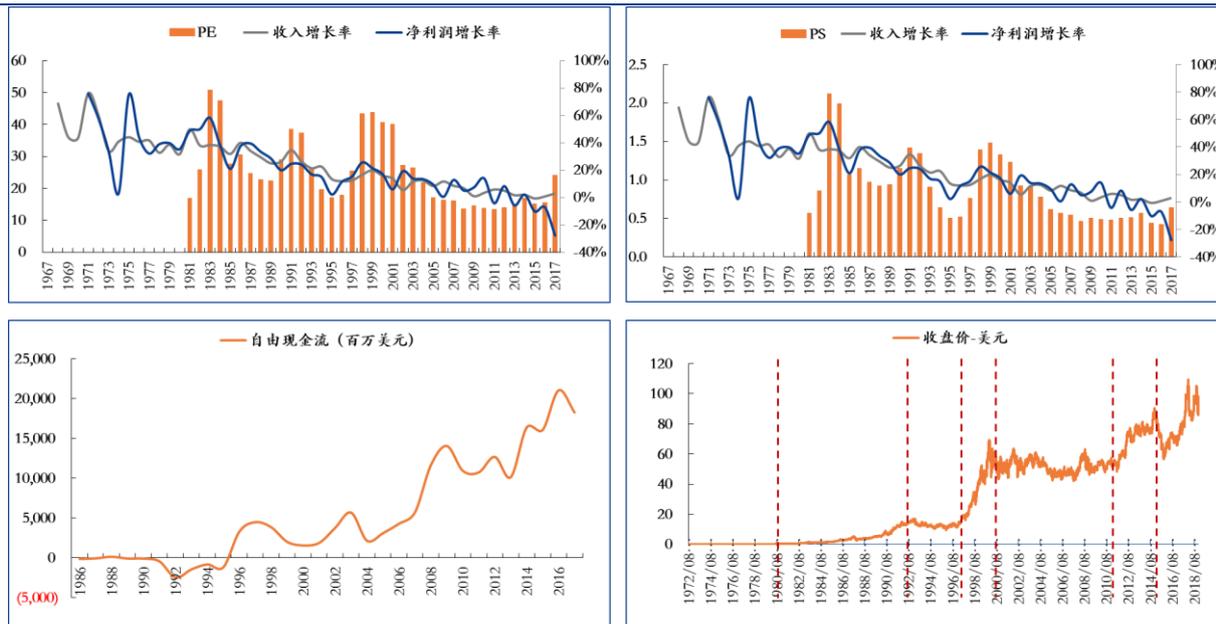
图 14：沃尔玛的发展史



资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

**历史股价变化：与业绩增速、成长性预期及现金流相关。**整体而言，如图 15，沃尔玛历史股价及估值变动与业绩增速高度相关；特别于 1962-1980 年快速增长期，估值提升明显，PE 最高达 50 倍，PS 最高达 2 倍。但同时，沃尔玛的估值变化趋势及其对应业绩增速给予溢价或折价情况亦与其成长性及现金流相关；由于彭博估值数据仅可追溯到 1980 年，我们看分阶段变化：1) 1980-1982 年，在已成区域龙头，开始向全国扩张的早期，沃尔玛单店净利增速高达 50%，但估值仅有 15-25 倍 PE；2) 1981 年 8 月以收购 BIG-K 吹响向全美扩张号角后，由于全美扩张可行预期，相对业绩增速开始给予估值溢价，PE 估值溢价高达 1.5 倍，至 1991 年底 PE 约 37 倍；3) 1992-1996 年，在全球化扩张初期，扩张的不确定性、扩张所带来的业绩承压以及自由现金流转负使得沃尔玛估值受挫，在净利增速基本维持在 10-15% 之时，估值从 37 倍下挫到 18 倍；4) 1997-2000 年，盈利能力及效率提升、现金流转正叠加国际化扩张速度加快使得估值上行至 40 倍 PE，同期净利增速仅 15-25%；5) 2000-2010 年，由于业绩增速下行（不及 15%）以及国际化扩张可行性出现瓶颈，估值下挫至 14 倍 PE；6) 2010-2014 年，受美股上升影响，估值略有回升至 16 倍；7) 2014-至今，由于电商分流及自身内部调整，公司效率基本维持平缓，盈利能力有所减弱，但由于规模扩大后对上游占款能力提升，现金流转好、自由现金流同比大幅提升，加之电商业务推进超预期、股息率持续提升，因而在净利增速甚至为负的前提下，PE 估值由 15 倍提升至 25 倍水平。

图 15: 沃尔玛历史股价变化: 与业绩增速、成长性及现金流相关



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2. 回看国内: 相比国外, 历史格局衍变因素不同, 龙头股价影响动因一致

### 2.1. 国内行业历史格局衍变: 推动因素与国外有所不同

如上所述, 沃尔玛的成功可归结为两点: 1) 低成本、高效率的成功经营战略, 即: 通过租金、员工、物流、仓储等多方面费用控制及成本缩减支撑低价策略执行, 并以先进技术系统提供效率支持, 进而造血迭代扩张; 2) 在大多数关键时点, 选择了行得通的方向。沃尔玛并非没有犯过错误 (诸如折扣药店、家装维修中心的尝试), 但幸运的是, 相对其他任何美国超市企业, 沃尔玛都更能把握、最终也更加受益于宏观经济局势的关键时点变化: 20 世纪 60 年代借助消费者需求释放大力推行折扣店; 20 世纪 70 年代两次石油危机中借助上市资金逆势加速展店, 并凭借天天低价战略一跃成为区域龙头; 20 世纪 80 年代初锁定因受前期经济影响而经营不善的区域龙头 Big-K, 一举收购进军美国东南部, 并在其后顺应经济回暖增设山姆会员店、购物广场等业态进而提升盈利能力...可以说, 成功的经营战略以及宏观经济变化下对于机遇的把握是沃尔玛成为全美市占率 50% 龙头的最重要两点原因。

**国内行业格局变迁: 推动因素与国外有所不同。**回看国内超市行业衍变, 在独特的经济发展状况、消费习惯及互联网趋势下, 其历史格局变迁推动因素与国外不同; 即: 从过往来看, 国内超市优势企业的内生性远超过宏观经济因素的外生性。以 2011 年及 2017 年为界, 以外资、国有、民营、电商及新零售业态为代表, 各路玩家共同推动了行业竞争格局的变迁:

**1) 2011 年以前为标准化供应链主导下的增量市场时期, 特点为外资当道、国有发展、民营滞后。**在国内超市行业发展之初, 其“舶来品”特征十分明显: 1995 年, 外资超市巨头开始进入中国, 经历几次政策调整, 受益于“超国民待遇” (即税收、租金等政策优惠) 迅速扩张。此时, 国内超市渗透率整体尚低, 外资超市 (以沃尔玛、家乐福为代表) 凭借食品及日用品等标准化品类的供应链优势 (上游多为外资企业品牌)、资本优势及运营组织能力, 顺应居民收入增加及消费理念转变, 以高性价比、一站式大卖场购物体验对接消费者需求, 得以快速扩张, 其布局重点多位于一二线城市。在这一标准化供应链主导的增量市场时代,

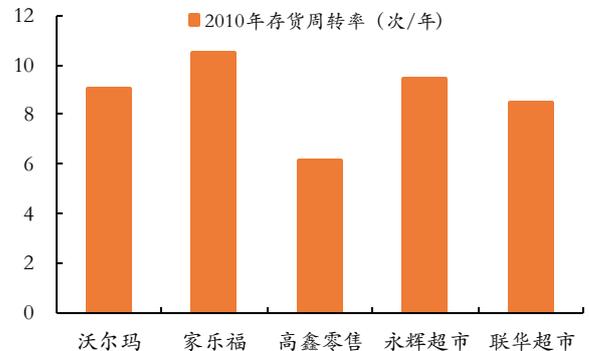
除外资超市外，主要国有超市（如华润万家、联华超市）受益于政策及物业优势，同样发展顺利；民营超市则在门店选址、供应链建设及人员管控等多方面欠缺经验及支持，多为粗放式经营，发展受限。

图 16：本土超市供应链管理滞后（2010 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

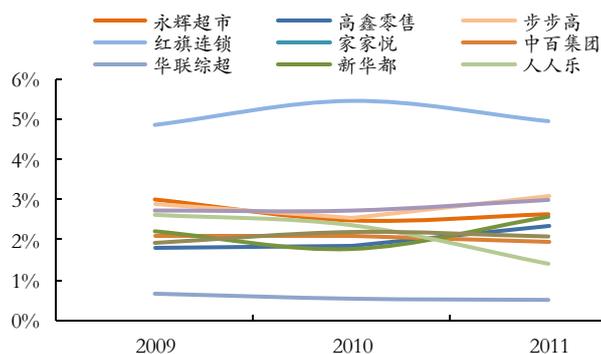
图 17：沃尔玛、家乐福存货周转率水平领先（2010 年）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：沃尔玛、家乐福为全球数据

2) 2011-2016 年为电商倒逼下的“存量”市场竞争时期，特点为外资退化、成本及效率决定内资分化。2009 年起，我国电商进入跨越式发展时代。电商的出现适应了消费者对于便利性及丰富性的需求，并通过渠道缩减提供低价，首先对线下超市标准化供应链品类造成冲击。在此背景下，外资超市原有优势弱化，加之“超国民待遇”的去除及房地产的升值，其在人员管控及本土运营等方面的短板逐渐暴露，退化明显。而内资超市同样受到影响，在规模较小、毛利率普遍偏低、净利率仅有 2%-3% 的前提下，唯有非标准化供应链及效率上具有明显优势的企业继续扩张，如永辉、高鑫零售、家家悦等；管理能力相对较差的公司则面临沉重经营负担，国有超市（如中百集团及联华超市）及部分区域龙头（如步步高、新华都、人人乐）净利润出现下滑，泽雨、天天壹加壹、天顺、九头崖等区域性超市纷纷倒闭。

图 18：超市公司净利率仅有 2%-3%（2009-2011 年）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：电商倒逼下，成本与效率决定经营分化



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注家家悦为 2011-2016 年复合增速

表 4：国有企业人效较低，电商倒逼下优势民营企业维持净利增长（人效单位：万元/人/年）

企业性质	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市	44	48	53	50	56	70	69
高鑫零售	66	66	66	64	66	68	70
家家悦	-	-	-	53	58	65	67
红旗连锁	31	30	32	38	35	38	46
三江购物	57	64	62	68	70	76	72
步步高	64	77	78	72	69	66	66
新华都	46	46	52	53	50	53	64

人人乐	民营	48	53	64	58	65	64	58
中百集团	国有	37	40	41	45	43	48	58
联华超市	国有	45	49	54	55	57	61	62
华联综超	民营	41	41	48	51	55	61	68

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：三江购物、人人乐、中百集团、联华超市、华联综超人效增长与人员缩减有关（无收入支撑）

表 5：国有企业人员费用率较高，优势民营企业人员管控能力突出（人员费用率为超市企业费用端绝对大头，占三费比重 40%左右）

	企业性质	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市	民营	6.3%	6.8%	6.6%	7.2%	7.5%	7.6%	7.7%
高鑫零售	民营/合资	5.6%	5.9%	6.1%	6.7%	7.4%	7.9%	8.0%
家家悦	民营	-	-	-	-	8.2%	8.2%	8.3%
红旗连锁	民营	-	10.8%	11.5%	10.6%	11.0%	11.2%	10.4%
三江购物	民营	7.0%	7.2%	7.9%	8.5%	9.0%	9.5%	10.5%
步步高	民营	5.0%	5.1%	5.4%	5.5%	5.8%	6.0%	6.3%
新华都	民营	5.3%	5.3%	5.9%	6.3%	7.6%	7.4%	7.2%
人人乐	民营	5.2%	5.5%	5.0%	6.3%	7.0%	7.8%	9.6%
中百集团	国有	5.6%	7.6%	8.0%	8.6%	8.5%	9.9%	9.8%
联华超市	国有	7.3%	8.5%	8.9%	9.3%	8.9%	9.3%	9.5%
华联综超	民营	6.8%	7.6%	7.9%	8.4%	8.3%	9.0%	8.4%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

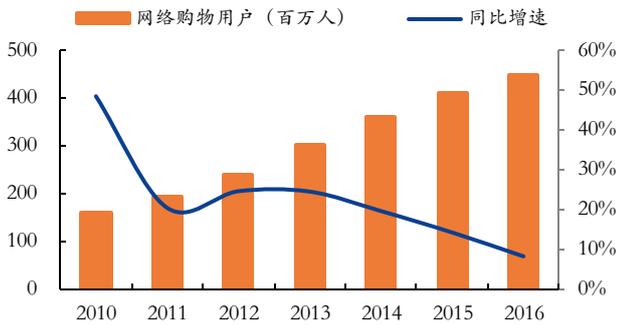
表 6：民营优势企业坪效较高（坪效单位：元/平方米/年），注：表中公司坪效为所有业态租赁面积平均坪效，2017 年公司大卖场及综超同店租赁面积平均坪效约为 8945 元/平方米/年（坪效单位：元/平方米/年）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市	民营	11,262	12,015	11,633	11,893	11,508	11,512	11,155
高鑫零售	民营/合资	17,309	16,742	15,868	14,692	14,264	14,873	13,606
家家悦	民营	-	-	-	-	-	7,060	7,176
红旗连锁	民营	-	13,595	14,335	14,796	11,635	11,689	13,347
三江购物	民营	10,984	11,450	10,430	9,885	9,982	10,931	9,830
步步高	民营	-	-	-	-	-	-	4,401
新华都	民营	-	-	-	-	-	-	8,606
人人乐	民营	7,568	7,599	6,693	6,732	6,560	-	6,167
中百集团	国有	-	-	-	-	-	-	-
华联综超	民营	-	-	-	9,010	8,632	7,761	7,536

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：表中为单位租赁面积口径坪效，高鑫零售转租面积相对较高，假设 50% 转租比例（公司公开调研数据估算）对标永辉做归一化处理（据公司公告计算，永辉转租比例约 18%）；新华都为经营面积坪效，表中省略为公开资料中不可得数据

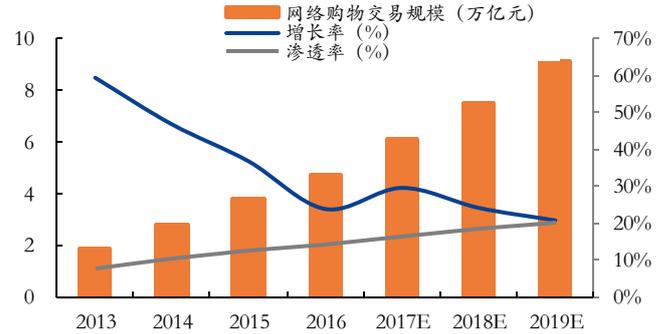
**3) 2017 年起为双线融合新阶段，特点为电商及新零售业态入局、竞争加剧，行业加速集中。** 2017 年起，随着线上品类红利、人口红利、流量红利的收窄及线下超市赋能增效需求的出现，行业双线融合发展趋势渐明：线上玩家反噬线下，试图获取线下流量，并补齐最后一公里卡位催化体验升级、摊销物流成本；线下拥抱线上，利用双向引流、门店数字化升级及供应链优化力求改善效率问题；同时，线下企业间也正通过多种方式（如永辉生鲜运营能力的输出）优势互补...行业进入双线融合新阶段。诸如盒马鲜生、每日优鲜、钱大妈等新零售及社区业态的入局，加之双线龙头互补短板、对线下供应链水平及效率提出更高要求，行业竞争加剧、加速集中为必然趋势；即：过去几年中，受到社零增速放缓及电商分流双重压力的线下企业，若无转型，未来几年会更加难过。而 2017 年以来，包含有利、华普超市、新一佳等多起区域超市龙头破产事件，以及永辉超市之于广州百佳、家家悦之于青岛维客及张家口福悦祥、步步高之于家润多等多起行业优势龙头对区域龙头的兼并事件，即为印证。

图 20: 网络购物用户规模增速持续放缓



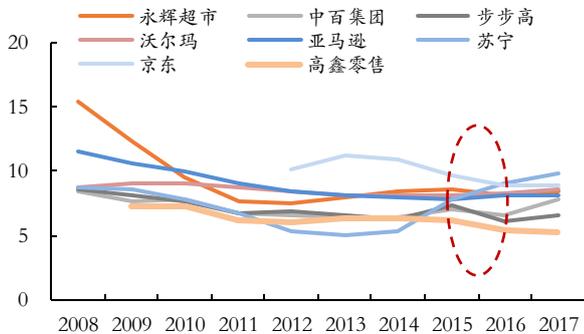
资料来源: 中国互联网络信息中心, 安信证券研究中心

图 21: 线上零售增速放缓, 渗透率渐饱和



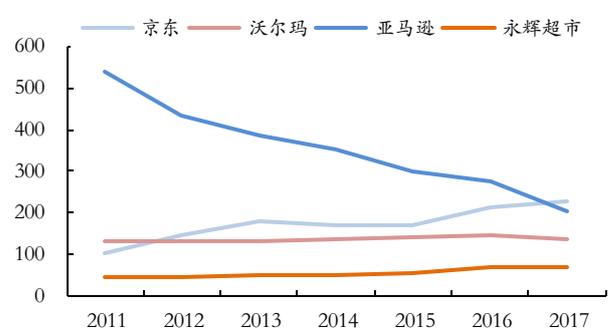
资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图 22: 电商拓展长尾品类后与实体周转趋于均衡



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心, 注: 图为存货周转率对比, 单位为次/年

图 23: 亚马逊近年人效下行明显 (单位: 万元/人/年)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 7: 以 2011 年及 2017 为拐点, 国内超市行业经历三阶段格局衍变

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
外资龙头	沃尔玛 (中国)	含税销售额 (亿元)	340	400	430	580	722	724	735	767	803
		同比		18%	8%	35%	24%	0%	2%	4%	5%
		门店	175	219	271	395	407	411	432	439	441
		净增加量		44	52	124	12	4	21	7	2
外资龙头	家乐福 (中国)	含税销售额 (亿元)	366	420	452	453	467	457	401	505	498
		同比		15%	8%	0%	3%	-2%	-12%	26%	-1%
		门店	156	182	203	218	236	237	234	319	321
		净增加量		26	21	15	18	1	-3	85	2
国有龙头	华润万家	含税销售额 (亿元)	680	718	827	941	1004	1040	1094	1035	1036
		同比		6%	15%	14%	7%	4%	5%	-5%	0%
		门店	2,926	3,155	4,058	4,423	4,637	4,127	3,397	3,224	3,162
		净增加量		229	903	365	214	-510	-730	-173	-62
国有龙头	联华超市	含税销售额 (亿元)	672	701	681	657	688	618	605	598	565
		同比		4%	-3%	-4%	5%	-10%	-2%	-1%	-6%
		门店	5,599	5,239	5,221	4,762	4,600	4,235	3,912	3,648	3,451
		净增加量		-360	-18	-459	-162	-365	-323	-264	-197
民营/合资	高鑫零售	含税销售额 (亿元)	503	637	743	888	952	1,022	1,079	1,113	1,111

优势企业	同比	27%	17%	19%	7%	7%	6%	3%	0%	
	门店	156	184	230	273	323	372	409	446	460
	净增加量	28	46	43	50	49	37	37	14	
永辉超市	含税销售额 (亿元)	102	160	203	279	351	430	493	544	654
	同比	56%	27%	37%	26%	23%	15%	10%	20%	
	门店	122	156	204	249	292	337	394	487	806
家家悦	净增加量	34	48	45	43	45	57	93	319	
	含税销售额 (亿元)	101	123	162	181.9	190	209	230	238	249
	同比	22%	32%	12%	4%	10%	10%	3%	5%	
民营区域龙头	门店	489	524	573	595	601	608	623	644	681
	净增加量	35	49	22	6	7	15	21	37	
	含税销售额 (亿元)			134	145	147	160	160	145	138
华联综超	同比			8%	1%	9%	0%	-9%	-5%	
	门店			112	130	140	145	180	169	156
	净增加量			18	10	5	35	-11	-13	
人人乐	含税销售额 (亿元)	102	117	138	151	131	128	118	105	100
	同比	15%	18%	9%	-13%	-2%	-8%	-11%	-5%	
	门店	90	108	126	131	128	117	114	121	125
	净增加量	18	18	5	-3	-11	-3	7	4	

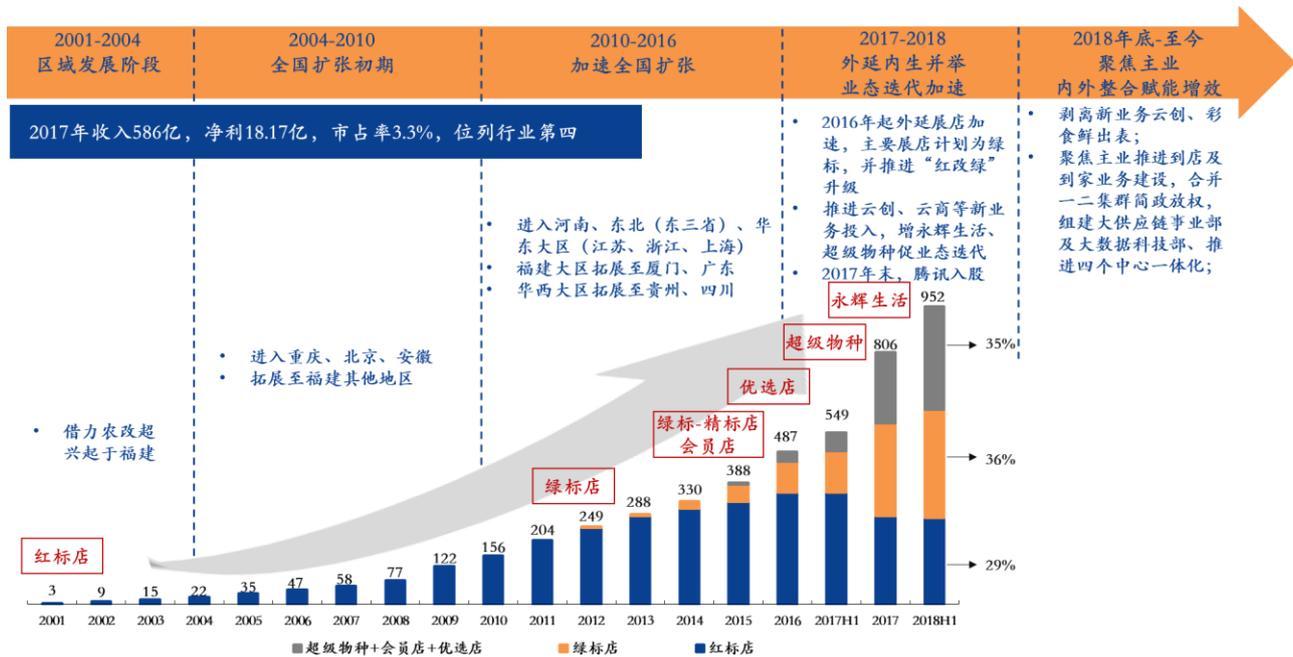
资料来源：中国连锁经营协会，安信证券研究中心，注：家乐福2016年增长为口径变更为大中华区所致，联华超市统计口径包含2009年并购的华联，华润万家统计口径不包含2011年并购的乐购，沃尔玛2012年并入好又多门店及销售额，永辉2017年门店数包含200家永辉生活及27家超级物种

## 2.1. 龙头复盘：相比国外，历史股价影响动因基本一致

相比国外，国内超市行业的过往格局衍变更多由优势企业的内生性所主导，在过往变化中，永辉超市无疑是受益最大的公司：在精耕生鲜供应链的差异化定位下，通过良好物流铺设、供应链精耕及人员管控，获得行业领先基础规模及供应链管理效率，并充分受益于生鲜渠道转换及电商分流下的高频引流属性，逆势突围。而在对永辉超市龙头股价复盘后，我们发现，影响其过往股价的依然是业绩增速、成长性预期及现金流。

整体而言，永辉超市公司发展可大致分为5个阶段：1) 2001-2004年，根植福建，以生鲜差异化定位的大众平民化超市（即包含大卖场、卖场、社区店的红标店）为始，凭借全国统采、直营直采方式提供低价高质生鲜，借力农改超政策迅速兴起；2) 2004-2010年，开始由福建向全国扩展，初期进入重庆、北京、安徽，并拓展至福建其他区域，至2010年底福建/重庆/北京/安徽共设门店88/53/7/7家，实现123亿元营收，并成功上市；3) 2011-2016年，加速全国扩张，至2016年底共进入20省，并推出定位中高端的绿标店（包含高端精标店）；期间业绩曾因新区培育期间问题承压，但通过新老区域平衡布局调整，叠加合伙人激励，于2016年起有所释放；4) 2017-2018年，外延内生并举，推进云商、云创板块建设，探索创新业务；相继入股中百、红旗，拟入股家乐福，拟与百佳、腾讯签署投资协议，试水同业整合、加强供应链上游股权绑定，小有成就，但因新业务亏损业绩有所承压；5) 2018年底-至今，剥离创新业务出表，聚焦主业推进到店及到家业务建设，合并一二集群简政放权，组建大供应链事业部及大数据科技部、推进四个中心一体化，推进内外整合，力图赋能增效。

图 24：永辉超市公司发展可大致分为 5 个阶段



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**复盘股价：依然与业绩增速、成长性预期及现金流有关。**自上市以来，永辉超市股价共经历 5 次上行，分别为 2011 年 6 月-2012 年 5 月、2012 年 8 月-2014 年 1 月、2014 年 5 月-2015 年 6 月、2016 年 1 月-2018 年 1 月、2018 年 8 月-至今，其中排除新股因素、短期因素及 2015 年牛熊波动影响：1) 历史股价趋势变动方向首先与业绩增速正相关。这在 2011H2、2012H2-2014、2016-2017 年、2018 年 8 月-至今均有体现，即以上区间内，业绩增速的上升推动了股价的上升；2) 成长性预期影响估值溢价。最明显体现是公司自 2011 年起加速全国扩张，2012 年因新区拓展成本控制不当、业绩增速跌至历史最低水平，2012H1 扣非净利润增速为负 20%-负 30%，2012H2 扣非归母净利润虽有回升、也仅恢复在 30%左右水平，但以上区间其估值中枢维持在 50 倍左右 PE 水平，享受较高估值溢价；2013 年起公司开始新老区平衡布局展店，聚焦福建、重庆、北京等成熟及次成熟区域，因而业绩有所回暖，2013H1 业绩超预期、扣非归母净利润增速高达 98%，2013Q3 扣非归母净利润增速虽下行、也有 46%水平，但以上区间公司股价虽仍上升，但估值中枢消化至 30-40 倍 PE 水平。3) 与现金流有关。体现在 2016 年 1 月起的股价上涨不仅与业绩释放及其带来的全国性扩张可行预期相关，一定程度上也与公司现金流结构拐点相关（经营性现金流净额扣除现金股利余额呈上升趋势）。此外，与之对应，永辉超市股价经历了 2012 年 5 月-8 月、2014 年 1 月-5 月、2015 年 6 月-2016 年 1 月、2018 年 1-8 月四次下行阶段，除两次小非解禁及 2015 年股灾影响，主要由业绩增速决定。

图 25：永辉超市股价复盘：影响因素依然为业绩增速、成长性及现金流



资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：图中业绩增速均指当期扣非归母净利润增速

图 26：若无新业务投入，预计自 2016 年起，公司经营性现金流净额扣除现金股利余额已呈上升趋势（与 2016-2017 年股价增长有一定相关性）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

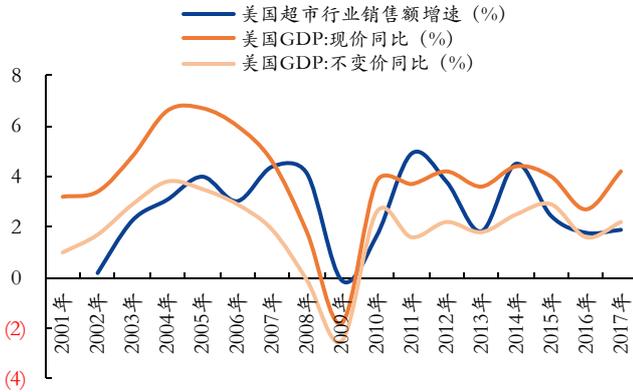
### 3. 探宏观经济增速放缓，国内龙头投资机遇几何

#### 3.1. 宏观经济增速放缓，于行业抗周期性明显，于公司机遇大于挑战

宏观经济增速放缓，于行业抗周期性明显。从国外经验来看，宏观经济下行期间，美国超市行业营收增速一定程度受到影响，但在 2009 年经济危机期间销售额并无明显下跌；国内来看，对比百货、超市行业收入与经济周期相关性发现，二者虽均有相关，但超市行业也体现出更明显抗周期性。此外，从社零数据来看，2018 年以来，经济增速及居民可支配收入增速放缓，社零增速面临下行压力：2018 年社零名义增速 9.0%，增速环比下降 1.2pct；社零实际增速 6.9%，增速环比下降 2.1pct；且分月来看，整体趋势为缓中趋稳。但分品类来看，限额以上增速有所分化：相比化妆品、黄金珠宝、汽车、家电、家具等可选消费而言，日用、

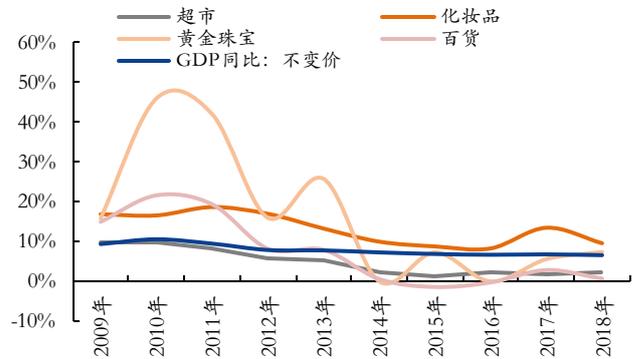
食品、饮料、烟酒等品类限额以上销售额增速相对稳健，一定程度彰显超市类必需消费品的抗周期性。

图 27: 美国超市行业一定程度上受经济影响，但刚性较强



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 中国超市行业抗周期性较为明显



资料来源: Euromonitor, Wind, 安信证券研究中心

表 8: 2018 年社零数据更新及历史同比环比变化

社零数据当月同比增速 (%)											
	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	9-10 双月	2018-11	2018-12
社会消费品零售总额	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.9	8.1	8.2
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)	8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	6.0	5.8	6.9
限额以上企业消费品零售额	9.0	7.8	5.5	6.5	5.7	6.0	5.7	3.7	4.7	2.1	2.4
粮油食品类	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.7	10.6	11.3
饮料	11.3	10.4	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9	9.2	7.9	9.2
烟酒	8.6	9.5	4.8	11.4	6.3	7.0	9.8	1.2	5.7	3.1	8.4
服装鞋帽针纺织品	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	6.7	5.5	7.4
化妆品	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	7.1	4.4	1.9
金银珠宝	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	8.1	5.6	2.3
日用品	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	13.8	16.0	16.8
家用电器和音像器材	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	5.3	12.5	13.9
中西药品	10.9	8.2	8.0	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5	10.1	9.3	10.6
文化办公用品	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	0.8	-0.4	-4.0
家具类	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	9.7	8.0	12.7
通讯类器材	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	12.1	-5.9	-0.9
石油及制品	9.1	13.3	14.0	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1	18.1	8.5	5.8
建筑及装潢材料	10.2	11.4	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5	8.5	9.8	8.6
汽车	3.5	3.5	-1.0	-7.0	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4	-6.8	-10.0	-8.5
增速环比变化											
	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	11 月相对 9-10 月均值变动	2018-12
社会消费品零售总额	0.4	-0.7	-0.9	0.5	-0.2	0.2	0.2	-0.6	-0.5	-0.8	0.1
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)		-0.7	-1.1	0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.8	0.2	-0.2	1.1
限额以上企业消费品零售额	0.7	-1.2	-2.3	1	-0.8	0.3	-0.3	-2.0	-1.6	-2.6	0.3

粮油食品类	1.5	-3.2	-0.7	5.7	-3.5	0.6	3.5	-5.9	2.9	-0.1	0.7
饮料	3.1	-0.9	-3.3	5.5	-5.8	1.3	2.3	-2.5	-	-1.3	1.3
烟酒	-0.9	0.9	-4.7	6.6	-5.1	0.7	2.8	-8.6	1.9	-2.6	5.3
服装鞋帽针织品	7.1	-5.6	-2.6	3.4	-1.3	-1.7	2.0	-4.3	0.8	-1.2	1.9
化妆品	10.2	-7.6	-4.8	1.2	-3.7	0	-0.1	-1.3	-2.0	-2.7	-2.5
金银珠宝	17.4	-14.5	0.8	1.2	0.3	5.9	-2.5	-6.9	0.9	-2.5	-3.3
日用品	6.8	-4.9	-1.7	5.5	-4.5	4.5	1.6	-7.2	5.8	2.2	0.8
家用电器和音像器材	6.2	-8.7	0.9	6.7	-13.7	4.2	0.9	-0.9	7.7	7.2	1.4
中西药品	0.8	-2.7	-0.2	0.5	1.4	-2.5	1.5	2.6	-2.2	-0.8	1.3
文化办公用品	13.5	5.7	-10.2	-4.6	-1.7	3.6	-0.5	-8.2	2.9	-1.2	-3.6
家具类	2.4	-2.8	0.5	6.4	-3.9	-1.6	0.4	-0.4	-1.5	-1.7	4.7
通讯类器材	-9.1	9.2	1.4	3.9	-6.5	-3.2	10.5	-9.8	-13.0	-18.0	5.0
石油及制品	0.0	4.2	0.7	2.5	1.9	1.2	-0.4	-2.1	-8.6	-9.6	-2.7
建筑及装潢材料	3.4	1.2	-4.9	0.7	-1.8	2.5	0.5	0.1	1.3	1.3	-1.2
汽车	-6.2	0	-4.5	-6.0	5.0	-1.2	-3.9	0.7	-3.6	-3.2	1.5

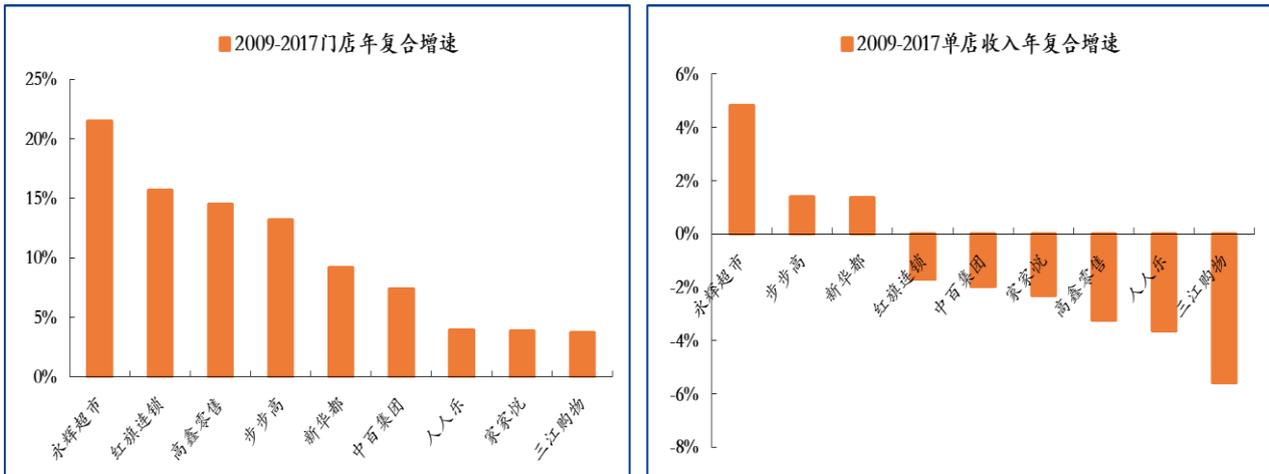
资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

**于龙头公司：机遇大于挑战。**在宏观经济增速下行、消费趋稳环境下，超市企业均将面对相对承压的发展条件；而于优势企业而言，我们认为，机遇或大于挑战：1) 龙头公司凭借现有基础规模及盈利能力，更有人力、物力、财力整合经营不善企业、推进展店并以规模效应带动盈利能力提升，最终充分受益于行业集中度提升、应对电商分流。如：国外沃尔玛的崛起与两次滞涨期间的逆势扩张以及对受经济下行影响、经营不善的企业 Big-K 收购相关；国内家家悦之于青岛维客、红旗连锁之于四海、互惠、红艳的收购，均使得企业在地区议价权等方面有所提升，并扩大区域优势。2) 另一方面，在双线融合趋势渐明、行业又整体承压前提下，唯有优势龙头具备转型基础。如：永辉探索到家业务，前置仓的铺设及 mini 店大店带小店的模式与其现有门店基数、供应链基础密不可分；高鑫零售联手阿里对大润发门店进行数字化改造，快速推进的同时也需要现有盈利基础及现金流支撑。由此可见，当前环境下，超市优势龙头紧抓机遇，或可充分受益于行业集中度提升，成就规模、盈利双双成长；而通过下文分析，我们认为，永辉超市、家家悦极有可能成为当前背景下的最大受益者。

### 3.2. 永辉超市：必需消费龙头，内外整合赋能提速，兼具高成长性及业绩弹性

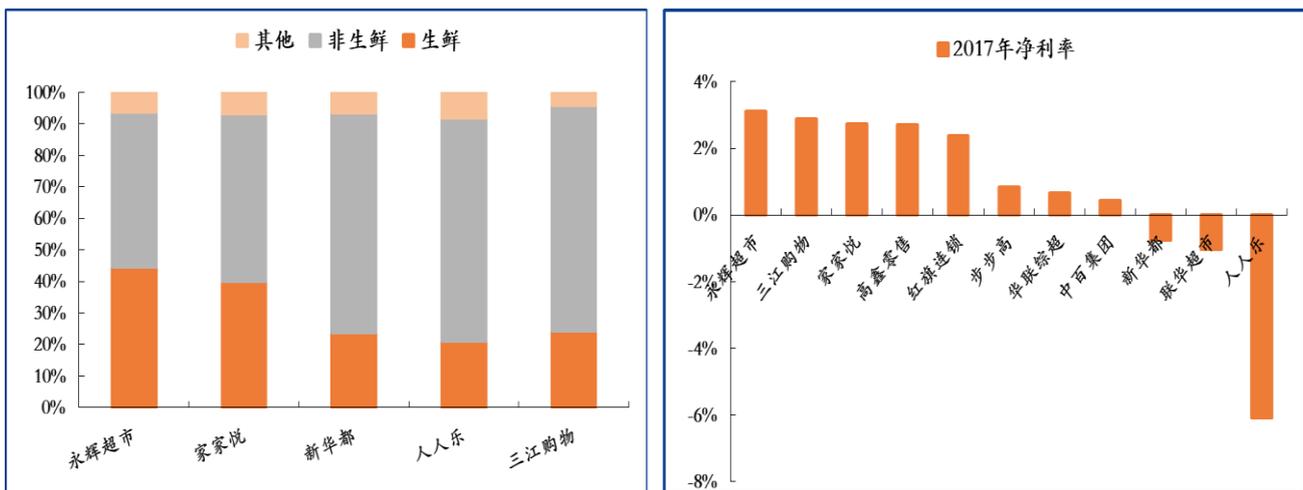
**公司当前具备最有利的扩张条件。**在行业加速集中的机遇之下，两项数据说明，相对同行，公司具备最有利的扩张条件：1) 生鲜聚客所带来的展店确定性。2009-2017 年，在超市行业整体面临较大压力、很多同行业公司不展店甚至关店的背景下，公司不仅展店速度行业最快，且在新店摊薄之后单店收入增速仍然行业最高，且成功实现全国性扩张，印证其展店确定性。2) 强供应链管理带来成本费用控制能力。公司生鲜销售占比较高，通道费收入占比较低，本是最不易获得高盈利的营收结构，但凭借极强供应链及人员管控能力，获得了行业最高的净利率。如果说，过去几年的数据已说明了在社零增速放缓及电商分流双重压力下，非标准化供应链水平及成本效率控制能力对超市企业经营分化的作用，随行业双线融合，公司具备最好流量、最高效供应链、最强成本费用控制能力，优势将愈发凸显，或成行业加速集中的最大受益者；相比之下，以盒马为代表的新零售业态及电商业态若考虑盈利，则会在互联网人群使用习惯、人口密度、选址条件等方面面临更高要求，拓展相对受限。综上，外部环境给了公司最有利的扩张条件。

图 29：2009-2017 年，永辉超市以行业最快展店速度获得行业最高单店收入增速，且成功实现全国性扩张



资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：永辉2017年店面数未算小店，营收端影响不大

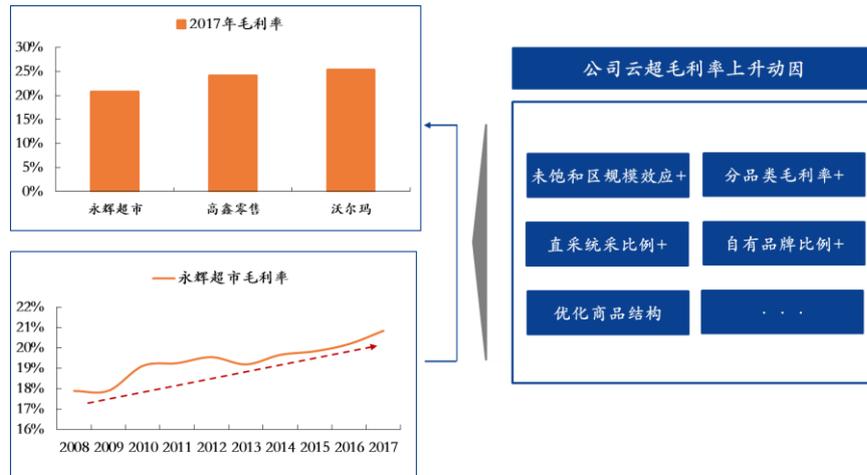
图 30：公司以最不易获高盈利的营收结构，获得了行业最高的净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

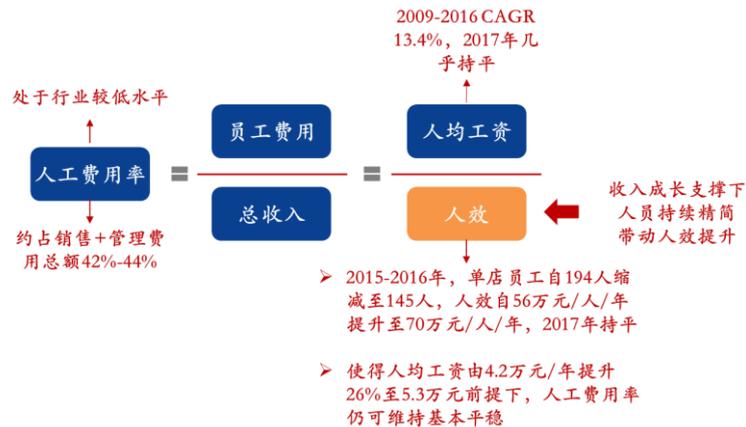
原有云超业务内生较为确定，预计 2018-2020 年内生增速约 25%。一方面，当前时代背景下，公司展店确定性行业最强，成本费用控制能力行业最好，具备最有利的展店条件；另一方面，受益于物流及现金流支撑的外延展店增速、规模效应及供应链优化带来的毛利率改善条件、人员管控及租金剩者红利带来的费用优化，云超板块原有到店业务内生确定性已较足。我们以 2018-2020 年年均展店 135 家、2% 同店增速、两年期以下店面营收占同店营收比重约 55%-70% 做收入端基本假设，预计 2018-2020 年营收同比增速约 22%、21%、21%；根据云超内生各项驱动因素，假设人均工资年复合增速 12%、员工密度参考高鑫 2011-2014 年数据边际递减、全口径租金每年以 1 元/平方米/月速度下滑、单店面积以年复合 3% 速度下滑，预计 2018-2020 年云超内生年复合增速约 25%，对应云超 2018-2020 年归母净利润为 22.3 亿元、28.3 亿元、36.7 亿元。

图 31：公司云超毛利率具备趋势上行条件



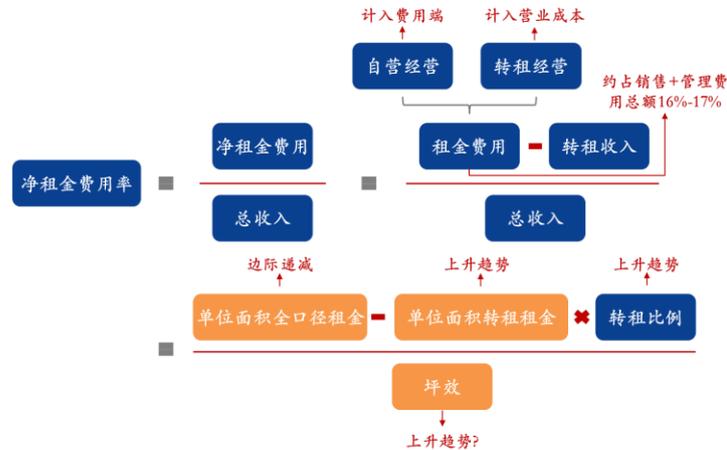
资料来源：公司公告，Bloomberg，安信证券研究中心

图 32：云超板块人工费用率基本维持在行业较低水平



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

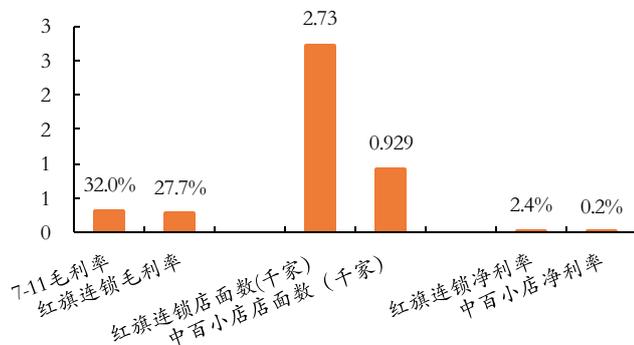
图 33：云超板块净租金费用率已趋势下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

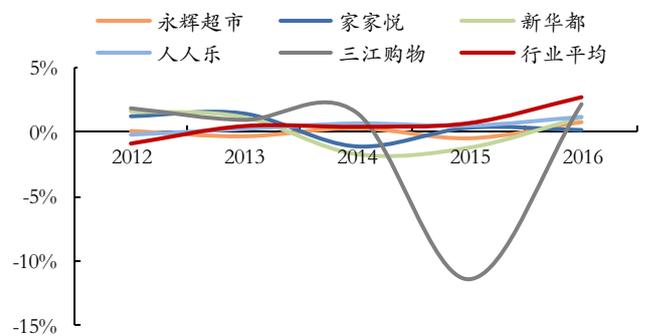
丰富到家业务抵御电商分流，满足需求提升效率，增加市场份额。继永辉生活后，公司目前正以以下方式丰富到家业务：1) 店内设前置仓，推行大店到家。这种模式虽现阶段会对大店带来一定额外支出，但长期来看为抵御电商及新零售业态入局的必需之举：我们据公司调研数据估算，一个线上收入占比约 5% 的大店因开展线上业务对单店净利率边际影响约 0.5%，约等于不开展线上业务、单店客流量下降 5% 的边际影响（超市大多数费用为刚性成本）。2) mini 店。定位为社区生鲜店，单店面积相对永辉生活更大，因而拥有更丰富的 SKU，适应消费者即时消费需求，且作为大店补充容易增强区域规模效应。我们之所以看好生鲜社区店，是因为其市场需求够大、在一二线城市适用人群够多、且即时消费属性正在加强；但由于生鲜小店相对其他小店毛利率较低、更难运维，也将对门店客流、密集程度、效率提出更高要求，从这一角度而言，具备强生鲜供应链的企业优势将更加明显。3) 卫星仓。相对永辉生活选址有所不同，单店面积及 SKU 有所提升，日销及线上占比明显提升，租金有所缩减，人效上有所提升，但无店模式营销成本或有增加；此外，配送成本作为可变成本刚性较强，或为模式跑通需考虑的重要问题。

图 34：国内便利店盈利能力较差，门店密集度要求高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 35：超市生鲜营收占比波动揭示：即时消费属性走强



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

彩食鲜、云创出表促轻装前行，内外整合赋能加速，兼具高成长性及业绩弹性。继 2018 年以来，公司内外整合赋能明显加速：1) 接连公告拟对彩食鲜、云创出表（分别于 2019 年 2 月、2018 年 12 月完成），并决定将云超一二集群合并、由李国统一管理，组建大供应链事业部及大数据科技部、推进四个中心一体化，加大激励简政放权；2) 继入股红旗、中百、拟入股家乐福后，拟与广州百佳、腾讯签署投资协议，携手开辟广东市场。公司以生鲜差异化定位为始，目前具备行业领先基础规模及供应链效率；通过联合同业，以区域网点加密及生鲜供应链输出，达到互利共赢，且在公司平台化衍进战略下，未来若中台共享得以实现，后台运行效率也会提升；有望锁定毛利率，进而在阿里等巨头参与竞争的背景下充分受益于集中度提升，并最终将相对国外龙头的毛利率差距转化为净利率上行。据国家统计局、Wind 数据及公司公告，中美社零总额已近乎相当（2017 年分别为 36.63 万亿元、38.87 万亿元），参照沃尔玛、好市多同期折合人民币 2.41、0.62 万亿元本土收入，中国未来超市龙头至少应具备 5000 亿元以上规模。由此，公司当前兼具高成长性及业绩弹性。

**投资建议：**公司以生鲜差异化定位为始，在行业双线融合发展趋势之下，云超板块原有业务内生确定性已较足，并丰富到家业务抵御电商分流，力图满足需求提升效率，增加市场份额；同时顺势而行，力促内外整合加速，并向平台化方向衍进，待降本增效完成，或充分受益于行业集中度提升，成就规模、盈利能力双双逆势增长，具备高成长性。当前云创、彩食鲜相继出表促主业聚焦、轻装前行，一二集群合并、管理人分工明确或使云超效率改善，叠加中后台系统促控费加强，或可提升效率带来更高业绩弹性；以美为鉴，沃尔玛估值与业绩增速有较大相关性，特别在快速扩张期估值提升明显，PE 最高达 50 倍，PS 最高达 2 倍，PE 相对业绩增速估值溢价高达 1.5 倍；针对 2018-2020 年云超内生 25% 增速，考虑稀缺龙头成

长性及内外整合赋能期弹性溢价，给予云超板块(扣除股权激励费用余额) 35 倍 PE，6 个月目标价 10 元，维持“买入-A”评级。考虑云创、彩食鲜出表，预计 2018-2019 年 EPS 为 0.17 元/股、0.25 元/股。

**风险提示：**1) 区域竞争加剧；2) 低线城市新业态发展超预期；3) 线下门店拓展不及预期；4) 龙头合作不及预期；5) 创新业务大幅拖累业绩；6) CPI 大幅下行风险。

### 3.3. 家家悦：稳步推进西部扩张、门店调整升级、渠道下沉，扩张、提效潜力较大，19 年业绩增速稳健

山东超市市场广阔，省内扩张空间足。以社零总额及人口数测算，山东超市市场规模均为千亿级别；由于各区域间消费习惯、上游经销商及物业方有所差异，龙头各据一方，当前行业竞争格局高度分散。我们认可公司在山东的高成长性，是因为：1) 公司具备领先生鲜供应链（生鲜毛利率高于永辉 1.8pct、损耗率处行业最低、周转率仅距永辉仍有差距），而永辉在过去几年内的全国性扩张已印证了当前时代背景下生鲜定位超市的优势及拓展可能；2) 公司展店大小店结合，更有利于市场细分及单区域网点加密，从而建立良好口碑、突出供应链及管理成本优势。据公司公告，2013-2017 年，公司会员销售占比持续增长至 76%；单用途商业预付卡规模占次年营收比重保持在 12% 左右水平。凭借生鲜聚客，公司消费者认可度及客户粘性均较强；若跨区域复制成功，以全省人口及社零为标准估算，单年营收将是 4-6 倍增长（山东社零约为威海烟台 7 倍，人口约为威海烟台 10 倍，威海烟台收入占总收入比重超 60%）。

图 36：以社零总额及人口数为权重估算，山东超市规模约 2000 亿元级别



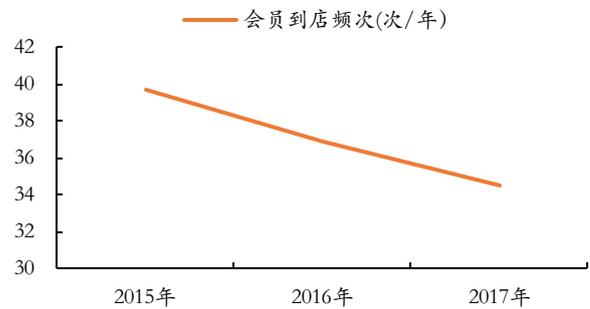
研，预计 2018 年全年展店 80 家、2019 年全年展店 100 家以上、截止 2018 年 10 月底储备门店 152 家)。

图 37: 2015-2017 年，公司会员客单价处上升趋势



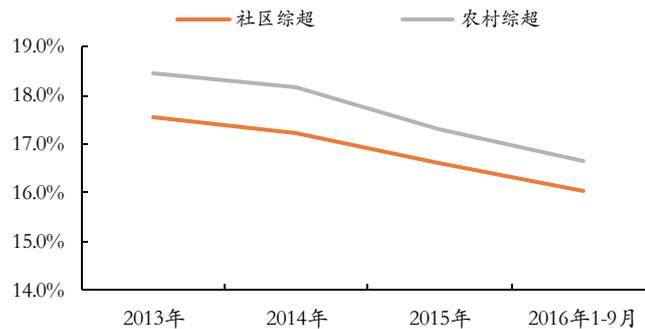
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38: 2015-2017 年，公司会员到店频次在下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 39: 公司同比店面中，农村综超毛利率始终高于社区综超



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**收购福悦祥挺进河北，开启跨省拓展新篇章。**11月25日公司公告，拟以自有资金1.56亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司67%股权，其中，受让股权投资金额0.86亿元，增资0.70亿元；并公告交易完成后，将利用标的公司全资物流子公司投资建设张家口综合物流项目，功能集常温物流、生鲜加工及中央厨房于一体，通过供应链优势对接提升标的公司的盈利能力，打造社会化的供应链服务平台。此次收购为公司跨省战略布局第一步：一方面，张家口市位于河北省西北部，处于京、冀、晋、蒙交界处，与北京同为2022年冬奥会的举办城市，有较优越的地理位置和区位优势，有利于公司加快连锁网络扩张，扩大经营规模及市场空间；另一方面，公司将于交易完成后，利用标的公司物流设施投资建设张家口综合物流项目，集常温物流、生鲜加工及中央厨房于一体，有利于当地供应链优势增强及输出，打造社会化供应链服务平台。福悦祥同为SPAR成员，且业态布局大小店结合，与公司极为相似、便于整合；参考青岛维客，公司有望实现规模拓展，并对同业整合赋能实现效率及盈利能力提升。

**门店调整升级，超市主营毛利率趋势上行，长期盈利改善空间大，19年业绩增速稳健。**在公司核心优势区域（威海烟台）近年亦受电商分流影响的前提下，公司同店逆势增长主要由价驱动，即通过门店升级改造及商品结构调整，提升客单价，驱动同店增长。从收入端来看，公司展店提速，在行业疲软、电商分流、生鲜即时消费属性走强背景下，或可凭借品类调整

适应消费者需求变化，并随新区域营收占比提升促同店增速上行，外延内生共振；毛利率端来看，公司渐以品类优化代替促销，且规模效应逐步凸显，超市主营毛利率趋势上行；费用率方面，预计西部展店对租金、折旧影响或有限，且随合伙人制继续推进，人工费用率或将缓慢下行，空间较大。

**投资建议：**公司以生鲜差异化定位深耕胶东，大卖场、综超并行，威海烟台区域优势明显，亦为过去几年为数不多的逆势扩张优势龙头。当前行业变革加速之际，凭借供应链、物流、人员积累及优势，力推西部拓展，且稳步推进渠道下沉及门店改造升级，参考永辉成功案例，认可公司于山东的高成长性，估算营收具备 4-6 倍弹性；在品类及区域调整双重作用下，同店增速、新店坪效、超市主营毛利率等多项指标趋势向好，租金、折旧费用率等影响或有限，人员费用率或将缓慢下行，下行空间较大。当前环境下公司业绩增速稳健，预计 2018-2019 年 EPS 为 0.85、1.01 元/股，由于省内扩张、提效潜力较大，对应 2019E 148 亿元营收给予 0.85 倍 PS 估值，6 个月目标价 27 元，维持“买入-A”评级。

**风险提示：**1) 非上市公司选址壁垒问题；2) 区域竞争加剧；3) 门店拓展不及预期；4) 供应链建设不及预期；5) 合伙人制度推进不及预期；6) 门店租金大幅上升风险；7) CPI 大幅下行风险。

## 4. 投资建议

国内超市行业双线融合趋势渐明，随双线龙头内外整合资源优势，对线下供应链及效率提出更高要求，行业加速集中已成必然趋势；宏观经济增速下行确实一定程度上将对行业造成不利影响，但超市行业作为必需消费抗周期性较强；而优势龙头凭借现有基础规模及盈利能力，或可整合经营不善企业、推进展店、促进转型，并以规模效应带动盈利能力提升，机遇或大于挑战。从海内外复盘来看，虽行业历史格局衍变因素有所不同，但龙头股价影响动因基本一致，即：股价与业绩增速高度相关，且龙头成长性预期直接影响估值溢价（同时现金流也有一定影响）。据此，当前时点推荐：1) 永辉超市：预计云超 25% 增速，给予云超利润（扣除股权激励费用余额）35 倍 PE，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 10 元；2) 家家悦：对应 2019E 148 亿元营收给予 0.85 倍 PS 估值，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 27 元。

表 9：行业估值比较

代码	证券简称	收盘价	总市值 (万元)	每股收益 (元/股)				PE		PB (MRQ)	PS (TTM)
				2017	2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
601933.SH	永辉超市	8.56	8,192,316	0.19	0.17	0.25	39.7	50.4	34.2	4.5	1.21
6808.HK	高鑫零售	8.02	8,418,961	0.29	0.32	0.36	29.6	27.7	24.6	2.9	0.63
603708.SH	家家悦	22.61	1,058,148	0.66	0.85	1.01	32.9	26.6	22.4	4.3	0.85
002251.SZ	步步高	8.37	723,088	0.17	0.25	0.34	57.5	33.5	24.6	1.0	0.39
002264.SZ	新华都	5.63	389,621	-0.08	0.06	0.08	-96.8	93.8	70.4	2.4	0.56
002697.SZ	红旗连锁	5.36	728,960	0.12	0.19	0.23	30.1	28.2	23.3	2.9	1.01
601116.SH	三江购物	11.30	618,877	0.26	0.30	0.33	60.5	37.7	34.2	2.1	1.53
000759.SZ	中百集团	5.77	392,949	0.10	0.70	0.15	-229.2	8.2	38.5	1.2	0.25
002336.SZ	人人乐	6.60	264,000	-1.35	--	--	-8.6	-	-	1.7	0.32
	最高值						60.5	93.8	70.4	4.5	1.53
	中位值						30.1	30.8	29.4	2.4	0.63

资料来源：Wind，安信证券研究中心，注：高鑫零售对应值为港元，图中为 2019 年 2 月 16 日数据

## 5. 风险提示

1) 非上市公司门店选址壁垒问题; 2) 区域竞争加剧; 3) 低线城市新业态发展超预期; 4) 线下门店拓展不及预期; 5) 龙头合作、整合不及预期; 6) 创新业务大幅拖累业绩; 7) CPI 大幅下行风险。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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

刘文正声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034