

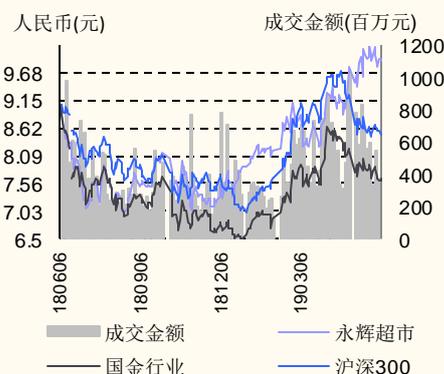
永辉超市 (601933.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.87 元
 目标价格 (人民币): 11.50-11.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 7,968.29
 总市值 (百万元) 94,651.87
 年内股价最高最低 (元) 10.20/7.02
 沪深 300 指数 3597.11
 上证指数 2861.42



回归零售本源，重返增长轨道

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.190	0.155	0.233	0.287	0.341
每股净资产 (元)	2.09	2.02	2.15	2.27	2.40
每股经营性现金流 (元)	0.28	0.18	0.42	0.59	1.02
市盈率 (倍)	52.36	50.88	49.49	40.15	33.81
净利润增长率 (%)	46.28%	-18.52%	50.52%	23.25%	18.77%
净资产收益率 (%)	9.27%	7.52%	11.17%	13.01%	14.60%
总股本 (百万股)	9,570	9,570	9,570	9,570	9,570

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **零售升级的三个方向依然是规模、频率和效率:** 我们认为永辉虽然暂时剥离了云创的业务, 回归超市主业, 但其依然在零售升级的三个主要方向上继续摸索: 即沃尔玛式的有序规模扩张; 通过 Mini 店业态、高频生鲜品类、以及到家业务增强消费者粘性, 提升交易频率; 深耕生鲜供应链, 提升经营效率, 从而不断提升利润率。
- **短期门店规模增长性确定性高。** 新零售时代, 线下门店价值回归。我们预计永辉短期内依然保持着高速有序扩张, 门店规模增长确定性高。结合公司层面将原有七大区改成十个大区, 我们认为有利于区域管理, 而且组合饮食文化相近的地区, 也便于供应链资源的整合。
- **Mini 店+生鲜+到家: 多维度提升用户粘性。** 截至 2019 年 5 月, 永辉已开出近 230 家 Mini 社区店, 并持续通过高频刚需的生鲜品类为消费者提供便利。我们认为 Mini 店的盈亏平衡点在 3-4 万左右。此外到家业务模式的在全国门店的推进也有利于其增强与消费者的粘性, 提升复购频率。
- **建立生鲜供应链护城河, 效率是场持久仗。** 永辉作为线下传统超市企业, 其经营效率与互联网企业比还存在一定的差距。但是在生鲜领域, 永辉可以凭借其低损耗、高效现金流管理、扎实供应链基础建立坚实的护城河。

投资建议

- 我们认为永辉超市业务短期的营收驱动力来自于门店规模的扩张, 而 Mini 店的探索虽然可以贡献一部分收入, 但前期门店投入的成本会一定程度造成费用的扩张, 并且模式跑通尚需时日。从中长期来看, 顾客粘性提升以及经营效率的提升能进一步提升利润率水平。

估值

- 我们采用了 DCF 估值方法并结合 PE 估值, 取 9.0% 的 WACC (经调整 beta=0.9) 和 1% 的永续增长率假设。我们给出 2019-2021 年收入分别为 844 亿元/986 亿元/1094 亿元, 同比+19.7%/16.9%/10.9%, 归母净利润分别为 223/275/326 亿元, 同比+50.6%/+23.3%/+18.6%。我们给予公司未来 6-12 个月 11.5 元目标价位, 相当于 19/20/21 年 49x/40x/34x PE。

风险

- 1) 宏观经济下行, 居民消费意愿下降; 2) 生鲜行业竞争加剧, 费用急速扩张; 3) Mini 店探索不及预期, 拖累主营业务; 4) 同店增长不达预期; 5) 门店扩张过快、运营质量下降; 6) 限售股解禁。

孙玮

联系人
sunwei1@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、复盘永辉三年新零售战略，什么才是新零售？	5
二、规模扩张：沃尔玛式连锁模式依然是成为新零售巨头必走的路	7
2.1 新零售时代，线下超市重回门店扩张趋势	7
2.2 永辉的门店拓展之路	9
2.3 展望未来：门店资源争夺加剧，跑马圈地靠速度，也要靠品牌	12
2.4 全国扩张趋势不改，但区域性竞争加剧	12
三、增加用户粘性，提升复购频率，是新零售时代跑赢的重要一环	12
3.1 多业态提升频率：从永辉生活到 mini 社区店，究竟有何不同？	12
3.2 主打生鲜：高频、刚需品类引流、稳定品控提升复购率	15
3.3 到家业务提升频率：店仓一体模式 vs. 卫星仓模式	18
四、商品流、信息流、资金流：效率是场持久战	18
4.1 传统超市的经营效率与互联网零售企业比还有较大的差距	18
4.2 打造生鲜直采供应链，巩固核心壁垒	19
4.3 搭建供应链平台：借助外力探索多种业务模式	21
4.4 人效管理的本土化探索：门店合伙人制+赛马制	23
4.5 现金周转效率整体高于行业	24
4.6 创新推动，期待腾讯技术赋能	24
五、财务分析与盈利预测	25
六、估值与投资建议	26
七、风险提示	28

图表目录

图表 1：营收及增速 (Rmb mn)	4
图表 2：历年门店扩张趋势	4
图表 3：销售拆解 (2018 按品类)	4
图表 4：销售拆解 (2018 按大区)	4
图表 5：现金流与资本支出趋势	4
图表 6：营业周转天数趋势	4
图表 7：永辉业态创新探索之路	5
图表 8：零售业态的多次革命	6
图表 9：主要连锁企业门店增速对比 (2012-2018)	8
图表 10：2019 年部分零售企业拓店计划	8
图表 11：门店数对比 (2018vs.2011)	9
图表 12：立足生鲜品类	9
图表 13：永辉跨区域异地拓店策略 (原七大区分布)	10
图表 14：对比高鑫零售门店复制策略 (左图大润发、右图欧尚)	10
图表 15：永辉新十大区分布	11

图表 16: 永辉外延式发展.....	11
图表 17: 永辉筹备中的门店分布示意图.....	12
图表 18: 永辉生活店 vs. Mini 社区店.....	13
图表 19: Mini 店子母店设计.....	14
图表 20: Mini 店 19 年加速开店.....	14
图表 21: 截至 5 月各大区 Mini 店新增 206 家.....	14
图表 22: Mini 店综合毛利率假设.....	14
图表 23: Mini 店单店模型.....	15
图表 24: 单店模型敏感性分析.....	15
图表 25: 月度生鲜收入占比.....	16
图表 26: 永辉品控体系搭建.....	17
图表 27: 云超板块的增长来自于新店扩张.....	19
图表 28: 典型生鲜流通渠道.....	20
图表 29: 近年来永辉入股的上游供应商.....	20
图表 30: 沃尔玛的配送体系.....	22
图表 31: 永辉“合伙人”机制.....	23
图表 32: 周转天数对比 (2018 年).....	24
图表 33: 单位面积贡献收入呈下降趋势.....	25
图表 34: 永辉单店指标 (vs. 高鑫零售).....	26
图表 35: 盈利预测关键假设.....	26
图表 36: DCF 估值模型.....	27
图表 37: 同业估值水平比较.....	27
图表 38: 永辉 PE Band.....	27

公司一览

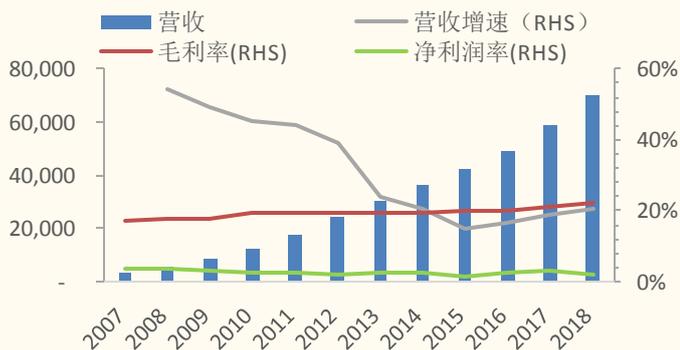
公司沿革: 1998 年成立，总部在福建省福州市。是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一。公司以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础。

管理团队: 张轩松是公司的核心人物，目前任执行董事兼法人代表，也是永辉创始人之一。

股权结构: 张轩松及张轩宁分别持股 14.7%、7.8%。第一大股东是牛奶有限公司 (19.99%)。公司目前无控股股东及实际控制人。

其他信息: 公司于 2010 年 11 月在上交所 IPO 上市，目前市值 900 亿人民币。

图表 1: 营收及增速 (Rmb mn)



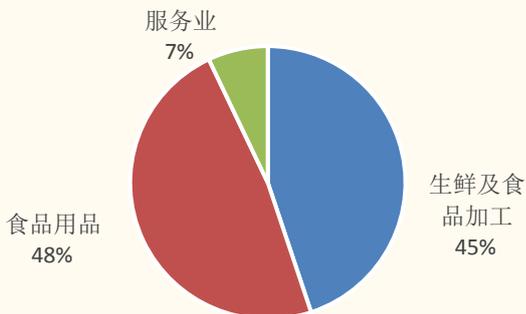
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 2: 历年门店扩张趋势



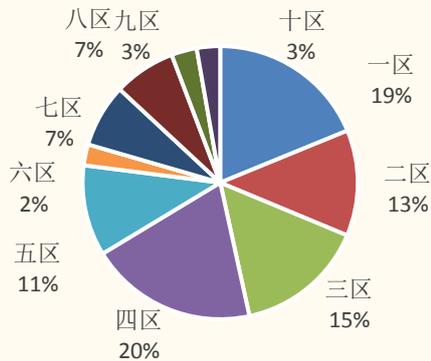
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 3: 销售拆解 (2018 按品类)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 4: 销售拆解 (2018 按大区)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 5: 现金流与资本支出趋势



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 6: 营业周转天数趋势



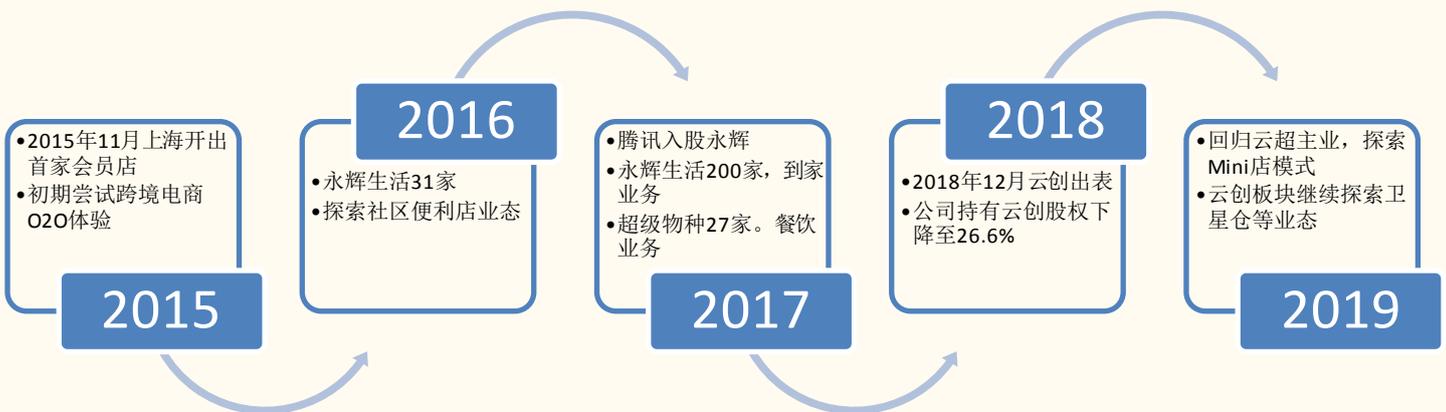
来源: 公司财报, 国金证券研究所

一、复盘永辉三年新零售战略，什么才是新零售？

2018年12月永辉剥离云创，同时以探索Mini社区店的方式宣告其回归超市主业。互联网巨头们线上结合线下的新零售门店虽然一时风头无两，但也面临着如何规模化复制门店以及进一步下沉的难题。

也许是时候去认真思考究竟什么才是“新零售”了。

图表 7：永辉业态创新探索之路

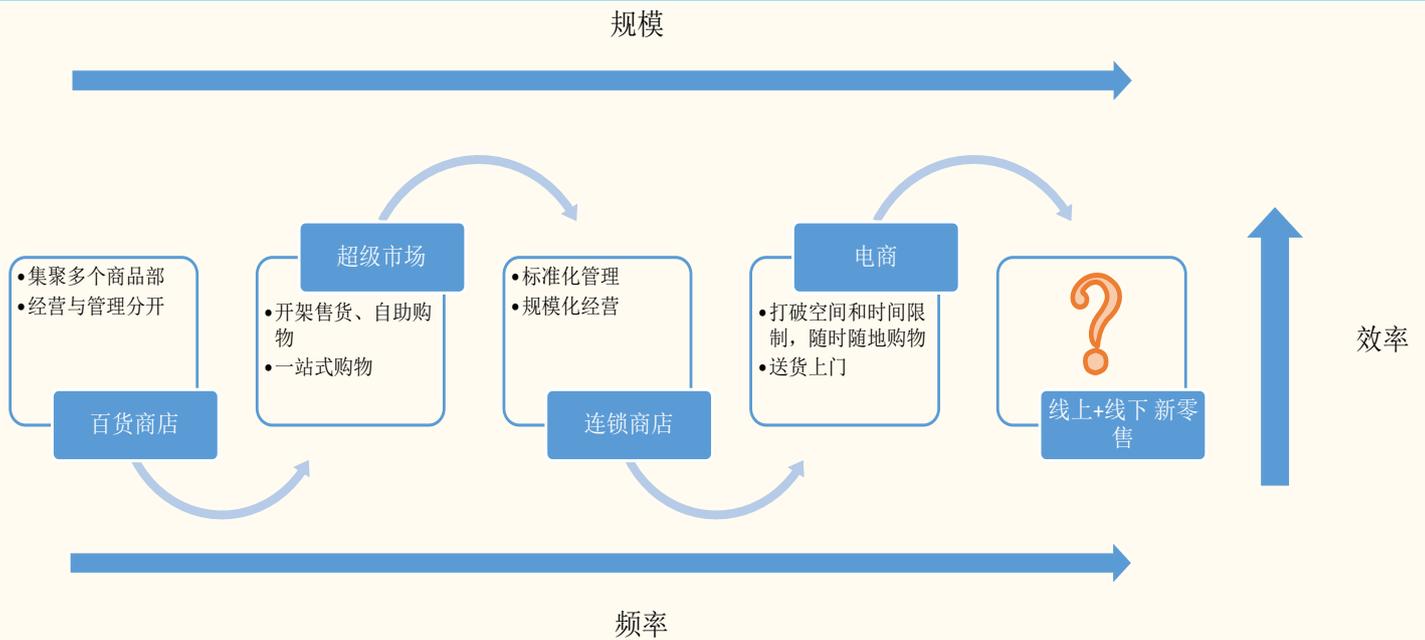


来源：公司公告，国金证券研究所

我们尝试复盘了永辉 15 年成立云创业务以来的主要成果。从结果来看，永辉其实一直在积极尝试新业态，只是在呈现形式上会因当时的零售格局的不同而不断调整，而这也反映了不同时期整个零售行业对于零售升级之路的思考与尝试。

首先，我们始终认为每一次零售业态的进步对之前旧的模式而言都是颠覆，都可以称之为“新的零售”。零售行业作为古老的行业，经历百货业态、超级市场、连锁业态、电商业态，发展到今天的线上线下结合的所谓“新零售”业态，其本质始终是对规模、频率和效率的终极追求。而对于消费者来说，选择什么样的渠道购物，无论其表面模式如何，最终取决于价格、品质、便利性和服务。

图表 8：零售业态的多次革命



来源：国金证券研究所

其次，我们认为，线上互联网企业追求的线上线下结合的“新零售”方向与线下传统商超拓展的“新零售业态”发展实际是两条方向相反的路径：

我们认为以永辉为代表的线下零售企业对“新”零售的追求路径，是先追求规模，再提升用户频率，最后通过提升效率，降低成本，降本增效增加利润。规模扩张，即沃尔玛式的连锁门店扩张模式，依然是线下商超发展的必然路径。在规模的基础上再通过精细化的运营，品类的引流、把握费者需求的边际变化、到家业务与到店业务的结合增加消费者粘性，提升消费者复购的频次。效率的提升既包括内部经营管理效率的提升，也包括外部从上游供应商、物流配送设施到终端消费者效率的提升，最终体现在费用的边际降低。

而对于以阿里为代表的互联网企业进军新零售，则方向相反。互联网企业首先是具备传统线下超市短时间难以追赶上的效率，能综合利用大数据、技术实现人、货、场乃至厂的最优化匹配，其体现在价格、配送速度、品类、品质、平台服务、APP 设计等多个维度：比如阿里利用淘宝、天猫、盒马 APP 全网推送的能力，可以通过千人千面的算法将产品信息送达每一个潜在用户；再比如以盒马鲜生为标杆的店仓一体化，订单分散化、配送路径高效率化等。其次是频率，通过线上 APP 的推送增强客户粘性，以配送的即时性增加复购频率。最后是线下规模的复制：由于上游供应链、中游物流搭建需要时间，下游不同线城市消费者的消费能力、消费习惯各不相同，实体门店的运营需要因地制宜，其经验积累是无法一蹴而就的，因此对于互联网企业来说，即便可以简单粗暴的以资金优势换取暂时性的规模扩张，但依然需要时间不断地摸索门店本地化的运营经验以及搭建成体系的供应链网络。

实际上我们认为互联网企业“新零售”的发展路径从小米的发展路线得到一定程度的验证：小米通过“人”、“货”、“场”、“厂”四个环节效率的提升，创新性地发展出互联网手机的商业模式，初期追求极致的效率和性价比，后续再通过推出手机周边产品、生态链智能硬件提升用户购买频率。而

当纯线上的商业模式增长出现天花板时，便开始尝试在线下扩张渠道，追求进一步的规模提升。不过从结果来看，互联网企业到了线下，其地面作战的经验是需要不断试错、不断积累的。

第三、对于寄希望于互联网企业的赋能完成自身改造升级的传统线下商超、百货来说，虽然我们坚定看好通过技术输出完成对传统超市的改造和经营效率的提升，但我们认为这将是一个马拉松式的改造过程，时间漫长、呈螺旋式上升。互联网企业设计的新零售模式是希望借线下实体门店往线上引流，线上订单占比占大头，而线下传统超市虽然看好线上订单对增量的拉动，但由于其线上场景的经营能力较弱，实际上更希望将线上流量往线下引流。

正因为线下商超企业发展新零售的路径和互联网企业有着方向性上的不同，因此我们认为线下超市单纯效仿互联网企业的新零售模式是走不通的。

而从过去两三年的实践来看，创新业态改造升级的前期费用投入对于微薄利润率的超市而言是个巨大的考验，永辉剥离其云创业务并非代表永辉生活、超级物种的失败，但现实中关于投入与利润回报的考量也证明了线下零售超市的新零售之路必须从自己擅长的领域出发，并不断加强，凭空创造一个新物种并不容易。

此外，永辉创始人张轩松、张轩宁先生在剥离永辉云创的同时，解除了一致行动协议，主要原因在于两者在零售升级路线上的分歧，比如对发展到家（便利性）还是发展到店餐饮（体验性）的不同考量。我们认为在不影响上市公司及全体股东利益的前提下，虽然两位创始人解除了一致行动，但这有利于永辉在零售升级之路的探索上更加灵活，并且不会因为前期创新投入造成的巨额亏损影响股东利益；从长期来看，也将有利于上市公司的发展。

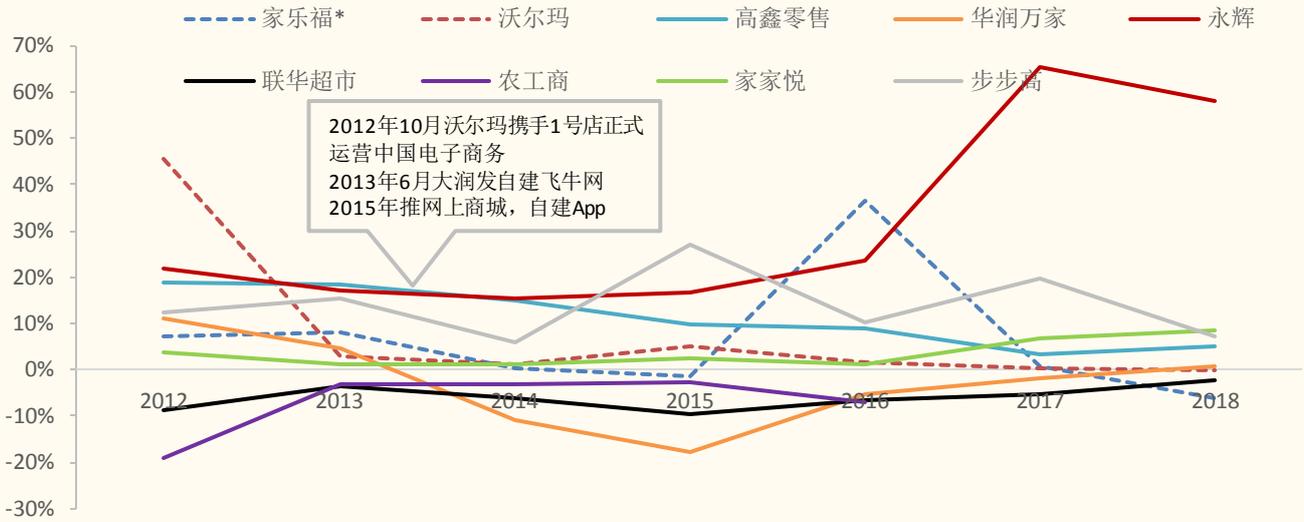
二、规模扩张：沃尔玛式连锁模式依然是成为新零售巨头必走的路

2.1 新零售时代，线下超市重回门店扩张趋势

在电商的竞争下，资金力量雄厚的外资超市曾一度尝试通过建立自有电商平台，发展自有电商业务来试图与阿里、京东抗衡，比如大润发自建飞牛网，家乐福发展网上超市，沃尔玛收购一号店，而相应的开店速度有所放缓。而对于一些经营效率、管理水平相对低的本土超市来说，则在不断调整、关闭店铺。

然而在新零售业态下，线下实体店价值重现，因此本土各大超市企业纷纷转变思路，加快拓店，以规模来考量未来市场，从消极防御走向积极进攻。

图表 9：主要连锁企业门店增速对比（2012-2018）



来源：中国经营协会，国金证券研究所 *家乐福 16 年门店统计口径变动，永辉包含云创门店

图表 10：2019 年部分零售企业拓店计划

公司	业态	2019 开店计划	备注
永辉	超市	150	截至 2018 年底门店 708 家 一季报披露签约门店 146 家
	Mini 店		
苏宁易购		3,000	截至 2018 年底约 12,000 家
高鑫	大卖场	55	包括，截至 2018 年底 484
	大型综合超市	8	
联华	超级市场	200	
	便利店	100	
步步高		100	收购家润多门店 22 家
家家悦		100	开始全国性扩张
华联综超		10~20	
红旗连锁		计划至 2020 年前店铺增加 200 家	已有店铺 2,800 家
中百集团	大卖场	15	
	超市	50	
	中百好邦店	30	
物美	便利店	120	
	小业态店	160	
人人乐	其他	100	接管华润万家北京的 5 家大卖场
	Le Super、Le Life、Le fresh	20	

来源：公司公告整理、超市周刊、国金证券研究所

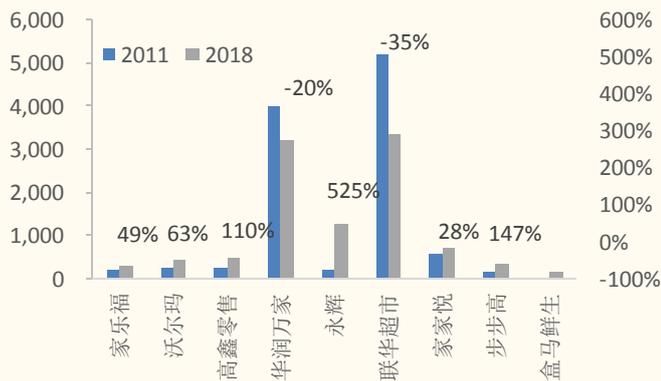
我们梳理了主要商超 2019 年的经营计划。首先在开店计划上，整体呈加速拓店趋势；多数计划新增门店达 100 家，其中苏宁最为迅猛，计划新开店 3000 家，永辉则计划新增大卖场 150 家以及探索 1000 家 mini 社区店。其次在经营方向上大多以强化鲜食、扩大生鲜品类、优化社区服务为主打方向；而在经营业态上除了传统的综合超市，也在积极尝试便利店、社区店业态。我们认为，零售行业在经历多年的线上流量争夺后，实体店的价值正在回归，未来将重回线下门店资源的争夺，尤其是低线城市门店的资源。而低线城市数量众多、情况复杂，对于擅长高举高打的互联网企业来说，即便占据资金、技术优

势，自身也无法实现迅速下沉，反而需要借助已有的线下超市的门店网络继续向乡、镇级别渗透。因此我们认为线下超市企业将重点围绕门店扩张、城市下沉，攻城拔寨，以规模换空间。

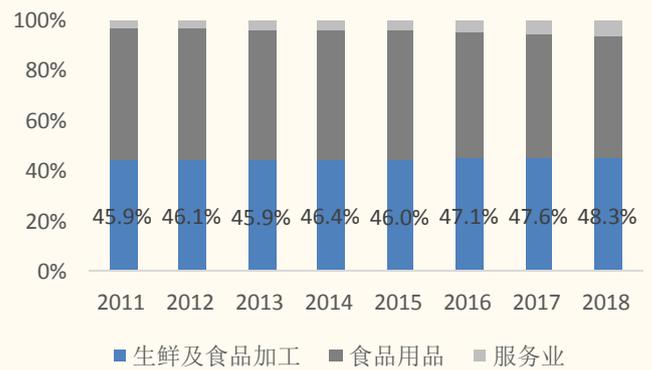
2.2 永辉的门店拓展之路

从近几年发展的轨迹来看，永辉超市由于其“农改超”的基因，主打的生鲜品类具有线上渗透率低、损耗率高、和毛利率低的特点，但恰巧成为其在外资/台资连锁超市巨头时代和互联网电商时代的护城河，因此成为为数不多在电商时代依然稳定扩张的快消品零售企业之一。其次，永辉跨区域复制策略的成功使其能够在初期避开外资、本土超市巨头的竞争，突破了区域的限制，逐渐成长为全国性的本土超市龙头企业；第三，永辉历年的生鲜占比超过 45%，同样主打生鲜的家悦生鲜占比为 40%，高鑫零售的生鲜占比为 32%，生鲜占比大意味着整体毛利率低于行业平均水平。但由于生鲜经营的低毛利使得永辉不得不注重精细化运营，因而其早期品类上的劣势反而成为了“新零售”时代的核心竞争力。

图表 11：门店数对比 (2018vs.2011)



图表 12：立足生鲜品类



来源：公司公告，中国连锁经营协会，国金证券研究所

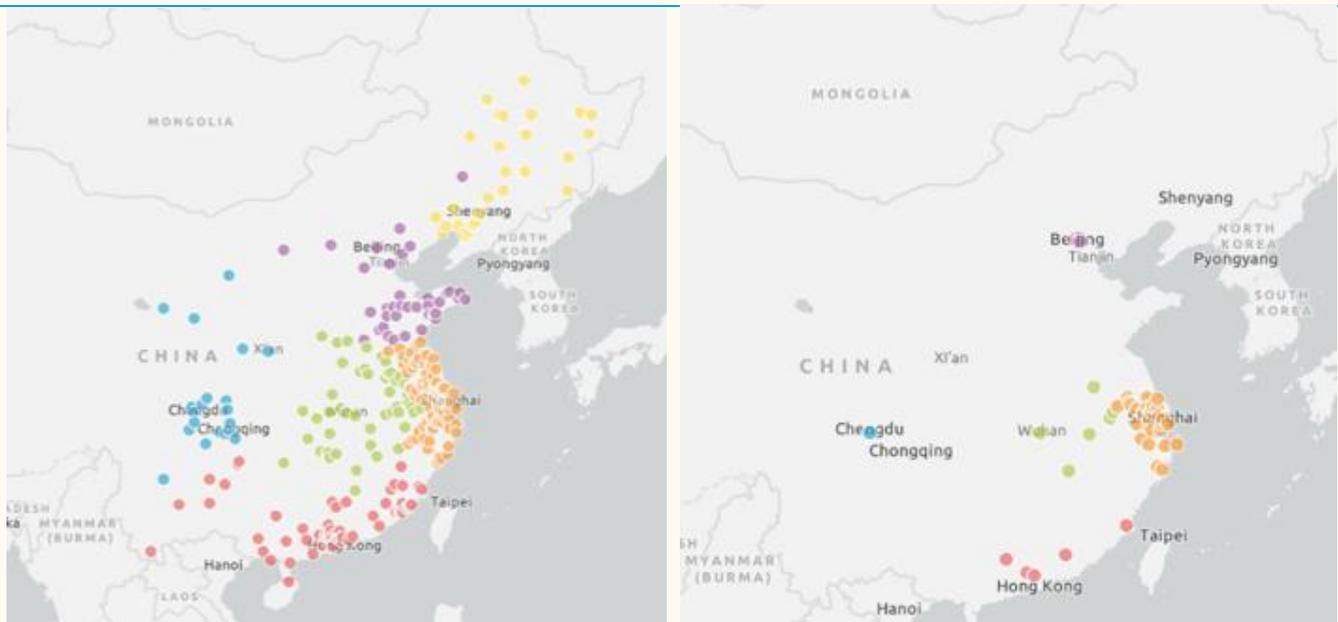
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: 永辉跨区域异地拓店策略 (原七大区分布)



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 14: 对比高鑫零售门店复制策略 (左图大润发、右图欧尚)

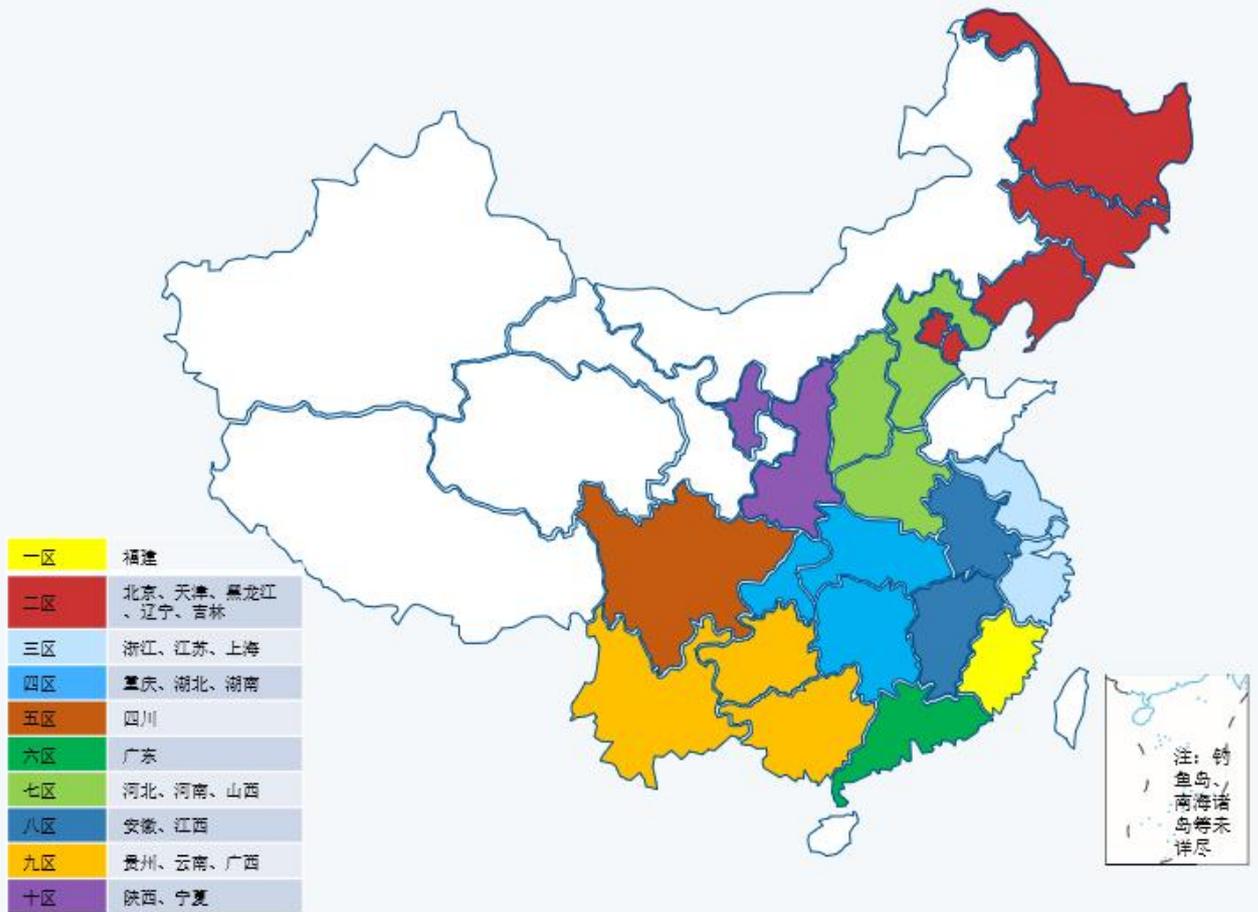


来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

再来回顾永辉的开店策略，其采取的是跨区域异地复制的策略，从图 13 和图 14 的对比中也能看出永辉与高鑫零售门店拓展的路径差异。高鑫零售沿沿海城市分布，再向内陆延伸，新店可以依托原有的门店网络资源。而永辉在其早期发展过程中，规模、资金、知名度均不占优势，因而选择农业资源丰富、超市竞争相对不激烈的重庆作为跨区域异地复制的试验田。此时超市巨头的重

心是在经济发展更快的沿海城市，因而在差异化的路线下，永辉首先在距离福建千里之外的华西大区建立了自己的优势。不过近年来得益于门店加速扩张，不断向周边城市拓展，所以其原有大区之间的界限开始模糊。从新的十大区的地理分布图来看，我们认为新的划分方式拆分了原有的两个特大区福建大区和华西大区，重新组合，有利于区域管理，而且组合饮食文化相近的地区，也便于供应链资源的整合。

图表 15：永辉新十大区分布



来源：公司公告、国金证券研究所

此外，除了内生式扩张，近年来永辉也积极借助腾讯和资本市场的力量，通过入股区域性超市龙头，收购或是成立联营公司的方式，积极探索异地拓展、资源整合。在四川和广东，永辉都有长期合作的盟友，在四川是红旗连锁，广东则是百佳超市。从最近的动作来看，永辉正在加快外延发展的步伐。

图表 16：永辉外延式发展

公告时间	公司	区域		最新进展
2018/1/3	红旗连锁	四川	超市	受让 21% 股权
2018/10/25	百佳超市	广州	超市	成立合资公司
2019/3/29	中百	湖北	超市、百货	要约收购 10.14%
2018/1/24	家乐福	全国	超市	仅投资意向，尚未落实
2018/12/3	万达商管	全国	物业资源	1.5% 股权，待批准

来源：公司公告、国金证券研究所

2.3 展望未来：门店资源争夺加剧，跑马圈地靠速度，也要靠品牌

我们认为线下门店，尤其是购物广场、优质社区的门店是未来各路零售企业加速争夺的重要资源，因而好的地段商圈的门店竞争将加剧。从这个角度看，永辉入股万达商业，将有助于其未来门店资源的储备。此外，除了依靠资金优势获得更多话语权外，品牌建设也是重要的一环，自带流量的品牌有助于其议价能力的提升。

此外 mini 社区店的探索则是一个新的战场，既需要内在模式的打通，也需要不断切合社区零售生态的需求。

图表 17：永辉筹备中的门店分布示意图



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

2.4 全国扩张趋势不改，但区域性竞争加剧

我们认为未来永辉在其全国性扩张的过程会与区域性龙头企业迎来更加激烈的竞争。区域性龙头一般分为两类：第一类是立足一二线城市及周边布局的龙头企业，多数具有国资背景；第二类则是立足于低线城市、围绕乡、县布局且契合当地消费习惯的区域龙头。这类区域性龙头或是占据最佳门店位置，或是深入当地、在当地具备较高的认可度。对后进入者永辉而言，不管是在门店资源、消费习惯、品牌认可度、区域性供应链资源等环节都是需要不断积累，加以突破的。

三、增加用户粘性，提升复购频率，是新零售时代跑赢的重要一环

3.1 多业态提升频率：从永辉生活到 mini 社区店，究竟有何不同？

永辉在 2018 年剥离了超级物种和永辉生活，同时以社区 mini 门店的模式再次探索社区生鲜门店业态。而这也被外界视为永辉聚焦大卖场，回归超市主业的新战略方向。

一个最直接的问题是：mini 社区店和剥离的永辉生活在社区生意的打法上究竟有何不同？

首先，从门店定位上来看，永辉生活接近于便利店业态、聚集在繁华商圈、社区，同时发力于到家业务，针对愿意为便利性付费的高端客群。而 Mini 社区店则更像一个缩小版的永辉超市，生鲜收入占比 60%，定位偏中低端，意在充分挖掘社区场景下的日常消费需求。

其次，在目标客群上，两者也有较大的区别。Mini 社区店的生鲜产品去除了预包装，以散卖菜为主。我们认为散卖菜一方面减少了包装成本，价格更低，有利于吸引价格敏感度高的中老年客群；另一方面也迎合了这部分客群的买菜习惯。而永辉生活包装蔬菜、自助称重收银的形式则更偏向于年轻消费群。

第三，Mini 店生鲜去除预包装的做法也意味着 Mini 社区店短期内将以线下门店交易为主，因为散装菜的陈列方式会直接影响拣货、称重的时间，也不利于即时存货管理。在配送效率、运营效率等方面还不突出的情况下展开到家业务，很有可能造成订单越多亏得越多的局面。

图表 18：永辉生活店 vs. Mini 社区店

	永辉生活	Mini 社区店
门店定位	便利店	缩小版大卖场
门店选址	社区和商圈	社区、紧邻永辉大卖场
门店面积	300 平方米以内	300-500 平方米
品类结构	生鲜占比 50%，预包装精品菜	生鲜占比超过 60%，平价散卖菜
客群	白领、年轻家庭，中高端消费	家庭生活消费，大众为主，覆盖面更广
模式	到家、到店结合	到店为主

来源：草根调研、国金证券研究所

而究其本质，我们认为永辉生活更像是照搬互联网企业所设计的新零售业态，以线下门店往线上引流。希望通过打造一个相似的新物种来对抗互联网新零售的竞争，而 Mini 社区店则更接近于永辉在结合自身优势劣势下顺势而为的新零售业态补充。

首先永辉生活的门店以白领、年轻家庭为主。这样的客群设计意味着永辉生活门店通常开在一线城市、新一线城市年轻人聚集的社区和商圈内，才有可能吸引对应的客流量，而这也意味着永辉生活门店的租金成本更高，对客单价和存货周转的要求更高。其次从永辉生活积极推广永辉生活 APP 来看，一开始永辉显然是希望通过线下门店引流，后期通过 APP 加大线上订单比例的模式提升复购频率。但由于永辉生活门店的运营效率和互联网企业比有着明显的差距，最终体现在其运营效率、配送效率并不足以支撑其线上的订单，其线上场景的开发与顶层设计更成熟的新零售业态相比竞争力明显不足。第三，除了单店的盈利模式尚未跑通外，永辉生活 APP 的开发和运营等费用是需要足够多的订单摊薄的，然而在规模有限的订单下这部分的支出更像是无底洞，这是传统线下超市企业无法承担的。

而 Mini 社区店在设计上则是围绕永辉大卖场布局，聚焦社区，通过子母店概念的打造，依托已有的永辉大卖场门店的资源，再结合社区的生态、用户需求，提升消费者粘性，真正做到“家门口的永辉”。换言之永辉生活门店的选址以“流量”为标准，Mini 社区店的选址以已有的大卖场为标准，前者聚焦于

如何高效率最大化转化流量，后者专注于如何发挥自身已有供应链门店资源的优势挖掘周边消费者潜在消费力，从现状来看，也许永辉更适合后者。

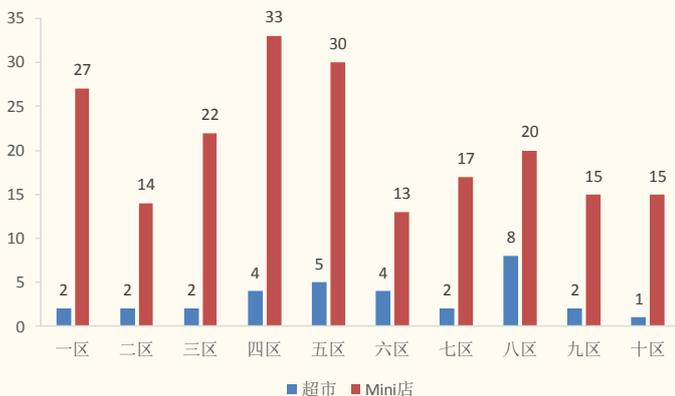
图表 19: Mini 店子母店设计

	大卖场	Mini 社区店
	红标店、绿标店	一家大卖场辐射 3-5 家门店
门店选址		深入社区，距离大卖场 2-3 公里，车程约 10min
门店面积	10,000 平方米左右	300-500 平方米
门店格局	有仓库	无仓库，缺货时可从大卖场调货
品类结构	8,000-10,000SKU	2-3,000SKU, 挑选大卖场销售前几名的商品
商品价格		食品用品与大卖场价格差别不大，生鲜价格对标竞争对手
租期	10-15 年为主	5-8 年为主

来源：草根调研、国金证券研究所

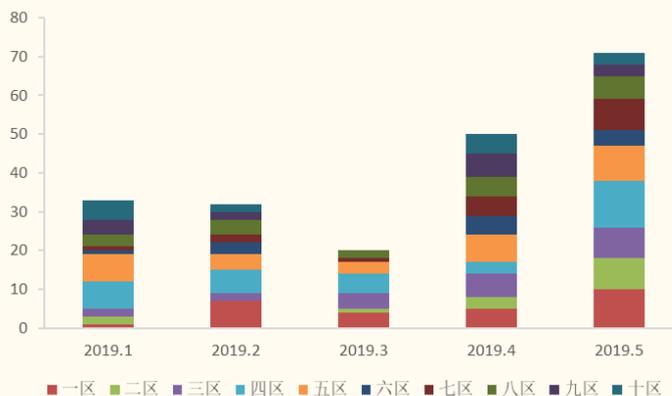
根据国金创新中心监测的数据，2019 年 1-5 月永辉在加速布局 Mini 店，累计新增 206 家，加上 18 年开的 20 家 Mini 店，Mini 店已经达到 226 家。从区域分布来看，新增门店数最多的主要集中在福建大区和川渝区域。

图表 20: Mini 店 19 年加速开店



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所

图表 21: 截至 5 月各大区 Mini 店新增 206 家



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所

我们尝试通过拆分 Mini 店各项成本来分析 Mini 店单店模型，探索盈利平衡点。由于目前社区生鲜竞争激烈，且所聚焦的客群属于价格敏感型，我们认为 Mini 社区店生鲜价格取决于该社区周边竞争对手的价格（包括农贸市场、生鲜电商等），因此短期内生鲜毛利率将低于大卖场，而食品用品的毛利率则不会相差太大。

如果以大卖场 18 年的各品类毛利数据假设，且 Mini 店生鲜收入占比 60%，那么 Mini 店的毛利率最高不超过 16.6%。

图表 22: Mini 店综合毛利率假设

	乐观假设（大卖场）	悲观假设	中性假设
生鲜占比（按营收）	60%	60%	60%
生鲜毛利	14.9%	10.0%	12.0%
食品用品毛利	19.2%	19.2%	19.2%
综合毛利	16.6%	13.7%	14.9%

来源：公司财报、国金证券研究所

图表 23: Mini 店单店模型

客单价	25	
日客流量	1,600	
日销量额	40,000	
单月营收	1,200,000	
生鲜收入比例	60%	
毛利率	15%	按中性假设
毛利	180,000	
营业税金及附加	4,200	
员工数	20	
平均工资	3,000	
人员成本	60,000	
门店装修设备投入成本	1,200,000	门店前期投入成本在 100-120 万左右
折旧期限 (年)	5	
月折旧摊销费用	20,000	
租金 (元/平米/天)	3	年报数据: 大卖场平均 1.2 元/平米/天
门店面积 (平米)	500	
月租金	45,000	月租金成本在 4-5 万
水电燃气费用占收入比例	1.50%	大卖场水电费占营收比例: 1.4%-1.5%
水电燃气费用	18,000	
其他费用占比	2.7%	占比 2.5-3%
	32,400	
营业利润	400	

来源：草根调研、国金证券研究所

通过测算，我们认为如果毛利率水平维持在 15%，则一个 500 平米的单店盈亏平衡点在 4 万左右；如果未来 Mini 店各品类毛利能达到当前大卖场的水平，则单店的盈亏平衡点降至 3.5 万左右。

图表 24: 单店模型敏感性分析

	14%	14.50%	15%	15.50%	16%	16.50%
45,000	2,575	9,325	16,075	22,825	29,575	36,325
40,000	(11,600)	(5,600)	400	6,400	12,400	18,400
35,000	(25,775)	(20,525)	(15,275)	(10,025)	(4,775)	475
30,000	(39,950)	(35,450)	(30,950)	(26,450)	(21,950)	(17,450)

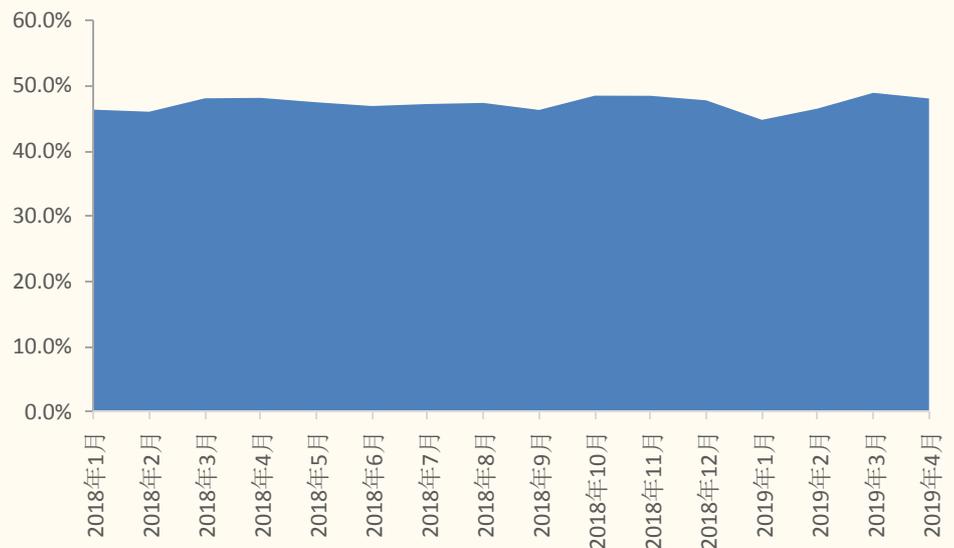
来源：国金证券研究所

从调研信息来看，目前大部分 Mini 店的日营收距盈亏平衡点仍有一定差距，Mini 店的盈利模式仍在探索之中。我们期待看到公司在选品、定价策略和精细化运营上的积极变化。

3.2 主打生鲜：高频、刚需品类引流、稳定品控提升复购率

永辉超市从农改超起家，生鲜占比超过 45%。我们尝试通过自有数据观察了永辉 2018 年云超业务板块的月度品类结构变化。

图表 25：月度生鲜收入占比



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

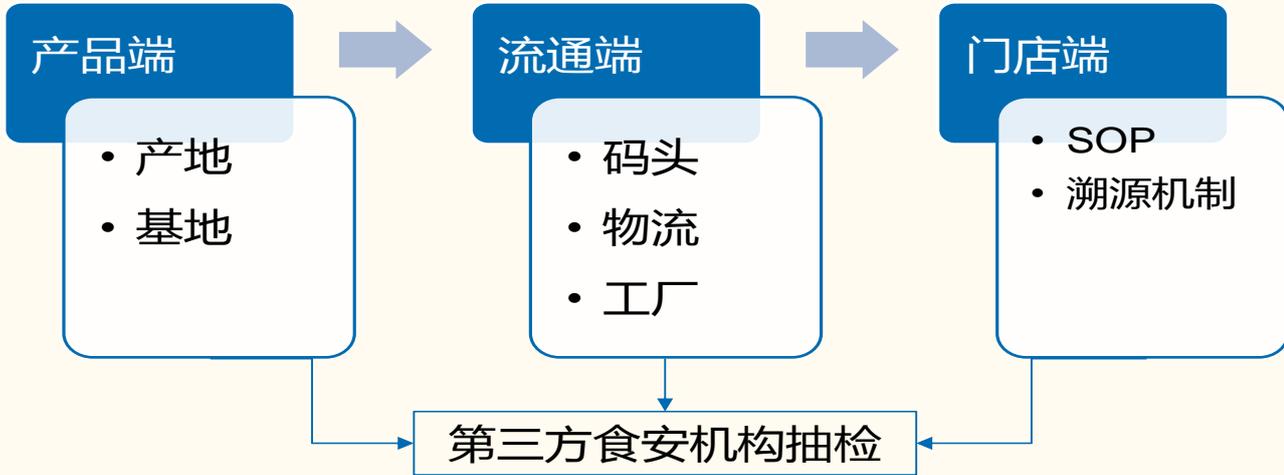
永辉坚持自营模式，并在二十年的发展中逐步建立其自己的生鲜采购团队和自上而下的供应链体系，在品质把控、降低损耗率上不断提升。此前主流超市的做法是选择将生鲜外包或者是联营，这种做法虽然保证了超市相对高的利润率和较轻的运营模式（这种模式今天依然广泛存在），但也导致其在上中游没有形成自身的供应链体系。因而在电商时代，由于快消品、百货品类等遭受电商冲击，反而是依靠生鲜建立差异化竞争优势的超市能够通过生鲜直采建立引流品类，并持续完善自身的生鲜采购体系，规模实现稳健增长。

根据 Euromonitor 的数据，2018 年国内生鲜市场的终端零售规模约 5 万亿，其中 70% 通过菜市场流通（包括终端零售和批发），超市渠道占比仅为 20%-30%。同时由于生鲜损耗率高，毛利率低，因此线上化率低。此前 O2O 时代起来的生鲜电商，因为损耗率高、物流成本高等限制，主要聚焦于相对高客单价的水果品类，且主流的打法是线上下单，第二天到店取货或者第二天配送。但在新零售体系下，生鲜是一个高频且刚需的线下流量入口，把握住了这个流量入口，就等于手握新零售时代的门票。所以我们看到越来越多的生鲜电商纷纷进入低价生蔬市场，并且以更快的即时配送服务和更低的起送门槛来获取更大的用户体量和更高的 MAU。

在风险资本、互联网巨头对生鲜赛道的持续高关注度下，以永辉为代表的线下超市面临着更激烈的竞争环境和更强大的对手。但我们认为对于永辉超市来说，整体是机遇大于挑战。一方面，永辉多年积累的生鲜运营经验使得其深耕当地环境、把握消费者即时需求方面有更多的话语权，另一方面，其多年积累的品控体系也保证了稳定的价格体系和品质输出，在消费者日益关注食品健康和购物环境的今天，能吸引更多的消费者从菜市场走向超市。

在生鲜品类上，永辉建立了从上游产品端、中游流通端、下游门店端的品控体系，并引入第三方食安机构抽检，从源头开始层层把关，为消费者持续、稳定地提供新鲜、健康的蔬菜，并不断在消费者心中巩固永辉“可靠、放心”的品牌形象，不断加强消费者对永辉的信赖。

图表 26：永辉品控体系搭建



来源：公司公告、国金证券研究所

此外，我们认为品控体系搭建更大的意义在于发展自有品牌，为消费者提供高品质、独家性、差异化的产品，从而进一步增强消费者粘性，提升复购频次。尤其是在消费升级的大趋势下，相比于为品牌支付溢价，消费者更倾向于为高品质的产品支付溢价，这也是近年网易严选、小米有品等 private label 模式受到追捧的一大原因。

从公开的信息来看，永辉的自有品牌品控体系拆分为六大模块：包括供应商管理、生产管理、流通管理、不合格品控制、风险控制、客诉管理。从源头保证产品质量，让消费者放心购物。

- **供应商管理**：包括供应商寻源管理、供应商资质管理、供应商风险管理、供应商考核、供应商质量改进及培训
- **生产管理**：产品准入机制、产品标准、产品包装、生产过程监控、源头控制
- **流通管理**：包装运输规范、产品储存环境要求、储存环节质量监控、入库验收
- **不合格品控制**：不合格品分类、不合格品评定、召回制度、不合格品处理
- **风险控制**：风险信息收集、风险验证
- **客诉管理**：客诉分类及处理权限、客诉信息的收集与分析、客诉信息反馈及品质改善

永辉目前的自有品牌“永辉优选”包括彩食鲜、优颂、田趣、馋大狮等，覆盖家居用品、休闲食品、干杂日配等多个品类，我们看好其基于稳定品控体系，通过发展自有品牌进一步加深与消费者的深度维系。

3.3 到家业务提升频率：店仓一体模式 vs. 卫星仓模式

整体而言，在到家业务上，永辉还处于初级阶段。根据公司披露的数据，2018 年底，共计 490 家门店为消费者提供永辉到家服务，覆盖 20 个省区的 88 个城市。从营收来看，到家业务占比只有 2.4%，同比微增 1.5%。根据中国经营协会的数据，除了线上占比较高的苏宁、盒马鲜生等企业，超市业态线上占比为 1.9%，也就是说永辉的线上占比虽然略高于传统超市平均水平，但远低于互联网企业，其本质依然是一个线下超市的模式。

而另一方面，站在当前时间点来看，永辉与互联网企业腾讯、京东的合作模式是寄希望于通过线上引流到线下，提供门店销售的增量；而对于互联网企业而言，则是希望通过线上场景化将线下流量引流至线上，两者对于流量转换的方向并不一致，因而反应到结果上，动作会变形，到家业务的效果也明显打了折扣。此外，只参股不涉及运营的模式虽然能保证公司运营方向上的独立性，但却无法做到真正的资源打通，提升整体效率。目前京东到家连接永辉超市门店 330 家，由于京东到家属于 O2O 平台型的轻资产运营模式，对于进驻商家的进、销、存情况无法实时掌握，因而在顾客体验和效率上无法与线上线下一体化的重资产模式抗衡。而腾讯虽然可以在门店数字化改造上进行赋能，但实际上腾讯并无零售的基因，因而在门店落地运营的细节上，腾讯起到的作用有限。

因此我们认为永辉虽然会继续打通大卖场店的到家业务模式，但相对于之前永辉云创希望通过线下引流、后续线上复购、店仓一体化“一步到位”的设计，未来永辉将聚焦到店业务，利用自身供应链优势，深耕门店所辐射周边人群的需求，提供差异化产品。同时在到店业务的基础上将到家业务作为便利性的补充，其目的还是希望通过更近一步触及消费者活动半径的方式增加粘性，在门店规模提升的基础上做到复购频率的提升。

当然永辉不会放弃对线上场景化的尝试，只不过动作相对谨慎。目前来看永辉云超只是将到家业务作为补充，而真正大跨步式的尝试依然是通过云创去摸索。目前除了永辉生活前店后仓模式，还在福建大本营建立前置仓来发展纯到家业务，并通过与腾讯智慧零售深度合作，以卫星仓发展永辉到家业务。根据我们草根调研的信息，目前单仓平均 1-2,000 单，客单价在 50-60 元左右。由于前置仓模式是目前生鲜电商纷纷加码的赛道，且配送成本较高（平均每单在 6-7 元），再加上分拣成本，我们认为永辉不会将卫星仓作为到家业务的唯一突破口，更多地还是结合自身的供应链优势稳步拓展，通过提供差异化的商品供给来增加用户粘性。

四、商品流、信息流、资金流：效率是场持久战

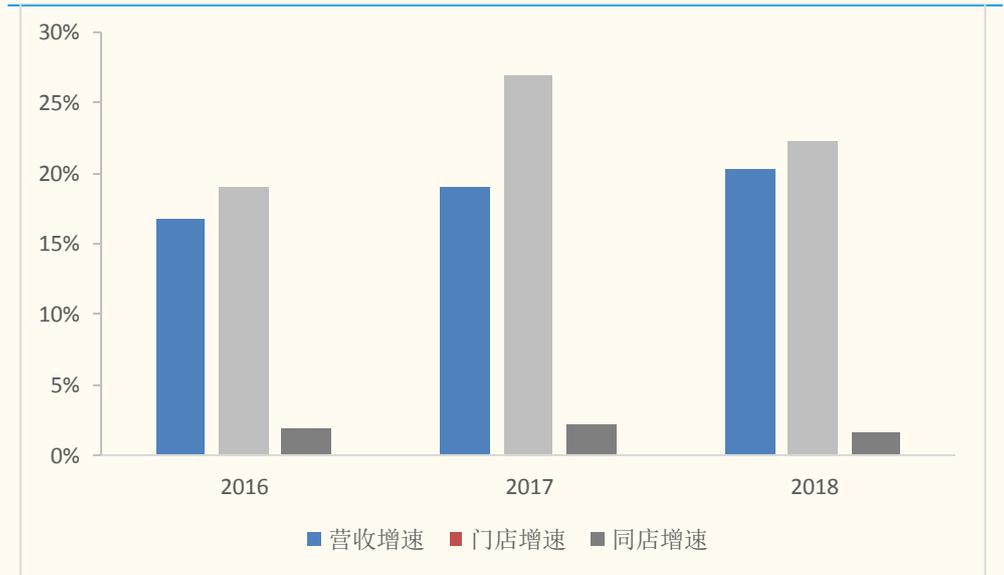
4.1 传统超市的经营效率与互联网零售企业比还有较大的差距

如果单纯从“线上线下订单占比”这一个指标来看永辉，那么与互联网企业主导的零售业态比，永辉超市在线上场景化探索、线上线下一体化、门店数字化、流程化等环节的运营效率还有非常大的差距。其近三年的营收增速虽然维持在 20% 左右，但同店增速 2016-2018 年分别为 1.9%/2.2%/1.6%，而 2016-2018 门店 CAGR 为 23%。具体来看，19 年一季度营收亮眼，同比增长

超过 18%，但根据我们测算，2019 年一季度的同店增速约为 1.9%，因此永辉的增速更多来自于门店规模的横向扩张，成熟门店的坪效并没有发生跨越式的增长。也就是说永辉更多地将新零售上的探索放在了云创板块，云超本质上还是传统的大卖场生意。

但从需求端来说，我们认为包括生鲜在内的日常快速消费品最重要的指标依然是价格和品质。如果放弃一步到位的方案，拆解各个环节，专注在自己擅长的赛道里提升，同时借助外力（资本、技术）摸索缺失的环节，那么永辉还是有望通过差异化的竞争争取更多的先发优势。

图表 27：云超板块的增长来自于新店扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

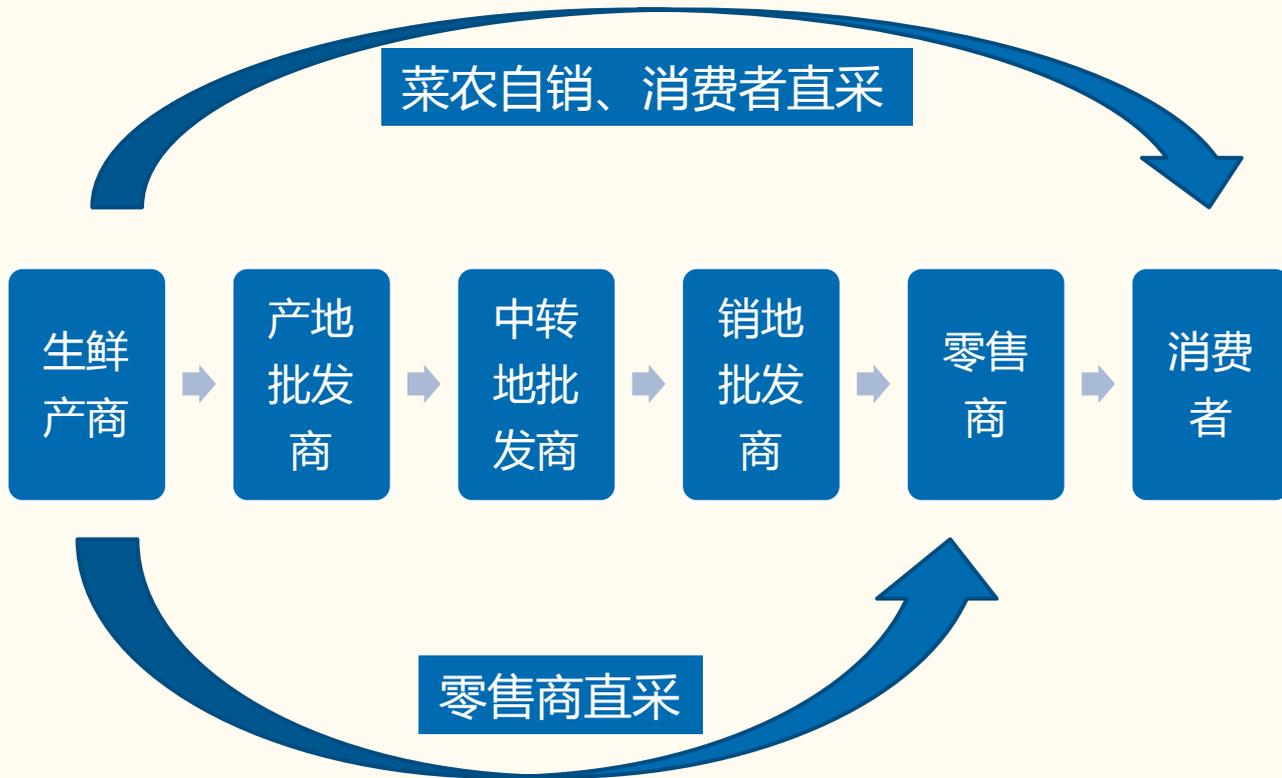
4.2 打造生鲜直采供应链，巩固核心壁垒

一般的生鲜流通渠道从生产者到消费者涉及多个环节，优点是具备规模优势和专业分工优势，缺点是流通时间较长，损耗率高、且层层环节加价。零售商直采虽然可以缩短流通时间，减少流通环节，从而获得更大的价格优势和更高的毛利空间，但由于对供应链及物流设施的投入成本高、因而前端规模的密集型程度决定单品直采是否规模经济。

连锁超市时代的规模优势带来高议价能力的逻辑在今天依然成立。但我们认为对生鲜品类而言，规模是一把双刃剑：虽然规模优势下依然能获取一定程度的价格优势，但这也需要健全的生鲜品控体系以及稳定的供给来保证门店规模增大的同时，所有门店的消费者能够获得相同标准的产品。而生鲜作为典型的非标品，受天气、地理等因素影响极大，如果采购体系不健全，或是供应商供给不稳定，那么必然会影响消费者体验。

因此建立在规模基础上的稳定可靠的生鲜供应链是目前永辉的核心竞争优势，且这个体系的搭建是需要时间去积累的。因此我们认为虽然近年来涌现出很多优秀的同样以生鲜为标签的区域性超市企业，但这些竞争对手要向全国范围扩张，开店扩大规模是最容易的，但也是最难。

图表 28：典型生鲜流通渠道



来源：国金证券研究所

4.2.1 绑定供应商，全国统采+区域直采

一方面永辉通过与源头生产商合作，股权绑定，向上游延伸，来保证稳定供给。

图表 29：近年来永辉入股的上游供应商

供应商	主营业务	入股时间	持股比例
星源农牧科技	肉类、蔬菜	2017 年 3 月	20%
国联水产	水产品	2018 年 3 月	11%
湘村高科农业	肉类	2018 年 6 月	10%
闽威实业	水产品	2018 年 6 月	20%

来源：公司公告、国金证券研究所

同时结合全国统采和区域直采的方式，根据动销情况平衡品类 SKU 和单品规模：对于易保存以及地域消费特性不明显的品类采用全国统采，以规模优势提升议价能力；对于不适合远距离运输的品类或者区域化消费特征明显的品类，则采用区域直采的方式。

4.2.2 专业化采购团队+规范化品控体系，稳定产品品质

经过多年在生鲜品类上的经验积累，永辉已经培育出了一支规模超过千人的生鲜采购团队，形成超过 800 万字的采购手册，输出标准化采购模式，在全国乃至全球寻求优质生鲜商品。

但必须指出的是采购团队的专业性依然会受个体的经验差异等主观因素影响，因此公司也在不断摸索规范化的品控体系。如前文所述，目前永辉已在供应链源头端、流通端、门店端建立检测实验室标准，规范检测操作流程，搭建溯源机制，并与第三方检测机构合作，验证质量安全风控体系

4.2.3 展望未来，技术赋能生鲜供应链效率

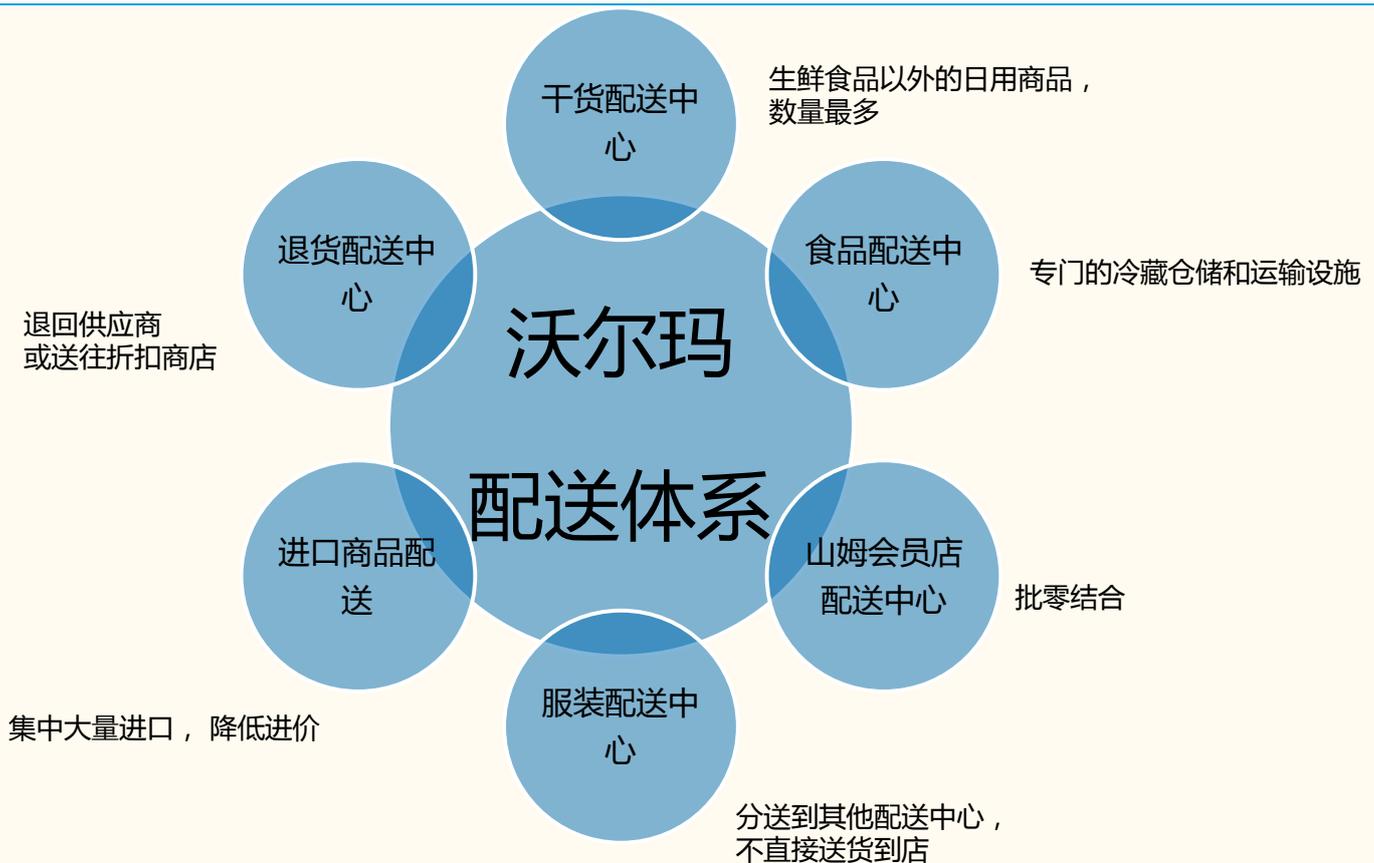
我们认为线下超市发展新零售的路径是先有规模，再通过提升各个环节的效率来降本增效，扩大利润。而生鲜本身的高损耗率、非标性等特点决定了生鲜供应链效率的提升不仅仅来自于前端规模的扩大，更来自于中后端技术的投入。新零售的形式不仅仅限于其表面的商业模式，而是来自技术的进步带来的全方位的赋能，整体而言，永辉的核心优势是其积累多年的生鲜供应链，因而我们预判这是一条走重资产模式的道路，对永辉而言，既是机遇也是挑战。

4.3 搭建供应链平台：借助外力探索多种业务模式

永辉聚焦线下优势，积极拓店，扩大业务覆盖范围，加密终端门店网络，上游端则通过持续深入合作、股权绑定供应商网络，规模是形成两端不断扩充的基础。而效率的高低则决定了规模扩张的质量。

建立配送网络是连锁超市规模扩张之路上重要的一环，目的在于提高货物周转、降低损耗、提高运营效率。以沃尔玛超市为例，沃尔玛目前在美国拥有超过 60 个配送中心，配送中心一般设立在 100 多家零售门店的中心位置，保证所有的门店都能第一时间补货。

图表 30：沃尔玛的配送体系



来源：沃尔玛公司公告、国金证券研究所

根据最新年报披露的信息，永辉目前在全国 17 个省市建立了物流中心，总运作面积 45 万平方米，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)8 个，常温及集成中心 17 个；2018 年配送作业额 409 亿。配送网络主要是为拓展全国市场、降低流通成本提供物流支撑。灵活高效的物流配送方式有助于降低生鲜运输配送过程中的损耗，提升流通效率。

同时基于更加完善更高效率的供应链基础，业务自然而然延伸出除了“赚渠道差价”模式之外的另外两种选择：to C 端建立自有品牌，寻求更高的溢价；to B 食品供应链业务，对标 Sysco 模式，对外赋能。

根据公司年报披露的信息，2018 年彩食鲜主营收入 24 亿元，已在重庆、北京、福建、四川、安徽、江苏 6 个省市建立永辉生鲜中央工厂，覆盖 405 家超市门店；同时拓展餐饮、医药、银行等企业客户。

不过目前来说我们更看好永辉在 to C 的自有品牌业务前景。其在生鲜方面建立起来的品牌形象、不断完善的品控体系、以及成熟的生鲜蔬菜供应链基础有助于其发展自有品牌，为消费者提供差异化的产品。

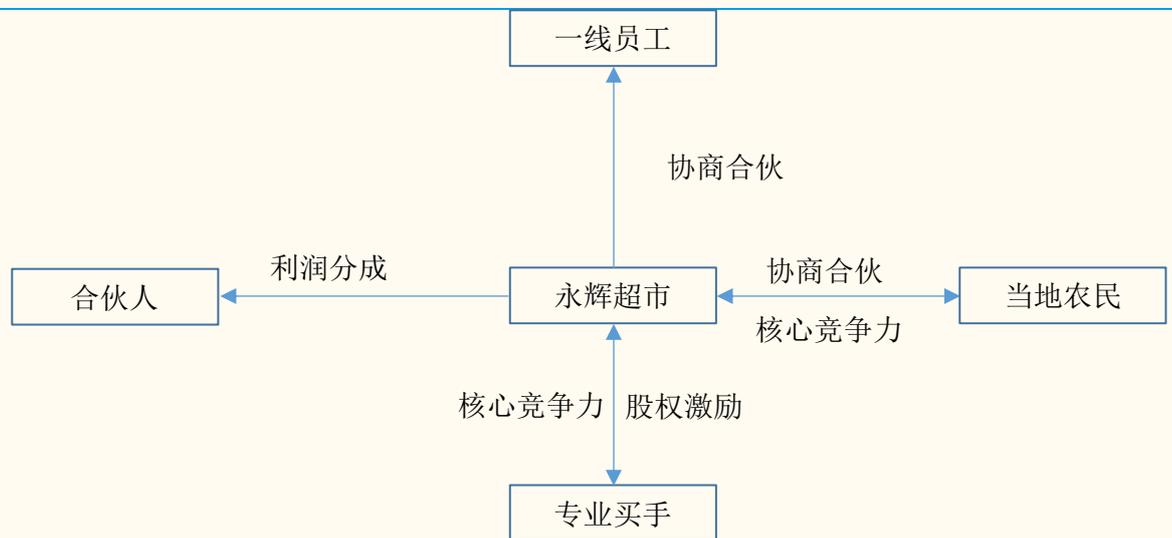
目前彩食鲜业务永辉占比 43.75%，我们认为永辉发展 to B 业务不仅需要借助外界资本的力量以合资公司的形式开拓，而且在规模上不会过于激进。目前国内的餐饮供应链服务，主要分为三种形式：提供米粮油标准品、净菜和半成品。标品和净菜毛利低，主要以规模效益赚取利润；而半成品的毛利相对高，但是多为定制化，对中央工厂的专业性要求也高。to B 餐饮供应链这块已经聚

集了不少玩家，但基本都还在烧钱培育市场的阶段，对于当前以 to C 市场为首要目标的永辉来说，to B 业务更像是谨慎的探索，以及在自己能力范围内的布局。

4.4 人效管理的本土化探索：门店合伙人制+赛马制

员工管理方面，永辉通过实行门店合伙人机制和赛马制以激发员工主观能动性，绑定员工利益，从而提升人效。不同地区的合伙人制度因店制宜，对于一线员工，公司根据实际的门店运营情况按照销售额、毛利率、利润总额、减亏等不同指标达成率进行分红；对于专业的买手团队则以股权激励的方式捆绑利益；此外，由于生鲜的供应商多为当地的农户，永辉也通过与当地农民协商合伙的方式，绑定生鲜供应。另一方面，永辉以赛马制来淘汰能力不够的员工，有奖励有罚，双向保证人效管理。

图表 31：永辉“合伙人”机制



来源：公司公告、国金证券研究所

一个直接的问题是：永辉的合伙人制护城河究竟有多深？竞争者能否以复制合伙人制的方式获得类似于永辉的增长？

我们认为单纯照搬形式可能并不那么有效。首先，通过拆分永辉的合伙人制，我们发现这套制度是与永辉主打生鲜品类高度匹配的：生鲜上游较为分散，与农户绑定可确保货源；专业买手深入当地，对菜品的各种特征高度熟悉，一个好的买手决定了生鲜品控和损耗率的第一环，因此通过股权捆绑买手有利于团队稳定；对于员工，按条件的利益分成会有效激励员工在码放菜品时轻拿轻放、严格遵守保鲜程序，降低因人为因素造成的损耗。这些环节累积下来体现在结果上，最直接的体现是行业平均生鲜损耗率在 8 个百分点左右，而永辉的生鲜货损率已经控制在了 4% 以内。此外基于低损耗基础之上，通过激励机制，员工积极主动参与菜品陈列、精细化管理，从而刺激顾客消费，也带来了更多的收入。

第二，我们认为永辉的合伙人制在表现形式上是“分担职责，分享利润”，其最主要的目的在于通过利润分享提升员工的主观能动性，真正将标准化的采买、收货、理货等 SOP（即职责）贯彻执行。反过来说，如果没有收货、验货、

码放、补货等一系列生鲜管理环节具体的操作方案，就算形式上提升了员工积极性，员工也并不知道该如何提升

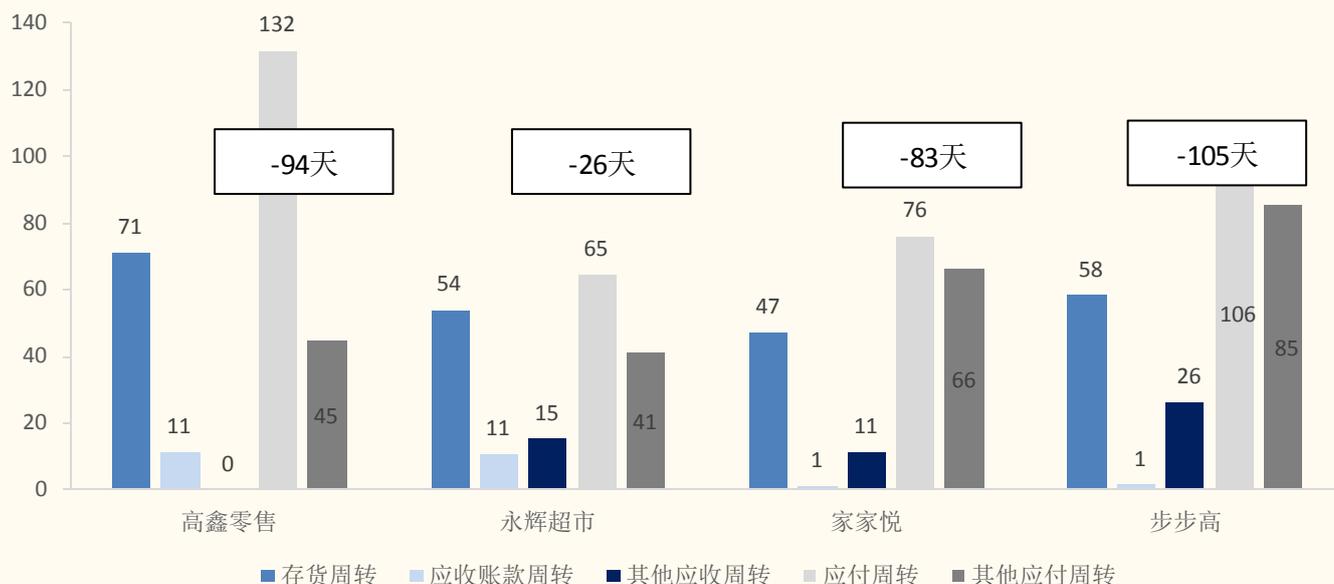
因此我们认为合伙人制奏效的前提在于标准化、流程化的操作体系搭建。而这依然要回归到生鲜经营的经验积累，并非一日之功。

4.5 现金周转效率整体高于行业

除了员工的管理体系外，现金的管理也是现代超市企业效率管理中非常重要的环节。传统超市企业一方面与顾客现金交易，应付账款不多，且通过贩售预付卡获得预付款；另一方面则通过延长供应商的应付周转天数，因此超市企业的现金净周转天数是负的，而且越是议价能力强的超市龙头，负的天数越多，从而可以获得充沛的现金流周转。

但这并不适用于生鲜交易。生鲜品类的保存周期很短，存货周转快；与上游农户现金交易居多（目前永辉生鲜 60%来自基地直采，40%来自于批发商），很难挤占供货商资金，也就是说生鲜占收入比例越高，净现金周转天数越短。因此反映到整体的净现金周转天数，永辉 18 年为负的 26 天。这也意味着永辉在存货管理、现金管理上必须要提升效率才能保证经营现金流的稳定。

图表 32：周转天数对比（2018 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

但反过来看，生鲜品类低毛利率、高损耗率、高周转率的特点决定了其商品流、信息流、资金流的效率要求显著高于其他食品、百货品类，我们认为这点正是永辉可以击败传统超市，甚至可以与一些互联网生鲜电商企业抗衡的点。

4.6 创新推动，期待腾讯技术赋能

永辉作为传统零售企业，其在效率提升方面存在短板，因而我们期待腾讯在技术端对永辉的赋能。从公司披露的信息来看，永辉正在积极通过技术的推进，包括门店数字化升级、云平台以及辉腾项目综合提升其数字化运营的能力，

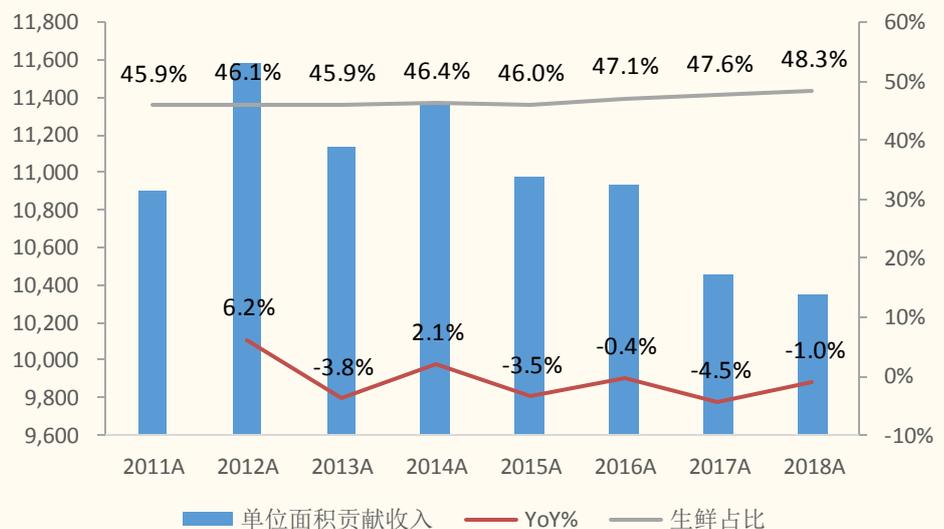
从而全面提升各个环节的效率。在前台永辉致力于零售业务的线上线下的解决方案创新应用，中台则在在线化、云化等数字化能力全面展开创新探索；后台方面，加强食安监测网络建设和溯源体系，打通信息流、商品流和资金流，为业务的下一步的发展夯实科技基础。鉴于之前在云创业务的探索，我们认为永辉对技术推动的需求将更倾向于从最亟需提高的方面开始，其效率的提升是个谨慎摸索前进的过程。

五、财务分析与盈利预测

综上所述，我们认为永辉超市业务短期的营收驱动力来自于门店规模的扩张，而 Mini 店的探索虽然可以贡献一部分收入，但前期门店投入的成本会一定程度造成费用的扩张，并且模式跑通尚需时日。从中长期来看，顾客粘性提升以及经营效率的提升能进一步提升利润率水平。

我们分析了 11-18 年永辉单位面积贡献营收的数据，并剔除了 17-18 年云创业务收入的影响。从最近几年的数据来看，一方面，门店快速扩张，单位面积的收入贡献因摊薄因素而下降；另一方面，营收对生鲜的依赖在逐渐上升，生鲜的 SKU 价格相对低于食品百货，两者共同作用之下，单位面积贡献收入近年整体呈下降趋势。

图表 33：单位面积贡献收入呈下降趋势

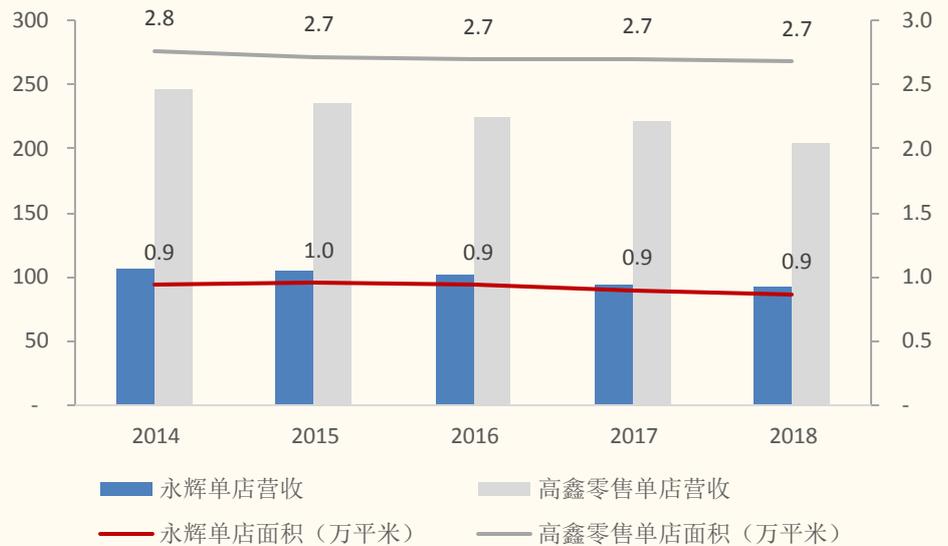


来源：公司公告，国金证券研究所

同时我们将永辉超市与超市龙头高鑫零售做了简单对比，由于高鑫零售披露的是总体面积 GFA，包括出租的商铺面积。因此无法简单以单位面积收入数据横向对比，仅以单店收入和单店面积作为横向比照的依据。

而家家悦、步步高等区域性超市本身深耕区域，包含多种业态（大卖场、超市、便利店、货店等），横向对比意义不大，因此未列入。

图表 34: 永辉单店指标 (vs.高鑫零售)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们对永辉的关键假设是其短期内的门店快速扩张带来的规模效益。

图表 35: 盈利预测关键假设

	2019E	2020E	2021E
大卖场净增加门店	145	130	100
单店面积 (万平方米)	0.9	0.9	0.9
单位面积贡献收入 YoY%	1.5%	0.5%	0.0%
Mini 店新增	800	800	600
Mini 单店日均销售额 (万元)	2.2	2.5	2.8
生鲜占比	48.5%	48.7%	48.9%
食品用品占比	51.5%	51.3%	51.1%
生鲜毛利率	15.1%	15.3%	15.5%
食品用品毛利率	19.3%	19.4%	19.5%
销售费用率	15.1%	15.0%	15.0%
管理费用率	4.5%	4.5%	4.5%

来源: 国金证券研究所

基于以上对门店的关键假设, 我们给出 2019-2021 年收入分别为 844 亿元/986 亿元/1094 亿元, 同比+19.7%/16.9%/10.9%, 归母净利润分别为 223 亿元/275 亿元/326 亿元, 同比+50.6%/+23.3%/+18.6%。

六、估值与投资建议

我们采用 DCF 的估值方法, 并结合同业 PE 水平比较。

我们采用了 9.0% 的 WACC (经调整 beta=0.9) 和 1% 的永续增长率假设。在自由现金流的预测上, 考虑到短期内开店将继续, 且在生鲜供应链上持续投入, 资本开支和营收规模增长保持一致, 同时我们假设永辉的现金周转天数呈现逐步变长的趋势, 最终得出永辉的目标价为每股 11.5 元。对应 19-21 年 PE 倍数分别为 49x/40x/34x。

图表 36: DCF 估值模型

(人民币百万)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029E
息税前利润	3,011	3,787	4,409	5,405	6,447	7,338	8,512	9,748	11,008	12,366	13,832
加: 折旧与摊销	1,571	1,853	2,183	2,548	2,936	3,336	3,741	4,148	4,558	4,974	5,399
减: 所得税	527	663	772	946	1,128	1,284	1,490	1,706	1,926	2,164	2,421
减: 资本支出	2,841	3,350	3,792	4,139	4,430	4,652	4,824	4,993	5,174	5,370	5,581
减: 运营资本的变化	(715)	(1,359)	(4,668)	(1,271)	(3,047)	(1,732)	(1,488)	(1,013)	(1,094)	(866)	(935)
去杠杆后自由现金流	1,930	2,986	6,697	4,139	6,871	6,469	7,428	8,209	9,559	10,672	12,164
终值											152,644
贴现现金流	1,930	2,738	5,632	3,192	4,859	4,195	4,417	4,477	4,780	4,894	5,115
预测期现值	44,300										
终值的现值	64,190										
企业价值	108,490										
减: 净负债与少数股东权益	1,786										
归属股东的权益贴现值	110,276										
总股本	9,570										
归属股东每股权益价值(人民币/股)	11.5										

WACC假设			
无风险利率	4.0%	税前债务成本	4.6%
风险溢价	6.5%	税率	30.0%
Beta	0.9	税后债务成本	3.2%
权益成本	10.1%	目标负债率	15.0%
永续增长率	1.0%	WACC	9.0%

来源: 国金证券研究所

结合同业估值水平来看, 虽然永辉 19 年对应 PE 倍数高于同业, 但未来 3 年成长确定性较高。结合 19-21 年 EPS CAGR 来看, PEG 指标低于行业平均值。此外, 从永辉的过去 PE 来看, 历史估值均值维持在 50 倍左右。综上所述, 我们选取以 DCF 为基准的合理价值 11.5 元作为永辉的目标价。结合当前股价, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 37: 同业估值水平比较

	股票代码	当前股价	(一致) 目标价	1 yr PE	TP 1yr PE	TP PEG	2018-2021CAGR%
永辉超市*	601933 CH	9.87	11.50	42.4x	49.4x	1.6x	30.1
高鑫零售	6808 HK	6.99	8.62	22.6x	27.9x	7.9x	3.5
家家悦	603708 CH	28.17	30.47	26.8x	29.0x	1.9x	15.3
红旗连锁	002697 CH	6.18	6.73	21.3x	23.2x	1.3x	18.6
步步高	002251 CH	7.86	10.97	32.8x	45.7x	2.5x	18.6
沃尔玛	WMT US	106.06	110.45	22.0x	22.9x	7.3x	3.1
均值				28.0x	33.0x	3.7x	14.9

来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所 *股价更新至 06/10/2019

图表 38: 永辉 PE Band



来源: Wind, 国金证券研究所

七、风险提示

1) 宏观经济下行的风险。宏观经济下行，居民可支配收入增速放缓，消费意愿下降。

2) 行业竞争加剧。近年来各路风险资本、互联网巨头纷纷加码生鲜，作为线下流量的高频入口。线下生鲜专卖店、生鲜电商、以及一些超市龙头比如大润发通过与阿里的合作转型升级，在此背景下，对于上游生鲜供应链资源的抢夺、线下门店资源的争夺、以及生鲜相关人力资源培养都会造成费用的急速扩张，影响利润率。

3) 同店增长不及预期。目前永辉的增长主要来自于门店规模的扩张，因此同店增长不及预期会造成利润承压，以及门店拓展资金压力。

4) Mini 店模式探索不及预期。Mini 店是永辉在剥离云创业务之后的又一重大尝试，当前门店扩张加速，但培育还需时日，若培育速度不及预期，可能会对利润造成影响。

5) 开店速度过快，运营质量不佳，可能会出现大量关店。永辉目前属于高速开店期，19 年预计新开大卖场 150 家，同时 Mini 社区店截至 5 月也开出了 230 家左右。但近年消费增速下滑，国内大卖场、超市业态整体发展低迷，门店扩张过快可能会造成资金流紧张、门店人员配备跟不上、门店收入下滑、运营质量下降，甚至大幅关店。

6) 限售股解禁风险。2019 年 8 月 9 日，永辉定向增发机构配售的 14.35 亿份股解禁，占解禁前流通股 18.01%，股东包括牛奶有限公司（占比 20%）、江苏圆周电子上午有限公司（占比 33%）、江苏京东邦能投资投资管理有限公司（占比 33%）、张轩松（占比 13%），限售股解禁可能会造成股价波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	49,232	58,591	70,517	84,400	98,647	109,435
增长率	16.8%	19.0%	20.4%	19.7%	16.9%	10.9%
主营业务成本	-39,292	-46,383	-54,900	-65,448	-76,212	-84,231
%销售收入	79.8%	79.2%	77.9%	77.5%	77.3%	77.0%
毛利	9,940	12,209	15,617	18,952	22,435	25,204
%销售收入	20.2%	20.8%	22.1%	22.5%	22.7%	23.0%
营业税金及附加	-219	-209	-237	-284	-332	-369
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7,165	-8,452	-11,560	-12,719	-14,767	-16,382
%销售收入	14.6%	14.4%	16.4%	15.1%	15.0%	15.0%
管理费用	-1,289	-1,781	-3,007	-3,773	-4,410	-4,892
%销售收入	2.6%	3.0%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	1,267	1,766	812	2,176	2,926	3,561
%销售收入	2.6%	3.0%	1.2%	2.6%	3.0%	3.3%
财务费用	74	83	-148	-189	-155	-133
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-19	-23	-69	-42	-49	-55
公允价值变动收益	7	-81	33	5	5	5
投资收益	167	145	548	478	478	478
%税前利润	10.8%	7.1%	37.8%	18.2%	13.9%	11.7%
营业利润	1,498	1,891	1,177	2,428	3,205	3,857
营业利润率	3.0%	3.2%	1.7%	2.9%	3.2%	3.5%
营业外收支	110	93	185	194	227	219
税前利润	1,556	2,033	1,449	2,622	3,432	4,076
利润率	3.2%	3.5%	2.1%	3.1%	3.5%	3.7%
所得税	-343	-348	-452	-459	-601	-713
所得税率	22.0%	17.1%	31.2%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	1,214	1,685	997	2,163	2,831	3,363
少数股东损益	-28	-132	-483	-65	85	101
归属于母公司的净利润	1,242	1,817	1,480	2,228	2,746	3,262
净利率	2.5%	3.1%	2.1%	2.6%	2.8%	3.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,214	1,685	997	2,163	2,831	3,363
少数股东损益	-28	-132	-483	-65	85	101
非现金支出	1,007	1,244	1,385	1,571	1,853	2,183
非经营收益	-168	-248	-486	-369	-401	-401
营运资金变动	-125	-40	-135	715	1,359	4,668
经营活动现金净流	1,928	2,641	1,761	4,050	5,609	9,758
资本开支	-1,440	-2,256	-3,029	-2,841	-3,350	-3,792
投资	-2,090	-2,290	-1,620	0	0	0
其他	-353	-1,237	981	710	711	733
投资活动现金净流	-3,883	-5,782	-3,669	-2,131	-2,639	-3,059
股权募资	6,357	561	976	0	0	0
债权募资	0	0	3,690	-1,690	0	0
其他	-611	-1,192	-2,361	-1,163	-1,662	-2,030
筹资活动现金净流	5,746	-631	2,305	-2,853	-1,662	-2,030
现金净流量	3,791	-3,772	397	-934	1,309	4,670

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,097	4,608	4,733	3,799	5,107	9,777
应收款项	3,154	3,717	5,025	5,765	6,468	6,876
存货	5,379	5,582	8,119	8,167	9,301	9,818
其他流动资产	3,937	6,430	6,077	6,077	6,077	6,077
流动资产	20,566	20,337	23,953	23,808	26,953	32,548
%总资产	69.9%	61.9%	60.4%	58.7%	59.9%	62.6%
长期投资	1,976	3,659	5,701	5,501	5,301	5,101
固定资产	3,109	3,676	4,512	5,363	6,311	7,258
%总资产	10.6%	11.2%	11.4%	13.2%	14.0%	14.0%
无形资产	629	638	625	660	704	753
非流动资产	8,872	12,534	15,674	16,744	18,041	19,449
%总资产	30.1%	38.1%	39.6%	41.3%	40.1%	37.4%
资产总计	29,438	32,870	39,627	40,551	44,994	51,997
短期借款	0	0	3,690	2,000	2,000	2,000
应付款项	9,757	11,903	15,926	17,305	20,360	25,840
其他流动负债	292	408	335	459	601	713
流动负债	10,049	12,311	19,951	19,764	22,961	28,554
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	147	151	244	244	244	244
负债	10,197	12,462	20,195	20,008	23,205	28,798
普通股股东权益	19,199	19,995	19,355	20,530	21,692	23,001
少数股东权益	43	413	77	12	97	198
负债股东权益合计	29,438	32,870	39,627	40,551	44,994	51,997

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.130	0.190	0.155	0.233	0.287	0.341
每股净资产	2.006	2.089	2.022	2.145	2.267	2.403
每股经营现金净流	0.201	0.276	0.184	0.423	0.586	1.020
每股股利	0.120	0.147	0.110	0.166	0.204	0.242
回报率						
净资产收益率	7.90%	9.27%	7.52%	11.17%	13.01%	14.60%
总资产收益率	4.99%	5.83%	4.08%	5.56%	6.42%	6.73%
投入资本收益率	6.50%	8.14%	5.14%	11.02%	13.13%	14.44%
增长率						
主营业务收入增长率	16.82%	19.01%	20.35%	19.69%	16.88%	10.94%
EBIT增长率	86.03%	25.08%	-13.91%	74.39%	25.75%	16.43%
净利润增长率	105.18%	46.28%	-18.52%	50.52%	23.25%	18.77%
总资产增长率	44.99%	11.66%	20.55%	2.33%	10.96%	15.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	4.6	7.9	8.9	6.9	4.9
存货周转天数	44.7	43.1	45.5	45.5	44.5	42.5
应付账款周转天数	54.3	55.4	57.5	58.5	58.5	68.0
固定资产周转天数	23.0	22.9	23.4	23.2	23.3	24.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.08%	-22.58%	-5.36%	-8.76%	-14.26%	-33.52%
EBIT利息保障倍数	NM	239.6	24.2	27.4	49.0	57.1
资产负债率	34.64%	37.91%	50.96%	49.34%	51.57%	55.38%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	14	19	36
增持	2	2	10	12	21
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.40	1.48	1.44	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH