

# 超市行业：竞争分化集中度加速提升，多业态全渠道趋势强化

——“不一样的财报解读”系列之2019年三季报

2019年11月05日

看好/维持

商贸零售 | 行业报告

分析师	王 习 电话：010-66554034 邮箱：wangxi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518010001
研究助理	赵 莹 电话：010-66555446 邮箱：zhaoying_yjs@dxzq.net.cn	

**必选消费稳健、CPI 带动同店营收，行业业绩增速回升。**2019Q1-Q3 中信分类下超市行业实现营收 1662 亿元同比增长 9.62%。其中，Q3 实现营业收入 553 亿元，较去年同比增长 11.24%。2019 年前三季度 CPI 在肉禽价格带动下持续攀升，CPI 维持高位带动超市同店营收提升。必需消费品需求旺盛，超市作食品生鲜、日用百货等必需消费品终端零售渠道，板块收入增长稳健。产品结构优化、管理能力利好毛利率提升、叠加费用端管控有效，盈利能力持续改善。超市行业毛利率延续上行趋，2019 年前三季度行业毛利率为 22.36%，较去年同期上升 0.1pct；同时，2019Q1-Q3 期间费用率为 19.82%，较去年同期下降 0.21pct。2019Q1-Q3 扣非归母净利润为 27.44 亿元，同比增长 17.25%，增速+10.93pct。**利润端增长持续高于收入端，行业盈利能力持续提升。**

**超市行业龙头企业内深外延，跨区域扩张态势延续。**今年三季度永辉超市着手布局山东地区，市场版图持续扩张，加速迈向全国超市品牌；家家悦完成首批张家口门店升级，并计划拓展内蒙古、江苏地区，区域超市逐步走向全国性超市品牌；社区超市红旗连锁加密成都地区门店，同时向川内扩张，展店节奏加速。总体来看，随着龙头企业内深外延，行业市场份额将持续向龙头企业集中。**内资商超整合行业资源，具备优秀运营能力行业龙头受益。**行业内并购、重组持续进行，行业资源加速整合，优质资源向行业龙头靠拢。永辉完成广东百佳并表，公司运营管理输出能力持续强化，公司向平台化发展迈进。同时，苏宁、物美分别完成对家乐福、麦德龙中国的股权收购。国内超市行业已正式告别外资主导的时代，内资超市品牌凭借运营、供应链优势，进一步获取市场份额。行业资源不断向龙头且靠拢，竞争加剧同时行业集中度持续提升。

**线上线下融合，全渠道建设成为行业发展必然方向。**实体超市纷纷接入线上平台发展 O2O 模式，线上线下双线运营带动门店活力提升店效，成为业态升级发展方向。伴随消费需求多元化，超市向细分业态。未来行业将

向大而全综超模式、小而美社区业态、精而优的 COSTCO 模式等细分业态发展。

**投资建议：**我们坚定推荐永辉超市、高鑫零售、红旗连锁。行业竞争加剧，分化显著。我们认为，龙头企业在扩张能力、运营管理能力具备显著优势，行业集中度加速集中。永辉超市作为全国性超市龙头，已形成“生鲜为王”的特色；同时，公司业态布局均衡实现消费场景网络覆盖，市场份额持续提升。高鑫零售作为大卖场行业龙头，阿里助力公司门店数字化改造、产品结构优化，新零售转型红利将释放。红旗连锁定位社区生活场景以“商品+服务”满足便利性消费需求，高速扩张成为川内便利店龙头地位。

**风险提示：**宏观经济下行风险，门店扩张不及预期等。

#### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
永辉超市	0.15	0.24	0.30	0.41	61.80	38.78	30.97	22.43	4.23	强烈推荐
高鑫零售	0.27	0.28	0.31	0.35	24.97	28.84	25.72	23.47	4.69	推荐
红旗连锁	0.24	0.30	0.34	0.40	26.79	21.71	18.74	16.11	2.94	推荐

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 目录

1. 必需品质增叠加 CPI 影响，行业业绩增速回升.....	4
1.1 必需品质增叠加 CPI 影响，超市营收稳健增长.....	4
1.2 毛利率提升叠加费用率下降，业绩释放高增长.....	5
2. 行业分化加剧，集中度提升是行业未来趋势.....	6
2.1 扩张带动营收增长，龙头企业扩张加速.....	6
2.2 行业资源整合，具备整合扩张能力的龙头企业受益.....	7
3. O2O 为业态升级必然方向，细分业态满足多维度消费需求.....	8
4. 投资建议：.....	8
5. 风险提示：.....	9

## 插图目录

图 1：2016-2019 年我国超市行业营收及增速.....	4
图 2：2016-2019 年我国超市行业扣非归母净利润及增速.....	4
图 3：2016-2019 年我国 CPI 当月同比增长.....	5
图 4：2016-2019 年我国必需消费品累计同比.....	5
图 5：2016-2019 年行业及重点公司毛利率.....	5
图 6：2016-2019 年行业及重点公司销售费用率.....	6
图 7：2016-2019 年行业及重点公司管理费用率.....	6
图 8：2016-2019 年剔除永辉超市行业&永辉超市营收收入和增长率.....	6

## 表格目录

表 1:2019 年超市行业门店扩张&资源整合.....	7
------------------------------	---

我们于今年九月份发布超市行业深度报告《生活服务中心重构超市，产业航母矩阵雏形初现》，提出规模化是行业发展必然趋势，也是盈利能力提升最有效途径。通过论证，我们认为超市作为必需消费品终端渠道，下游消费者价格敏感度高，行业提价能力有限，唯有以需求为中心的转型才能提高获客能力、提升盈利能力。现阶段正进入资源整合、业态转型时期，长期来看，集中度提升将是行业格局变化主要方向。19 年季报持续验证了我们前期的观点，行业竞争分化，建议持续关注。

## 1. 必需品稳增叠加 CPI 影响，行业业绩增速回升

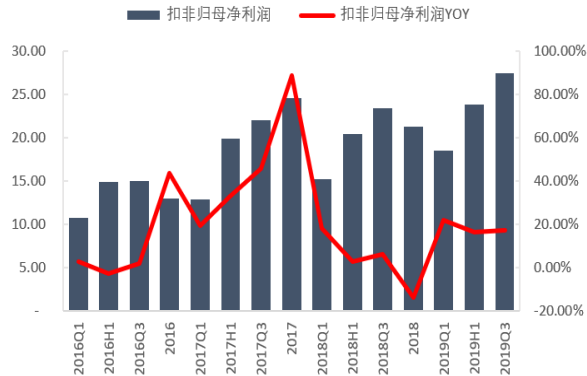
### 1.1 必需品稳增叠加 CPI 影响，超市营收稳健增长

**必选消费稳健、CPI 带动同店营收，行业业绩增速回升。**2019Q1-Q3 中信行业分类下超市行业实现营收 1662 亿元，同比增长 9.62%。其中，Q3 实现营业收入 553 亿元，较去年同期增长 11.24%。永辉超市前三季度营收增速为 20.59%，Q3 营收增长 22.26%，收入增长加速。龙头企业增长显著高于行业水平，行业竞争分化，印证我们行业观点。三季度超市同店收入改善，主因国内 CPI 上行所致。2019 年 1-9 月国内 CPI 在肉禽价格带动下持续攀升，前三季度食品及非食品项 CPI 增长 6.57%/1.48%。CPIQ3 仍维持高位，超市同店营收持续改善。必需品需求稳健增长，2019 年 1-9 月必需消费品增长稳健，食品饮料/日用品增速 10.60%/13.60%。超市作为必需消费品终端零售渠道，板块收入增长稳健。

图 1：2016-2019 年我国超市行业营收及增速



图 2：2016-2019 年我国超市行业扣非归母净利润及增速

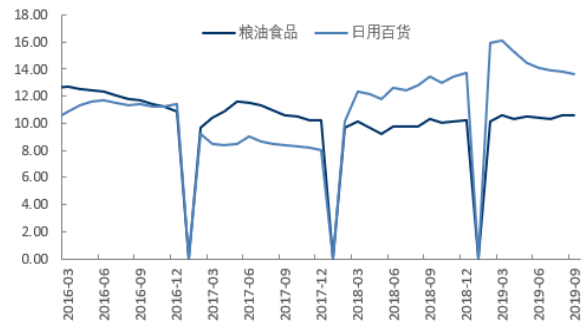


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 3：2016-2019 年我国 CPI 当月同比增长**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

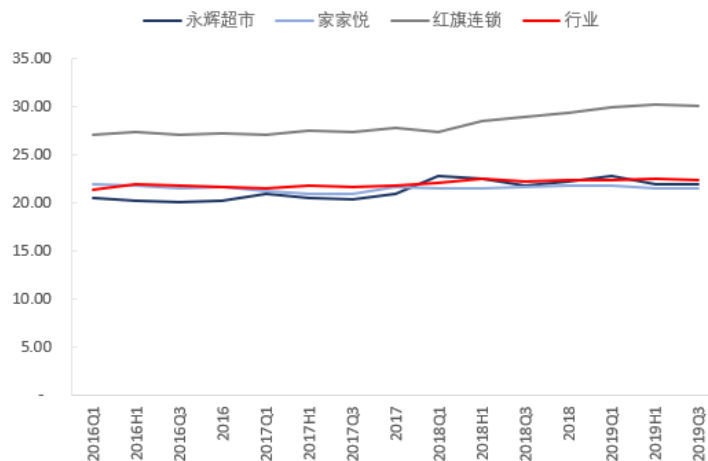
资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 4：2016-2019 年我国必需消费品累计同比**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

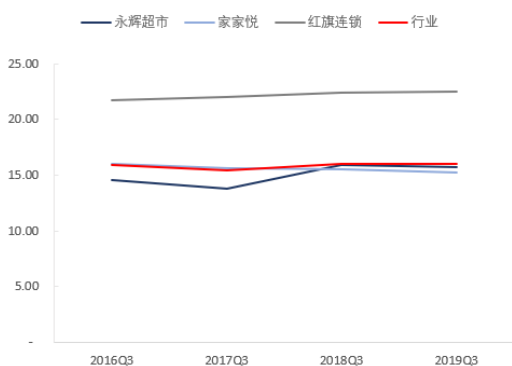
## 1.2 毛利率提升叠加费用率下降，业绩释放高增长

毛利率提升、费用管控有效，盈利能力持续改善。超市行业毛利率延续上行趋势，2019 年前三季度行业毛利率为 22.36%，较去年同期上升 0.1pct。同时，2019Q1-Q3 期间费用率为 19.82%，较去年同期下降 0.21pct；其中，2019Q3 管理费用率/销售费用率分别为 3.49%/16.82%，较去年同期下降 0.46/下降 0.05pct。利润端增长持续高于收入端，行业盈利能力持续提升。2019Q1-Q3 扣非归母净利润为 27.44 亿元，同比增长 17.25%，较同期增速+10.93pct；其中，超市板块龙头永辉超市 2019 前三季度扣非归母净利润增速为 45.81%，增速远超行业水平。行业利润端增长持续高于收入端，毛利率提升叠加费用率管控释放业绩增速。

**图 5：2016-2019 年行业及重点公司毛利率**


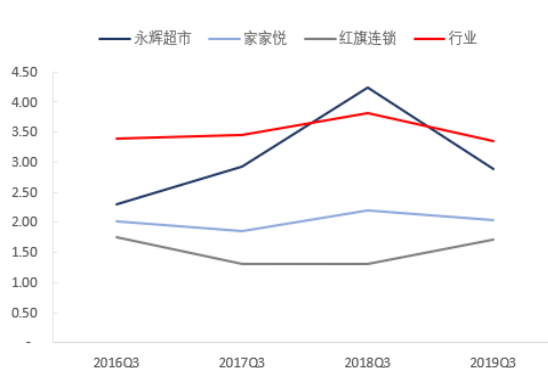
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：2016-2019 年行业及重点公司销售费用率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：2016-2019 年行业及重点公司管理费用率



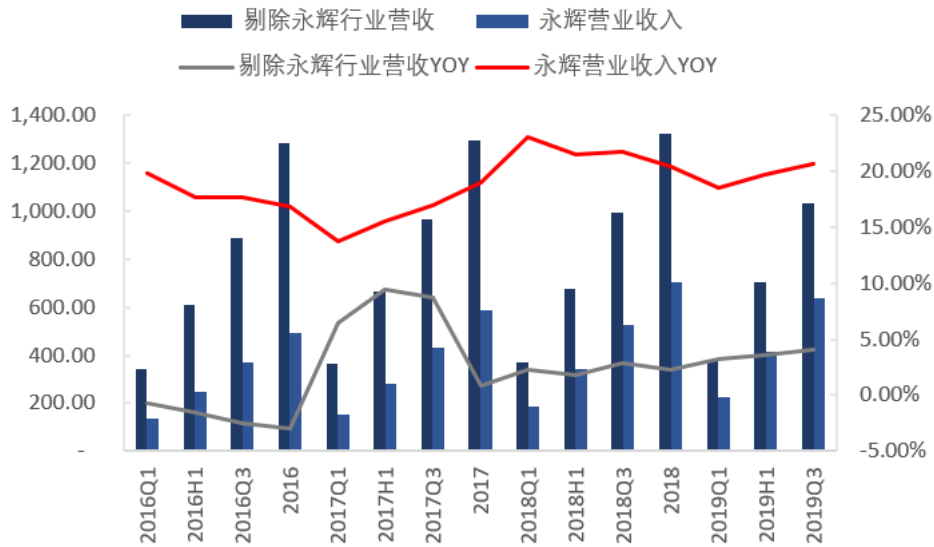
资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 行业分化加剧，集中度提升是行业未来趋势

### 2.1 扩张带动营收增长，龙头企业扩张加速

**超市行业龙头企业内深外延，跨区域扩张态势延续。**2019 三季度，永辉超市布局山东地区，市场版图持续扩张，加速成为全国超市品牌。三季度新增超市门店 34 家、mini 店 112 家；家家悦完成首批张家口门店调整，并计划今年拓展内蒙古、江苏地区，区域超市逐步迈向全国性超市品牌，2019Q3 新增门店 13 家；红旗连锁加密成都地区门店的同时川内扩张，三季度新增 72 家门店，展店节奏加速。永辉/家家悦/红旗连锁营业收入增速为 20.35%/12.26%/4.05，总体来看，扩张带动龙头营收增长。三季度行业龙头保持扩张节奏，显著带动营收增长。随着龙头企业内深外延，行业市场份额将持续向龙头企业集中。

图 8：2016-2019 年剔除永辉超市行业&amp;永辉超市营业收入和增长率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2.2 行业资源整合，具备整合扩张能力的龙头企业受益

内资商超整合行业资源，具备优秀运营能力的行业龙头企业受益。超市行业内在加速展店同时并购、重组持续进行，行业资源加速整合，优质资源向行业龙头靠拢。2019年行业资本扩张事件频频发生，永辉完成广东百佳并表，公司运营管理输出能力持续强化。永辉超市作为优质的全国性超市龙头企业，已完成对中百集团、红旗连锁、广东百佳等公司战略投资，公司向平台化发展迈进。同时，外资超市品牌先后撤离中国，苏宁、物美分别完成对家乐福、麦德龙中国的股权收购。国内超市行业已正式告别外资主导的时代，内资超市品牌凭借运营、供应链优势，进一步获取市场份额。行业资源不断向龙头靠拢，行业竞争加剧同时集中度持续提升。

表 1:2019 年超市行业门店扩张&资源整合

	Q3 新开门店	整合行业品牌
永辉超市	34 家超市；112 家 mini 店	完成广东百佳并表；邀约增持中百集团最多至 40% 股份
家家悦	8 家大卖场；5 家综合超市	参与华润山东收购
红旗连锁	72 家门店	收购成都市玖零壹零企业管理连锁有限公司
物美超市	未披露	获得麦德龙中国 70% 股权
苏宁易购	苏宁易直营店 35 家；3C 家居生活店 235 家；红孩子 12 家；零售云加盟店 840 家	获得家乐福中国 80% 股权
步步高	未披露	收购家润多超市 22 家门店经营权及门店资产

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

### 3. O2O 为业态升级必然方向，细分业态满足多维度消费需求

线上线下融合，全渠道建设成为行业发展必然方向。实体超市纷纷接入线上平台发展 O2O 模式，线上线下双线运营带动门店活力提升店效。淘宝淘鲜达接入大润发、欧尚、盒马、中百超市等；京东到家接入永辉、沃尔玛、易初莲花、7-11 等超市；DMALL 多点平台已整合麦德龙、物美、永旺等 50 余家全国超市。同时，各超市打造自营平台。除接入京东到家平台外，永辉加码自营线上平台建设，推广永辉生活、新建永辉买菜等自营平台增强线上消费场景覆盖。我们认为，伴随消费升级，线下实体叠加线上流量将带动门店营收持续提升，成为业态升级发展方向。

伴随消费需求多元化，超市向细分业态发展。大型综超扩张稳健的同时，小业态社区店扩张加速。伴随消费方式的转变，国内小业态门店呈现蓬勃发展趋势。2019Q1-Q3，红旗连锁展店 213 家，永辉 mini 展店 510 家；同时，COSTCO、ADLI 新精选超市进入国内市场。结合海外超市发展路径来看，国内超市行业进入多细分业态发展阶段。未来行业将朝向大而全综超模式、小而美社区业态、精而优的 COSTCO 模式等多维度细分业态发展。

### 4. 投资建议：

我们坚定推荐永辉超市、高鑫零售、红旗连锁。行业竞争加剧，分化显著。我们认为，龙头企业在扩张能力、运营管理能力具备显著优势，行业集中度加速集中。永辉超市作为全国性超市龙头，已形成“生鲜为王”的特色；同时，公司业态布局均衡实现消费场景网络覆盖，市场份额持续提升。高鑫零售作为大卖场行业龙头，阿里助力公司门店数字化改造、产品结构优化，新零售转型红利将释放。红旗连锁定位社区生活场景以“商品+服务”满足便利性消费需求，高速扩张成为川内便利店龙头地位。



**永辉超市**：永辉超市深耕生鲜板块 18 年，生鲜板块在公司的收入占比保持在 44%以上，形成了“生鲜为王”的特色。同时，公司业态布局均衡，线上线下双运营模式，坪效优于行业水平；综超门店+mini 店协作发展实现消费场景网络覆盖。公司作为全国性超市龙头，具备一定的稀缺性，未来也将率先受益于行业集中度的提升。我们预计公司 19/20/21 年公司收入 842.10/1027.65/1248.79 亿元，增速 19.42%/22.03%/21.52%，实现归母净利 22.87/28.64/39.88 亿元，同比增速 54.53%/25.22%/38.55%，EPS 为 0.24/0.30/0.41，对应 PE 为 38.78/30.97/22.43，维持“强烈推荐”评级。

**高鑫零售**：高鑫零售深耕大卖场多年，保持行业龙头地位。同时，公司携手阿里对大卖场进行数字化改造、O2O 业务提升大卖场活力；引入精选优品持续优化产品结构。公司双品牌整合降低运营成本、线上业务的获客成本有望降低，公司新零售转型红利将释放。公司作为行业市占率第一的企业，扩张转型助力公司市场份额将持续提升。我们预计公司 19-21 年实现营业收入分别为 999.59/1058.39/1129.10 亿元；归母净利润分别为 26.80/30.04/32.93 亿元，EPS 分别为 0.28/0.31/0.35，对应 PE 分别为 28.84/25.72/23.74。维持“推荐”评级。

**红旗连锁**：成都地区龙头企业，品牌优势与规模优势明显。公司保持门店的高速扩张态势，加大开店密度同时拓展新区域，有望继续川内便利店龙头地位。公司提供 80 余项便民服务始终贯彻“商品+服务”战略，服务社区生活场景。便民服务与门店形成协同效应，提高门店聚客能力、增加顾客粘性。同时，引入永辉超市管理团队，对门店升级改造，打造生鲜便利社区。我们预计公司 19/20/21 年公司实现收入 76.69/80.83/85.47 亿元，增速 6.22%/5.4%/5.74%，同期实现归母净利 4.03/4.67/5.43 亿，同比增速 24.84%/15.82%/16.32%，EPS 为 0.3/0.34/0.4，对应 PE 为 21.71/18.74/16.11，维持“推荐”评级。

## 5. 风险提示：

宏观经济下行风险，门店扩张不及预期等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	红旗连锁 (002697.SZ): 定位社区场景, 展店加速主业保持高增	2019-11-02
行业	东兴证券商贸零售深度系列研究 (二): 超市行业, 生活服务中心重构超市, 产业航母 矩阵雏形初现	2019-09-06
行业	东兴证券商贸零售深度系列研究 (一): 零售的模样	2019-08-30
公司	永辉超市 (601933.SH): 2019 年中报点评, 展店进程加速, 同店表现优于预期	2019-08-30
公司	红旗连锁 (002697.SZ): 2019 年中报点评, 小店大前景, 业绩略超预期	2019-08-23
公司	天虹股份 (002419.SZ): 2019 年中报点评, 改革创新为企业长期竞争力	2019-08-16
公司	苏宁易购 (002024.SZ): 2019 年中报点评, 中报业绩符合预期, 持续推进全场景零售 布局	2019-07-31

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

---

### 赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告

均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。