

仍处加速扩张期的超市业全国龙头公司，维持推荐

核心观点：

- 龙头企业重拾本心，聚焦超市业务：**历经18年的历练与曲折的“新零售”探索后，公司重新聚焦云超业务，势必将巩固超市龙头地位。2019年前三季度，公司实现营收635.43亿元，同比增长20.59%。截止2019年三季度末，公司全国25个省市拥有门店825家，面积超过660万㎡，位列2018年中国连锁百强企业4强、中国快消品连锁百强4强。
- 深耕生鲜市场获取增量，CPI与集中度保障存量。**集聚客流与符合消费升级趋势等优势于一身的生鲜市场18年规模达1.91万亿，且超市渠道仍有巨大提升空间，未来深耕生鲜市场必将为超市企业带来可观的增量。我国超市行业步入成熟期后，短期存量市场受益于CPI上涨（11月CPI 4.5%）的价格因素推动；但长期来看，我国超市行业2018年CR4仅为24.5%，低于美国38%。伴随外资退出中国市场，国内企业兼并收购或成未来主旋律。
- 供应链优势明显赋能全产业链，多方比较龙头地位稳固：**上游“统采+直采”配合股权深绑充分享受高效直采福利，11年生鲜直采比例已超76%；依靠上游直采优势，大力发展自有品牌，19年上半年44个自有品牌销售额共计7.86亿元；18年末遍布全国17个省市的物流基建成为公司供应链系统最后一块拼图，帮助公司在多方比较中处于全面领先地位。
- 价格助推短期表现，公司治理保障未来发展：**价格因素，CPI上行周期利好公司同店增长；公司治理优异为未来业绩兑现提供保障：1) 前台，聚焦规模可持续增长，云超与MINI店同步发展保障增量空间；2) 中后台，聚焦提质增效，内部通过组织架构优化进行简权放政提高效率。外部通过股权绑定开发商稳定费用，借助参股竞争对手享受协同效益。3) 未来发展，聚焦到店到家业务一体化发展，目标成为“到店到家一体化”的生鲜领域巨头。
- 配置建议：景气度上行行业龙头依靠公司治理保障业绩兑现确定性，估值明显低估。**预计19-21年实现营收878.69/1038.92/1237.24亿元，实现归母净利润22.50/31.23/39.49亿元，对应PE 32/23/18倍，对应PS 0.82/0.70/0.58倍。若年底CPI累计达到3%，19年营收或可实现超预期增长；若19-20年业绩如期兑现，公司或将迎来“戴维斯双击”。
- 风险提示：**CPI表现不及预期的风险；新开门店不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

7. 主要财务指标

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	705.17	878.69	1038.92	1237.24
增长率	20.35%	24.01%	18.23%	19.09%
归母净利润	14.80	22.50	31.23	39.49
增长率	-18.52%	52.02%	38.80%	26.47%
EPS（元/股）	0.15	0.24	0.33	0.41
销售毛利率	22.15%	21.69%	22.18%	22.63%
净资产收益率(ROE)	7.65%	11.63%	16.14%	20.41%
市盈率(P/E)	52	32	23	18
市净率(P/B)	3.89	2.14	2.08	2.01
市销率(P/S)	1.11	0.82	0.70	0.58

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止2019年12月20日收盘价

永辉超市(601933.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

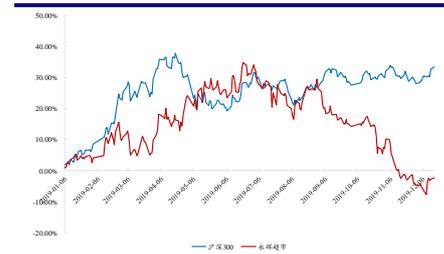
甄唯莹

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

公司数据时间 2019.12.22



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)_2019年Q1_业绩表现超预期，维持推荐 2019.04.29

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)_半年报点评_2019上半年经营符合预期，维持推荐 2019.08.28

【中国银河研究院_李昂团队】永辉超市(601933.SH)_三季报点评_前三季度规模与业绩符合预期，维持推荐 2019.10.29

银河价值评判体系

	评分内容	评分范围	2017	2018	2019E
前台	门店存量	(0-10分)	9	9	9
	门店增量	(0-10分)	10	10	10
	营运能力	(0-10分)	8	8	9
中后台	费用管控	(0-10分)	8	7	8
	仓储物流	(0-10分)	10	10	10
	总分	(0-50分)	45	44	46

目录

一、公司概况：全国连锁超市龙头，生鲜领域巨头	3
(一) 公司成长周期：从农贸市场到中国超市龙头企业，当前仍处高速扩张期	3
(二) 公司股权结构：受互联网巨头与国际零售企业青睐，多方合力为公司治理保驾护航.....	5
(三) 公司经营概览：聚焦主业，规模与盈利能力持续攀升	7
二、自上而下看行业联动性：生鲜市场持续增长支撑增量市场，CPI 上行与集中度提升利好存量市场	10
三、自下而上看壁垒显现的公司护城河：供应链优势赋能全产业链，行业龙头地位稳固	14
(一) 深度捆绑供应商与发力自有品牌两大战略齐头并进，布局全产业链	14
1、上游采购：股权绑定上游供应商，直采打造高效供应	15
2、自有品牌开发：发展潜力巨大，助力毛利率水平抬升	16
3、仓储物流：基础设施遍布全国，模式创新提升周转效率	18
(二) 多方面比较凸显全方位领先优势，龙头地位难以撼动	21
1、到店：直采体系与物流基建配合门店布局构建供应链与渠道壁垒	21
2、到家：高速成长期下格局动荡，先天优势明显助公司抢占一席之地	23
四、综合看公司成长的驱动因素：短期价格因素利好同店表现，长期优秀的公司治理推动公司可持续发展	26
(一) 受潜在价格要素的同向驱动性明显：核心指标 CPI 稳步上行，同店销售同步提升	26
(二) 卓越的公司治理：前台与中后台同步提升把握现在，发力“到店+到家一体化”布局未来	27
1、前台：聚焦超市主业，云超配合 MINI 店加快全国展店步伐	27
2、中后台：内部优化保障高效运转，外部投资绑定享受协同效应	29
3、未来战略：“到店”与“到家”业务同步发展，满足消费升级下的新需求	35
五、公司未来投资价值分析与评级：维持推荐	36
(一) 公司 ROE 分析：加杠杆周期下净利率实现抬升，致使回报率回暖	36
(二) 公司估值与盈利预测：正常基数下业绩稳步增长，估值严重低估	37
六、风险提示	39

一、公司概况：全国连锁超市龙头，生鲜领域巨头

（一）公司成长周期：从农贸市场到中国超市龙头企业，当前仍处高速扩张期

公司成立于2001年，是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，发展至今，公司已经发展成以零售业为核心、现代物流为支撑、现代农业和食品加工业为辅助的超市龙头企业。公司坚持“融合共享”、“竞合发展”的理念与境内外零售企业共同开辟中国零售市场，目前已在福建、浙江、广东、重庆等25个省市开设门店，经营面积超过660万平方米，荣登2018年中国连锁百强企业4强企业与中国快速消费品连锁百强4强之列。回顾公司成立至今的发展历程，我们认为可以划分为五个阶段：**1) 前身阶段**，开设首家“农改超”超市门店；**2) 创业阶段**，福州地区多业态扩张，初步建立食品加工中心与物流仓储体系，开启跨省扩张；**3) 壮大阶段**，全国扩张推动门店与销售规模高速发展、成功登陆资本市场借其力量完善供应链体系、顺利开启行业内股权投资；**4) 新零售阶段**，引入京东作为战投并积极拓展“新零售”业态；**5) 回归阶段**，为了让“新零售”在更好地土壤内得到发展，先后完成对永辉云创与彩食鲜业务的股权转让。

表 1：公司成长周期中的大事件概述

阶段	时间	事件
前身阶段	1995年	12月，成立公司第一家超市-福州市鼓楼区古乐微利超市。
	1998年	8月，开设首家以“永辉”命名的超市。
	2000年	7月，开设第一家“农改超”超市——永辉生鲜超市。
创业阶段	2001年	9月，于福州开设第一家 货仓超市 ；形成“从田头到超市”的产地化采购雏形。
	2002年	8月，于福州开设第一家 折扣店 ；实现“水果产地采购”。
	2003年	7月，福州市永辉食品加工中心成立。
	2004年	10月，重庆第一家永辉超市开业；全国门店总数达到 50家 ，营业额突破 20亿元 。
	2005年	7月，公司斥资 2亿元 建设福建永辉现代物流配送中心；11月，公司开设第一家永辉生活超市。
	2006年	8月，公司在厦门开设第一家永辉超市，全力开发闽南市场；实现“营采分离”；
	2007年	公司在6月与香港汇丰银行签约合作引入战略资金后，于8月获商务部批准成为中外合资企业。
	2008年	11月，公司彭州农产品加工配送中心奠基；实现“全国产地采购”。
	2009年	1月，公司北京首家永辉超市开业；7月，公司全国门店总数突破 100家 ；全年 销售额突破100亿元 。
	2010年	10月，公司贵州首家门店开业，正式启动 黔北经济区 扩张战略；
壮大阶段	2010年	公司于 12月15日 正式登陆上交所。
	2011年	永辉华东商贸物流园开工奠基；公司于江苏南京、河南郑州、河北石家庄、黑龙江大庆、吉林白山等城市 开出首家门店 ；收购北京一家“易买得”超市，迈出收购第一步。

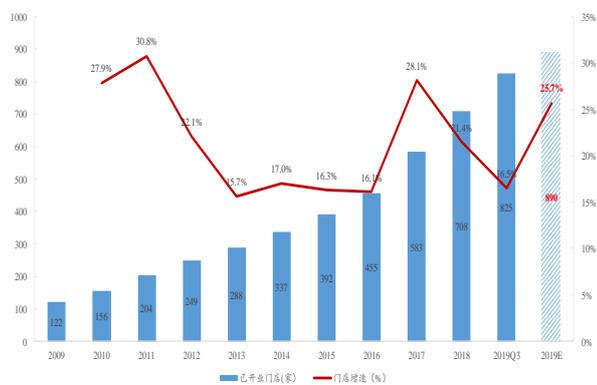
	2013 年	6 月公司在广东深圳开设第一家永辉大卖场，正式进入广东市场；12 月，公司在上海开设首家大卖场，正式进入上海市场； 重庆永辉超市 13 年全年突破 100 亿元。
	2014 年	8 月，公司与香港怡和集团旗下牛奶有限公司签署认购协议，后者以 7 元/股的价格出资 57 亿元，认购公司 8.13 亿股，占公司总股本 19.99%，成为公司第一大股东；9 月，上蔬永辉第一家门店在上海开业，标志着公司与上蔬集团的合作正式落地；10 月，公司与中百集团签订战略合作框架协议， 截止 6 月 30 日公司通过二级市场购买的方式共计持有中百集团 16.91% 的股份。
新零售阶段	2015 年	4 月，以 7.34 亿港元的价格受让上海联华超市 21.17% 的股权；6 月，公司彭州物流中心开业； 6 月，公司出资 7600 万元成立永辉云创商业管理有限公司。8 月，公司向张轩松、牛奶国际与京东全资控股子公司定向增发股份共 14.35 亿股，共计募集资金 63.42 亿元。 发行完成后，京东集团直接持有公司 10% 的股份，牛奶国际持股比例保持 19.99%，张轩松持股比例由 19.82% 下降至 18.85%。 截止目前上述定增股份已全部解禁。
	2016 年	公司以 9.5 亿港元的价格向上海易果电子商务公司出让公司所持有的全部联华超市股份，共计 2.37 亿股。
	2017 年	1 月，公司与其他福建企业发起成立的华通银行在福州开业； 首家“超级物种”门店开业 ；3 月收购美国达曼公司 40% 的股权；3 月参加福建省星源农牧公司定向增发；5 月公司小额贷款有限公司正式成立；12 月，公司于云南曲靖门店开业，正式进入云南市场； 12 月，公司股东张轩松、张轩宁向林芝腾讯（腾讯全资子公司）合计以每股价格 8.81 元的价格转让公司 4.78 亿股，占公司总股本 5%，获得转让款 42.58 亿元现金 ；12 月，公司推出股权激励计划；12 月，公司以 5.8 元/股的价格受让红旗连锁 1.63 亿股，交易总价 9.47 亿元。交易完成后，公司持有红旗连锁 12% 的股份。
	2018 年	1 月，公司以 5.8 元/股的价格再度受让红旗连锁 1.22 亿股，占红旗连锁总股本 9%，共计花费 7.09 亿元，交易完成后公司共计持有红旗连锁 21% 的股份。3 月，公司以 6.86 元/股的价格受让国联水产 7838.46 万股，共计花费 5.38 亿元，交易完成后获得国联水产 10% 的股份；10 月公司长沙门店开业，正式进入湖南市场； 10 月，与屈臣氏集团、腾讯三方商讨成立组建新合营公司“百佳永辉”。 12 月，公司广西西宁门店开业，进军广西市场；
	2018 年	4 月，公司与林芝腾讯共同向永辉云创增资 2.5 亿元，增资价款 12.75 亿元，增资完成后，公司对云创持股比例由 52.00% 下降至 46.60%；12 月，公司向张轩宁先生转让永辉云创 20% 股权，完成后公司持有永辉云创 26.60% 的股份，转为联营公司，按权益法确认收益，聚焦传统超市主业。
回归阶段	2018 年	

2019 年至今	<p>3月,公司向中百集团发起要约收购,计划将持股比例由29.86%提升至不超过40%;</p> <p>5月,公司与腾讯以及百佳中国设立的百佳永辉超市正式完成出资并于5月1日完成并表,为公司新增云超38家,MINI店17家,公司持有百佳永辉50%的股份;</p> <p>7月,公司于福建省交通云树集团、民天集团、怡和集团和谢香镇先生成立一二三国际供应链管理有限公司;公司设立山东全资子公司,将进军山东省市场;</p> <p>10月,拟用自有资金2.29亿元以每股13.5元的价格认购湘村股份的定向增发的3298.25万股,交易完成后持股比例将达20%;12月,公司要约收购中百集团的收购案受到国家发改委发起的外商投资安全审查,截止目前,该收购案已取消,双方达成《合作备忘录》。</p>
----------	--

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

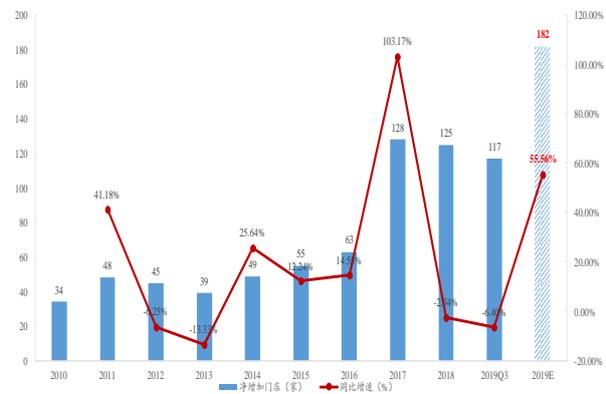
从门店规模角度来看,截止2019年三季度末,公司全国云超门店总数达到825家,Mini店510家,业务覆盖全国24个省市。截止2019年12月22日,公司官网显示公司全国门店总数已达到880家,较年初净增加172家,已经超额完成19年计划的150家门店,09年-18年期间公司门店总数CAGR高达21.57%。根据我们的估值模型预测,2019年公司预计将增加门店182家,实现全国门店890家,实现同比增长25.71%,大幅超过过去9年的复合增长率,证明公司仍处于高速扩张期。

图1:公司09年-19E门店总数及预测(家,%)



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

图2:公司10年-19E净增加门店情况(家,%)



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

(二) 公司股权结构: 受互联网巨头与国际零售企业青睐, 多方合力为公司治理保驾护航

从公司控制权的稳定性角度出发,公司并不存在持股比例超过50%绝对控股股东,股权结构较为分散,利于公司管理层做出更加审慎且合理的决策。截止2019年9月30日,公司第一大股东牛奶有限公司持股19.99%。牛奶有限公司为牛奶国际在中国境内的子公司,其母公司牛奶国际系亚洲著名的零售集团,经营业态包括超级市场、大型超市、便利店、美健产品零售店及家居用品店。紧随其后的是公司的创始人张氏兄弟,张轩松与张轩宁,分别持股14.70%/7.77%,二者在2018年12月公司向张轩宁转让永辉云创20%股权交易完成后解除一

致行动人关系。公司第四与第六大股东，江苏京东邦能投资管理有限公司与江苏圆周电子商务有限公司分别持股 6.43%/5.00%，二者的实质控制人均均为刘强东先生，且二者为一致行动人关系；公司第五大股东为林芝腾讯科技有限公司持股 5.00%，为腾讯集团全资子公司。综合来看，在牛奶国际有限公司派遣的董事与张轩松先生共同构建的发展框架下，配合京东与腾讯在采购、物流、信息技术等多个领域的赋能，公司未来仍将保持可持续发展。

表 2：公司前十大股东情况（更新自公司 2019 年三季报）

排名	股东名称	方向	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股东性质
1	牛奶有限公司	-	191,313.54	-	19.99%	-	境外法人
2	张轩松	-	140,725.02	-	14.70%	-	境内自然人
3	张轩宁	-	74,381.12	-	7.77%	-	境内自然人
4	江苏京东邦能投资管理有限公司	-	61,545.58	-	6.43%	-	境内非国有法人
5	林芝腾讯科技有限公司	-	47,852.31	-	5.00%	-	境内非国有法人
6	江苏圆周电子商务有限公司	-	47,852.31	-	5.00%	-	境内非国有法人
7	兴业银行股份有限公司一兴全趋势投资混合型证券投资基金	增加	19099.26	2029.30	2.00%	0.22	其他
8	招商银行股份有限公司一兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	增加	18100.83	545.53	1.89%	0.06%	其他
9	香港中央结算有限公司	减少	17488.80	-984.02	1.83%	-0.10%	境外法人
10	全国社保基金一一七组合	增加	9163.43	100.00	0.96%	0.01%	国有法人
	合计		627522.21		65.57%		

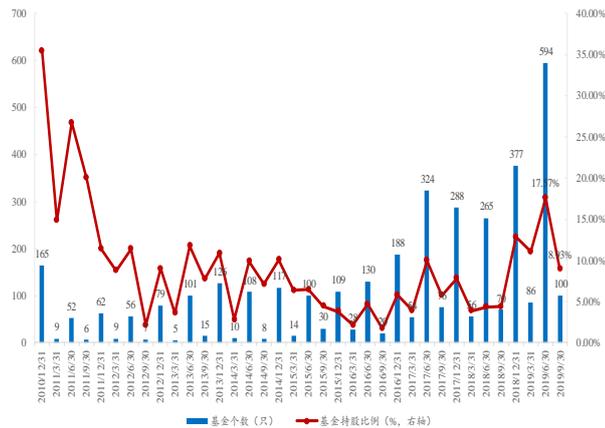
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从公司的流通总股本的情况来看，截止 2019 年 12 月 20 日公司共计拥有 7 笔存续股权质押，共计质押 7.61 亿股，占公司总股本的 7.95%。根据 Wind 终端数据，公司第二大股东张轩松先生质押 5.42 亿股，占其所持股份的 38.52%，占公司总股本的 5.66%，加权平均质押起始日参考股价为 7.29 元；公司第三大股东张轩宁先生质押 2.19 亿股，占其所持股份的 29.41%，占公司总股本的 2.29%，加权平均质押起始日参考股价为 9.45 元。基于张氏兄弟二人尚有充

足抵押物，故而无需考虑股权质押风险。至于解禁风险，公司截止 2019 年 12 月 20 日流通股本共计 94.65 亿股，占总股本的 98.90%，限售流通股共计 1.02 亿股，占公司总股本的 1.07%，主要为公司于 2017 年与 2018 年向员工进行的股权激励未解禁部分，如若公司未来能够完成两次股权激励计划中的业绩考核计划，那么将在 2020-2021 年解锁共计 1.02 亿股，实现总股本的全流通。鉴于公司未解禁部分占公司总股本比重较低，并且公司现存股权激励分为 2017/2018 年两期计划，在被授予股权激励的人员全员业绩考核达标的前期下，未来两年内单次解禁股票总量最高约为 4630 万股，而公司自 2018 年以来股票日均交易量为 4936 万股，中位数为 4128 万股，基于此我们预计未来两年内股权激励的解锁并不会给公司造成过多减持压力。

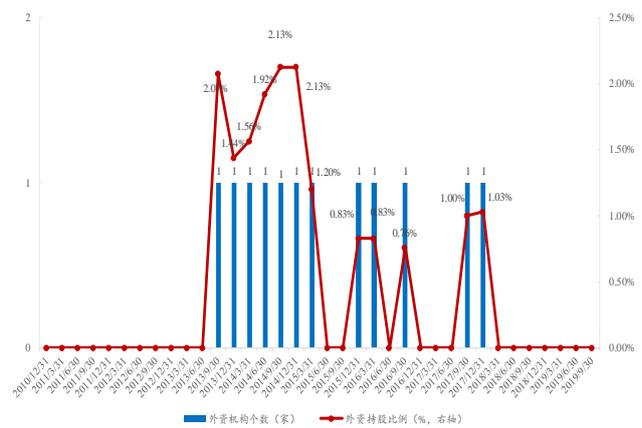
从公司流通股的持股结构上来看，除公司实控人、管理层以及首发股东外，基金与外资的身影频频出现。截止 2019 年三季度末，公司流通股股东中基金的个数为 100 家，持股比例占流通股的 8.93%，相较 19 年上半年基金数量减少 494 家，持股比例降低 8.63%，但依旧显著高于前期低谷时期表现。结合前期持仓变动规律来看，三季度的大幅减仓一方面可能是受基金经理的常规季度性调整的影响，另一方面可能是由于公司在 2018 年业绩负增长的低基数基础上未能充分兑现市场对公司业绩高增长的预期，从而导致公司持仓基金个数与基金持仓比例出现大幅回落。截止 2019 年三季度末，公司流通股股东中并未有外资机构投资者。

图 3：基金个数与基金持股占流通股比例（只，%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 4：外资机构个数与基金持股占流通股比例（个，%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

（三）公司经营概览：聚焦主业，规模与盈利能力持续攀升

公司成立之初是以经营传统超市业态为主业，但在互联网时代的背景下，“O2O”与“新零售”的兴起让公司对拓展“新零售业态”产生了浓厚的兴趣，但鉴于“新零售业态”近年来激烈的市场竞争以及自身在该领域内所遇到的问题，公司在 2018 年末决定重新聚焦传统超市业务，将原先为尝试“新零售”模式所设立的“云商板块”与“云创板块”先后通过成立合资公司与增资扩股的方式实现出表，未来公司将专注地朝着将自身打造成食品供应链平台型企业的目标发展。

图 5：公司聚焦核心业务



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

(1) “云超”业务：2018 年公司将原先的云超一、二集群的超市业务进行合并，并重新划分了十大战区，夯实了其作为公司发展基石的作用。截止 2019 年 12 月 22 日，公司官网显示公司在全国 25 个省市共计拥有门店 880 家，较三季度末的 825 家门店净增加 55 家，在不考虑今年二季度百佳永辉门店并表的前提下，公司四季度至今的门店净增加数量较前三季度进一步提速，截止三季度末公司云超门店平均面积为 8273.66 平方米。另外，公司于年初新开拓的 MINI 店业态迅速发展，截止上半年实现营业收入 5.5 亿元，截止 19 年三季度末，公司在全国共计拥有 510 家 MINI 店，店均面积为 446.24 平方米。除了继续通过快速展店的方式进一步加强公司到店服务的覆盖范围，公司未来还计划加大到家业务的拓展。截止 2019 年上半年，公司的超市到家业务已覆盖全国 22 个省区的 109 个城市共计 518 家门店，实现营收 13.3 亿元，线上销售额占比达 3.4%，实现同比增长 111%。对于到家业务，公司除了通过“京东到家”实现配送外，19 年初自主开发的“永辉买菜”APP 目前已经在部分城市上线运营，未来公司将主要借助此 APP 建立起一套基于自身云超门店以及 MINI 店的到家服务。

(2) “云金”业务：板块业务主要包括永辉金融业务、保理和小贷双牌照，形成“惠商超”、“惠租”、“惠小微”，“好借”等一系列产品聚焦全零售产业链的金融服务。公司在 2017 年初步构建出以打造“全供应链+线下零售门店网络全覆盖+消费者”的移动金融科技金融体系为战略发展目标的规划。截止于 2019 年上半年，公司云金业务实现营业收入 1.07 亿元，同比增长 181%；贷款总额突破 27.6 亿元，累计注册客户数达 23.1 万人。

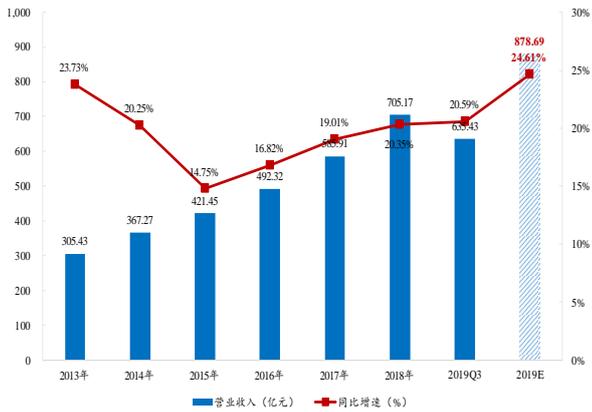
(3) “供应链”板块：围绕着“品质、品牌、源头”的三核心原则，供应链板块目前主要为着力于发展供应链环节上的便利、增值、效率服务。除此以外 8 板块还有部分对外服务，主要包括：商品品质管控、源头供应链标准规划、B 端客户市场拓展等链接服务。

(4) “大科技”板块：作为辅佐两大核心业务的板块之一，“大科技”板块一方面致力于寻找结合线上线下零售业务结合的创新性解决方案，另一方面推动公司业务实现数字化

15 年起规模持续加速增长，16-17 年净利大幅改善。近年来，公司营收表现出较好的增长态势，2013-2018 年复合增长率 18.22%。2018 年公司零售业务实现营收 655.41 亿元，同比增加 106.57 亿元，同比增长 19.42%，收入占比达到 92.94%，较去年同期下降 0.73 个百分点；服务业实现营收 49.75 亿元，同比增加 12.68 亿元，同比增长 34.20%。公司 2018 年归母净利润 14.80 亿元，较 2017 年减少 3.37 亿元，同比减少 18.52%，这主要是由于股权激励费摊销 6.64

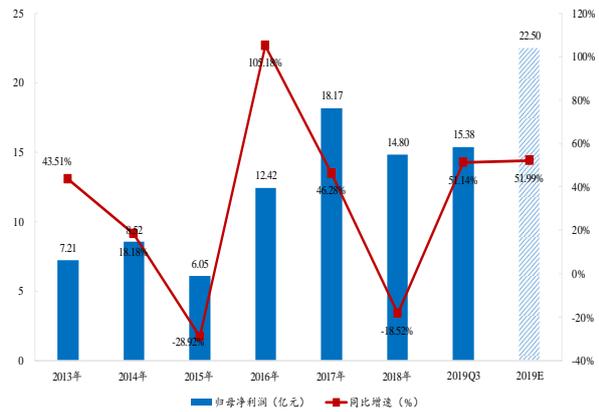
亿元以及云创板块亏损 9.45 亿元所致。截止 2019 年前三季度，公司实现总营业收入 635.43 亿元，同比增长 20.59%；实现归母净利润 15.38 亿元，同比增长 51.14%，主要受益于第三季度新开门店数量对规模的正向贡献以及同店营收的持续增长。

图 6: 2013-2019E 营业收入及同比增速(亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

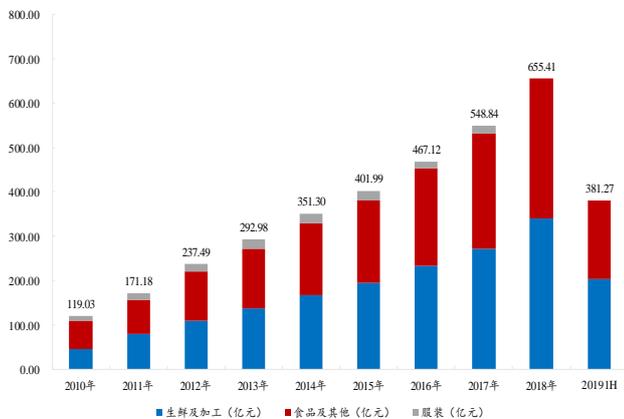
图 7: 2013-2019E 归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

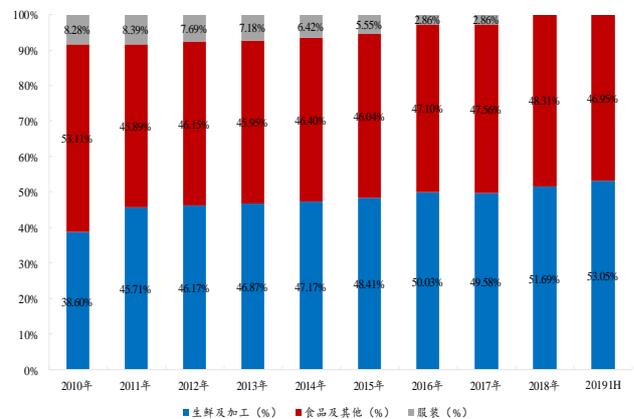
从主营业务的商品结构角度来看，生鲜类商品销售额占比稳步提升。自公司上市以来，生鲜与食品及加工食品便是公司的两大核心商品，二者占据超过 90% 的销售额，截止 2019 年上半年二者已经成为公司的全部商品品类。具体来看，生鲜及加工在主营业务收入中的重要性自 2012 年其便实现了对食品及其他的超越成为公司最核心的商品品类，并自此之后逐步拉开与食品及其他品类之间的差距，2010 年-2018 年公司生鲜及加工商品品类销售额 CAGR28.37%，显著高于同期内食品及其他的 22.31%。截止 2019 年上半年公司生鲜及加工商品与食品及其他的销售额占比分别为 53.05%/46.95%，预计未来生鲜或将进一步提升其在公司主营业务销售额中的占比。

图 8: 10 年-19 年 1H 公司主营业务营收按商品品类拆分 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

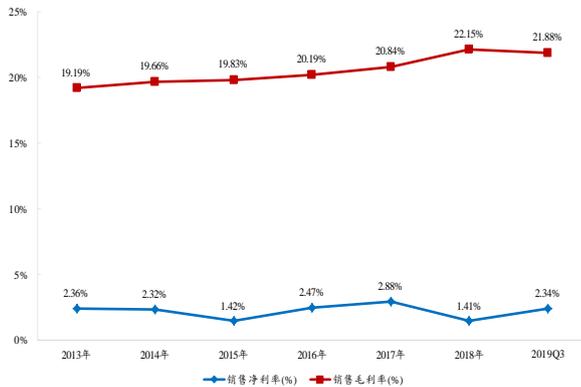
图 9: 10 年-19 年 1H 公司主营业务营收占比按商品品类拆分 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

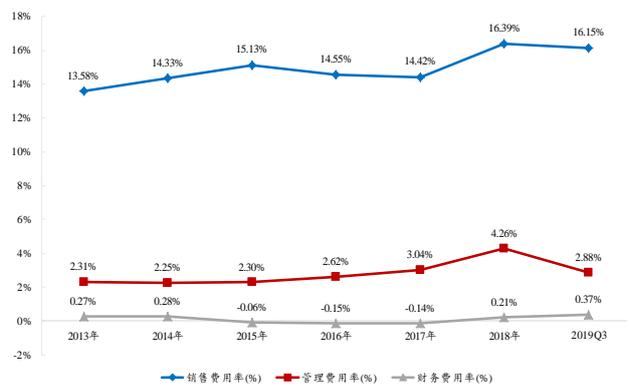
至于盈利能力方面，公司综合毛利率水平稳步提升，19 年前三季度费用率下滑显著。2013-2019 年前三季度，公司综合毛利率从 19.19% 稳步提升至 21.88% 呈现稳步抬升的趋势，而公司近年来综合毛利率提升的驱动力主要可以归结于：1) 主营业务中生鲜类商品的毛利率增长；2) 高毛利率的服务业营收占比增加。至于费用率水平，2018 年公司受快速展店与股权激励摊销费用大幅增加的缘故导致管理费用率与销售费用率激增，从而使得整体费用率短期出现较大幅度增长，现已回落至正常水平。截止 2019 年前三季度，公司期间综合费用率为 18.97%，较去年相比同期降低 1.34 个百分点。其中，销售/管理/财务费用率分别为 15.72%/2.88%/0.37%，分别对应上年同期变动-0.23/-1.36/0.26 个百分点。销售费用率的降低是由于前三季度新开门店费用增长不及营收规模增速所致；管理费用率的降低主要源于报告期内股权激励费用较上期同比减少所致；财务费用率的大幅增加是由于公司前三季度开店提速及对外投资增加使得短期借款较去年三季度增加 35.06 亿元，达到 70.96 亿元，使得利息费用增加，其中利息费用较去年同期增加 1.66 亿元。

图 10：2013-2019Q3 毛利率和净利率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 11：2013-2019Q3 期间费用率变动情况

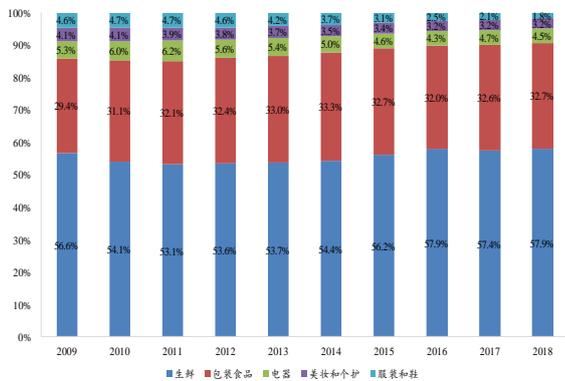


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

二、自上而下看行业联动性：生鲜市场持续增长支撑增量市场，CPI 上行与集中度提升利好存量市场

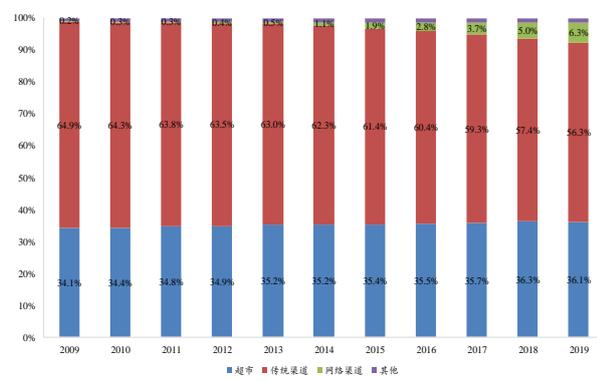
首先，我国超市门店内所售商品的品类可大致概括为：1) 生鲜；2) 食品；3) 日用百货；4) 服装鞋帽；5) 电器。这五大类商品中除生鲜外均遭受了我国电商近年来蓬勃发展的冲击，基于此我国生鲜市场未来的发展状况以及超市渠道在其中的地位关乎我国超市行业的未来发展趋势。

图 12: 09 年-19 年至今超市按商品类别分销售额占比 (%)



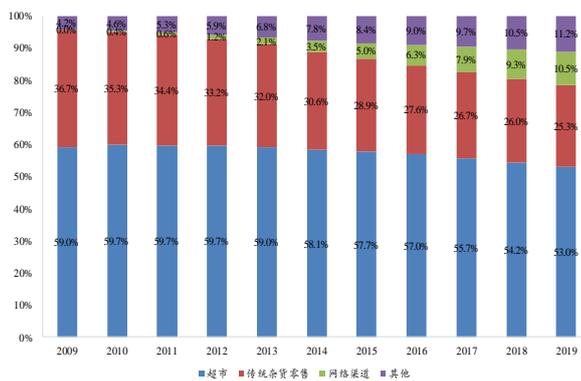
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 13: 09 年-19 年至今生鲜类商品各渠道销售额占比 (%)



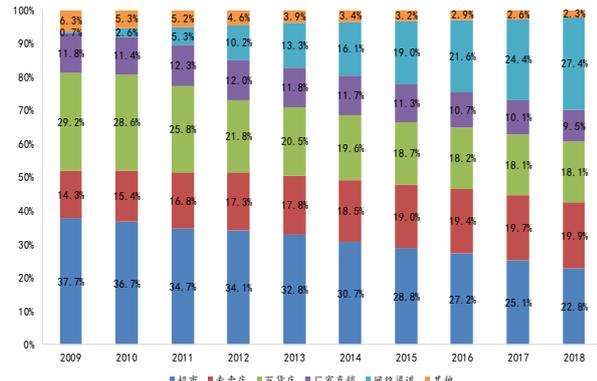
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 14: 09 年-19 年至今包装食品各渠道销售额占比 (%)



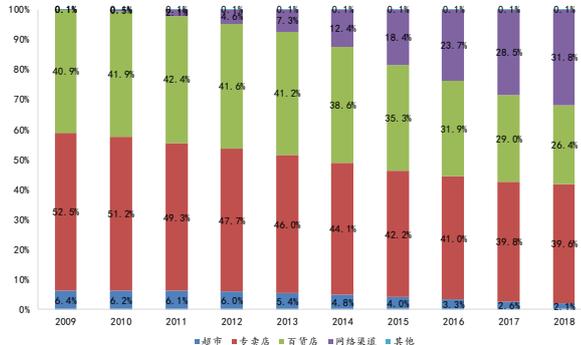
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 15: 09 年-19 年至今个人护理商品各渠道销售额占比 (%)



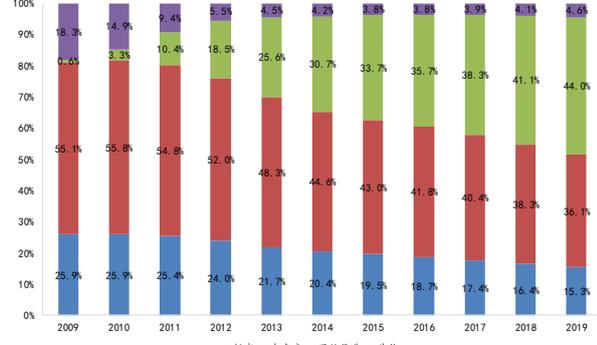
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 16: 04 年-19 年至今服装鞋帽各渠道销售额占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

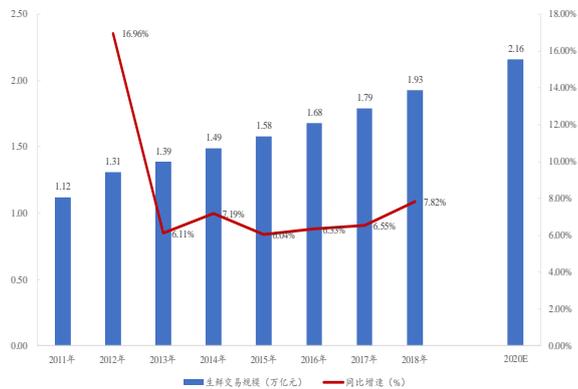
图 17: 09 年-2019 年至今消费电器各渠道销售额占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

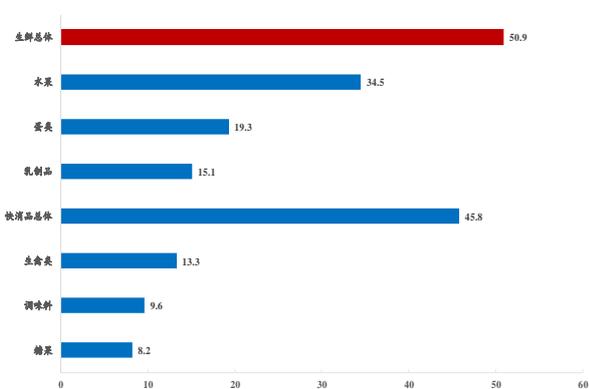
我国生鲜市场未来发展稳定，超市渠道占比提升空间巨大。根据前瞻产业研究院数据，近年来我国生鲜超市保持蓬勃发展，生鲜市场交易规模自 2013 年起便保持 6% 以上的增长，截止 2018 年已经达到 1.91 万亿元，预计 2020 年或将增长至 2.16 万亿元。根据欧睿咨询数据，按销售渠道区分，2019 年至今传统农贸市场是我国居民主要购买生鲜渠道，销售额占比为 56.3%，超市渠道以 36.1% 的占比位列其后（详细数据见图 13），而根据产业信息网数据 2016 年日本生鲜市场规模中超市的销售额占比接近 70%，证明未来我国超市渠道在生鲜市场中的占比具备巨大提升空间。在具备广阔提升空间的前提下，结合智研咨询提供的我国超市中各类商品的消费者年均购买频次数据来看，生鲜品类位列首位从侧面证明了生鲜对于超市获取稳定的客流量至关重要。基于我国消费者追求高品质生活的趋势与日本等发达国家居民保持一致，未来随着我国居民人均可支配收入水平的提高，居民对生鲜商品的品质、购物环境与服务方面的要求也将越来越高，而超市作为集“良好的卫生环境”、“丰富的商品品类”与“出色的品控能力”这三大优势为一身的零售渠道，未来在我国庞大的生鲜市场中的销售占比将逐步提升。除此以外，与标准化的商品相比，生鲜产品由于保质期短、运输半径小、极易损耗等特性，较难实现全面电商化，目前线上渠道占比仅为 6.3%。综合来看，生鲜市场的稳定发展将为我国超市行业规模的持续增长保驾护航，并且伴随着居民对美好生活的追求伴随着收入增长越来越强烈，从而推动超市渠道在生鲜市场中销售占比提升，为整体行业规模的可持续发展提供强有力的支撑。

图 18：11-18 年中国生鲜市场交易规模（万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 19：2017 年全国超市渠道各品类年均购买频次（次/年）

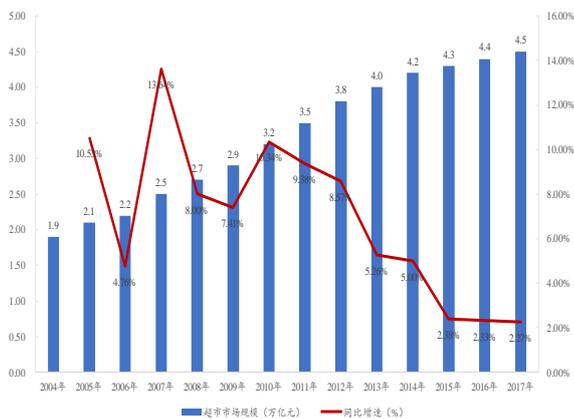


资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

除了以“超市渠道在持续扩大的生鲜市场中地位不断提升”作为超市行业发展的根本逻辑外，超市行业未来的发展同样受内在的行业集中度以及外在的 CPI 价格指数这两大驱动力所影响。根据 Euromonitor 统计，2017 年我国超市市场规模达 2.26 万亿元，全球占比达 11.0%，仅次于美国的 19%。在 2003-2011 年间，国内经济的强劲增长推动零售行业快速发展，超市行业规模以近 9% 的水平高速增长。在此之后，经济增长开始放缓且 CPI 指标长时间处于低位，再加上网购的迅速突起，导致超市行业整体销售规模增速大幅下滑，由 2011 年的 9.7% 下滑至 2016 年的 1.2%。近两年，尽管电商冲击趋于缓和、CPI 水平有所抬升并且三、四线城市步入消费升级时期等多个利好因素并存，但是行业整体增速依旧未能出现显著反弹。这一现象证明我国的超市行业正在从成长期过渡至成熟期，未来低增速增长将成为常态。在未来行业规模增速放缓的背景下，价格作为影响市场总体规模的因素之一在核心指标 CPI 进入阶段性上

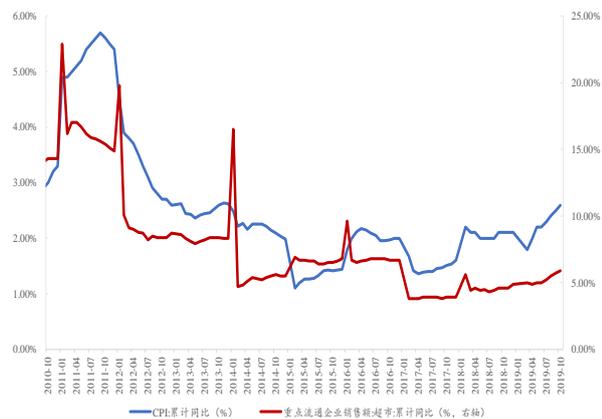
行周期时，对行业的规模增长短期内能够起到一定的正向作用。具体来看，年初至今我国 CPI 在猪肉供给端受“非洲猪瘟”的负面影响出现较大缺口导致猪肉价格快速上涨的背景下，已经由 2 月的同比增长 1.5% 提升至 11 月的同比增长 4.5%，食品烟酒板块同样受猪价的正向推动由 2 月 1.2% 的同比增长提升至 11 月的 13.9%，猪肉价格由 2 月的同比下降 4.8% 提升至 11 月同比上涨 110.2%。并且，在猪肉价格飙涨的同时，猪肉上涨引发的“蝴蝶效应”造成食品烟酒板块在 CPI 中的比重逐步抬升与猪肉价格抬升形成的正向循环进一步加快了 CPI 上行的速度。另外，受猪肉价格大幅上涨带来的“替代效应”影响，其余禽类与畜肉价格同样出现大幅上涨再度对食品烟酒板块形成正向推动作用。基于此，我们预计未来短期内 CPI 仍将继续上行并维持在高位，直至猪肉供给端缺口收窄带动猪价恢复至合理价位。尽管价格因素能够通过 CPI 这一核心指标在上行周期中对行业规模增长提供一定推动，但长期来看价格因素受制于核心指标 CPI 自身的周期性难以对行业规模增长提供长期驱动力。结合今年 CPI “前低后高”的走势，我们预计明年的 CPI 指数大概率将呈现出“前高后低”的下降趋势。

图 20：04 年至今超市市场规模及增速（万亿元）



资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院整理

图 21：10 年至今重点流通企业销售额与 CPI 同比

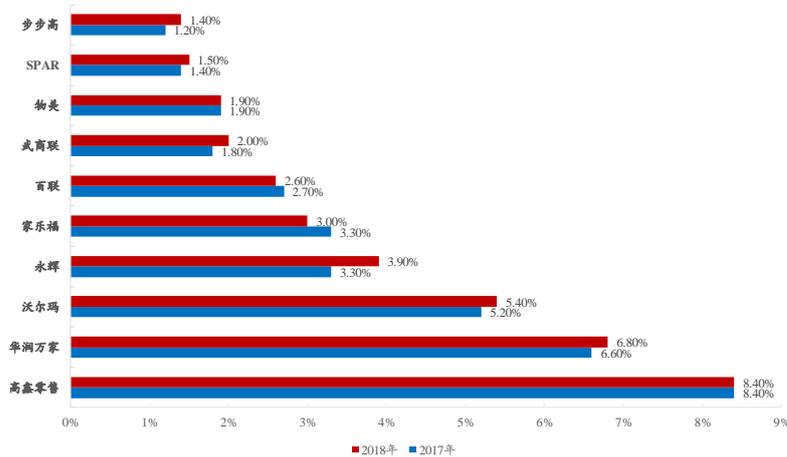


资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

步入行业规模增速放缓的成熟期后，除了依靠短期价格因素的正向影响外，外资超市接连退出中国市场将助力内资企业完成行业整合，提升行业集中度，完成行业从追求规模增长到追求质量提升的过渡。数据显示，2018 年我国超市行业 CR4 仅为 24.5%，其中高鑫零售、华润、沃尔玛、永辉超市的市占率分别为 8.4%、6.8%、5.4%、3.9%，然而美国超市企业 CR4 与 2016 年便已经处于 38% 的水平。鉴于我国超市行业已经步入缓慢增长的成熟阶段，行业市场集中度未来大概率将持续提升。并且，在行业增速大幅放缓的背景下，早年间进入中国市场的外资超市开始逐步退出中国市场。其中，2004 年进入中国市场的英国乐购超市 (Tesco) 于 2013 年受迫于经营亏损将门店出售给华润万家后退出中国市场；2007 年开始拓展中国市场的韩国乐天玛特超市在 2013 年后持续录得亏损，最终在“萨德”事件后于 2018 年 10 月正式退出中国市场；在韩国乐天玛特之前，韩国的易买得超市于 1997 年便进入中国市场，但最终同样由于经营持续亏损于 2018 年 1 月退出中国市场。1995 年进入中国市场的家乐福迫于经营亏损的压力于 2019 年 9 月完成将家乐福中国 80% 的股权出售于苏宁易购，彻底退出中国市场。至于幸存下来的外资超市在中国市场的表现同样也不容乐观。其中，2018 年沃尔玛新开门店 33 家，关店数达 21 家，自 09 年以来净增加门店持续减小，扩张速度明显放缓。与此同时，

以永辉超市为首的内资超市企业依靠强大的供应链体系与管理能力实现逆势扩张,新开门店数量与增速远高于同期其它超市企业,而这也宣告着内资龙头企业将有望引领本轮行业整合的浪潮

图 22: 2017-2018 年我国前十大超市市占率水平 (%)



资料来源: 凯度咨询、中国银河证券研究院整理

表 3: 2011 年起外资、国有、民营超市代表净增加门店数 (家)

净增加门店数	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	截至 2018 年门店总数
家乐福 (中国)	22	26	21	15	18	1	-3	1	-3	-4	312
沃尔玛 (中国)	52	44	52	30	12	9	22	7	7	12	458
华润万家	228	229	903	365	214	-510	-730	-173	5	4	3233
大润发	20	22	42	34	45	40	31	33	18	20	447
永辉超市	45	34	48	45	39	42	58	99	139	129	712
联华超市	558	-360	-18	-459	-162	-365	-323	-264	-197	-50	3401

资料来源: CCFI、中国银河证券研究院整理 (2016 年家乐福披露口径发生变化)

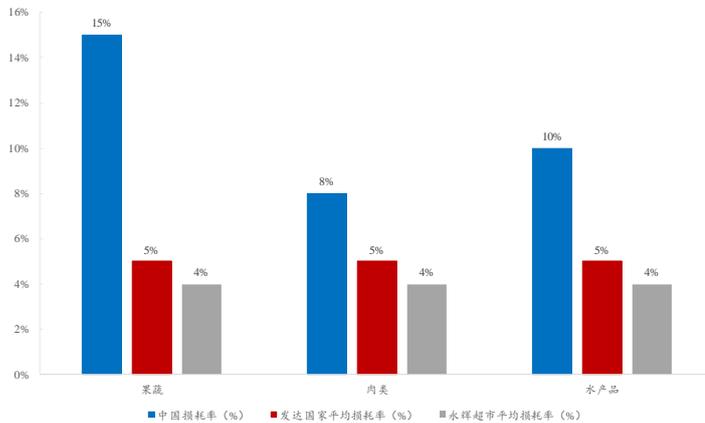
三、自下而上看壁垒显现的公司护城河: 供应链优势赋能全产业链, 行业龙头地位稳固

(一) 深度捆绑供应商与发力自有品牌两大战略齐头并进, 布局全产业链

1、上游采购：股权绑定上游供应商，直采打造高效供应

公司充分享受全国统采与区域直采两大采购体系相结合产生的最大利差，一方面借助专业直采实现高效供应，另一方面利用集中化采购凸显规模效应。具体来看，公司主要通过生鲜源头生产商、制造商达成合作，然后统一向种养殖户或生鲜基地进行直接采购，在公司2010年上市之初全部商品的直采比例便已经高达76%。加大商品直采比例主要给公司带来两方面提升：1) 鉴于生鲜产业链上每增加一个采购环节加价率在15%左右，公司通过减少采购中间环节，缩短了生鲜产品的供应链链条，从而使得公司相较于一般性农贸批发市场能够多出25-30%的利差，低价优势明显；2) 公司通过直接采购与公司自建的全程冷链运输体系使得产地直采的生鲜商品质量与新鲜度得到保证，从而大大降低生鲜损耗率，截止目前公司的生鲜损耗率仅为3-4%，相较于全市场最高达到15%的水平而言处于绝对优势地位。

图 23：2017 年生鲜品类商品损耗率对比 (%)



资料来源：前瞻产业研究院、公司公告、中国银河证券研究院整理

具体来看，公司的直采主要方式包括：1) 全国统采；2) 区域直采，共两种方式。适用于全国统采的商品主要是在集中全国门店对某一单品的订单后进行大规模采购，更多地适用于标品的采购，借助规模优势，提升单品的议价能力；而区域直采则主要适用于叶菜与蔬果等不宜长距离运输的生鲜品类。针对此类生鲜商品，采取本地化种植、本地化运营及本地化消费的方式更加利于公司对此类生鲜商品的品质与新鲜度实施行之有效的把控，降低损耗率。

除了直接与上游供应商达成战略深度合作外，公司还主动通过股权投资的方式深度绑定上游供应商，对货源进行全程把控。自上市以来，公司频繁通过参股与成立合资公司的方式深度绑定上游供应货源，特别是针对水产、黑猪等高客单价、品质与新鲜度要求极高、符合当下消费升级趋势的生鲜品类。通过与上游供应商之间形成股权绑定一方面有助于公司直接介入上游供应商的生产与管理环节，对公司采购的货品品质全程把控并借此机会直接向上游供应商反映消费者对生鲜商品的需求；另一方面公司还能够通过股权绑定形成对上游的议价能力，在保障自身利润空间的同时更好地满足消费者的需求，为消费者提供质优价低的好商品。

表 4：公司股权绑定优质上游供应商

时间	内容
2014.8	牛奶国际入股永辉，持股 19.99%，开放其生鲜食品采购、加工和自有品牌开发等。
2017.1	收购全球零售服务商达曼国际 40% 的股权以强化公司上游供应链能力。
2017.3	与韩国食品巨头 CJ 集团成立两家合资公司 JV1 和 JV2，负责全球网络采购农产品等。
2017.3	入股福建星源农牧（生猪、猪肉），持股 20%。
2017.10	出资 3015 万元持有东展国贸（为澳大利亚乔治鲜奶代理商）45% 股权。
2018.3	入股广东湛江国联水产（水产产品），持股比例 10.29%。
2018.6	入股湖南湘村高科农业（黑猪），持股比例达到 9.93%。
2018.6	入股福建闽威（海鲈鱼、水产加工品），持股比例达到 19.69%。
2019.10	增持湖南湘村高科农业（黑猪），持股比例达到 20%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

除了和管理以及采购形式上的规则制定外，公司还形成了长达 842 万字的严格标准化的生鲜采购部培训手册，内容包含数千张实物图片，涉及数千种商品品性描述、采购谈判、分拣技巧、保鲜维护等，以此实现管理与执行上的统一。在人员配置上，截止 2018 年公司共计拥有 1175 名具备多年丰富经验的生鲜买手团队，远超我国超市企业生鲜采购团队的人员配置（家家悦截止 2016 年拥有采购人员 279 名，全国门店 631 家）。生鲜买手团队日常深入全国各地，并根据消费者真实需求进行全品类选品，同时保障了生鲜产品的丰富性、高品质与高性价比，可见公司的采购买手团队实力之雄厚。

表 5：公司部分生鲜产品采购方式

种类	采购方式
肉制品	向养殖商采购白条肉（猪肉），自己分割，运送到门店，养殖商加价率一般在 5-6%，永辉到终端拥有较大的加价空间；鸡肉等肉制品采购来自于养殖商。采购公司有星源农牧、旺峰肉业。
水产品	公司总部在福建，靠近海域，一是直接面向渔民采购，采购价格低廉，产品品类丰富；二是规模化采购，如入股国联水产等。
蔬果	根据单品采购的规模性制定是直采还是间接采购，单品规模足够大的品类直采，某些品类上借助类种植商的代理商采购，如宏辉果蔬。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

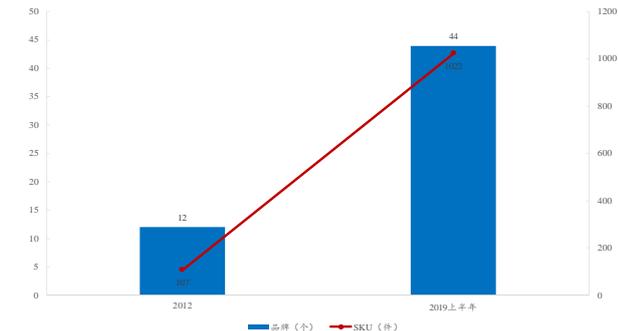
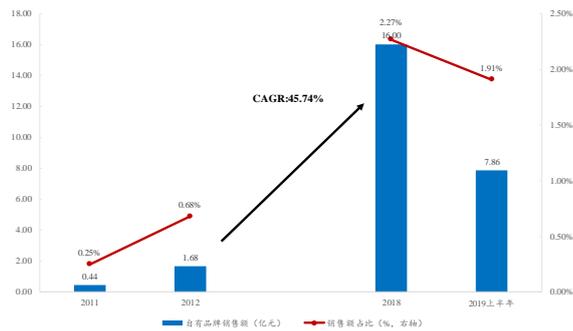
2、自有品牌开发：发展潜力巨大，助力毛利率水平抬升

除了借助与上游供应商深度绑定为顾客提供质优价低的优质商品外，公司还借此优势大力发力自有品牌，提升与竞争对手之间差异化单品的比例。自 2011 年起，公司便开推出自有品牌“半边天”，并确定了“大力开发公司自采商品的自有品牌战略”。自此之后，公司的自有品牌逐步发力。2012 年末，公司拥有自有品牌 12 个，覆盖品类 107 个，实现销售额 1.67 亿元，销售额占比仅为 0.68%，在经过短短 7 年的发展后，截止 2018 年末，公司自有商品销售额达到 16 亿元，CAGR 达到 45.74%，占公司总营收比例达 2.27%；截止 19 年上半年，公司共计拥有自有品牌 44 个，SKU 数超过 1022 个，自有品牌销售额为 7.86 亿元，其中食品百货类商品 5.44 亿元，生鲜商品 2.42 亿元，合计占公司总营收的 2.1%。在此期间，公司于 2016 年与全球最大的零售商服务企业达曼国际签订《自有品牌服务协议》，进一步增强自身在自有品牌

开发方面的优势。参考凯睿咨询的数据，截止 2017 年全国零售企业中大卖场与综超业态的自有品牌销售额占比大多处于 1-5%之间，再结合公司竞争对手之一的家家悦 2018 年自有品牌营收占比 9.83%的水平，公司 2018 年自有品牌销售额占比仅达到 2.27%，未来仍广阔的提升空间。尽管公司在 2020 年内较难实现于 2015 年制定的“2016-2020 年的经营目标”中提到的“自有品牌商品销售额占比提升至 15-20%”的水平，但公司未来仍将坚定不移的加大对自有品牌的投入，努力提高自有品牌销售额占比。

图 24：2011 年-2019 年上半年自有品牌销售额（亿元，%）

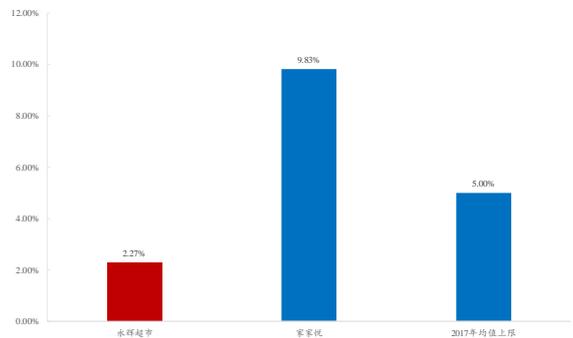
图 25：2012 年与 2019 年上半年自有品牌数量及 SKU（个，件）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 26：2018 年自有品牌销售额占比比较 (%)



资料来源：凯睿咨询、中国银河证券研究院整理

为了加速推进自有品牌发展，公司于 2018 年 12 月 22 日宣布将“永辉优选”作为公司重点发力的自有品牌平台，旗下拥有包括：“田趣”、“优颂”、“馋大狮”、“超级 U 选”、“O’fresh”等多个中高端品牌，覆盖商品范围包括家居用品、休闲食品、干杂日配等多个品类，SKU 总量接近 300 余个。同日，公司还确立了“自有品牌 2.0”的三大理念，即“以消费者为核心、以品质为基石和以品牌为引擎”，努力实现为消费者提供更多品质优良、价格合理、安全可靠的自有商品。除此以外，公司还积极通过与生鲜源头生产商、制造商合作，以自营与合作相结合的方式建立了 20 多个农业生产基地，引入并推广具有差异化、地标性的定量包装商品，另一方面公司还将根据不同季节和重点节假日主推相关系列单品，预计未来伴随着公司自有品牌上积累的成功经验不断增加，自有品牌销售额将持续提升，其营收占比也将逐步提高，最终将对公司整体毛利率水平有望形成较为可观的抬升。

图 27：公司旗下部分自有品牌



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

3、仓储物流：基础设施遍布全国，模式创新提升周转效率

布局全国，自建仓储物流逐步覆盖。自成立以来，公司便积极投资搭建了冷链仓储与物流配送中心及系统，现已形成一套以产地直发与集成配送为基础的“基地—物流中心—门店”的扁平化供应链体系，最大程度地压缩了中间额外配送环节的时间，保证货品的新鲜程度。截至 2019 年上半年，公司的物流中心已覆盖全国 18 个省市，总运作面积约 45 万平方米，物流中心员工总数大约 2300 人。按不同功能划分，公司在全国共计拥有常温配送中心(含中转仓)17 个，定温配送中心 9 个，其中定温配送中心主要负责生鲜、冷冻及冷藏商品；截止 2019 年上半年，公司仓储物流中心共计完成作业额 230.46 亿元。公司现有的仓储物流中心主要以自营、租赁或第三方外包三种形式为主，其中福建、重庆、安徽、四川等物流配送设施均为自营模式。除了现有仓储物流中心，公司于 19 年上半年还完成了对四川彭州物流产业园的建设，进一步提升了公司仓储物流的实力。

表 6：公司部分物流中心列示（截止 2019 年上半年）

序号	位置	级别	产权性质	园区规模(亩)	配送范围	配送能力(亿元)	存储能力(万件)	配送商品
1	福建南屿	CDC	自营	106	福建大区+ 全国商品	60	100	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇(酒)
2	重庆西永	CDC	自营	550	华西大区	120	200	食品用品、服装、自用品、加工原料、生鲜干货
3	北京郎各庄	RDC	租赁	50	北京大区	12	40	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货

4	安徽肥东	CDC	自营	310	安徽大区	50	30	食品用品、服装、自用品、加工原料、生鲜干货
5	河南郑州	RDC	租赁	50	河南大区	6	20	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货
6	四川彭州	RDC	自营	108	四川地区	50	100	食品用品、服装、自用品、加工原料、生鲜（加工）农产品
7	江苏南京	EDC	3PL	400	华东大区 19家店	8	12	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货、服装
8	上海	RDC	3PL	400	华东大区 11家店	5	12	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货、服装
9	辽宁沈阳	RDC	租赁	20	沈阳、哈尔滨、吉林	5	10	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）
10	广东东莞	RDC	3PL	20	广东、深圳	5	10	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）
11	河北石家庄	RDC	租赁	50	石家庄	4	1	食品用品、自用品、加工原料、生鲜干货
12	浙江杭州	RDC	3PL	20	浙江	5	10	食品用品、服装、自用品、加工原料、永悦汇（酒）
13	江苏昆山	-	自建	-	-	-	-	-
14	山西太原	-	租赁	-	-	-	-	-
15	贵州贵阳	-	自建	-	-	-	-	-
16	陕西西安	-	自建	-	-	-	-	-
17	福建福州 南通	-	自建	300	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 28：公司部分物流中心及覆盖半径示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从仓储与物流模式的角度来看，为了提升仓储与物流环节的效率，公司对大部分货品主要采取的是“配送”的模式，即在供应商将货品运抵公司自有配送中心后再有配送中心根据门店需求进行配送或进行仓储管理。对于易损耗且运输条件要求较高的生鲜商品而言，采用这种方式可以在供应商将生鲜产品从产地运抵公司配送中心后对其进行分类、加工、整理等初步处理工作，然后再根据配送中心覆盖范围内门店的具体需求进行按需配送。产地直采的采购方式配合成熟的配送物流体系使得公司在实现了对门店内生鲜产品库存量的控制的同时，又能有效地降低生鲜商品在运输过程中的损耗率，大大提升了门店内生鲜商品的品质。

除了传统的仓储物流配送中心，公司还于近期开始尝试将线下门店作为“前置仓”的新模式。早在上市初期，公司于北京市石景山区的鲁谷门店由于面积高达 1.83 万平方米，远超公司普通门店接近 8400 平米的水平（2019 年上半年平均面积 8367 平米/店），为了更加有效地利用该门店的面积，公司将部分配送中转站的职能分配于该门店，即公司通过全国统采与北京市附近地区直采渠道获取的商品先行运输至鲁谷门店，然后再以该门店为中转站向其周边门店进行按需配送。受到公司鲁谷店与近年来兴起的“前置仓”模式启发，公司于 2018 年宣布与腾讯合作推出“卫星仓”，旨在为其周边 3 公里用户提供配送到家服务。另外，在公司 2018 年制定的“2019 年年度计划”中也将“新建到家体系”作为公司的经营目标。截止 2019 年 10 月份，公司自主研发的“永辉买菜”APP 正式在部分城市上线运营。在到家业务端口搭建完毕后，为了更好地提高到家业务的效率，我们预计公司未来可能会将北京鲁谷店所采用的“店仓合二为一”的运营模式进行大面积复制，从而将门店由传统超市变为到家服务体系下的“前置仓”。如若公司成功地在全国门店内推广“店仓合一”的运营方式，那么公司一方面能够使门店内商品更加迅速地触达客户，保质保量地完成“最后一公里”的配送服务；另一方面公司还可借助此方式以较低的前期投入成本向顾客提供到家服务，然后借助到家服务的高客单价以及服务型收入的高利润率等特征抵消因到家业务失去的到店客流，最终实现规模与业绩的同步增长。

(二) 多方面比较凸显全方位领先优势，龙头地位难以撼动

在全面步入互联网时代后，线上线下相结合的方式被越来越多的行业所接受，而超市行业本身作为传统的线下渠道在此期间也孵化出诸多新模式与新业态，但究其根本我国目前超市行业的商业模式可大致划分为两类：“到家”与“到店”。我们认为公司作为我国超市行业内资品牌中的龙头企业无论是在较为传统的“到店”赛道还是在公司刚刚介入的“到家”这条新兴赛道中都能凭借多年来积累的经验与雄厚的实力处于相对领先地位。

1、到店：直采体系与物流基建配合门店布局构建供应链与渠道壁垒

首先，公司作为到店模式中的传统超市系的主力选手在上市之初便确立了行业未来发展方向为生鲜品类，并基于此判断充分地利用了资本市场的融资便利性打造了一整套完善的供应链系统并已在全国范围内铺设了覆盖范围广泛的渠道网络，使得公司如今相较于传统超市竞争对手而言，在供应链系统的各个环节以及线下渠道布局上处于全面领先的地位。

1) 直采规模：公司拥有专业的买手团队和丰富的生鲜直采经验，截止 2018 年末公司的全国统采与区域直采团队共计拥有 1175 名员工，远超公司竞争对手（家家悦 2018 年末共计 251 名采购员工），公司上市时全部商品直采比例便已高达 76%（家家悦 2015 年全部商品直采比例略超 85%）；另外，公司的生鲜销售占比显著优于竞争对手，而这充分体现出自身主打生鲜超市理念的同时，还为公司门店的客流提供了一定保障。相比之下，公司竞争对手在采购团队人员与经验、生鲜销售额占比较低导致客户留存度低、直采比例不足导致价格优势丧失等方面存在较大问题。

2) 仓储物流：截止 2019 年上半年，公司的仓储物流系统已覆盖全国 18 个省份，共计拥有常温及定温配送中心共计 26 个。受益于前期借助资本市场力量对仓储物流系统的持续投入，公司能够在未来较长一段时间内充分享受较为低廉的物流成本以及稳定高效的物流效率。基于公司在仓储物流方面的优势，公司的生鲜商品损耗率处于国内领先水平，而低损耗率既能够为公司带来降低成本，从而提高生鲜产品毛利率，又能够让消费者在公司门店购买到更加实惠且品质优良的生鲜商品。

3) 渠道布局：从门店数量角度来看，截止 2019 年前三季度公司全国共计拥有门店 825 家，MINI 店 510 家，合计 1335 家，远超行业内传统超市竞争对手。从门店覆盖范围角度来看，截止 2019 年 12 月 22 日，公司门店覆盖全国 25 个省份 496 个城市，渠道网络覆盖范围的广度同样处于绝对领先地位。从门店内设计与布局的角度来看，公司成立之初开设的门店大多为布局简洁明快的红标店，如今公司正逐步将原先的红标店改造升级为科技感更强、购物更加简便舒适的 Bravo 绿标店，以满足当下居民在消费升级的趋势下对美好生活的追求。

综合而言，公司依靠前期在供应链上的投入以及全国范围内的铺设的渠道网络所建立起的优势发展至今日早已已经成为牢不可破的护城河，再结合公司积累了长达 18 年的生鲜运营经验，我们认为公司在到店模式中传统超市系内的领先优势与地位短期内难以被竞争对手颠覆或超越。

表 7：传统超市系之间的比较（截止 2019 年上半年）

类别	永辉超市	家家悦	中百集团	步步高	高鑫零售
采购团队	1175 人全国采购团队	251 人的采购团队	-	-	
采购体系	10 年，公司全部商品直采比例 76%；	17 年，超过 80% 的生鲜实现直采；15 年，全部商品直采比例达到 86.16%；	18 年，全部商品直采比例 42.88%，其余通过批发市场或者是经销商供应。	全部商品直采比例 28%	15 年启动生鲜直采
生鲜销售 额占比 (%)	53%	45%	16 年，改造升级后门店生鲜面积占比 30-35%，部分门店面积占比可达 50%	-	-
仓储物流 设施	17 个常温配送中心，9 个恒温配送中心	5 个杂货配送中心，6 个生鲜物流中心	3 个中心仓，3 个区域仓	4 个省级中央区，29 个仓库	全国各地均有省级区域性配送中心
生鲜损耗 率 (%)	大约 3%	大约 4%	2017 年全国超市菜蔬平均损耗率 15%、肉类 8%、水产品 10%		
门店数量	截止 2019Q3，825 家云超门店；510 家 MINI 店	截止 2019Q3，763 家门店	截止 2019Q3，1309 家门店	截止 20191H，381 家门店	截止 20191H，485 家门店

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

到店模式中除了传统超市系外，近年来在互联网巨头们带领下主打“O2O”模式的“新零售”业态兴起，而“新零售”概念在超市行业内的落地方式便是将线下门店和物流体系与线上服务相融合组建成一个全新的门店业态，例如盒马鲜生、超级物种等。尽管“新零售”业态与传统超市企业之间由于目标客户群的不同导致在产品定位、门店布局、选址以及门店服务等方面差异较大，但零售企业的核心竞争力还是以打造完善且高效的供应链系统为核心进行发展。对此，公司作为传统超市系内的领军企业在面对“新零售”业态的冲击时，由于自身早已经建立了一整套颇为成熟的供应链系统而丝毫不落下风。

首先，在上游采购环节，“新零售”业态受制于自身门店选址要求偏高使得门店扩张速度显著落后于传统超市，使得其未能依靠门店数量形成规模化采购，导致其自身无论在标品或生鲜类商品的采购环节中对上游的议价能力薄弱。

其次，在仓储物流方面，由于“新零售”业态起步时间较短，如若自建物流体系的话，短时间内的资源投入与时间成本过高。基于此，“新零售”业态主要还是依赖租赁与第三方服务的方式完成物流仓储工作，尽管短期内依靠这些替代方式能够实现仓储物流的正常运转，但长期来看其运营成本相较于自建体系而言偏高，并且由于非自建仓储物流体系难以被完全掌控的缘故，使得运营效率的稳定性存在较大不确定性。

基于上述分析，公司相较于“新零售”业态而言主要具备两大优势：1) 公司拥有领先全行业，并已形成规模效应的全国统采与产地采购体系；2) 公司前期充分利用资本市场的融资优势完成了遍布全国的自建仓储物流体系。在上述两大优势的共同作用下，公司对自身供应链的整体自主把控能力较强，从而使得公司能够在门店内 SKU 的调整空间与效率方面以及与上游供应商之间的议价能力方面具备显著优势。

尽管整体来看，“新零售”业态相较于公司而言存在一定的劣势，但也不乏其中存在优秀的个例。“盒马鲜生”作为新零售业态的一员，主打“线上线下一体化”以及“为顾客提供到家与到店服务体验”的经营理念。受益于背靠国内电商龙头企业阿里巴巴集团，“盒马鲜生”能够在前期充分利用阿里较为完善的仓储物流体系，并借助雄厚的资金实力逐步完善自建仓储物流体系，再结合自身搭建的全球采购网络凸显出全球精选 SKU 的差异化竞争优势，最终在众多“新零售”业态的竞争中处于领跑位置。但就现阶段而言，“盒马鲜生”与公司云超门店和 MINI 店之间的客户群体定位并不相同。“盒马鲜生”主要面对的是我国“新中产”消费人群，而为了更好地满足此类客户需求，“盒马鲜生”的店铺选址主要集中在核心商业区附近，并且 SKU 选品也都更加偏向符合“新中产”阶级所追求的品质生活的中高端产品；至于公司的云超与 MINI 店所面对的则是多个不同阶级的消费群体，而公司为了满足不同阶级人群的不同需求打造了一套产品与供应链相结合的选品体系，使得门店内涵盖了从质优价低的产地直采生鲜商品，到全球供应链采购的海外商品，再到更加贴合消费者需求的自有品牌在内的各类商品。未来公司仍将继续发扬自身在生鲜商品的品质与价格方面的优势，遵循零售行业渠道商的本质为客户提供一个高性价比的家庭式购物生鲜超市，满足不同层级家庭对生鲜的需求。

表 8：传统超市与部分新零售业态比较（截止 2019 年上半年数据）

类别	永辉超市	家家悦	盒马鲜生
采购团队	1175 人全国采购团队	251 人的采购团队	
采购体系	10 年，公司全部商品直采比例 76%；	17 年，超过 80% 的生鲜实现直采；15 年，全部商品直采比例达到 86.16%；	部分商品直采，热门爆款实行买手制
生鲜销售额占比 (%)	53%	45%	2016 年生鲜占比 20%
仓储物流设施	17 个常温物流中心，9 个冷链物流中心	正建设新配送中心，现有 5 大生鲜配送中心,6 大杂货配送中心	截止 18 年，已建成 33 个常温和低温仓、11 个加工中心、4 个海鲜水产暂养中心
生鲜损耗率 (%)	3%	4%	
门店数量	截止 2019Q3，825 家云超门店；510 家 MINI 店	截止 2019Q3，763 家门店	截止 2019 年 12 月 18 日，全国共计 155 家门店

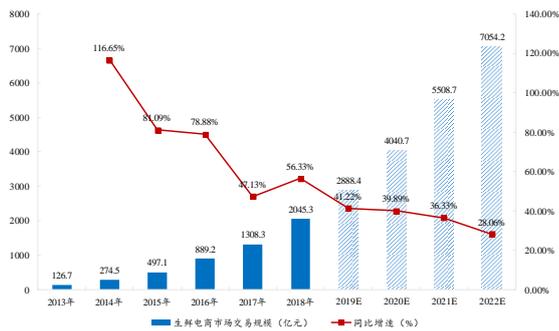
资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院整理

2、到家：高速成长期下格局动荡，先天优势明显助公司抢占一席之地

自 2013 年生鲜电商行业兴起以来，我国的生鲜电商市场规模一直保持着高速增长，截止

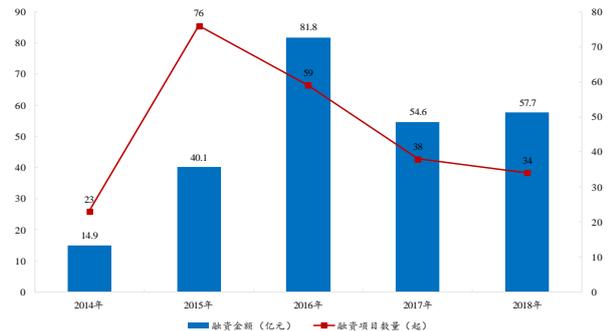
2018 年我国生鲜电商市场交易规模达到 2045.3 亿元，同比增速 56.33%，过去 5 年 CAGR 达到 74.42%。然而，根据中国电子商务研究中心数据显示，2016 年我国生鲜电商企业共计 4000 余家，其中 4% 实现盈亏平衡，88% 处于亏损状态，7% 处于巨额亏损状态，仅有大约 1% 的企业实现盈利。如此局面之下，我国生鲜电商市场自 2016 起至今始终处于资本投入与大规模洗牌现象并存的动荡时期，一边是巨头入局后不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，试图通过模式创新与资本投入冲出重围，另一边是大批中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购后出局。

图 29：2013 年至 2022E 中国生鲜电商市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 30：2014 年至 2018 年生鲜电商领域融资情况（起，亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

表 9：2015 年以来部分生鲜电商“离场”统计

公司名称	成立时间 (年/月)	关停时间 (年/月)
优菜网	2010.8	2013.1
采购兄弟	2014.8	2015
也买酒	2008.6	2015.5
菜管家	2011.5	2015.8
花样生活	2012.8	2016
正源食派果蔬帮	2013.8	2016
抢鲜购	2014.8	2016.1
一米鲜	2014.9	2016.12
美味七七	2011.2	2016.4
卡卡鲜	2012.9	2016.4
壹吉购	2015.2	2016.7
青年菜君	2014.3	2016.8
果实帮	2014.6	2016.8
壹桌网	2015.6	2016.9
后厨网	2013.12	2017
本来便利网	2015.8	2017
鲜生有请	2017.3	2019.7 (暴雷)
安鲜达	2015.3	2019.7 (暴雷)

资料来源：海豚智库，中国银河证券研究院整理

造成我国生鲜电商领域常年动荡的原因来自多个方面,包括农产品自身附加值偏低且损腐率高、线上渠道缺乏直观体验配送难以实现保质保量、冷链物流缺失形成的高昂配送成本等,但究其根本主要还是供应链系统存在缺陷导致难以实现规模扩张与可持续盈利之间的平衡。按针对的客户群体划分,我国的生鲜电商可分为 TO B 与 TO C 两类,其中 TO C 类企业与公司所处的超市行业形成一定竞争。具体从模式上来看,根据艾瑞咨询的划分标准,我国的 TO C 生鲜电商模式可划分为四类: 1) 传统生鲜电商; 2) 到家类生鲜电商; 3) “到店+到家”类生鲜电商; 4) 社区拼团模式。

表 10: B2C 生鲜电商运营模式汇总

模式	经营方式	城市布局	覆盖范围	配送时长	代表企业
传统生鲜电商	通过互联网将生鲜产品借助自建物流或第三方物流的方式配送给消费者;	全国布局	大于 10 公里	当日达;次日达	天猫生鲜、京东生鲜、天天果园
到家-平台	平台与线下商超形成合作,单纯地提供到家服务	一二线为主	1-3 公里	1-2 小时	京东到家、美团、饿了么
到家-自营前置仓	在社区或客户群体集中地附近建立集“仓储、分拣、配送为一体的仓储点;	一二线为主	1-3 公里	1 小时以内	每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市
到店+到家	结合到店+线上+到家三位一体消费体验	一二线为主	1-3 公里	30 分钟	盒马鲜生、7 Fresh、永辉买菜
社区拼团	团购平台提供产品供应链及售后支持,团长负责运营,用户在社区内自提商品;	二三四线为主	500 米-1 公里	1-2 天	兴盛优选、食享会

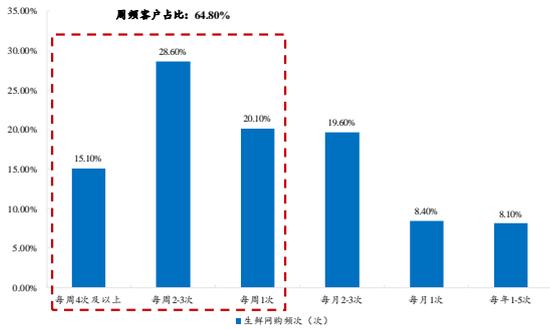
资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

从目前的生鲜电商的四大运作方式来看,能够尽可能满足消费者对于生鲜渠道服务商“多、快、好、省”四大要求的方式仅有“到家-前置仓”以及“到店+到家”两种。这两大方式的共同特点便是需要铺设线下实体店或仓储网点,并基于集“仓储、分拣、中转、配送”等一系列功能为一身的线下网点配合强大的供应链管理、高效的物流配送管理与高质量服务来实现客户对生鲜商品的四大诉求: 丰富 SKU、即时配送、高品质、高性价比。

基于对生鲜电商的破局之路的看法,我们认为公司如今的到店服务相较于“到家-前置仓”与“到店+到家”这两大生鲜电商运作模式而言具备多点明显优势: 1) 遍布全国的大面积云超门店以及安插于各社区之间的 MINI 店,满足丰富的 SKU; 2) 极其成熟的供应链管理体系,保证货品的高品质; 3) 全程冷链的智能化物流网络,保证货品的低损耗实现高性价比。然而,公司目前秉承的到店模式明显在满足客户对生鲜商品的即时配送服务方面落后于“到家-前置仓”和“到店+到家”的生鲜电商模式。

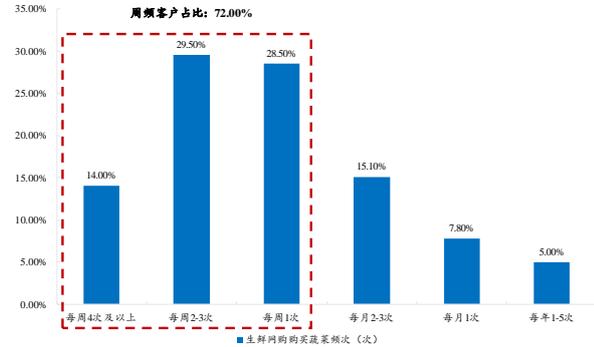
由于近年来消费升级与一、二线城市消费购买力主体年轻化的趋势不断推进,生鲜商品的到家服务逐渐被越来越多的消费者认同。截止 2018 年我国生鲜网购用户中每周至少购买一次的用户占比达到 64.80%,并且每周至少网购一次蔬菜商品的用户占比达到 72.00%,证明接触过生鲜网购的客户群体对于这种购物方式存在一定的消费粘性,并且主要体现在蔬果类商品的购买。

图 31：2018 年我国生鲜网购用户购买频次（次）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 32：2018 年生鲜网购中购买蔬菜的频次（次）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

基于生鲜电商的模式被越来越多消费者所接受，公司于 2018 年末提出了要在 2019 年“新建到家体系”。尽管起步时间较晚，但依靠十分高效地运营效率于今年 6 月完成了到家平台“永辉买菜”APP 的开发，并于今年 10 月在部分城市上线运营，未来将逐步从部分城市推广至全国，并最终形成一套结合自身优势特点的到家业务体系。在到家体系逐步搭建完善后，公司将由如今的传统超市龙头企业升级成为“到店+到家”相结合的生鲜领域巨头。届时，如若目前处于相对领先位置的“到家-前置仓”与“到店+到家”生鲜电商们不能在到家服务领域形成一定的壁垒或突破公司在到店服务方面的壁垒，那么生鲜电商相较于公司现存的优势或将不复存在。

四、综合看公司成长的驱动因素：短期价格因素利好同店表现，长期优秀的公司治理推动公司可持续发展

（一）受潜在价格要素的同向驱动性明显：核心指标 CPI 稳步上行，同店销售同步提升

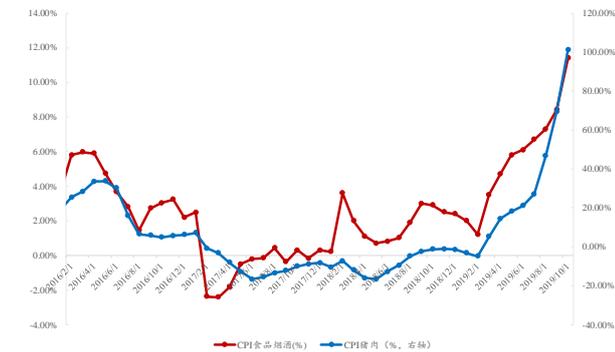
2016 年公司可比同店营收增速由负转正，短期 CPI 预期上行保障同店表现稳步提升。自 2015 年公司同店销售额同比增速触底以来，公司的同店营收增速便维持稳中有升的趋势，实现了在门店扩张的同时对经营质量的持续改进。鉴于目前我国处于经济增速放缓的下行周期，必选品具有明显抗周期属性，而超市作为以生鲜为主要商品品类的零售渠道商一方面能够借助生鲜自身的特性一定程度上抵御线上冲击，另一方面由于绝大多数生鲜商品均是满足居民日常生活中的刚性需求，导致其在经济增速放缓阶段相较于百货等可选渠道而言销售规模更加稳定。通过数据分析，我们发现行业整体规模表现较为稳定的前提下，公司的历史同店营收增速表现与 CPI 当月同比表现具有强正相关性，而这也证明了公司以生鲜产品为主的经营表现确实会受到 CPI 指数带来的价格因素影响。结合近两年来我国经济增速放缓的预期，我国 CPI 实

际上存在通缩风险，然而自去年年底开始由于“非洲猪瘟”而开启的新一轮“猪周期”在带动猪价快速上行的同时，十分有效地通过“蝴蝶效应”与“替代效应”拉动 CPI 指数在短期内快速上行。截止今年 11 月，过去三个月我国 CPI 同比增速分别为 3.0%/3.8%/4.5%，食品烟酒板块同比增速分别为 8.4%/11.4%/13.9%，猪肉价格同比增长分别为 69.3%/101.3%/110.2%。基于市场预期，猪价在短期内对 CPI 的正向推动效果仍将持续并预计于明年 1 月的新年期间达到顶峰，并在此之后继续维持高位增长，直至猪肉产能恢复后逐步至合理水平。基于此，我们预计食品烟酒板块的高增速短期仍可维持，利好超市同店销售持续提升。

图 33：11-18 年同店增速与 CPI 累计同比走势 (%)



图 34：16 年至今 CPI 猪肉与 CPI 食品烟酒走势趋同 (%)



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

(二) 卓越的公司治理：前台与中后台同步提升把握现在，发力“到店+到家一体化”布局未来

1、前台：聚焦超市主业，云超配合 MINI 店加快全国展店步伐

我们认为公司治理最低层次的要求便是实现可持续增长，而对于公司这样的传统零售企业来说，同店销售额同比、毛利率以及净利率长期较为稳定的行业特性注定公司要想实现可持续增长的关键主要在于展店。近年来，面对线上分流与线下需求放缓的双重压力，公司凭借自身供应链优势积累的优势加快逆势扩张的脚步，2015-2019 年前三季度净增加门店数分别为 58、99、319、129、152。并且，仅看 19 年前三季度单个季度净增加门店数量来看，Q1/Q2/Q3 分别净增加 21/25（不含百佳永辉并表门店）/34，四季度至 12 月 22 日公司净增加门店数量已经达到 55 家，呈现明显的逐季加速增长态势。截至 2019 年 12 月 22 日，公司官网显示全国门店总数已经达到 880 家，较年初净增加 172 家，超额完成全年 150 家的计划。至于 MINI 店这一新拓展业态，公司在 2019 年前三季度分别实现净增加 93/305/112 家门店，截止 2019 年三季度末，公司共计拥有 MINI 店 510 家，平均面积 446.24 平方米。

表 11：公司 2015-2019 年上半年云超门店分布情况

地区	2016 数量(家)	2017 数量(家)	2018 数量(家)	20191H 数量(家)	上半年净增加 数量(家)
重庆市	106	112	118	124	6

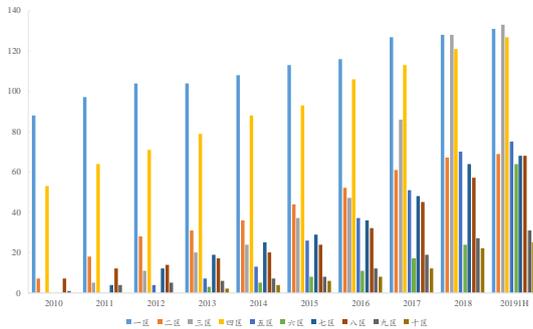
贵州省	12	18	24	27	3
四川省	37	51	70	75	5
陕西省	8	12	19	21	2
安徽省	32	42	50	58	8
河南省	20	27	31	31	0
江西省	0	3	7	10	3
河北省	15	18	25	28	3
山西省	1	3	8	9	1
云南省	0	1	2	2	0
广西省	-	-	1	2	1
湖北省	0	1	1	1	0
湖南省	-	-	2	2	0
宁夏省	-	-	3	4	1
福建省	116	127	128	131	3
北京市	34	37	40	41	1
天津市	7	8	8	8	0
浙江省	14	34	55	56	1
江苏省	23	37	53	55	2
上海市	10	15	20	22	2
广东省	11	17	24	64	40
辽宁省	4	4	6	6	0
吉林省	3	5	5	5	0
黑龙江省	4	7	8	9	1
合计	457	579	708	791	83

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从2019年上半年公司门店所处省份来看，福建、江浙沪以及鄂湘渝地区为公司的主力区域。2018年末公司将所覆盖的省市重新划分为十大战区：一区（福建）、二区（北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林）、三区（浙江、江苏、上海）、四区（重庆、湖北、湖南）、五区（四川）、六区（广东）、七区（河北、河南、山西）、八区（安徽、江西）、九区（贵州、云南、广西）、十区（陕西、宁夏）。根据此划分标准，从总量上来看，公司在一区和四区这两个成熟区域内门店数量占据优势，但三区（江浙沪地区）门店近年来增长迅速现已超越四区成为公司第一大战区，截止2019年上半年共计拥有133家门店，而对于其余非成熟区域，近五年复合增速排名前列的主要是十区、五区和六区，以上三个区域近五年以来复合增长率分别为61.5%/58.5%/51.6%，并且受益于上半年的百佳永辉并表，六区（广东）门店数量迅速提升，截止2019年上半年共计拥有64家门店。

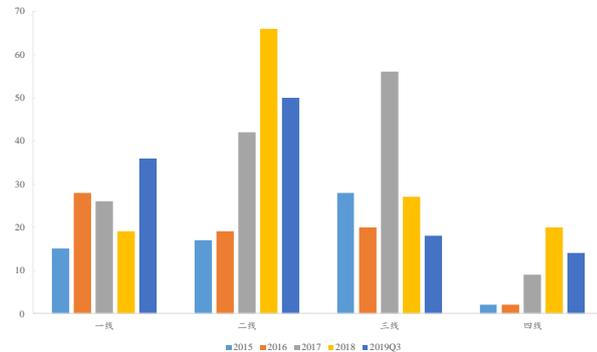
从近年来新开门店分布的城市层级来看，公司今年持续加码一、二线城市，尤其是二线城市，进一步深耕自身的优势区域。与此同时，公司在近年来一直持续对低线城市进行渗透，但今年以来力度略弱于往年。结合目前低线城市内大卖场整体经营实力偏弱的现状，未来或出现大量存量转移的机会。基于此，我们认为公司未来在低线城市的发展潜力大概率将超过一、二线城市。

图 35：上市以来永公司云超各大区门店数量（家）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 36：15-19 年 Q3 云超新开店门店按城市层级划分（家）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

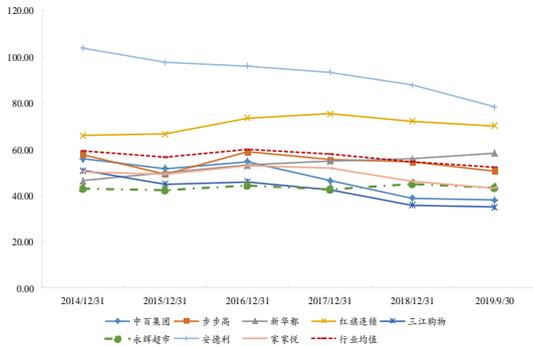
为了保障公司未来在展店方面的选址储备充足，公司与万达广场、宝龙商管等地产系开发商通过股权投资的方式达成深度合作，保证了公司在与竞争对手争夺万达广场、宝龙广场等优质物业时处于优势地位。2018年12月3日，公司与大连一方、孙喜双先生签订股份转让协议，拟受让大连一方持有的大连万达商业管理集团股份6791万股股份，约占万达商管总股本的1.5%，每股转让价格为52元，标的资产价格约为35.31亿元。万达商管集团作为全球领先的商业物业持有及管理运营企业，其核心资产万达广场集社交、娱乐、美食、零售功能于一体，形成独立大型商圈。根据万达商管官网显示，截至2019年12月22日，万达商管已在全国范围内开设308座万达广场，持有物业面积超过3600万平方米，而公司在其中125座广场内开设门店；截止2019年12月22日，2019年新开万达广场28座，公司年初至今新开门店中有21家位于万达广场。另外，公司于2019年12月11日发布公告称计划投资1000万美元认购宝龙商管在港上市发行股份的1.5%。截止2018年12月31日，宝龙商管在全国共计拥有45处物业，总建筑面积超过450万平米。截止2019年12月22日，公司共计拥有20家门店位于全国各地的宝龙广场内。

2、中后台：内部优化保障高效运转，外部投资绑定享受协同效应

在达成公司治理最基本的可持续增长要求后，公司治理的下一个层次便是需要通过“内外兼修”的方式实现公司规模可持续增长的同时同步提升自身运营管理能力，保证公司的高效运转。对于公司这样的传统超市企业而言，高效率的运营管理就意味着：在销售维持高周转的同时，保证较高的毛利率水平，并在此基础上将费用的效益最大化，实现公司利润空间的最大化。”

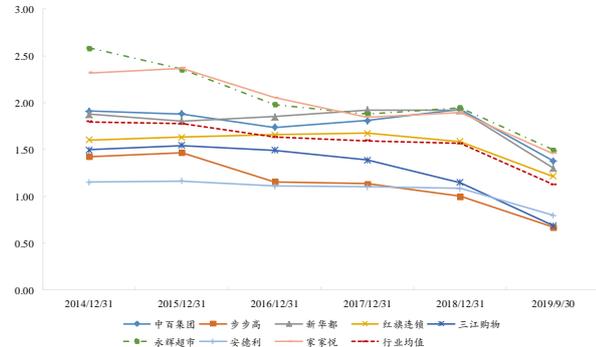
首先，基于我们对超市企业高效运营的衡量标准，公司的存货周转（其中超过90%为库存商品）与总资产周转效率均处于行业领先地位。在过去近五年的时间里，公司的存货周转天数一直显著低于行业均值，截止2019年前三季度与家家悦并列第三，并仍处于缓慢下降趋势。至于公司的总资产周转情况，在过去近5年内，公司总资产周转率一直处于行业内前二，截止2019年前三季度，公司以总资产周转1.50次的水平位列行业首位。

图 37: 14 年-19 年 Q3 行业内各公司存货周转天数(天)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 14 年-19 年 Q3 行业内各公司总资产周转次数(次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司之所以能够实现门店加速扩张下的高周转离不开公司针对不同层级员工所制定的管理机制: 1) 对公司区域管理层采取的“简政放权”制度; 2) 对公司各门店采取的门店合伙人和赛马考核机制。在这二者的有机配合之下, 公司成功地激发了各地区管理人员与基层员工的工作积极性, 保证了公司始终维持高效运转。自上市以来, 公司对整体的管理架构与管理模式进行多次调整, 旨在通过将管理权下放至区域负责人的方式让其更好、更快地结合省内实际情况与差异化的客户群对管辖区域内的门店及时进行调整, 并通过简化管理层级的方式增加各个层级之间的有效互动, 提升公司总部战略的灵活调整。2018 年末, 公司宣布将云超业务一、二两大集群合并管理, 并将原先分省区进行管理的方式转变为划分战区的方式进行管理。另外, 公司还将各省区负责人的主要职能由原先单一的管理拓宽至“营采合一”, 通过进一步放宽基层管理权限的方式, 调动各战区负责人的主观能动性, 加快云超板块的内生增长。除了在各大战区或区域管理层方面实行的简政放权政策外, 公司于 2012 年年度报告中便将“门店合伙人机制的建立”列在 2013 年的经营计划之中, 并于 2013 年 7 月开始在全国所有区域推行“合伙人”制度, 由门店合伙人负责门店内部的管理与监督工作, 并有效地对基层员工进行合理化激励, 实现门店效率最大化的目标。自 13 年全面实施以来, 这一管理机制在经历过多次改良后, 最终形成了如今的“合伙人制度+赛马考核标准”, 助力公司实现门店管理体系的加速迭代, 营造出适度紧张的竞争性生态机制, 保障公司持续保持高效运转。我们预计未来公司仍将继续朝着区域内自主管理、集团管理架构扁平化的方向发展, 并将进一步优化现有的基层员工激励机制, 利于公司维持并进一步提高周转效率。

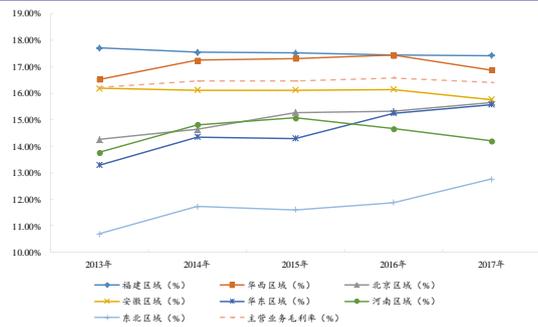
表 12: 公司员工管理体系与激励体系的演变

时间	事件
2012 年	首次提出制定门店合伙人制度。
2013 年	上半年于福州区域内试运营, 取得良好效果后, 于 7 月向全国范围内的门店进行推广。
2015 年	新增“小微公司合伙人团队分红机制”; 确定“赛马机制”考核标准。
2016 年	提出“新店合伙人制度, 确立“盈利即分红”的奖励机制; 推行干部年轻化、搭建合伙人选拔平台, 开发 11 所校企合作高校对储备店长等管理者进行培训。
2017 年	推进小店合伙人团队的六大系统分工, 迭代区总、品类教练、合伙人赛马等管理办法; 推出《标杆店赛马管理办法》。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

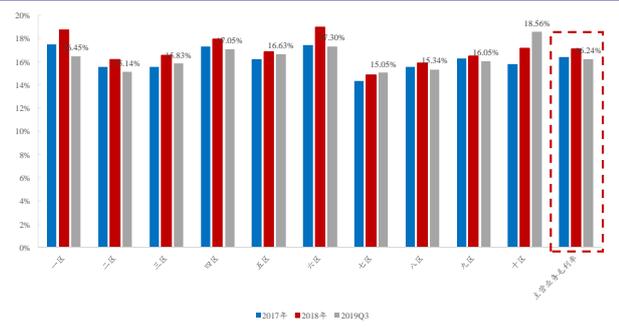
其次，公司在保证销售高周转的同时还能够保持主营业务毛利率整体趋势稳中有升。2013年-2017年期间，按照省区划分，公司各省区主营业务毛利率水平基本保持稳定，但河南与东北地区表现欠佳，但由于两地并非公司主力战区，故而对整体毛利率影响较小，在此期间公司主营业务毛利率水平基本保持稳中有升的增长态势。按照今年新出台战区划分标准，部分战区在2019年前三季度相较2018年出现主营业务毛利率略微下滑的迹象，但仍略高于2017年的水平。综合两段来看，公司自2013年至2019年前三季度主营业务毛利率基本保持稳中有升的趋势。进一步拆分公司前三季度表现来看，营收占比较低的十区的主营业务毛利率水平在今年前三季度得到显著提升，暂列公司十大战区之首，而一区（福建）与四区（重庆、湖北、湖南）作为公司传统强势区域，其主营业务毛利率尽管前三季度内略有下滑但相较于其他区域而言仍存在明显优势。至于营收占比提升速度最快的六区（广东），尽管受百佳永辉亏损拖累导致主营业务毛利率出现较大幅度下滑，但其作为18年主营业务毛利率水平最高的地区，今年前三季度依旧保持与成熟区域相近的毛利率水平。对于其他尚处于发展阶段的战区而言，主营业务毛利率水平依旧低于成熟战区，未来提升空间较大。

图 39：13 年-17 年各大区毛利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

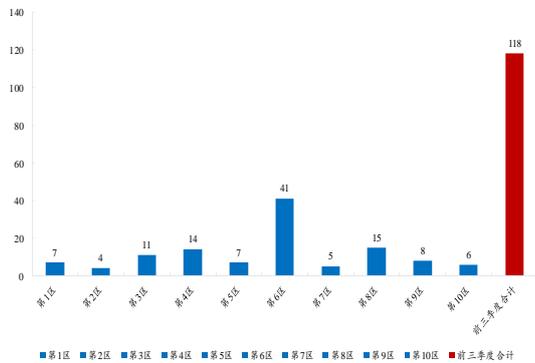
图 40：17 年至今公司各大区毛利率变化（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

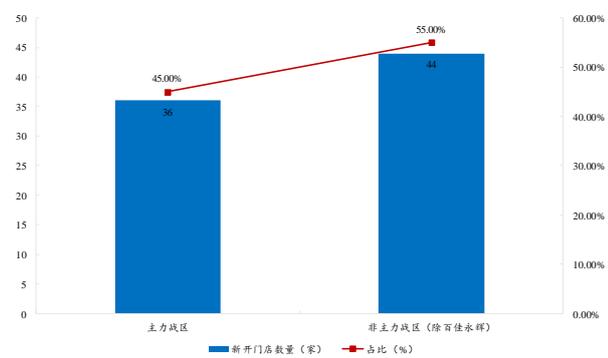
对于公司前三季度出现的主营业务毛利率下滑，尤其是主力战区表现欠佳的现象，我们认为其背后的原因是由多方面因素共同导致的：1) 公司于今年新开门店远超去年同期。截止2019年前三季度公司新开门店118家，较去年同期增加48家，同比增加68.57%。对于尚处于培育期内的新开门店而言，其经营效率相较于成熟门店存在较大差距，并且年内公司主力战区中的一、二线城市内新开门店数量近半（见图39、图45），导致今年前三季度公司主力战区内毛利率表现欠佳；2) 公司在去年年底通过股权转让的方式实现永辉云创出表后，一方面使得公司门店与永辉云创开设于公司主力省份一、二线城市内的“超级物种”与“永辉生活”门店之间的竞争程度加剧，导致公司在主力战区的毛利率承压，另一方面由于“超级物种”与“永辉生活”业态相较于公司自身的云超以及MINI店业态而言产品与价格定位更倾向于“新中产”阶级，导致其所售商品的整体毛利率水平高于公司云超门店，造成了公司今年前三季度主力战区出现毛利率略微下滑的迹象。

图 41: 2019 年前三季度新开门店所属战区 (家)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 42: 截止 19Q3 新开门店 (除百佳永辉) 主力战区占比 (%)

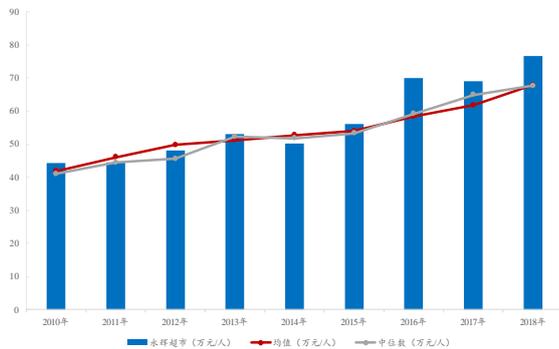


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

至于未来公司主营业务毛利率的提升, 我们认为在公司对上游的议价能力方面未来大概率仍将保持行业领先地位的前提下, 自有品牌的渗透率提升将对助推主营业务毛利率增长起到至关重要的作用。公司于 2018 年末确立了未来以“永辉优选”作为公司自有品牌平台, 旗下所拥有的子品牌形成了覆盖中高端消费人群的完整的品牌矩阵, 充分地利用了公司的供应链系统以及门店渠道优势, 为广大消费者提供安全、健康、高性价比的商品。鉴于公司截止 2018 年自有品牌销售额占比仅为 2.27% 的水平, 处于行业内偏低的水平, 更是远低于家家悦 2018 年 9.83% 的水平, 未来可提升空间巨大。基于我们对公司管理层以往在管理与调整方面能力的认可, 我们认为未来伴随着公司加大对自有品牌的投入推动其品牌渗透率与销售额的不断提升, 公司的主营业务毛利率水平将继续保持稳中有升的增长态势。

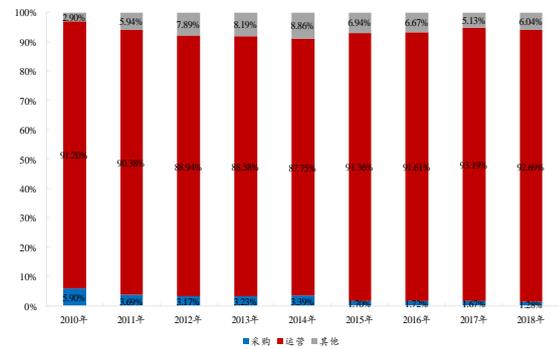
最后, 我们从费用效益最大化角度来看, 公司作为线下零售渠道商主要的费用来自于员工工资以及门店租金两方面, 2018 年职工薪酬与房租占公司销售与管理费用总额的 41.53%/13.60%。对人员方面的使用效率, 我们主要通过公司的人效水平进行横向与纵向的比较。近年来, 公司的持续高速扩张导致公司员工数量与团队管理难度逐步攀升, 但公司依靠着持续不断地内部优化组织架构, 实现提质增效。除 2011 和 2014 年以外, 公司的人效 (营业收入与员工数量的比值, 单位: 元/人) 持续跑赢行业的均值水平和中位数水平, 证明公司在持续扩张的同时保证了企业内部运转的效率。从公司的员工构成来看, 2014 年之前公司的采购人员占全部员工总数的比例始终超过 3%, 而运营人员的占比自上市以来逐步下滑至 87%; 但在 2015 年, 公司的员工组成结构发生明显变化, 采购人员占比由原先始终超过 3% 下降至不足 2% 并在此之后步入缓慢下滑趋势, 而运营人员的占比则是在 15 年重回 90% 并在此之后逐步回升至 18 年的 92.69%。

图 43：公司与行业人效的对比情况（万元/人）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 44：公司员工构成情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

通过这“一升一降”的员工结构变化，我们认为公司前期为了搭建全国统采与产地直采体系方面在采购人员上的投入自 15 年起开始逐步缩减，这一方面标志着公司的采购体系已初步完成，同时还意味着公司开始着手提升采购效率，并且根据后续走势判断，采购端效率提升效果较为明显。在大幅提升采购端费用的效益同时，为了满足公司全国持续扩张带来的管理上的压力，运营人员占比出现缓慢提升，但结合人效逐步提升的数据来看，公司运营人员的增加并未拉低公司人效逐步提升的趋势，证明运营人员的效率同样得到了提升。除了人员层面上的自我效率提升，公司于 2017 年开启的“辉腾 2.0”项目帮助公司在人力资源、供应链、工程、财务共享等方面实现了在线化、云化，截止 2019 年上半年，该项目一期系统已经全面落地应用，7 月底开始逐步落地实施项目第二期内的相关系统。综合来看，我们预计未来公司将借助员工效率的自我提升与科技技术的全面赋能进一步优化员工结构，从而保证公司在高速扩张期内的员工效率同步提升。

除了通过公司内部政策与科技实现费用端效益最大化以外，公司还积极地通过与外部进行深度合作的方式实现自身费用效益最大化。具体来说，公司对于门店租金费用方面的把控主要采取的是通过对外投资合作的方式与地产开发商形成深度绑定，从而为公司在其物业内开设的门店租金水平提供了议价能力上的支持。结合公司近年来的门店租金费用来看，房租物业费占营业收入的比例增长明显放缓。截止 2018 年末，公司的房租物业费占营收规模的比例为 3.46%，尽管较去年同期增加 0.18 个百分点，但增长趋势十分平缓。我们预计未来中长期内，公司仍将保持在全国范围内的高速扩张，而公司与万达和宝龙等地产开发商之间的深度合作一定程度上将为公司在租金费用方面带来一定议价能力，保障租金水平保持较为温和的增长。

图 45：公司房租物业费占营业收入比例放缓（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

除了通过对外投资为公司换取到较为有利的租赁条款与价格外，公司自上市以来还积极通过资本市场与行业内部多家竞争对手本着互惠共赢的原则达成深度合作。公司自 2014 年起便开始对湖北中百集团（000759.SZ）进行股权投资，并于当年 10 月与其达成战略合作关系。自此之后，公司多次增持中百集团股份，截止至 2019 年 4 月 11 日，公司共计持有中百集团 29.86% 的股份。为了进一步与中百集团达成深度合作，公司于 2019 年 4 月 11 日向中百集团提出部分要约收购提案，计划收购公司不超过 10.14% 的股份，交易完成后对公司持股比例不超过 40%。截止 2019 年 12 月 17 日，应武汉国资委与国家发改委的要求，公司与中百集团达成《合作备忘录》并正式取消先前对其发出的部分要约收购提案，备忘录中具体包括以下内容：

- 1) 维持中百集团现有实际控制人不变
- 2) 协同并支持中百集团在三个月内拟定“十四五”发展规划及投资规模；
- 3) 推进经营班子市场化改革：中百集团董事长由武汉国资提名，而总理由公司提名，并且确立了未来将通过市场机制遴选的方式选举经营管理团队；
- 4) 支持中百集团开展股权回购用于员工股权激励；
- 5) 在保证中百集团市场化主体地位与独立性的前提下，帮助中百集团优化业务流程，与公司达成进一步深度合作；
- 6) 力争三年内将中百集团主营业务销售净利率提升至 2.5%；
- 7) 积极发挥中百集团党组织引领作用，抓好基层党组织建设工作；
- 8) 成立发展计划工作组，逐项落实《合作备忘录》的各项工作。

本次收购中百集团以《合作备忘录》的方式收尾对于公司的业绩表现与未来发展规划影响有限，但对于公司与中百集团的未来进一步开展深度合作提供了框架与方向。未来公司一方面可以与中百集团在采购、物流、人力等方面开展战略合作，享受公司与中百集团在湖北省内的协同效益；另一方面，公司还可以在完成对中百集团的业务流程优化与销售净利率提升后，增厚自身对其的股权投资收益。除了与中百集团之间的深度合作关系外，公司 2017 年还与成都红旗连锁（002697.SZ）达成战略合作关系，截止 2019 年三季度末，公司共计持有红旗连

锁 21%的股份。对于公司而言，投资红旗连锁主要是为了实现在四川省内建立公司门店与红旗连锁门店之间的协同效应实现互惠共赢，共同成长。与行业内部竞争对手通过深度绑定的方式形成战略合作的模式在未来仍可继续沿用，尽管并非是通过兼并收购的方式直接提升行业集中度，但是通过大比例持股达成战略合作的方式可以让公司享有企业之间在地方市场中产生的协同效益与股权投资收益。

3、未来战略：“到店”与“到家”业务同步发展，满足消费升级下的新需求

公司治理的最高层次是公司在前台与中后台两个层面上充分利用自身优势实现持续提升的基础上，能够积极主动地迎合社会与行业发展趋势，并为其做出适时的创新与转变。在此方面，公司相较于其他传统超市企业而言同样处与相对领先的地位。为了更好地应对社会与行业发展趋势，公司于年初便开始着手布局到家业务体系的搭建。尽管公司原先对于“新零售”的尝试结果并不理想，但公司本次涉足到家业务可谓是顺势而为。基于我们前文对生鲜电商领域格局的分析，“到家-前置仓”模式与“到店+到家”模式的共同点便是到家业务一定是要依托于线下实体店进行发展，而公司多年来深耕的到店业务已经完成在全国 25 个省份 495 个城市内的渠道网络铺设工作。截止 2019 年三季度末，公司共计拥有云超门店 825 家，MINI 店 510 家，合计达到 1335 家门店，并且无论是公司的云超门店还是 MINI 店都大多处于商业圈内与社区之间。在拥有优秀的网点布局的基础上，公司原先将北京鲁谷店内部分面积改造为“中转仓”的模式同样为公司未来将更多门店改造成“店+仓”的模式提供了范本。结合上述两大事实，公司如若在未来将全国范围内的 1335 家门店全部改造成为“店+仓”一体化的形式，那么将直接省去建造前置仓或打造供到家板块开展业务的线下网点的时间与资源，为公司开展到家业务奠定了成功的基础。其次，公司已经拥有了强大的供应链体系，而这无疑也将省去公司为开展到家业务再去重新对接供应链所需的成本与时间。最后，公司的智能化仓储物流体系、苛刻的品控标准以及严格的员工培训机制将为公司开展到家业务的货品品质提供强有力的保障。综合来看，公司在到店体系下搭建起的三大优势几乎可以无缝嫁接至到家体系，而唯一需要公司花费时间与精力去打造的便是高效的即时配送体系。对于即时配送体系，公司拥有多种选择，既可以选择将其外包给充分竞争的物流快递公司或本地生活服务商，还可以选择通过自建配送队伍保障公司到家业务的商品品质与服务质量保持同样的高水准。

截止 2019 年 12 月 22 日，公司自年初开发的自主平台“永辉买菜”于 6 月完成，10 月正式在全国部分省市上线运营，涵盖商品品类与线下门店几无差异。截止 12 月 22 日，包括北京、上海、合肥、杭州、重庆等全国 20 个城市已经实现上线运营，并已实现配送范围内承诺 30 分钟内速达的配送标准，未来公司将逐步将“永辉买菜”APP 推广至全国范围内的所有门店，朝着成为“到店+到家”同步发展的生鲜领域巨头的方向发展。

图 46：公司与行业人效的对比情况（万元/人）



资料来源：永辉买菜APP，中国银河证券研究院整理

图 47：公司员工构成情况



资料来源：永辉买菜APP，中国银河证券研究院整理

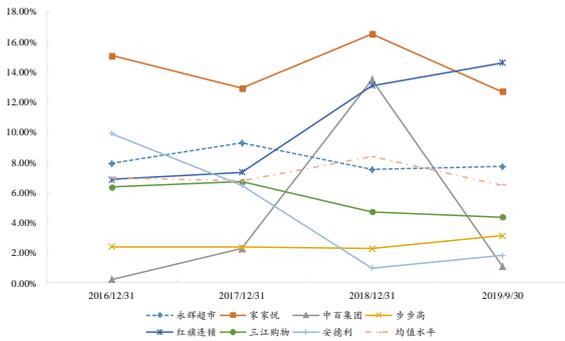
五、公司未来投资价值分析与评级：维持推荐

（一）公司 ROE 分析：加杠杆周期下净利率实现抬升，致使回报率回暖

从净资产收益率角度来看，近年来公司的 ROE 过去三年内除 18 年受云创及云商板块亏损拖累外均大幅领先于行业均值，截止 2019 年前三季度公司的 ROE 为 7.72%，仅次于红旗连锁的 14.61% 以及家家悦的 12.70%，但显著高于行业均值 6.49%。具体拆分来看，公司的净利率自受 18 年新零售拓展带来的亏损拖累显著低于行业均值，但 2019 年前三季度公司净利率为 2.34%，与行业均值 2.79% 之间的差距正逐步缩窄，对公司整体 ROE 回升至均值上方起到了一定的正向影响。并且，在行业平均毛利率受高毛利服务性收入占比高的红旗连锁与募集资金利息收入大幅增加的三江购物净利率大幅抬升而不断上行的背景下，公司依旧能够迅速缩窄与行业均值之间的差距，充分证明公司自身具备十分强劲的盈利能力；至于总资产周转率，公司与家家悦之间难分伯仲分列行业前两位，截止 2019 年前三季度公司总资产周转率为 1.50，略高于家家悦 1.46 的水平，但远高于行业均值 1.10 的水平，基于此总资产周转率对公司的 ROE 回暖同样提供了一定的正向影响；至于权益乘数，公司受前期股权融资频繁的缘故近三年负债率一直低于行业均值水平，导致权益乘数低于行业均值，截止 2019 年前三季度公司以 2.13 倍的权益乘数落后于行业均值的 2.35 倍。尽管对公司 ROE 造成了负面影响，但是公司权益乘数呈现出快速爬升的趋势，预计未来大概率将上升至行业均值以上。通过上述罗列的 ROE 拆分数据来看，公司能够迅速从低于行业均值的 ROE 水平回升至行业均值以上的主要原因是迅速

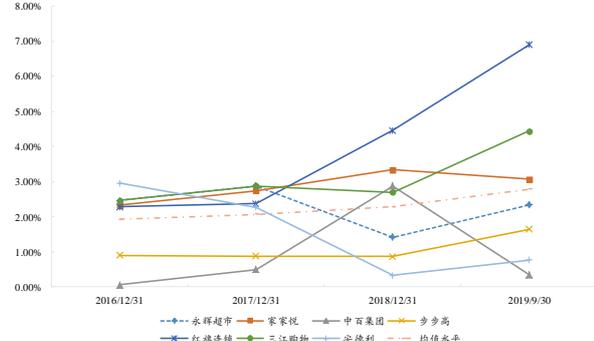
回暖的净利率以及加速上升的权益乘数,即在加大公司负债经营负担的同时还能够保证领先行业均值的净利率水平,再叠加始终保持高效的总资产使用效率,三者共同推动公司整体 ROE 水平回升至行业均值以上。

图 48: 16 年-19 年 Q3 超市企业 ROE (%)



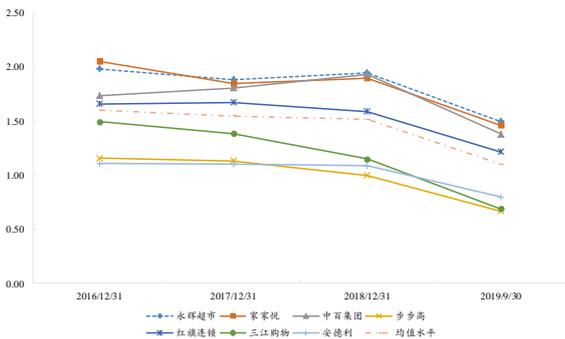
资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 49: 16 年-19 年 Q3 超市企业净利率 (%)



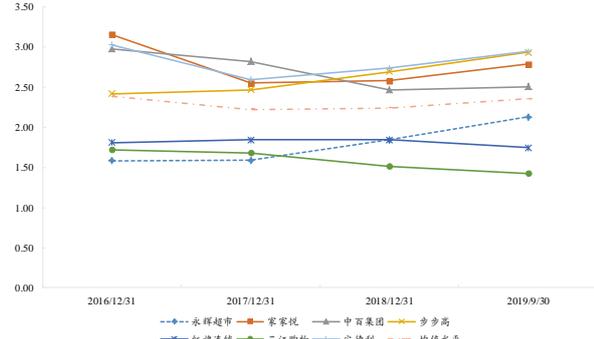
资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 50: 16 年-19 年 Q3 超市企业资产周转率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 51: 16 年-19 年 Q3 超市企业权益乘数



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

(二) 公司估值与盈利预测: 正常基数下业绩稳步增长, 估值严重低估

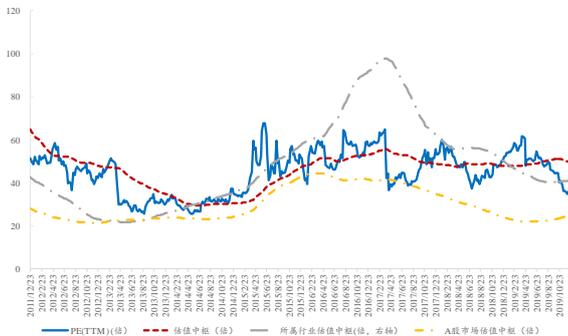
在我国超市行业未来景气度持续抬升,公司的供应链体系持续巩固自身龙头地位以及出色的公司治理能力为公司未来保持良性发展保驾护航这三大优势层层叠加之下,我们看好公司未来业绩兑现能力,并且我们认为公司相较于行业内竞争对手理应享有一定溢价。我们预计 2019-2021 年公司可以实现营收 878.69/1038.92/1237.24 亿元,实现归母公司净利润 22.50/31.23/39.49 亿元,对应 PE 32/23/18 倍,对应 PS0.82/0.70/0.58 倍,维持“推荐评级”。

对于公司营收规模预测,在 2019 年年末 CPI 累计增速达到 3.0% (11 月已达 2.8%) 的情况下,我们估计在公司 2019 年可比同店受价格因素中 CPI 上行带来的正向推动与今年新开门店总数超额完成年初制定的 150 家目标的正向影响下,公司 2019 年营收规模存在超出我们的

预期目标的可能性（2019E 营收：878.69 亿）。

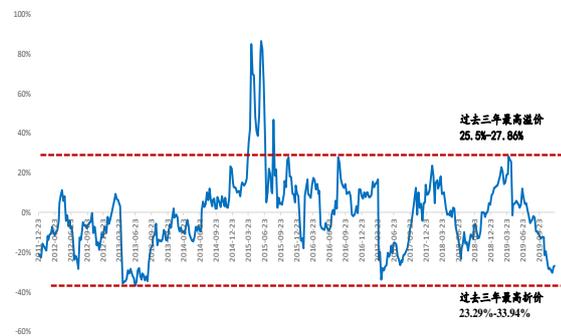
对于公司估值水平的分析与预测。自 2018 年以来，公司的估值中枢整体呈现出较为稳定的状态，自 2016 年 4 月至今一直维持在 PE (TTM) 50 倍左右的水平，近期由于公司股价持续下跌，导致估值中枢略有下降势头，如若未来持续维持在较低估值水平，估值中枢或将下行。并且，公司估值中枢与自身所处行业以及 A 股市场整体估值走势并无明显联动性。截止 2019 年 12 月 20 日，公司的估值水平为 PE (TTM) 36X 左右，显著低于估值中枢。基于对公司近十年来的复盘，我们发现公司滚动估值水平较其中枢的折溢价水平大致在±30%的区间内波动。如若未来该规律继续成立且估值中枢不发生变化，则公司的合理估值区间为 35 倍至 65 倍 PE (TTM)，那么以 12 月 20 日收盘价为基准，公司估值存在较大反弹空间。

图 52：公司 12 年至今估值中枢与估值水平比较（倍）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 53：公司 12 年以来较估值中枢估值折溢价水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

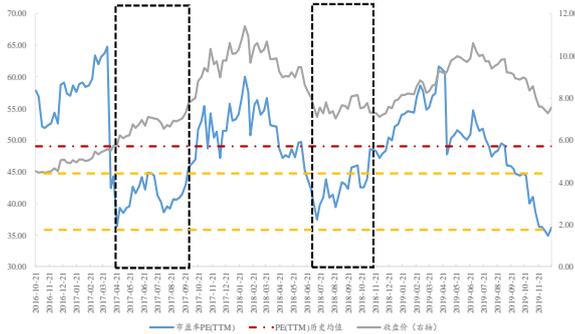
针对于近期的估值回调，我们首先来看公司估值未来的下行空间。基于公司历史估值水平，我们将 PE (TTM) 36X-45X 划分为公司的估值底部区间。按此标准，公司自上市以来共计两次步入估值底部区间：1) 第一次是由于 2017 年一季报公司业绩加速增长导致估值水平迅速下降，随后尽管有所反复但不改回升趋势；2) 第二次主要是由于公司业绩受永辉云创旗下的超级物种亏损拖累出现负增长状况，导致股价下滑引发估值下挫，并且还叠加 A 股市场情绪受贸易战影响持续低迷的负面影响，但在公司于年底确认将云创转为股权投资不再并表以及贸易战出现缓和迹象后逐步回升。截止 12 月 20 日，公司 PE (TTM) 36X，再度触及底部区间下限，而此次下挫的主要原因是：公司今年前三季度并未在去年永辉云创与彩食鲜亏损以及高额股权激励费用造成的低基数基础上实现令人满意的的增长，甚至在剔除全部负面影响后业绩出现同比负增长的状况，导致公司股价自 2019 年半年报公布后持续下挫。尽管前三季度公司业绩兑现并不尽如人意，但公司基本面并未出现持续恶化迹象，因此本轮下跌主要是市场宣泄对公司业绩增长不及预期的负面情绪。基于我们对公司未来三年的业绩预测，我们坚定看好公司明年在今年正常基数下实现较为可观的增长，以 2019 年 12 月 20 日收盘价为基准，我们认为公司目前的估值水平下行风险与空间有限，且大概率存在一定的估值反弹空间。

至于公司目前的估值水平上行空间，根据我们的财务估值模型预测，未来四个季度内公司的估值水平受业绩增速整体趋势向好的正向影响大概率将出现一定程度上的回升。基于我们对公司各季度的股价表现分析，除今年年初以来受去年四季度单季度亏损以及年初以来全市场的估值修复行业导致的公司估值与业绩背驰的状况外，公司业绩贡献与估值贡献呈现出较强

的正相关性，并且业绩贡献大多显著高于估值贡献。假设未来市场不出现较为明显地上涨或下跌趋势，那么我们预计伴随着公司业绩未来四个季度内的加速增长，公司的估值贡献将大概率由截止目前的负贡献转为正贡献。

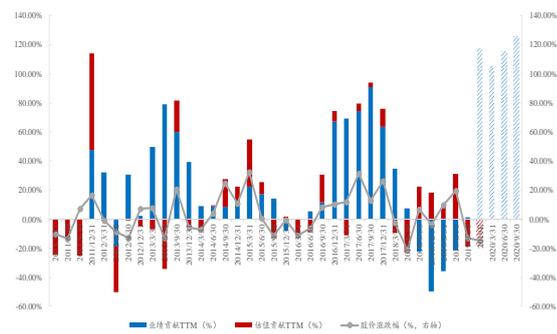
如若未来四个季度内公司能够实现符合我们预期的增长（19E/20E 归母净利：22.50/31.23 亿元），那么以 12 月 20 日为基准，公司最高可获得相较于自身估值中枢超过 30% 的溢价，而这意味着公司大概率将在 2020 年迎来“戴维斯双击”。

图 54：公司上市以来股价复盘与底部区间判定



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 55：公司上市以来季度股价表现分析（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：2019E 的区间涨跌幅、估值贡献均为截止 12 月 20 日数据

表 13：公司盈利预测

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	585.91	705.17	878.69	1038.92	1237.24
增长率	19.01%	20.35%	24.01%	18.23%	19.09%
归属母公司股东净利润	18.17	14.80	22.50	31.23	39.49
增长率	46.28%	-18.52%	52.02%	38.80%	26.47%
EPS（元/股）	0.19	0.15	0.24	0.33	0.41
销售毛利率	20.84%	22.15%	21.69%	22.18%	22.63%
净资产收益率(ROE)	9.09%	7.65%	11.63%	16.14%	20.41%
市盈率(P/E)	53	52	32	23	18
市净率(P/B)	4.83	3.89	2.14	2.08	2.01
市销率(P/S)	1.74	1.11	0.82	0.70	0.58

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及预测，截止 2019 年 12 月 20 日

六、风险提示

CPI 表现不及预期的风险；新开门店不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

插图目录

图 1: 公司 09 年-19E 门店总数及预测 (家, %)	5
图 2: 公司 10 年-19E 净增加门店情况 (家, %)	5
图 3: 基金个数与基金持股占流通股比例 (只, %)	7
图 4: 外资机构个数与基金持股占流通股比例 (个, %)	7
图 5: 公司聚焦核心业务	8
图 6: 2013-2019E 营业收入及同比增速(亿元)	9
图 7: 2013-2019E 归母净利润及同比增速 (亿元)	9
图 8: 10 年-19 年 1H 公司主营业务营收按商品品类拆分 (亿元)	9
图 9: 10 年-19 年 1H 公司主营业务营收占比按商品品类拆分 (%)	9
图 10: 2013-2019Q3 毛利率和净利率变动情况	10
图 11: 2013-2019Q3 期间费用率变动情况	10
图 12: 09 年-19 年至今超市按商品类别分销售额占比 (%)	11
图 13: 09 年-19 年至今生鲜类商品各渠道销售额占比 (%)	11
图 14: 09 年-19 年至今包装食品各渠道销售额占比 (%)	11
图 15: 09 年-19 年至今个人护理商品各渠道销售额占比 (%)	11
图 16: 04 年-19 年至今服装鞋帽各渠道销售额占比 (%)	11
图 17: 09 年-2019 年至今家用电器各渠道销售额占比 (%)	11
图 18: 11-18 年中国生鲜市场交易规模 (万亿元)	12
图 19: 2017 年全国超市渠道各品类年均购买频次 (次/年)	12
图 20: 04 年至今超市市场规模及增速 (万亿元)	13
图 21: 10 年至今重点流通企业销售额与 CPI 同比	13
图 22: 2017-2018 年我国前十大超市市占率水平 (%)	14
图 23: 2017 年生鲜品类商品损耗率对比 (%)	15
图 24: 2011 年-2019 年上半年自有品牌销售额 (亿元, %)	17
图 25: 2012 年与 2019 年上半年自有品牌数量及 SKU (个, 件)	17
图 26: 2018 年自有品牌销售额占比比较 (%)	17
图 27: 公司旗下部分自有品牌	18
图 28: 公司部分物流中心及覆盖半径示意图	20
图 29: 2013 年至 2022E 中国生鲜电商市场规模 (亿元)	24
图 30: 2014 年至 2018 年生鲜电商领域融资情况 (起, 亿元)	24
图 31: 2018 年我国生鲜网购用户购买频次 (次)	26
图 32: 2018 年生鲜网购中购买蔬菜的频次 (次)	26
图 33: 11-18 年同店增速与 CPI 累计同比走势 (%)	27
图 34: 16 年至今 CPI 猪肉与 CPI 食品烟酒走势趋同 (%)	27
图 35: 上市以来永公司云超各大区门店数量 (家)	29
图 36: 15-19 年 Q3 云超新开店门店按城市层级划分 (家)	29
图 37: 14 年-19 年 Q3 行业内各公司存货周转天数 (天)	30
图 38: 14 年-19 年 Q3 行业内各公司总资产周转次数 (次)	30
图 39: 13 年-17 年各大区毛利率变化情况 (%)	31

图 40: 17 年至今公司各大区毛利率变化 (%)	31
图 41: 2019 年前三季度新开门店所属战区 (家)	32
图 42: 截止 19Q3 新开门店 (除百佳永辉) 主力战区占比 (%)	32
图 43: 公司与行业人效的对比情况 (万元/人)	33
图 44: 公司员工构成情况 (%)	33
图 45: 公司房租物业费占营业收入比例放缓 (亿元)	34
图 46: 公司与行业人效的对比情况 (万元/人)	36
图 47: 公司员工构成情况	36
图 48: 16 年-19 年 Q3 超市企业 ROE (%)	37
图 49: 16 年-19 年 Q3 超市企业净利率 (%)	37
图 50: 16 年-19 年 Q3 超市企业资产周转率 (%)	37
图 51: 16 年-19 年 Q3 超市企业权益乘数	37
图 52: 公司 12 年至今估值中枢与估值水平比较 (倍)	38
图 53: 公司 12 年以来较估值中枢估值折溢价水平 (%)	38
图 54: 公司上市以来股价复盘与底部区间判定	39
图 55: 公司上市以来季度股价表现分析 (%)	39

表格目录

表 1: 公司成长周期中的大事件概述	3
表 2: 公司前十大股东情况 (更新自公司 2019 年三季度)	6
表 3: 2011 年起外资、国有、民营超市代表净增加门店数 (家)	14
表 4: 公司股权绑定优质上游供应商	16
表 5: 公司部分生鲜产品采购方式	16
表 6: 公司部分物流中心列示 (截止 2019 年上半年)	18
表 7: 传统超市系之间的比较 (截止 2019 年上半年)	22
表 8: 传统超市与部分新零售业态比较 (截止 2019 年上半年数据)	23
表 9: 2015 年以来部分生鲜电商“离场”统计	24
表 10: B2C 生鲜电商运营模式汇总	25
表 11: 公司 2015-2019 年上半年云超门店分布情况	27
表 12: 公司员工管理体系与激励体系的演变	30
表 13: 公司盈利预测	39

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂， 商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn