

## 永辉超市 (601933.SH)

2019年12月27日

## 生鲜超市龙头稳步扩张,“到店到家”巩固主业护城河

投资评级: 买入(首次)

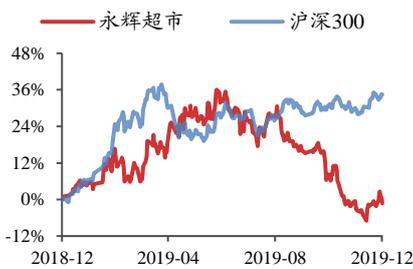
——公司首次覆盖报告

日期	2019/12/27
当前股价(元)	7.62
一年最高最低(元)	10.65/7.09
总市值(亿元)	729.27
流通市值(亿元)	721.48
总股本(亿股)	95.70
流通股本(亿股)	94.68
近3个月换手率(%)	32.03

黄泽鹏(分析师)

huangzepeng@kysec.cn  
证书编号: S0790519110001

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 核心竞争力突出的全国生鲜超市龙头,首次覆盖给予“买入”评级

永辉超市是以生鲜经营为特色的全国性超市行业龙头,门店异地扩张收效显著。我们认为,生鲜品类应对电商冲击防御力强,是未来超市企业竞争的必争要素。公司在生鲜供应链方面已构筑竞争壁垒,未来聚焦云超主业继续加速渠道整合扩张,叠加 mini 店和到家等创新业态卡位社区零售,核心竞争力有望进一步巩固。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 21.51/28.33/36.81 亿元,对应 EPS 为 0.22/0.30/0.38 元,当前股价对应 PE 34/26/20 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

### ● 消费升级下,生鲜市场前景广阔,超市龙头市占率有望借势提升

线上电商快速发展对传统线下零售行业带来较大冲击,但生鲜行业由于其难保存、长流通、高损耗等特点天然构成防御电商渗透壁垒,叠加刚性消费和引流效应,已逐渐成为超市企业竞争的重要布局品类。目前生鲜行业流通渠道仍以传统农贸市场为主,相较而言,超市渠道具备便利、体验、品质保障等多重优势。未来随着区域消费升级和“农改超”推进,龙头超市公司依托供应链优势经营生鲜,有望实现对农贸市场的升级替代,获得超市渠道份额与龙头集中度的双重提升。

### ● 超市龙头生鲜供应链优势显著,布局新业态打造“到店到家一体化”

公司深耕生鲜运营近 20 年,凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化,在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。近年来,公司依托生鲜差异化优势持续推进门店扩张、完成全国布局,规模优势也开始显现。而在传统卖场主业之外,面对社区生鲜等新兴业态竞争挑战,公司顺势推出 mini 业态下沉社区并承载到家业务开展,精准卡位社区零售赛道,将有力防御竞争业态对卖场主业的冲击分流。尽管短期内创新业态对业绩可能有所影响,但长期来看,打造“到店到家一体化”对巩固公司核心竞争力仍具有重要战略意义。

### ● 风险提示: 电商冲击加剧,门店扩张放缓,新业态发展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,591	70,517	87,095	105,267	125,286
YOY(%)	19.0	20.4	23.5	20.9	19.0
净利润(百万元)	1,817	1,480	2,151	2,833	3,681
YOY(%)	46.3	-18.5	45.3	31.7	29.9
毛利率(%)	20.8	22.1	22.1	22.2	22.5
净利率(%)	3.1	2.1	2.5	2.7	2.9
ROE(%)	8.3	5.1	10.1	12.4	14.6
EPS(摊薄/元)	0.19	0.15	0.22	0.30	0.38
P/E(倍)	40.1	49.3	33.9	25.7	19.8
P/B(倍)	3.6	3.8	3.6	3.3	3.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 特色生鲜超市龙头，全国性扩张推动持续高增长 .....	4
2、 生鲜为超市必争之地，龙头公司有望借势提升 .....	5
2.1、 消费升级驱动超市行业发展，龙头公司市场份额有望提升 .....	5
2.2、 生鲜消费前景广阔，超市渠道渗透率持续提升 .....	7
2.3、 供应链是制约超市生鲜业务发展的主要挑战 .....	8
3、 永辉超市：深耕生鲜供应链，布局新业态巩固核心竞争力 .....	9
3.1、 生鲜品类多年经营经验，供应链优势显著 .....	9
3.2、 门店扩张完成全国布局，合伙人制度保障经营效率 .....	11
3.3、 布局永辉 mini 和到家业务应对社区生鲜竞争，长远意义是保护大卖场主业 .....	12
4、 盈利预测与估值 .....	16
4.1、 关键假设 .....	16
4.2、 盈利预测与估值 .....	16
5、 风险提示 .....	17
附： 财务预测摘要 .....	18

## 图表目录

图 1： 永辉超市在生鲜经营方面具备较高品牌知名度 .....	4
图 2： 永辉业务覆盖云超等四大板块 .....	4
图 3： 公司近五年营业收入 CAGR 达到 18% .....	4
图 4： 公司近五年归母净利润 CAGR 达到 15% .....	4
图 5： 公司毛利率持续提升，净利率明显恢复 .....	5
图 6： 2019 年公司费用控制有一定改善 .....	5
图 7： 我国连锁零售行业存量市场规模近 9000 亿元 .....	6
图 8： 国内超市行业集中度低，永辉市场份额位居第四 .....	6
图 9： 国内东、南部发达区域，连锁零售业集中度更高 .....	6
图 10： 超市在便利性、商品和服务质量上具有优势 .....	6
图 11： 生鲜包括蔬菜、水果等六个品类 .....	7
图 12： 2018 年生鲜市场规模近 5 万亿 .....	7
图 13： 2010 年以来必需消费品线上渗透率提升趋势，生鲜品类最不明显 .....	7
图 14： 生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升 .....	8
图 15： 大型超市相对菜市场具有众多优势 .....	8
图 16： 传统蔬菜流通渠道中间环节多、损耗高，导致终端加价倍率高 .....	9
图 17： 食品用品及生鲜品类构成公司收入主要来源 .....	10
图 18： A 股超市公司中永辉生鲜收入占比最高 .....	10
图 19： 公司深度参与上游农户生产 .....	10
图 20： 公司采用“全国统采+区域直采”结合的模式 .....	10
图 21： 冷链物流体系有助于降低生鲜运输、仓储中的损耗 .....	11
图 22： 公司门店数量持续稳健增长 .....	11
图 23： 公司已逐步实现全国性布局 .....	11
图 24： 永辉将云超业务在全国划分为十大战区 .....	12
图 25： 云超业务各大新战区保持较高效率 .....	12

图 26: 社区 mini 店的布局使得公司更加便捷地服务消费者 .....	13
图 27: 社区生鲜店包括生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店等四种主流业态 .....	13
图 28: 社区生鲜品牌多借助第三方平台上线到家业务 .....	14
图 29: 常见第三方平台工具包括京东到家、美团等 .....	14
图 30: mini 店平均面积在 400m <sup>2</sup> —500m <sup>2</sup> .....	15
图 31: 生鲜品类在 mini 店中占比超过 60% .....	15
图 32: 公司上线“永辉买菜 APP”配合 mini 店展开 30 分钟内送达的到家业务 .....	15
表 1: 超市行业上市公司估值情况: 永辉超市作为行业龙头应享受一定估值溢价 .....	16

## 1、特色生鲜超市龙头，全国性扩张推动持续高增长

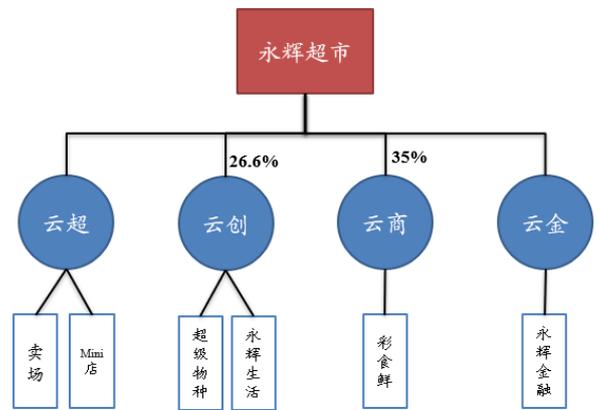
依托生鲜特色实现快速扩张的全国性超市龙头，云超等几大业务板块各具特色。永辉超市（601933.SH）2001年起家于福建，最初由农贸市场转型而来，是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的企业之一。公司2010年登陆上交所，近年来通过持续门店扩张（现已开设门店882家），逐步形成全国性优势布局。公司业务涵盖云超、云创、云商和云金四大板块：云超包括永辉卖场、永辉mini店等线下门店；云创包括两种创新业态超级物种和永辉生活；云商板块主要为负责2B供应链服务的彩食鲜；云金则主要为永辉金融业务。2018年底公司重新聚焦主业云超业务，将近年来持续亏损的云创和云商业务持股比例分别降至26.6%、35%，二者自2019年起不再纳入上市公司合并报表。

图1：永辉超市在生鲜经营方面具备较高品牌知名度



资料来源：永辉超市门店、开源证券研究所

图2：永辉业务覆盖云超等四大板块



资料来源：公司公告、开源证券研究所

上市以来，公司收入利润保持快速增长。凭借快速的门店扩张，公司逐渐完成全国性布局，同时叠加运营管理方面的不断改善和永辉品牌知名度的持续提升，收入、业绩保持稳健增长。2018年公司实现营业收入705亿元，实现归母净利润14.8亿元，近五年营业收入/净利润CAGR分别达到18%/15%。2019年前三季度，公司实现营业收入635亿元，同比增长20.6%，实现归母净利润15.4亿元，同比增长51.1%，其中，股权激励费用减少和亏损云创业务出表是业绩端高增长的重要原因。

图3：公司近五年营业收入CAGR达到18%



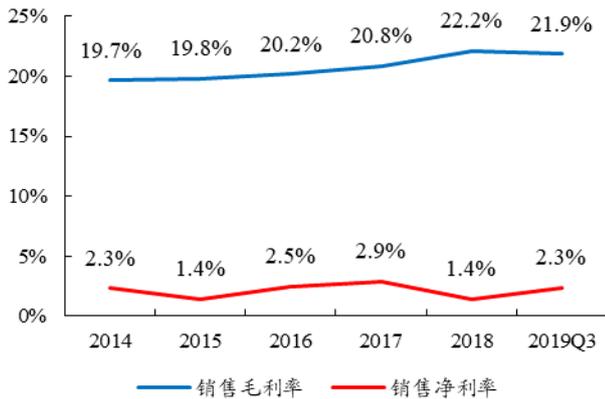
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司近五年归母净利润CAGR达到15%

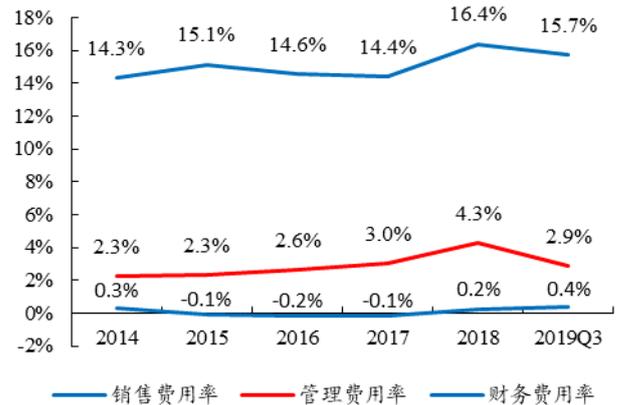


数据来源：公司公告、开源证券研究所

规模效应显现，公司毛利率持续提升，2019年以来费用率也得到一定改善。随着公司经营规模增大、规模优势不断显现，近五年来公司毛利率持续提升，至2018年年报已达到22.2%，2019年前三季度为21.9%。费用方面，2018年因激励费用较多、拓展新业务及组织架构调整等原因，公司销售、管理费用率出现了一定幅度上升，但未来随着激励费用减少及管理精细化程度提升，公司费用控制也将逐步改善，2019年前三季度公司期间费用率已开始降低，净利率也回升至2.3%。

**图5：公司毛利率持续提升，净利率明显恢复**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2019年公司费用控制有一定改善**


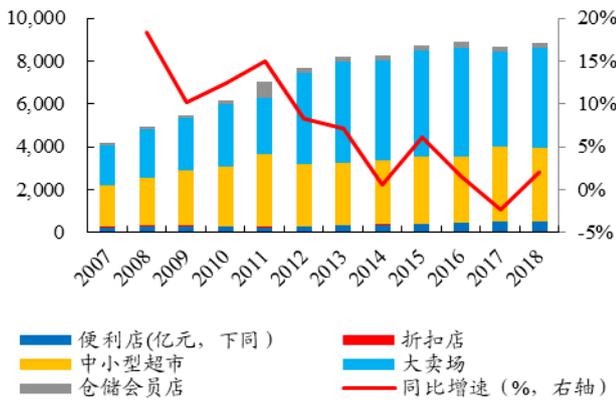
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、生鲜为超市必争之地，龙头公司有望借势提升

### 2.1、消费升级驱动超市行业发展，龙头公司市场份额有望提升

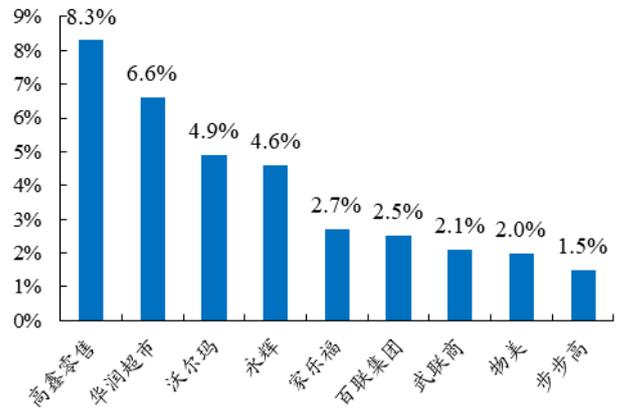
国内线下超市行业空间巨大，行业集中度仍然较低。近年来，受到电商冲击影响，我国线下超市行业增速有所放缓，但存量市场规模依然巨大：根据国家统计局数据，2018年我国连锁零售企业中，便利店、折扣店、中小型超市、大卖场和仓储会员店合计规模近9000亿元；若再考虑非连锁零售业规模，我国线下日常消费品零售将达到4.5万亿元（Euromonitor2018年统计数据）。尽管行业规模巨大，但相比于欧美成熟市场而言，我国零售市场集中度仍然较低：根据前瞻产业研究院统计，2018年美国超市行业CR3（Concentration Ratio N，指行业内最大N个公司的合计市场份额，下同）为79%，日本便利店行业CR3为76%，而当前国内线下零售业CR3/CR5/CR10仅分别为19.8%/27.1%/36.5%，相较欧美存在较大的提升空间。具体来看，根据凯度数据，2018年国内连锁超市市场份额前三名为高鑫零售、华润超市、沃尔玛，对应市场份额分别为8.3%/6.6%/4.9%，永辉以4.6%位居第四。

图7：我国连锁零售行业存量市场规模近 9000 亿元



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：国内超市行业集中度低，永辉市场份额位居第四

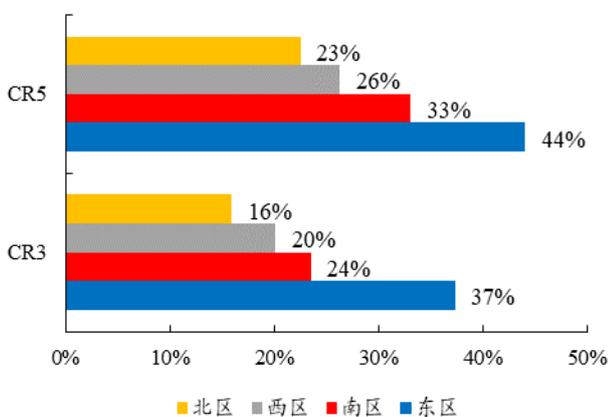


数据来源：凯度、开源证券研究所

国内线下连锁零售市场集中度与区域经济发展程度紧密相关。由于经济和社会水平差异原因，国内不同区域市场的线下零售行业集中度也存在显著差异。根据凯度咨询统计（2019年12月），东部地区 CR3/CR5 为 37.3%/44%，南部地区 CR3/CR5 为 23.5%/33%，西部地区 CR3/CR5 为 20.1%/26.3%，北部地区 CR3/CR5 为 15.9%/22.5%。可以看出，东部、南部地区的线下零售行业集中度要明显高于西部和北部地区；而二者在经济发展层面的显著差别在于国内东南地区多为沿海省市、居民经济收入水平较高。因而从结果上可以看出，线下零售行业集中度与经济发展程度呈正相关关系。

区域经济发展、消费升级，有助于大型连锁超市零售市场份额的进一步提升。从原因上看，随着收入水平提升，消费者对于购物便利性、商品质量、服务质量会更加重视，相比于菜市场、夫妻店、个人摊贩等零散初级业态，现代化程度更高的连锁超市竞争优势将全方位凸显。同时，大型连锁超市得益于强大规模优势和更高的运营管理效率在成本端也将逐步确立优势，有望在行业整合过程中实现更快的扩张或者对中小规模门店进行收购，从而提升自身的市场份额。未来，随着西部、北部地区城镇化进程的进一步持续深入和龙头公司的全国性扩张，国内零售市场的集中度有望提升至更高水平。

图9：国内东、南部发达区域，连锁零售业集中度更高



数据来源：凯度、开源证券研究所

图10：超市在便利性、商品和服务质量上具有优势



资料来源：新浪、开源证券研究所

## 2.2、生鲜消费前景广阔，超市渠道渗透率持续提升

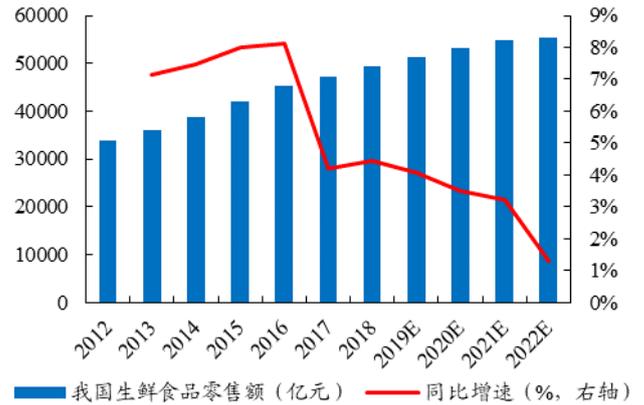
国内生鲜市场规模巨大且仍然保持增长。生鲜指未经过深加工或现场加工成熟食的品类，一般需要保鲜、冷藏或者冷冻保存，包括水果、蔬菜、肉禽蛋、水产品、蛋糕及熟食凉菜六大品类。生鲜在日常生活中的不可或缺性叠加中国庞大的人口基数，造就了国内巨大的生鲜市场规模。根据欧睿统计，2018年国内生鲜食品零售额为4.93万亿元，过去五年CAGR为6.5%，未来国内生鲜市场增速将趋于平稳，但在巨大存量市场下，仍有较多结构性增长的机会。

图11：生鲜包括蔬菜、水果等六个品类



资料来源：第一财经商业、开源证券研究所

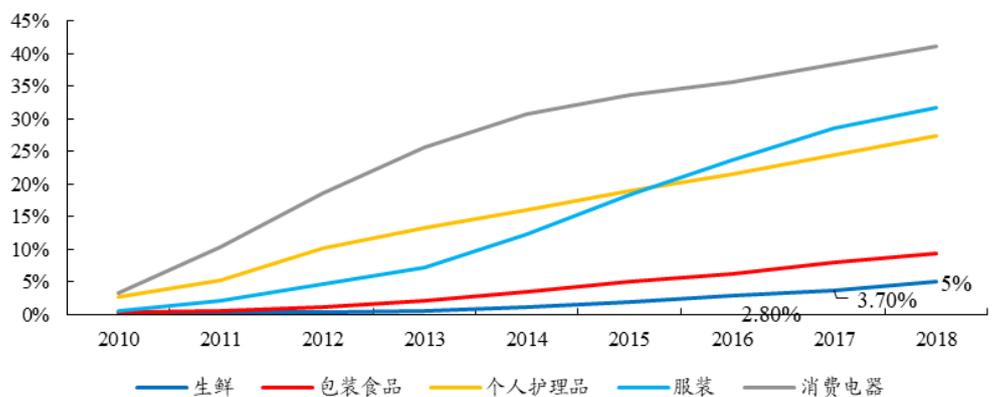
图12：2018年生鲜市场规模近5万亿



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

生鲜品类受电商冲击最小，成为线下超市抵御线上渗透、获客引流的重要武器。近年来，线上电商的快速发展对传统零售业造成了较大冲击，但生鲜品类不易保存、物流成本高、损耗高等特点天然形成了电商渗透的障碍，因此也就成为了受电商冲击较小的品类之一。根据欧睿统计，生鲜品类的线上渗透率近10年来仅从0.3%提升至5%，而同期其他生活必须品类线上渗透率增长均明显高于生鲜，如消费电子、服装等线上渗透率已超过30%。同时与其他品类相比，生鲜品类的另一大特点是复购率较高，根据波士顿咨询数据，60%的消费者在购买生鲜产品会交叉购买其他品类，因此，生鲜也逐渐成为了线下零售商引流的重要品类。目前，线下超市加大生鲜品类布局从而稳住其他高毛利率产品销售，已成为明显的经营趋势。

图13：2010年以来必需消费品线上渗透率提升趋势，生鲜品类最不明显

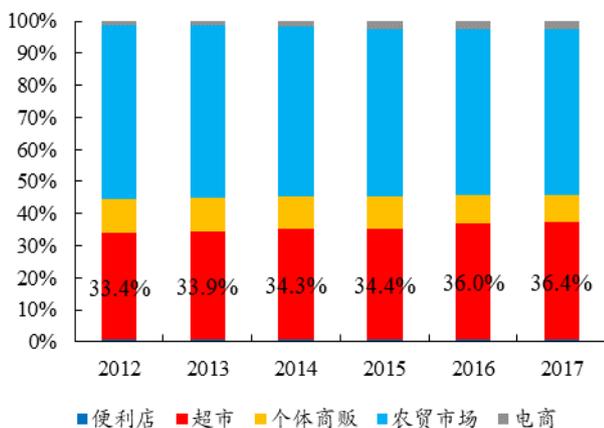


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

生鲜消费渠道方面，大型超市占比在持续提升。生鲜消费渠道主要包括农贸市场、超市、便利店、生鲜电商和个体商贩等。目前农贸市场仍然是生鲜消费的最主要渠道，市场份额超过一半，但近年来已有逐渐下滑。取而代之的是超市板块，根据欧睿统计，2017年超市渠道渗透率已提升至36.4%，市场份额位居第二。

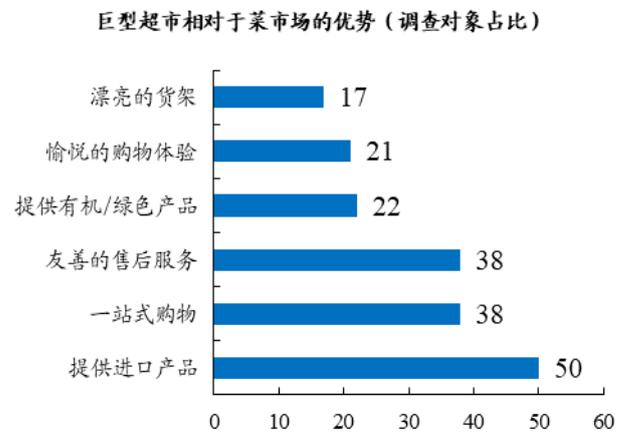
生鲜消费中，超市渠道具有便利、购物体验好和提供高品质产品供应的优势。根据麦肯锡2019年的线下采访，偏好超市的生鲜消费者主要基于以下考虑：1) 便利性，超市中除了生鲜产品还可以购买其他品类；对于生活在城区的消费者，大卖场和社区超市相比于菜市场网点数量更多，距离也更近；同时部分超市提供送货到家服务。2) 购物体验：相比于菜市场，超市环境更加干净整洁，售后服务也更完善，由此带给消费者更好的购物体验；3) 高品质产品：在消费升级的大环境下，进口产品、有机产品和绿色产品逐渐占领消费者的心智，而超市在此类产品供应上具有优势。

图14：生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图15：大型超市相对菜市场具有众多优势



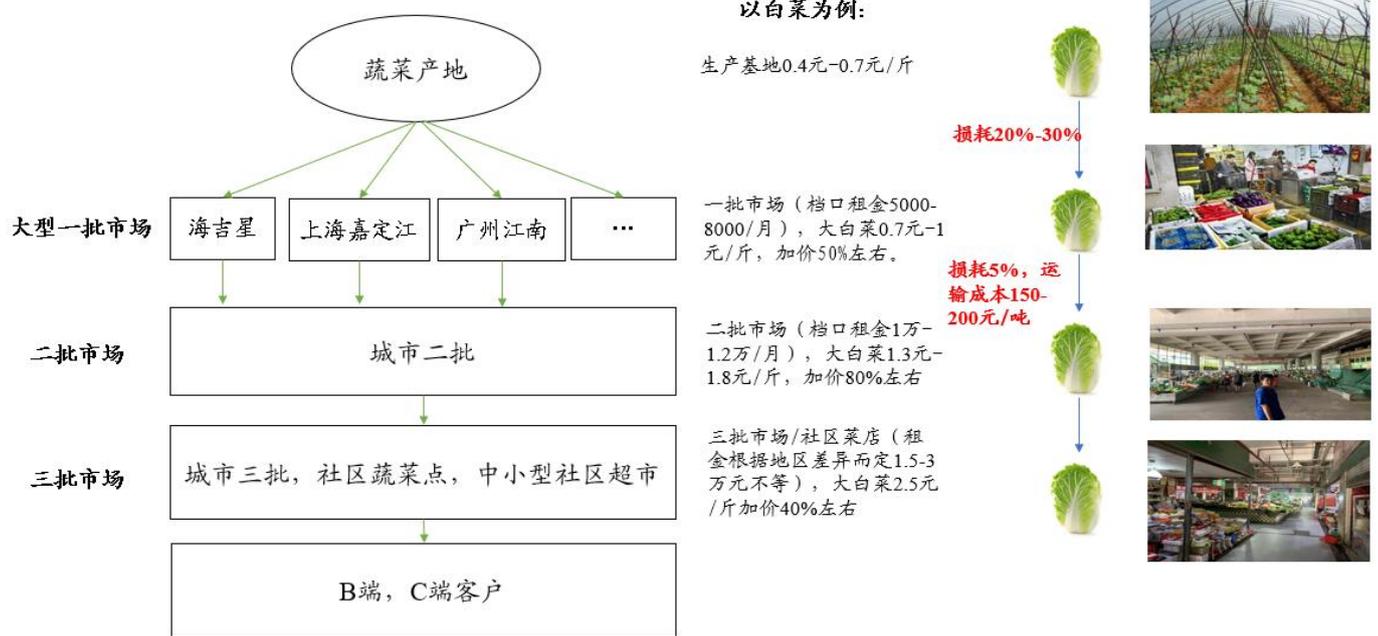
数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

### 2.3、供应链是制约超市生鲜业务发展的主要挑战

生鲜行业流通环节多、损耗高，导致终端加价倍率高。生鲜产品从产地到最终消费地的流通过程中存在较多的中间环节，以蔬菜为例，一般要经过大型一批市场、二批市场和三批市场才能面向最终的消费者。由于生鲜产品不易保存，在长距离的多级运输过程中损耗严重（目前行业平均损耗率在30%左右）。高损耗以及多层加价，将导致生鲜终端价格远高于成本。以白菜为例，产地的成本在0.4元-0.7元/斤，由于该环节冷链及冷库的缺失导致损耗在20%-30%左右，一批价格在0.7元-1元/斤左右，较产地成本增加50%左右；一批向二批流通过程中损耗在5%左右，二批价格较一批价格加价80%左右；三批市场/社区菜店在二批价格上继续加价40%左右。面向消费者的价格在2.5元/斤，相比生产基地价格加价倍率在4-6倍。

图16: 传统蔬菜流通渠道中间环节多、损耗高，导致终端加价倍率高

传统蔬菜流通模式



数据来源：深圳南山等市场档口、开源证券研究所

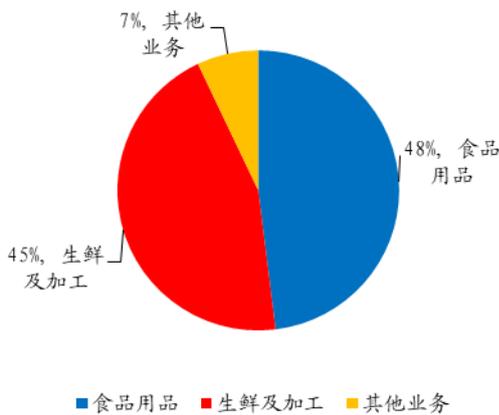
针对生鲜行业多环节、高损耗痛点，强大供应链将成为连锁超市的生鲜经营关键。终端渠道竞争方面，超市相比农贸市场具备多重优势，但之所以一直未能完全取代农贸市场，最主要原因就是在于超市销售价格较高。而生鲜传统流通渠道中间环节多层加价、运输环节损耗高是终端环节加价倍率高最重要的原因。为解决这一问题，通过布局完善的冷链及仓储系统，继而通过直采降低采购成本，也就成为了大型连锁超市增厚利润的有效方式。因此在未来连锁超市行业竞争中，具有供应链优势的公司将掌握更大的竞争优势。

### 3、永辉超市：深耕生鲜供应链，布局新业态巩固核心竞争力

#### 3.1、生鲜品类多年经营经验，供应链优势显著

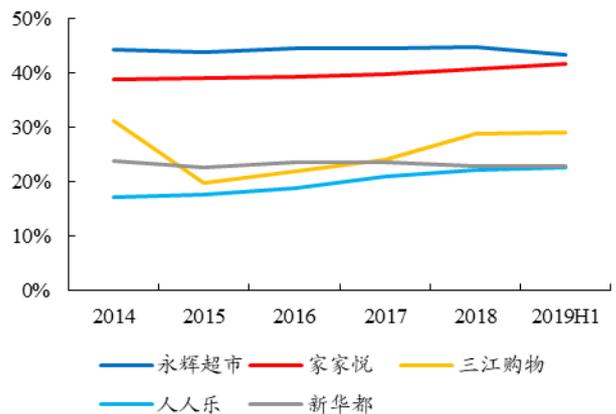
永辉超市是国内超市行业龙头，深耕生鲜品类经营近 20 年。公司 2001 年成立于福建，最早从传统农贸市场转型而来，在长期发展历程中，生鲜品类是公司实现差异化竞争优势的关键。自上市以来，生鲜品类在公司营业收入中占比常年维持在 40% 以上，在 A 股上市公司中生鲜收入比例最高。为了巩固生鲜业务发展，公司建设了完善的冷链仓储物流体系，与上游农户在生鲜供应上实现了深度绑定，并基于此发展了“全国统采+区域直采”的采购模式，最终逐步构筑形成了生鲜供应链上的强大竞争优势。

图17: 食品用品及生鲜品类构成公司收入主要来源



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

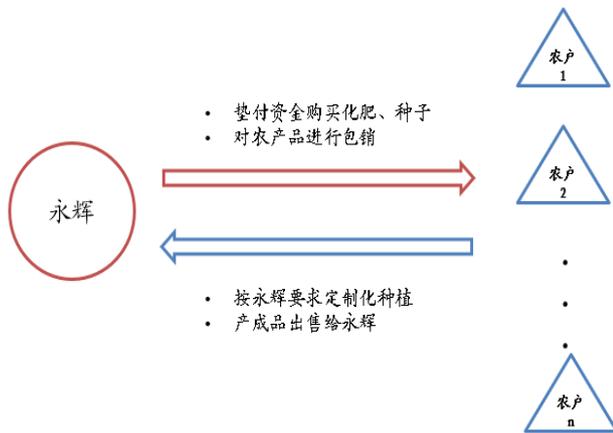
图18: A股超市公司中永辉生鲜收入占比最高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

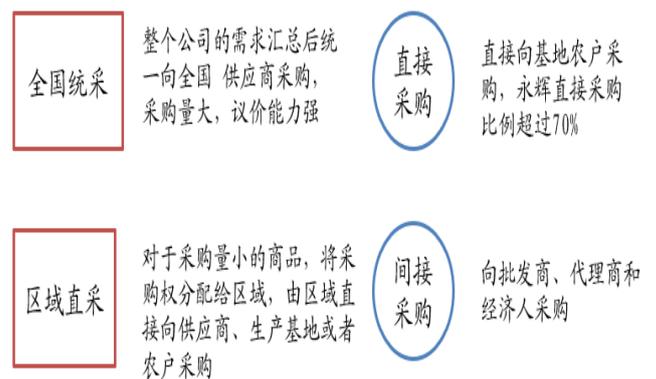
**深度绑定上游农户，通过“全国统采+区域直采”模式，有效降低采购成本、保持新鲜度。**在长期的生鲜运营过程中，公司建立起了强大的生鲜供应链体系，具体来看包括以下战略：1) 深度参与绑定上游农户：随着公司经营规模增大，供应端的稳定愈发重要。公司通过建立农业种植合作基地的方式，实行包销到户，以确定的成本锁定生鲜产品供应，同时保障了农户的产出销路，实现双赢。另外，由于公司订单规模较大，也可以实现农田的定制化生产。2) 建立了完善的全国性生鲜统采和区域直采体系：目前在生鲜品类中，公司的全国统采和区域直采比例达到 70%。按照直接采购和间接采购划分，公司在生鲜中直接采购的比例超过 70%，是区别于国内同行业公司核心竞争力所在。直采最大程度地减少了“产地—门店—消费者”的中间环节，降低了物流、仓储和损耗成本，在保持生鲜新鲜度的同时也实现了价格优势。

图19: 公司深度参与上游农户生产



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 公司采用“全国统采+区域直采”结合的模式

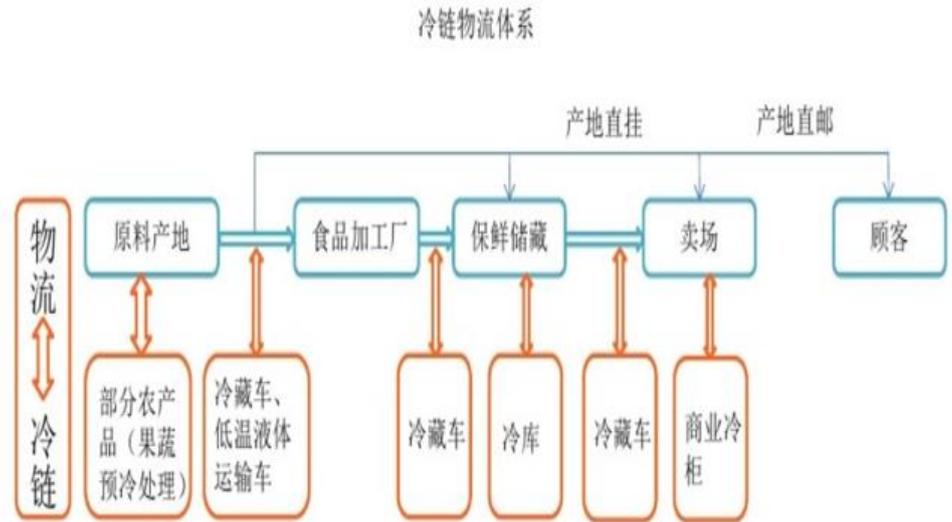


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**完善的冷链及仓储系统是公司“全国统采+区域直采”模式的重要基础。**公司通过绑定上游农户及加大直采比例分别从源头和流通环节降低了生鲜成本，但是这两点还需要公司拥有完善的冷链及全国性布局的仓储系统来保障，实现生鲜运输环节的低损耗，使得直接采购模式成为可行。目前，公司物流中心已覆盖全国 18 个省市，总运作面积约 4 万平方米、员工人数约 2300 多人；物流中心依据温度带进行区分，其中常温配送中心（含中转仓）17 个，定温配送中心（主要为蔬果、冷冻、冷藏商品等）9 个；2019 上半年实现配送作业额 230 亿。公司在生鲜经营中的损耗能控制在

5%左右水平，远远低于行业平均损耗率。

图21: 冷链物流体系有助于降低生鲜运输、仓储中的损耗



资料来源：中商产业研究院

### 3.2、门店扩张完成全国布局，合伙人制度保障经营效率

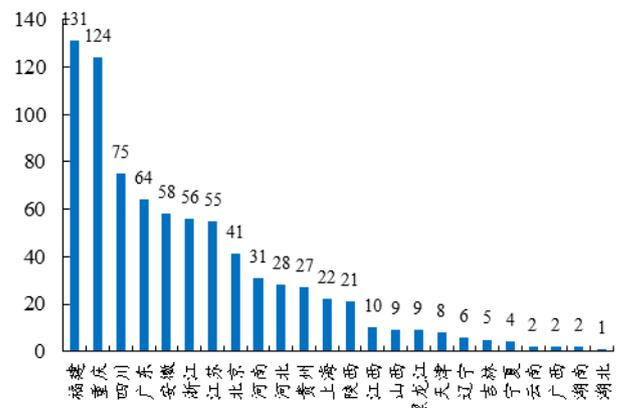
公司门店多年来持续稳健扩张，已逐步完成全国性布局。超市行业薄利多销，产品定价上的操作空间相对有限，因此对超市企业而言，优化改善点就主要在采购成本、销售费用和管理费用三块。就这三者而言，规模优势影响显著，因此如何高效率地扩张，是超市企业发展中的关键问题。永辉超市最初从福建起家，逐步扩张辐射整个华南区域；而后成功在重庆发展壮大并以此辐射华西区域；近年又相继进入北京、安徽市场，辐射华北和华东区域，门店扩张经验丰富、收效显著。目前，公司已实现全国性布局，截至2019年12月25日，公司已开业门店882家，筹建中门店173家，近10年来门店数量保持快速增长。

图22: 公司门店数量持续稳健增长



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图23: 公司已逐步实现全国性布局



数据来源：公司官网、开源证券研究所

公司在管理方面锐意改革，划分云超十大战区，下放经营权利，释放组织活力。2018年11月，在将原第一、二集群合并统归云超之后，公司将超市主业在地域上进一步细分为十大战区。各战区内以“创业型公司”概念管理，总部向服务型平台转型，组

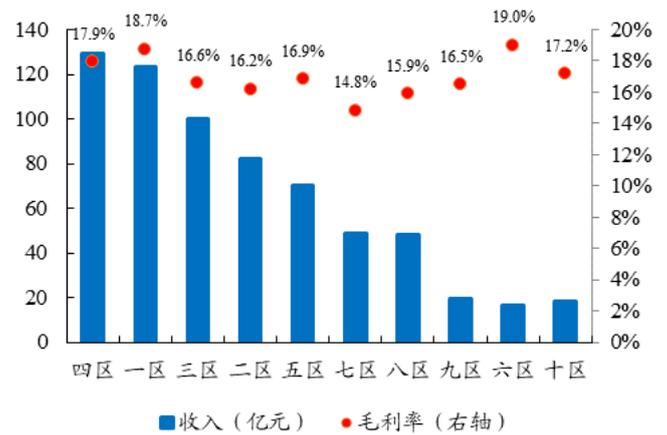
建大供应链事业部、大科技事业部等职能部门，减少区域内重复投入，提高规模优势。从云超业务十大战区来看，一区（福建）是公司的大本营，后来陆续进入的四区（重庆、湖南、湖北）、三区（江浙沪）、二区（黑吉辽、京津）也都实现了快速发展，目前前五个区的收入体量都在相似级别，毛利率也都保持在16%以上，从结果上看，公司云超的跨区域复制保持了较高的效率。而对于新进入区域，未来收入和毛利率的优化提升，也有望贡献出更多的业绩增量。

图24：永辉将云超业务在全国划分为十大战区



资料来源：公司官网

图25：云超业务各大新战区保持较高效率



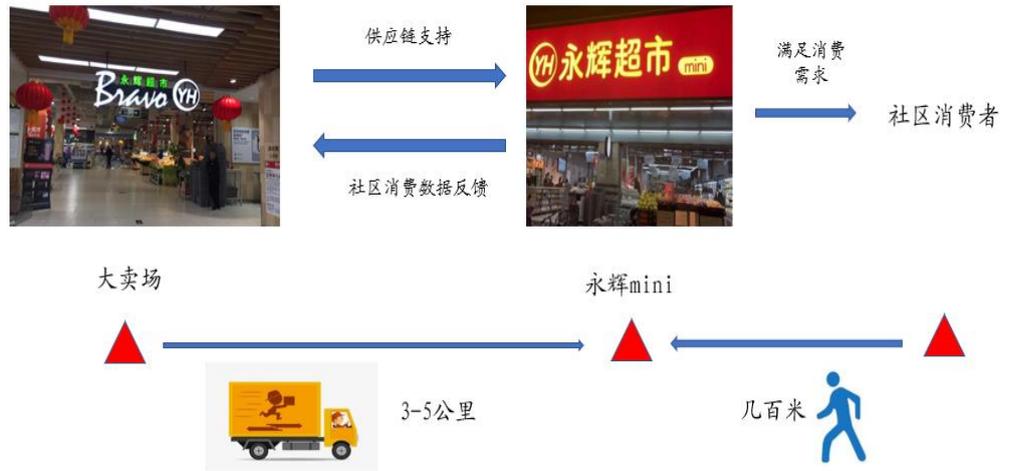
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**合伙人制度调动员工积极性，保障门店扩张效率。**针对区域的差异性，公司通过推行合伙人制度提升其扩张的效率。公司合伙人制度的核心是：总部与经营单位根据历史数据和销售预测制定一个业绩标准，如果实际经营业绩超过了设立的标准，增量部分的利润将按照比例在总部与合伙人之间进行分配。对生鲜经营而言，其核心在于两点，一是通过强势供应链保障的产品新鲜度、品类丰富度和低采购成本，第二就是门店的经营管理能力，其中主要涉及到对门店员工的管理。公司通过合伙人制度调动员工的积极性，保持了门店扩张过程中经营效率的维持。

### 3.3、布局永辉 mini 和到家业务应对社区生鲜竞争，长远意义是保护大卖场主业

**社区生鲜风起云涌，mini 店和到家业务是公司超市主业的重要护城河。**近年来，各类社区生鲜品牌在资本加持下快速涌现，商业模式丰富多样。相较超市而言，社区业态与消费者距离更近，搭配到家业务也能满足日常消费的便捷需求，因此对永辉的传统大卖场业务构成了不可忽视的分流威胁。公司审时度势，推出了定位于社区的 mini 业态和到家业务，并由大卖场提供仓储供应链。尽管短期内对公司利润可能有所侵蚀，但长期来看，对保护公司核心大卖场业务具有重要的战略意义。

图26: 社区 mini 店的布局使得公司更加便捷地服务消费者



资料来源: 永辉超市、mini 店等门店、开源证券研究所

外部竞争激烈, 社区生鲜等各类新业态涌现, 前置仓创新模式发展迅速。近年来, 各社区生鲜品牌在资本加持下快速发展, 经营模式丰富多样。根据经营连锁协会 2018 年发布的《社区生鲜报告》数据, 2015-2018 年间平均每年有超过 10 个社区生鲜品牌成立, 经营业态涵盖生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店模式、便利店+生鲜模式和加盟模式社区菜店等四种模式。四者虽都已线下门店经营为主, 但在门店面积、商品结构及 SKU 数量上亦有所差别。除此之外, 叮咚买菜、每日优鲜等生鲜品牌进一步发展创新了前置仓模式, 即以仓为店, 将仓库建立在社区周边三公里的范围内, 商品由骑手从仓库配送至消费者指定地点。与传统电商相比, 前置仓模式由于距离消费者更近, 具备了更快的响应速度和更高的配送效率。

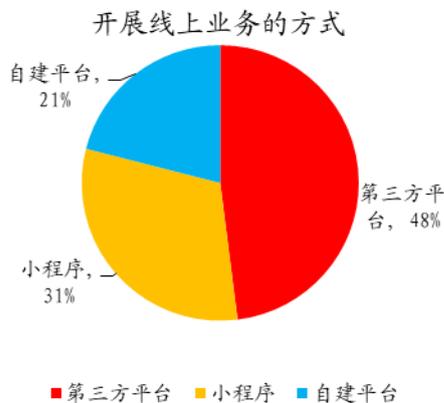
图27: 社区生鲜店包括生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店等四种主流业态

<p><b>生鲜加强型社区超市</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经营面积: 数百平方米到上千平方米</li> <li>商品结构: 生鲜、包装食品、饮料、日用杂货等品类</li> <li>SKU数目: 从数千到上万不等</li> </ul>	
<p><b>生鲜折扣店模式</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经营面积: 300平方米左右</li> <li>商品结构: 以基本款生鲜品类为主打</li> <li>SKU数目: 1600种左右</li> </ul>	
<p><b>便利店+生鲜模式</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经营面积: 100-300平方米之间</li> <li>商品结构: 包装好的净菜和精品水果为主</li> <li>SKU数目: 2000-4000种</li> </ul>	
<p><b>加盟模式社区菜店</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经营面积: 数十平米到上百平方米</li> <li>商品结构: 集中在蔬菜、肉、烧腊、豆制品等几个大类</li> <li>SKU数目: 500种左右</li> </ul>	

资料来源: 经营连锁协会、开源证券研究所

社区生鲜品牌也通过第三方平台等多种渠道提供到家服务，满足便捷消费需求。根据经营连锁协会 2018 年的调查，57% 的社区生鲜品牌开通了到家业务。消费者可以通过 APP 在线下单，生鲜经过商家打包后由骑手配送目的地，配送时间可以选择即刻配送或定时配送，即刻配送一般在 30 分钟至 1 小时内送达，为线上购买者提供了便捷的生鲜消费体验。目前，社区生鲜品牌提供到家服务的渠道主要包括第三方平台、小程序或自建平台等，其中近半数为第三方平台，如京东到家、美团、饿了么等。以百果园为例，2018 年百果园有 1800 多家门店上线京东到家平台，约占总门店 50%。接入京东到家平台后，百果园共享了京东到家的 7000 多万注册用户、3000 多万户活跃用户，还有京东 App 上 4.5 亿活跃用户首页入口带来的充沛流量，从而带动线上销量的高速增长。

图28: 社区生鲜品牌多借助第三方平台上线到家业务



数据来源：经营连锁协会、开源证券研究所

图29: 常见第三方平台工具包括京东到家、美团等



资料来源：京东等公司官网、开源证券研究所

头部社区生鲜品牌发展已初具规模，对传统大卖场构成分流威胁。社区生鲜品牌在资本助力下，通过持续补贴逐渐培养了消费者在社区门店购买生鲜的习惯，获得了较快的发展，部分头部品牌已形成可观规模。叮咚买菜 2017 年 5 月上线，以“移动端下单+前置仓配货+ 29 分钟内即时配送到家”的模式提供生鲜菜品服务，截至 2019 年 8 月已在上海、杭州、苏州、宁波等城市建设 447 个前置仓，日订单量超过 40 万单、客单价超过 60 元。钱大妈拥有实体门店超过 1600 家（截至 2019 年 7 月），全年销售额预计可达 70 亿元，完成 D 轮融资后估值将近 100 亿元。社区生鲜品牌凭借地理位置优势和到家服务，为消费者提供了更便捷的购物体验，发展规模迅速壮大后，已经对传统大卖场的生鲜业务构成了不可忽视的分流威胁。

面对社区生鲜竞争，永辉以 mini 业态作为应对，深入社区解决最后一公里日常消费需求。公司 2018 年底开始布局 mini 店业态，截至 2019Q3 已经开业 510 家，其中 Q1/Q2/Q3 分别新开 93/305/112 家，初期主要在重庆、四川和福建等省市。不同于永辉生活业态定位于城市年轻白领用户，mini 定位为社区超市，以家庭为目标群体，主打生鲜和日常生活用品，SKU 约为 4000，其中生鲜占比超过 60%。相比于永辉生活，mini 店的面积更大，平均在 400-500m<sup>2</sup>。区域布局方面，mini 店采用的是围绕公司大卖场来布局，一家大店对应 2-4 家 mini 店，mini 店更加深入社区，依托大卖场的仓储和供应链体系，主要解决最后一公里的生活必需品需求。

图30: mini店平均面积在400m<sup>2</sup>—500m<sup>2</sup>



资料来源: 永辉 mini 门店、开源证券研究所

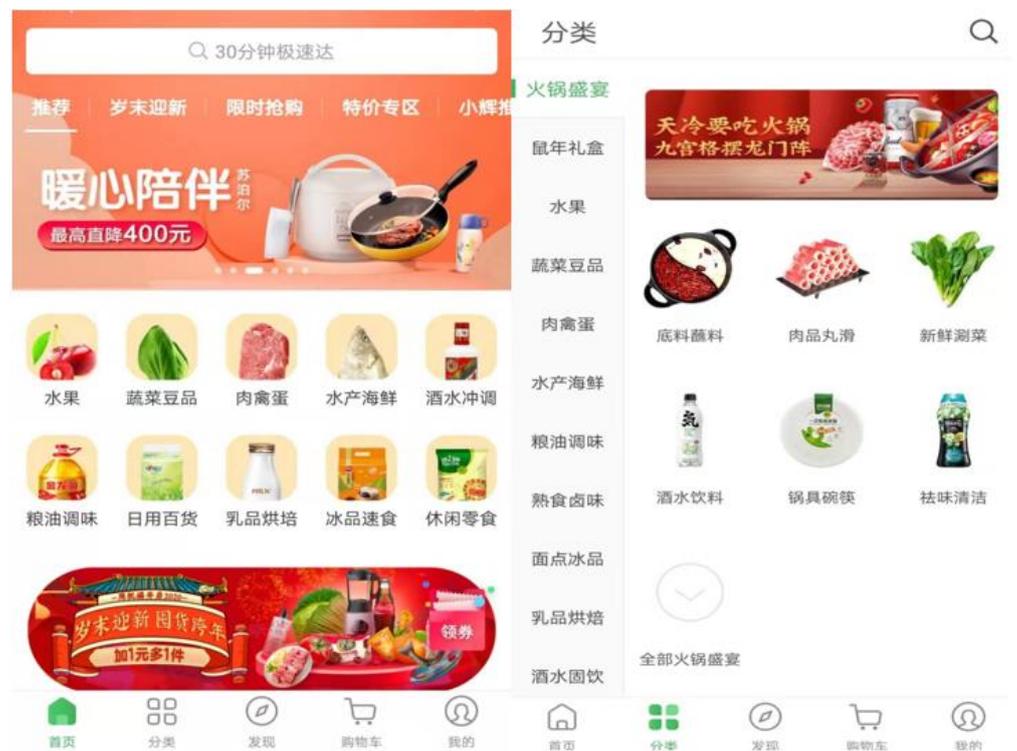
图31: 生鲜品类在 mini 店中占比超过 60%



资料来源: 永辉 mini 门店、开源证券研究所

推出“永辉买菜”APP 升级到家业务，搭配 mini 业态进一步深入社区。截至 2019 上半年，公司的到家业务已经覆盖 22 个省区的 109 个城市，为 518 家门店的消费者提供到家业务，实现销售额 13.3 亿元，占比 3.4% 同比提升 1 个百分点。其中，京东到家连接公司超市门店 407 家、新增 112 家。2019 年 10 月，公司独立开发“永辉买菜”APP 上线测试，计划配合 mini 店的店仓模式为消费者提供 30 分钟内送达的到家业务。根据新浪财经报道，截至 2019 年 10 月 10 日，永辉买菜 APP 已在华北、华东、华南三地建立了分选中心，同时在全国 8 个城市还建立了 165 个社区配送中心，以保证在 30 分钟至 1 小时内将商品送到 3 公里范围内的用户手里。伴随 mini 业态及“永辉买菜”APP 的开展，公司先前通过永辉生活业态承载的到家业务也得到了进一步的升级。

图32: 公司推出“永辉买菜 APP”配合 mini 店展开 30 分钟内送达的到家业务



资料来源: 永辉买菜 APP、开源证券研究所

**Mini 业态和到家服务有力加固了公司超市主业的护城河。**用创新业务保护核心业务向来是公司的策略之一，对于公司来说，核心业务就是云超，也是现金牛业务。公司在推出永辉生活（更类似便利店业态）后，又继续布局社区超市业态的永辉 mini，围绕在大卖场附近，更大的意义在于卡位社区，防止其他的社区竞争者出现并凭借便捷优势对云超业务进行分流。mini 店深入社区的布局，以及到家业务的开展，在更大程度上是一种防守业务而不是进攻业务，大卖场与 mini 在共享供应链的状态下能够辐射更大的范围，凭借公司大卖场在生鲜上的运营优势以及 mini 店的渠道优势，公司的品牌效应将得到增强，护城河也将进一步拓宽。

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、关键假设

(1) 公司继续推行渠道整合扩张战略，线下大卖场门店保持快速开店，门店效率保持稳定；mini 店作为公司线下业态的重要构成，也将持续开店，效率有所提升。

(2) 公司整体经营效率持续优化，规模优势带动毛利率改善，2019-2021 年毛利率分别为 22.1%/22.2%/22.5%；销售费用率保持稳定，股权激励摊销费用逐年下降，管理费用率将略有降低。

(3) 不考虑潜在未落地的收购影响；暂不考虑云创等业务回表。

### 4.2、盈利预测与估值

我们认为，生鲜品类应对电商冲击防御力强，是未来超市企业竞争的必争要素。公司在生鲜供应链方面已构筑竞争壁垒，未来聚焦云超主业继续加速渠道整合扩张，叠加 mini 店和到家等创新业态卡位社区零售，核心竞争力有望进一步巩固。

多年以来，公司收入利润保持领先于行业的快速增长，门店全国性复制扩张模式已被证明成功，未来成长具有确定性。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 21.51/28.33/36.81 亿元（同比增速分别为 45%/32%/30%），对应 EPS 为 0.22/0.30/0.38 元，当前股价对应 PE 为 34/26/20 倍。公司作为核心竞争力突出的行业龙头，理应享受一定的估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

**表1：超市行业上市公司估值情况：永辉超市作为行业龙头应享受一定估值溢价**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603708.SH	家家悦	24.60	38.4	15.4	18.1	17.4	35	30	26	22
601116.SH	三江购物	13.14	2.7	42.2	-2.1	9.0	64	45	46	43
002697.SZ	红旗连锁	7.52	95.7	46.0	18.5	15.0	32	22	18	16
002251.SZ	步步高	8.74	3.4	22.8	11.7	21.6	49	40	35	29
	<b>A 股平均</b>						45	34	31	27
6808.HK	高鑫零售	9.59	-7.3	6.2	9.6	9.8	31	30	27	25
<b>601933.SH</b>	<b>永辉超市</b>	7.62	-18.5	45.3	31.8	29.9	49	34	26	20

数据来源：wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2019/12/27，除永辉超市外，其他公司均使用 wind 一致预期预测数据）

## 5、风险提示

公司今年线下门店拓展提速，若后续展店放缓，收入增速将会不及预期；

电商冲击加剧，导致卖场同店收入出现较大下滑；

mini 店培育期过长，拖累整体毛利率。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	20337	23953	30721	36722	42088
现金	4608	4733	10055	11757	15139
应收票据及应收账款	980	2085	1701	2875	2571
其他应收款	833	835	1224	1264	1698
预付账款	1904	2105	2847	3138	3985
存货	5582	8119	8817	11611	12618
其他流动资产	6430	6077	6077	6077	6077
<b>非流动资产</b>	12534	15674	15721	15712	15656
长期投资	3659	5701	5451	5251	5101
固定资产	3676	4512	5076	5576	6017
无形资产	638	625	589	556	519
其他非流动资产	4561	4836	4605	4329	4019
<b>资产总计</b>	32870	39627	46442	52434	57745
<b>流动负债</b>	12311	19951	25744	30215	33210
短期借款	0	3690	7095	7095	7095
应付票据及应付账款	7591	9716	11678	14128	16480
其他流动负债	4720	6544	6970	8993	9635
<b>非流动负债</b>	151	244	244	244	244
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	244	244	244	244
<b>负债合计</b>	12462	20195	25988	30460	33454
少数股东权益	413	77	1	-100	-230
股本	9570	9570	9570	9570	9570
资本公积	6639	7557	7557	7557	7557
留存收益	3785	3855	4148	4637	5364
<b>归属母公司股东权益</b>	19995	19355	20453	22074	24521
负债和股东权益	32870	39627	46442	52434	57745

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2641	1761	4413	4565	6504
净利润	1685	997	2075	2732	3550
折旧摊销	1076	1310	1252	1457	1677
财务费用	-83	148	277	337	399
投资损失	-145	-548	-100	-100	-100
营运资金变动	72	-761	942	173	1011
其他经营现金流	37	616	-33	-33	-33
<b>投资活动现金流</b>	-5782	-3669	-1166	-1314	-1489
资本支出	2256	3029	1549	1647	1772
长期投资	-1765	-1620	250	0	150
其他投资现金流	-5291	-2260	633	333	433
<b>筹资活动现金流</b>	-631	2305	2076	-1549	-1632
短期借款	0	3690	3405	0	0
长期借款	0	0	0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	128	918	0	0	0
其他筹资现金流	-759	-2304	-1330	-1549	-1632
<b>现金净增加额</b>	-3776	406	5322	1702	3383

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	58591	70517	87095	105267	125286
营业成本	46383	54900	67864	81857	97088
营业税金及附加	209	237	261	316	376
营业费用	8452	11560	13761	16632	19795
管理费用	1781	3007	2613	2947	3383
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-83	148	277	337	399
资产减值损失	23	69	37	37	37
其他收益	87	120	150	150	150
公允价值变动收益	-81	33	33	33	33
投资净收益	145	548	100	100	100
资产处置收益	-38	-33	0	0	0
<b>营业利润</b>	1941	1264	2566	3424	4492
营业外收入	167	233	193	193	193
营业外支出	74	48	48	48	48
<b>利润总额</b>	2033	1449	2710	3569	4637
所得税	348	452	635	837	1087
<b>净利润</b>	1685	997	2075	2732	3550
少数股东损益	-132	-483	-76	-101	-131
<b>归属母公司净利润</b>	1817	1480	2151	2833	3681
EBITDA	2970	2840	4067	5129	6341
EPS(元)	0.19	0.15	0.22	0.30	0.38

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.0	20.4	23.5	20.9	19.0
营业利润(%)	29.6	-34.8	102.9	33.5	31.2
归属于母公司净利润(%)	46.3	-18.5	45.3	31.7	29.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.8	22.1	22.1	22.2	22.5
净利率(%)	3.1	2.1	2.5	2.7	2.9
ROE(%)	8.3	5.1	10.1	12.4	14.6
ROIC(%)	7.8	4.6	7.8	9.6	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.9	51.0	56.0	58.1	57.9
净负债比率(%)	-22.1	-4.8	-13.9	-20.7	-32.7
流动比率	1.7	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.9	2.0	2.1	2.3
应收账款周转率	79.9	46.0	46.0	46.0	46.0
应付账款周转率	6.6	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.15	0.22	0.30	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.18	0.46	0.48	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.09	2.02	2.14	2.31	2.56
<b>估值比率</b>					
P/E	40.1	49.3	33.9	25.7	19.8
P/B	3.6	3.8	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	22.5	24.3	16.5	12.7	9.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835