

# 永辉超市 (601933)

证券研究报告

2022年03月18日

## 经营拐点或已现，深化布局扬帆向远

自2020年中旬至今，在新业态竞争、终端消费、疫情、物价、自身经营调整等影响下，永辉超市在经营上遭受了较大压力。我们认为站在当前时点上，随着平台经济领域反垄断的展开、社区团购烧钱模式参与方意愿下降，永辉超市竞争格局或迎来根本性转变，叠加CPI周期有望从底部上行及自身经营周期上行，公司经营上或已迎来长周期的拐点；此外，生鲜零售迭代转型的过程中，公司据采购规模、精细化运营体系、现有客户群体等先天优势，积极弥补数字化底层建设，并调整供应链体系、门店业态和线上化布局，其组织管理体系兼备效率和韧性，具备显著的竞争壁垒和较为广阔的想象空间，长期发展值得期待。

### 内外部经营叠加，永辉超市或迎经营拐点

从整体看，整个生鲜零售正在从你死我活、共同亏损的状态，走向以自身盈利为前提的理性竞争回归。在社区团购上，我们认为前期的京东、现在的阿里投入意愿削弱是整个行业的风向标；在叮咚买菜、每日优鲜等前置仓模式上，融资环境恶化下，独立盈利成为存活关键，补贴下降、毛利率显著提升，外部竞争正在走出内卷。

CPI有望从底部反弹，分类目来看，日用消费品上，①2021年以来，CPI、PPI剪刀差持续扩大，消费品中游持续面临较大的成本端压力；②截止2022年3月15日，生猪价格普遍位于12元/公斤的位置，低位之下，后续有望反弹。

2021年，永辉处于经营周期的底部，公司主动调节库存，探索仓储店等业态，低毛利高费用率。2022年，公司轻装上阵，经营端有望持续改善。

### 积极探索仓储店、布局线上，永辉扬帆向远，壁垒深厚

永辉积极探索新零售业态会员仓储店，具备独特优势、走在时代前列。我们认为，当下国内在经济水平提升、私家车保有量增加、经济发展降速等推动下，仓储店正值发展之时，且业态具备长期投资价值。永辉的仓储店依托于独特的本土供应链优势，并在门店、线上化等方面做好了相应的适配。

依托于现有门店，永辉开展超市到家的线上零售模式。永辉在APP迭代、门店数字化升级、配套基础设施等方面都已做好准备，线上销售占比不断提升。

**投资建议：**在平台经济领域反垄断、社区团购烧钱模式参与方意愿下降增速放缓、中小企业税务规范等背景下，实体渠道边际改善，关注线下实体零售渠道价值重估的机会。由于同店同比转正，上调公司同店预测及毛利率，将2022-2023年公司归母净利润由-27.1、0.82亿元上调至0.77、13.02亿元，给与增持评级。

**风险提示：**经营改善不及预期，竞争格局不及预期，消费下行，股价波动风险，管理不善等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	84,876.96	93,199.11	89,699.53	98,483.40	105,377.23
增长率(%)	20.36	9.80	(3.75)	9.79	7.00
EBITDA(百万元)	3,471.00	4,686.15	(2,410.23)	1,618.33	2,856.90
净利润(百万元)	1,563.73	1,794.47	(3,932.60)	76.56	1,302.46
增长率(%)	5.63	14.76	(319.15)	(101.95)	1,601.27
EPS(元/股)	0.17	0.20	(0.43)	0.01	0.14
市盈率(P/E)	24.78	21.59	(9.85)	506.16	29.75
市净率(P/B)	1.93	2.00	3.02	3.01	2.86
市销率(P/S)	0.46	0.42	0.43	0.39	0.37
EV/EBITDA	19.07	12.95	(14.65)	21.74	10.97

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 商业贸易/一般零售

6个月评级 增持(维持评级)

当前价格 4.27元

目标价格 4.64元

### 基本数据

A股总股本(百万股) 9,075.04

流通A股股本(百万股) 9,075.04

A股总市值(百万元) 38,750.41

流通A股市值(百万元) 38,750.41

每股净资产(元) 1.37

资产负债率(%) 82.18

一年内最高/最低(元) 6.98/3.32

### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

李田 联系人  
litiana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《永辉超市-半年报点评:新业态冲击旧门店及转型期叠加利润承压，轻装上阵、仓储店开启成长新路径》2021-08-30
- 《永辉超市-公司点评:任命李松峰为新CEO，数字化建设力度将进入新阶段》2021-08-10
- 《永辉超市-年报点评报告:社区团购等冲击下经营承压，期待新探索收获成效》2021-05-06

## 内容目录

1. 内外部经营叠加，永辉超市或迎经营拐点 .....	4
1.1. 平台经济反垄断、商业创新碰壁，生鲜零售在长期中有望走出内卷，2022 信号明确 .....	4
1.2. CPI 有望从底部反弹，永辉超市从中受益 .....	6
1.3. 公司自身经营拐点，清库存等甩掉经营包袱，仓储店调整门店布局、增收减亏 .....	7
2. 积极探索仓储店、布局线上，永辉扬帆向远，壁垒深厚 .....	8
2.1. 积极探索新零售业态会员仓储店，永辉具备独特优势、走在时代前列 .....	8
2.1.1. 仓储制超市乘风而上，长远极具商业价值 .....	8
2.1.2. 仓储店竞争极为激烈，永辉仓储店如何突围：以平价促进极致周转，打造极致性价比的线下零售业态，定位于大众消费群体的民生仓储店 .....	13
2.2. 大力布局线上，紧握消费者新趋势 .....	14
2.3. 永辉核心竞争力探讨：夯实数字化根基，调整供应链，组织架构再调整，在快速变化的环境中坚定不移提升长期能力 .....	15
3. 盈利预测与投资建议 .....	15
3.1. 盈利预测与估值 .....	15
3.2. 投资建议 .....	16
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：“企查查”统计的 2010-2020 生鲜行业赛道融资规模 .....	4
图 2：思维导图：追踪生鲜渠道价值的四个关键长期变量 .....	5
图 3：生鲜赛道融资项目数量波动下降 .....	5
图 4：各社区团购平台开城数据统计（2022/3 小程序） .....	5
图 5：各社区团购平台各类型开城数据（2022/3 小程序） .....	5
图 6：CPI、PPI 的剪刀差逐渐扩大 .....	6
图 7：猪肉价格、猪粮比均位于低位，后续有望反弹（单位：每千克） .....	6
图 8：2021 年以来，公司毛利率在经营调整中相对低迷 .....	7
图 9：相较于同行，永辉超市 2021 年毛利率显著较低特别是在 Q2 .....	7
图 10：相较于同行，永辉超市 2021 年净利率显著较低特别是在 Q2 .....	7
图 11：典型的仓储店门店占地面积大，门店装潢简单，货架偏高且间距较大。仓店一体模式运营，上半部分存货，下半部分销售 .....	8
图 12：国内市场会员仓储店入局时间 .....	8
图 13：国内会员仓储店与普通超市部分商品价格对比表（元） .....	9
图 14：不同零售门店 SKU 数量（单位：个） .....	9
图 15：2017-2021 年沃尔玛与 Costco 存货周转天数 .....	9
图 16：中产阶级占城市人口百分比（%） .....	10
图 17：中国私家车保有量（亿辆） .....	10
图 18：2017 年中国付费会员人群职业分布 .....	10
图 19：2017 年中国消费者开通付费会员的原因 .....	11
图 20：2020 中国消费者趋势 .....	11

图 21: 以最大化消费者价值为导向, 仓储店内部形成良性循环 .....	11
图 22: Aldi 自有品牌矩阵 .....	12
图 23: Aldi 近五年营收增长较为稳定, 2020 年同比增长 10.2% .....	13
图 24: Aldi 毛利率 2013 年前大幅提升, 后保持在 4%的水平上波动 .....	13
图 25: 2016-2020 年中国生鲜零售市场规模 .....	14
图 26: 即时生鲜消费增速 (单位: 亿元) .....	14
表 1: 参考同行 P/S 估值倍数 (收入以 2023 年 wind 一致预期计算) .....	16

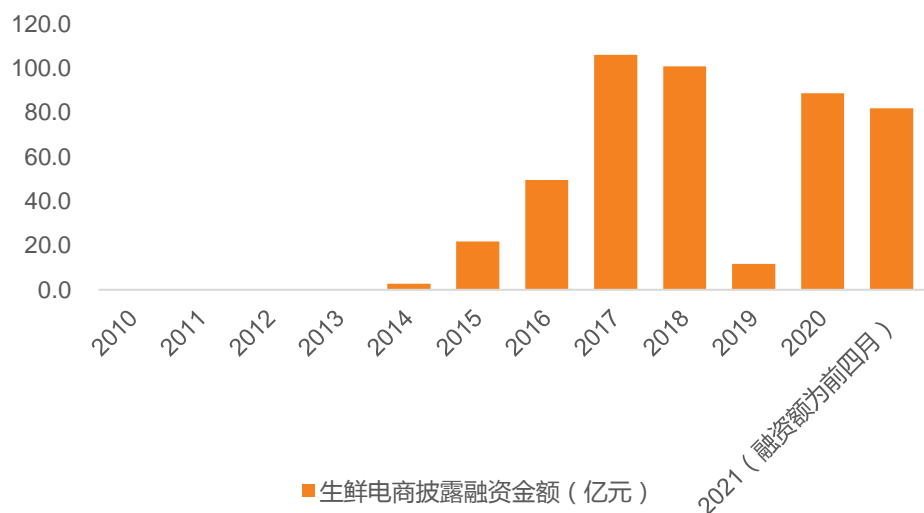
自 2020 年中旬至今，在新业态竞争、终端消费、疫情、物价、自身经营调整等影响下，永辉超市在经营上遭受了较大压力。我们认为站在当前时点上，随着平台经济领域反垄断的展开、社区团购烧钱模式参与方意愿下降，永辉超市竞争格局或迎来根本性转变，叠加 CPI 周期有望从底部上行及自身经营周期，公司经营上或已迎来长周期的拐点；此外，生鲜零售迭代转型的过程中，公司据采购规模、精细化运营体系、现有客户群体等先天优势，积极弥补数字化底层建设，并调整供应链体系、门店业态和线上化布局，其组织管理体系兼备效率和韧性，具备显著的竞争壁垒和较为广阔的想法空间，长期发展值得期待。

## 1. 内外部经营叠加，永辉超市或迎经营拐点

### 1.1. 平台经济反垄断、商业创新碰壁，生鲜零售在长期中有望走出内卷，2022 信号明确

生鲜模式快速涌现的近 5-8 年，生鲜行业盈利快速下滑，原因有三：①消费趋势转变长期趋势虽显著，但由于消费者年龄结构等问题，新模式渗透相对较慢，行业整体看处于旧模式已破、新模式未立的阶段；②新模式不断涌现，各商业模式间竞争不断加剧；③VC 和投资驱动下盈利对相关企业业务投入制约减弱，行业长期商业空间较大且具备引流价值，使得企业或投资人愿意容忍亏损进入和扩张，生鲜行业各赛道价格竞争均是重要的培育消费习惯、获取竞争优势的手段，因而行业长期亏损。从融资规模看，企查查的关键字显示，2014-2021 年生鲜行业融资规模从 2.7 亿元提升至 82 亿元，头部互联网企业近年更是加大相关领域的投入。

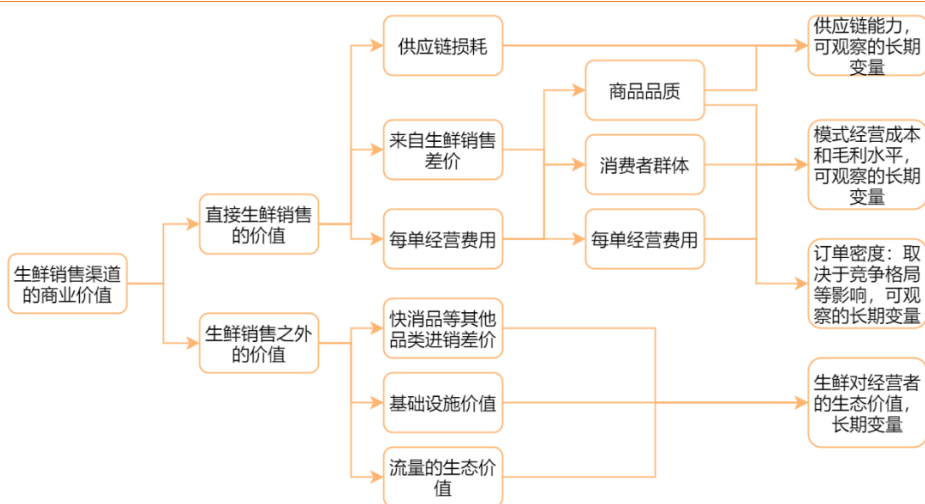
图 1：“企查查”统计的 2010-2020 生鲜行业赛道融资规模



资料来源：企查查，21 财经，天风证券研究所

资本助推下，价格竞争、先量后价会是生鲜零售经营者长期的思维模式，内卷亏损成为生鲜零售常态；而在监管入局后，内卷局面有望在长期得到根本性的改善。生鲜渠道之所以竞争尤为激烈、新进入者和投资人之所以愿意容忍较大的亏损和投入，与渠道具备极高的远期商业价值有关，从追踪的视角来看，在竞争环境中衡量一个生鲜渠道长期价值的变量有四个：模式经营成本和定价能力、终端订单密度、供应链能力和对经营者生态价值，因而以扩张改善运营情况、并谋求更多的投资以推动更大的扩张成为行业的一种重要发展思路。随着监管入局，谋求垄断生鲜渠道以获得超额利润和低成本流量不具备可行性，行业整体补贴和投入规模有望得到控制，生鲜渠道的长期盈利中枢有望提升。

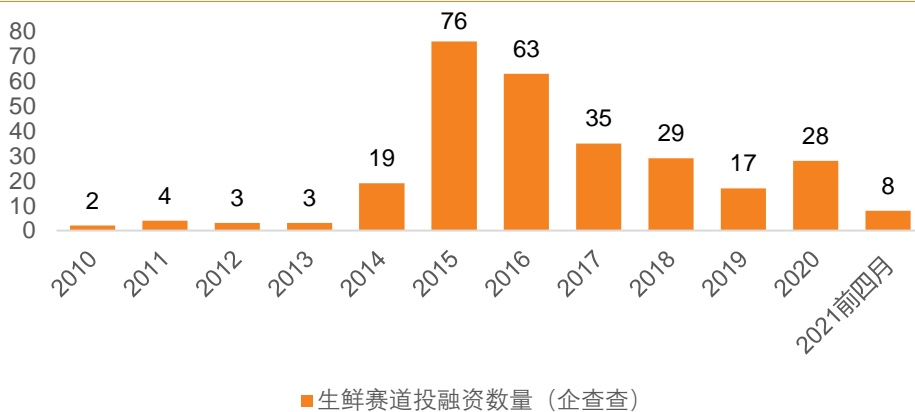
图 2：思维导图：追踪生鲜渠道价值的四个关键长期变量



资料来源：天风证券研究所

展望生鲜零售模式创新，移动互联网时代带来的技术红利逐渐消耗，模式创新整体放缓且更多体现为现有参与者间的创新之争；此外各新业态扩张最陡峭的阶段或已过去。生鲜零售新模式全局节奏的背后，是移动互联网渗透、大数据应用、消费习惯变迁等多种因素共同作用的结果，从最近两年的情况看，商业模式进入门槛显著提高；一级市场上，虽然融资额在增长，但是融资数量波动下降，商业模式创新更多地体现为已有基础的参与者之间的竞争；聚焦到单一生鲜新零售模式，则几乎均已过了成长最陡峭的阶段，以社区团购为例，头部参与者美团优选、多多买菜在地级市级别的渗透率已超过 90%，这意味着向后看，其扩张将更多依赖精细化运营提升效率和扩品类实现，跑马圈地的最陡峭的成长阶段或已经过去。

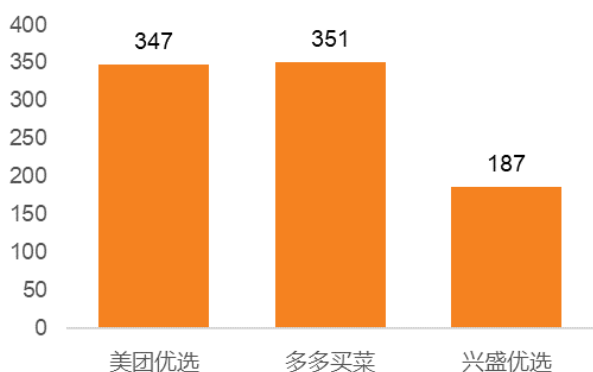
图 3：生鲜赛道融资项目数量波动下降



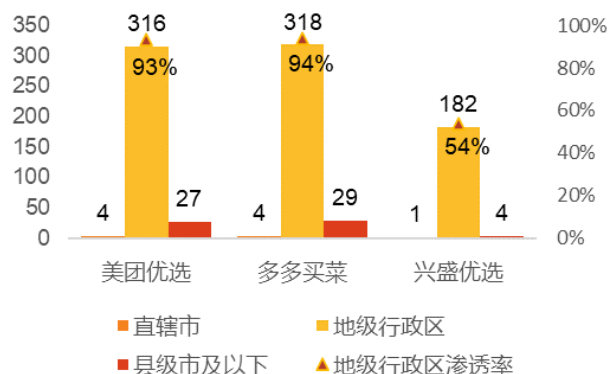
资料来源：企查查，21 财经，天风证券研究所

图 4：各社区团购平台开城数据统计（2022/3 小程序）

图 5：各社区团购平台各类型开城数据（2022/3 小程序）



资料来源：各社区团购平台小程序，天风证券研究所

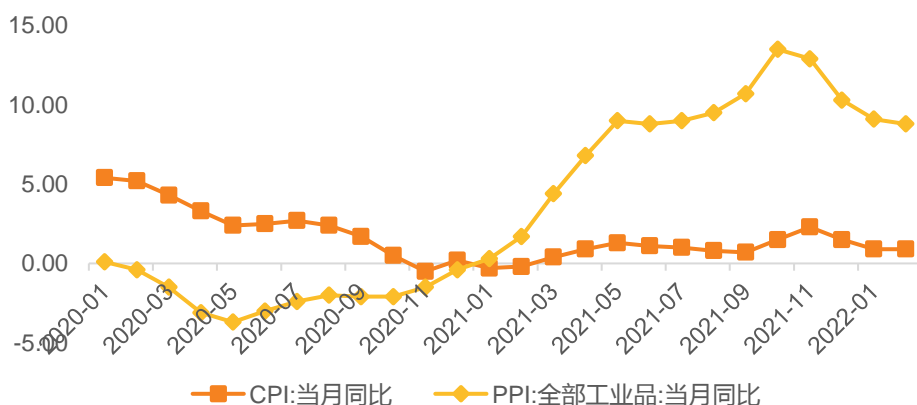


资料来源：各社区团购平台小程序，天风证券研究所

## 1.2. CPI 有望从底部反弹，永辉超市从中受益

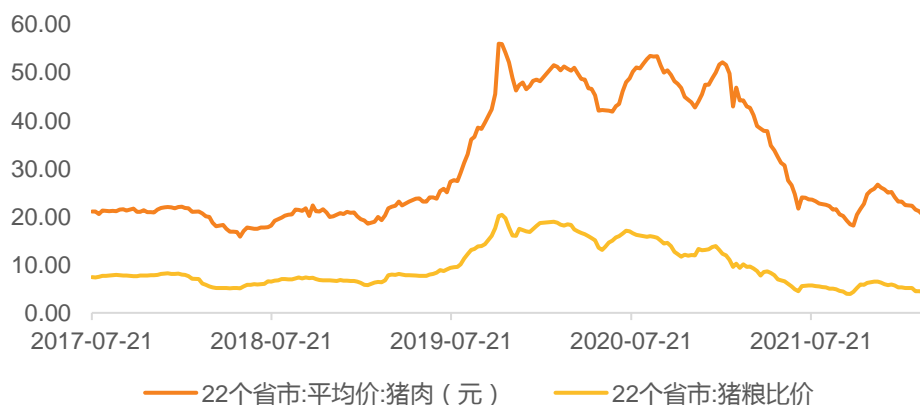
CPI 有望从底部反弹，分类目来看，日用消费品上，①2021 年以来，CPI、PPI 剪刀差持续扩大，消费品中游持续面临较大的成本端压力；②截止 2022 年 3 月 15 日，猪肉价格位于 20 元每千克的低位，低位之下，后续有望反弹。

图 6：CPI、PPI 的剪刀差逐渐扩大



资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

图 7：猪肉价格、猪粮比均位于低位，后续有望反弹（单位：每千克）



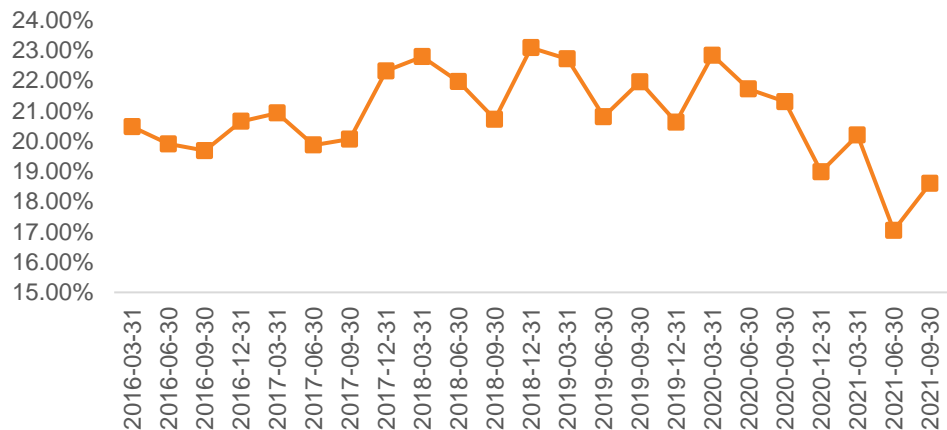
资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

永辉超市有望从中受益。从 CPI 到超市经营的传递逻辑来看，主要通过同店影响，毛利率在 CPI 上行周期由于库存的影响也会受到一部分影响，肉类和日用品的价格温和上行，将对超市整体销售有所带动，并对利润有积极的影响。

### 1.3. 公司自身经营拐点，清库存等甩掉经营包袱，仓储店调整门店布局、增收减亏

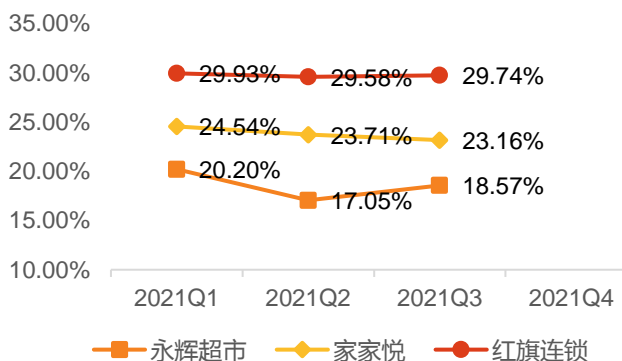
2021 年，永辉处于经营周期的底部，公司主动调节库存，探索仓储店等业态，公司的毛利率、净利率等都处于相对低迷的状态，销售、研发费用率相对较高。

图 8：2021 年以来，公司毛利率在经营调整中相对低迷



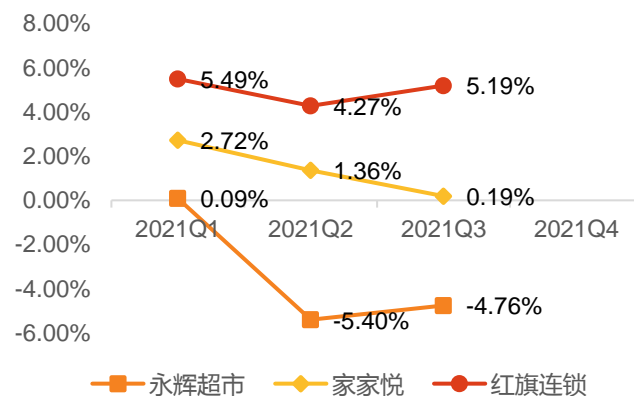
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 9：相较于同行，永辉超市 2021 年毛利率显著较低特别是在 Q2



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 10：相较于同行，永辉超市 2021 年净利率显著较低特别是在 Q2



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

我们认为，公司 2021 年在仓储店、数字化投入、供应链调整等投入，有望在未来给业绩带来一定的提振作用。虽仓储店目前尚未盈利，但其改造多为较为偏远、经营较差的门店

店，此外，供应链调整主动降库存，也有望在未来对公司经营改善有提振作用。

## 2. 积极探索仓储店、布局线上，永辉扬帆向远，壁垒深厚

### 2.1. 积极探索新零售业态会员仓储店，永辉具备独特优势、走在时代前列

#### 2.1.1. 仓储制超市乘风而上，长远极具商业价值

根据《零售业态分类规范试行意见》，仓储式超市一般是指以经营生活资料为主的，在大型综合超市经营的商品基础上筛选大众化实用品销售的零售业态。仓储会员超市实行储销一体、低价销售、批零兼营、量多优惠，以自选方式销售为主，提供有限服务。场内以简捷自然为特色，货物不需要储存，而是直接采用开架式陈列，由顾客自选购物。商品品种多，场内工作人员少，应用现代电脑技术进行管理，即通过商品上的条形码实行快捷收款结算，并对商品进、销、存采取科学合理的控制。

图 11：典型的仓储店门店占地面积大，门店装潢简单，货架偏高且间距较大。仓店一体模式运营，上半部分存货，下半部分销售

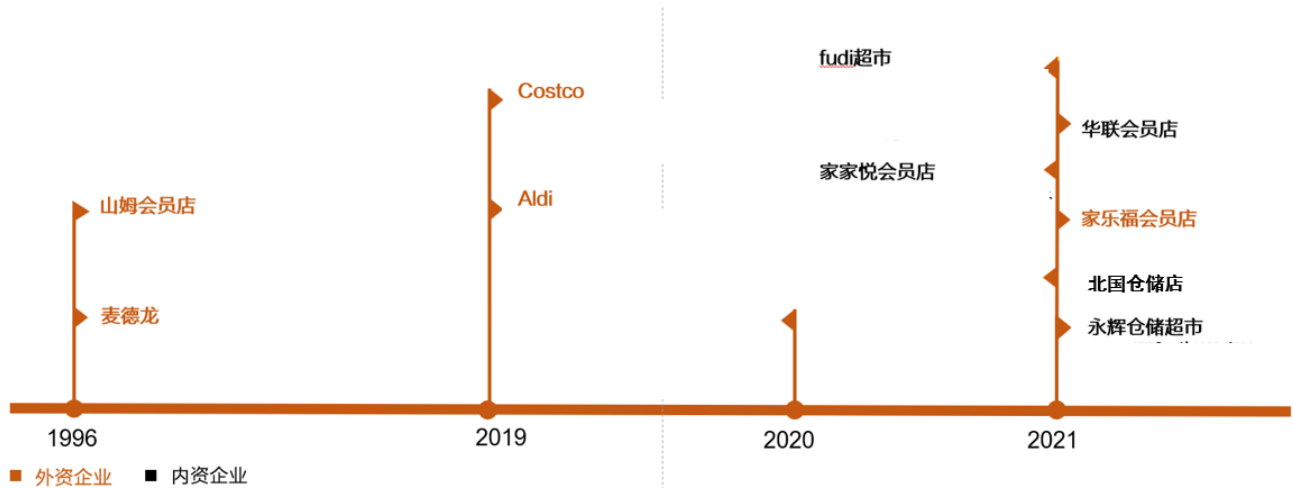


资料来源：新浪看点，天风证券研究所

近年来，围绕众多外资仓储店入华、本土超市经营者摸索，仓储店迎来了一轮创新的小高潮。仓储店的出现，长期中是线下零售效率提升的一个重要试水方向，崛起的时机则往往与①私家车的普及与郊区商业设施的完善；②人均收入提升；③经济发展降速，消费理念开始由炫耀、冲动式消费转向平实、理性等有关：

图 12：国内市场会员仓储店入局时间





资料来源：赢商网，36 氪，前瞻经济学人，艾媒咨询，天风证券研究所

1、仓储店效率和体验提升在何处？在品类上更具价格优势。我们收集整理了当前国内一线城市不同定位的仓储会员店（包括外资山姆、Aldi、麦德龙 Plus，内资永辉仓储店、盒马 X 会员店）和普通超市（包括物美、沃尔玛、永辉红标店）各类商品的商品定价，发现相较国内普通超市，仓储会员店平均在酒水饮品、日用品以及美妆护肤方面具有比较明显的价格优势，在肉禽蛋以及蔬菜水果方面多以商品品质见长，永辉仓储店则在生鲜方面更具价格优势。

图 13：国内会员仓储店与普通超市部分商品价格对比表（元）

	会员仓储店						均值	普通超市			均值
	永辉仓储店	山姆	盒马x会员店	aldi	麦德龙plus	物美		沃尔玛	永辉超市		
肉蛋类	鲜鸡蛋（15枚）	9.9	13.4	10.22	11.93	11.9	11.47	10.99	11.95	10.99	11.31
	西冷牛排500g	51.74	88.75	74.75	98	99	82.45	41.92	93.13	60.77	65.27
	鸡翅中（500g）	15.8	29.9	24.8	29	34.31	26.76	22.48	18.7	29.9	23.69
蔬菜水果	西兰花（500g）	6.5	9.83	17.25	11.13	9.08	10.76	8.32	24.88	21.5	18.23
	黄瓜（500g）	5.99	7.45	7.17	10.75	6.6	7.59	6.24	9.99	4.9	7.04
	西红柿（500g）	4.99	5.63	7.85	12.38	14.44	9.06	7.98	2.71	7.5	6.06
	杏鲍菇500g	8.75	14.33	6.58	15	12.38	11.41	8.63	7.04	6.9	7.52
	红富士苹果500g	7.38	9.95	9.55	9.47	11.06	9.48	5.95	9.98	7.44	7.79
	车厘子2J 500g	59.6	34.8	41.6	43.8	29.9	41.94	29.8	39.8	39.8	36.47
零食、调味品	健达奇趣蛋	9.1	6.725	7.8	8.9	6.63	7.83	9.1	6.97	8.9	8.32
	王致和大块腐乳340g	8.93		9.9			9.42	9.9	8.5	8.5	8.97
	双汇王中王优级火腿肠40g*10	15.9		16.5			16.20	13	13.93	18.67	15.20
酒水饮品	屈臣氏苏打汽水330ml*12	41.8	39.95	38.95	51.6	39.7	42.40	43.9		54	48.95
	五粮液1618 52度浓香型白酒500ml	1199	1099	1133.17		1059.83	1122.75	1199	1099	1199	1165.67
	特仑苏纯牛奶250ml*12	49.9		49.9	49.9		49.90	65	49.9	49.9	54.93
	可口可乐汽水300ml*12	17.9	18.8	16.9	25.09	17.2	19.18	21	14.6	25.2	20.27
母婴玩具	美素佳儿幼儿配方奶粉3段 900g*6	1140	1128	1131.68	1128	998.4	1105.22	1236.4	1058		1147.20
	雅培小安素900g*6	1350	1218	1390.8			1319.60		1218		1218.00
日用品、美妆护肤	帮宝适 一级帮 拉拉裤XXL 50片	175	178	199		158	177.50	169.17	168	175	170.72
	维达软抽面巾纸M码110抽	3.48	2.79	4.24		4.55	3.77	4.65	2.65	4.82	4.04
	舒适达护敏健龈牙膏100g		27.25	47	45		39.75	36.5	52		44.25
	苏菲超熟睡420超薄夜用卫生巾15片	29.81	26.8	32.9	33.56	26.8	29.97	29.8	24	29.8	27.87
	资生堂惠润绿野芳香洗发露600ml	68	41	90	67.5	68	66.90	47.1			47.10
	sk2护肤精华露神仙水230ml	749.5	749	798		1199	873.88	1540		749.5	1144.75
	兰蔻大粉水400ml	269	269	288			275.33	378		269	323.50
	威猛先生强效洁厕600g		11.48	14.98		18.48	14.98		19.5		19.50
家具家电	博朗剃须刀310S	259		289			274.00			259	259.00

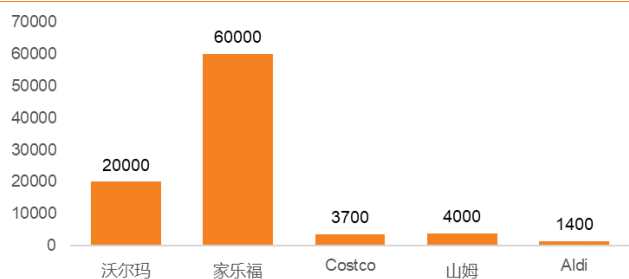
黄色部分为仓储会员店相较普通超市具有价格优势的产品

资料来源：Aldi 小程序，沃尔玛小程序，物美 APP，永辉生活 APP，麦德龙 APP，盒马 APP，天风证券研究所

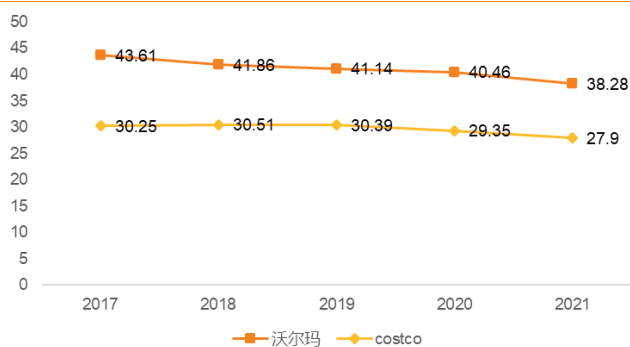
会员仓储店为何可以做到更便宜？宽品类少 SKU；以销定产，向特定人群销售特定种类的商品，深度优化供应链；高动销、高周转降低周转成本和损耗；选址多位于城郊，租金成本较低；大包装、店仓一体减少了装配货的成本和物流成本。

图 14：不同零售门店 SKU 数量（单位：个）

图 15：2017-2021 年沃尔玛与 Costco 存货周转天数



资料来源：联商网，前瞻经济学人，天风证券研究所

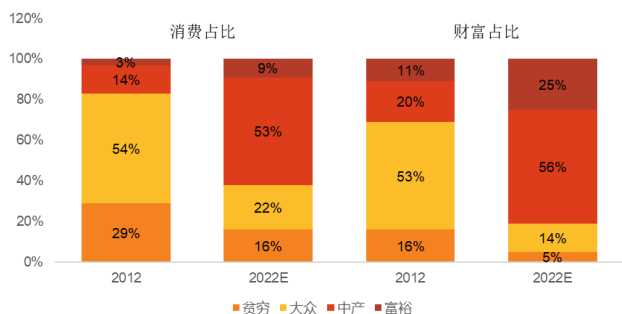


资料来源：同花顺，天风证券研究所

2、为什么当下仓储会员店开始崛起？我们认为，从发展阶段看，中国的车辆保有量和郊区基础设施等已满足了仓储制超市发展的条件；而从消费者心智端看，随着社会发展速度相对放缓，疫情对消费观念的影响，推动了仓储制超市的火热。

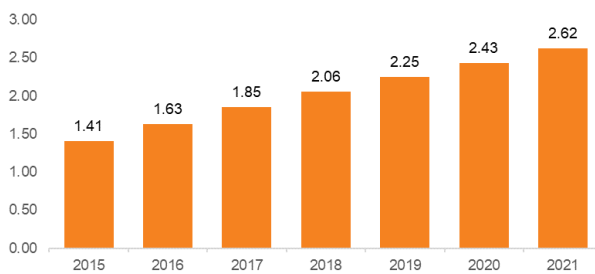
首先是中产的崛起和汽车的普及。随着中国经济逐步发展，中产阶级迅速成为主体消费力量，他们的消费行为更精明和成熟，更愿意为产品品质支付溢价。这意味着我国消费结构正在转型，中产阶级成为消费主力群体，同时占据半数以上财富。从国内付费会员的结构上来看，白领、一般职员教师、公务员等中产阶级代表性职业占比较大。此外，中国私家车保有数量呈稳定增长趋势，已于 2019 年突破 2 亿辆。私家车保有量的增加极大地提高了消费者在选址偏远以及商品大批量采购的仓储会员超市的可行性和便捷性。

图 16：中产阶级占城市人口百分比（%）



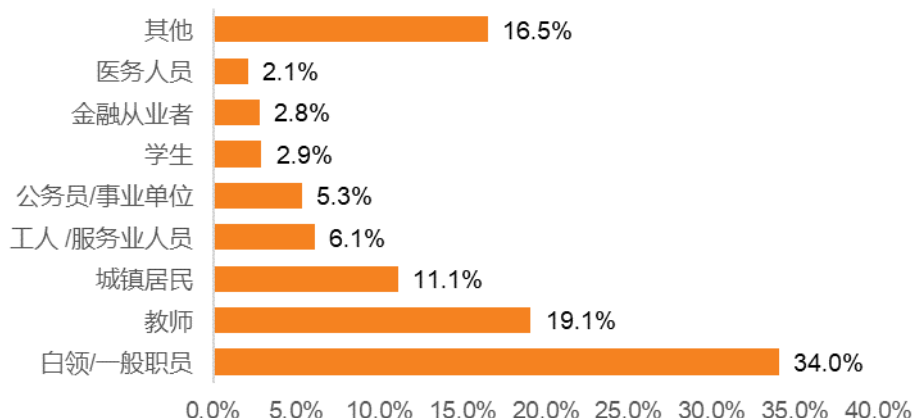
资料来源：中为咨询，天风证券研究所

图 17：中国私家车保有量（亿辆）



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

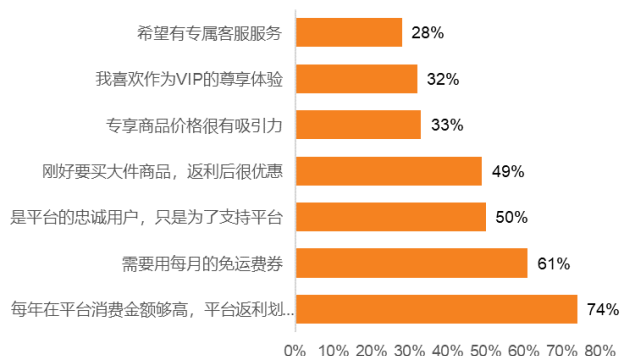
图 18：2017 年中国付费会员人群职业分布



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

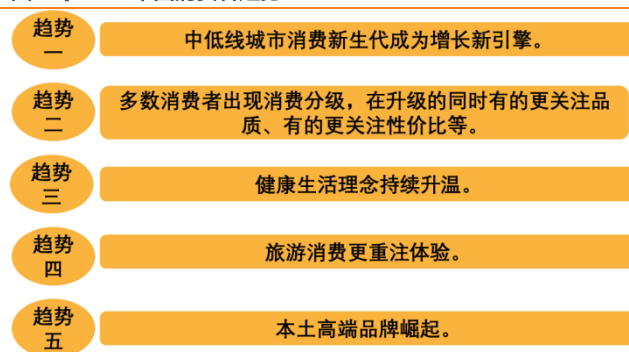
消费者偏好转变，推动行业由过去满足大众化需求的零售模式，向满足分层化、小众化需求的新零售模式转变。仓储店业态以满足消费者偏好为目的，对所供商品深度筛选，对供应链品质进行管控。消费者认知方面，尼尔森在《2019 年第二季度中国消费趋势指数报告》中指出，随着消费观念的转变和国产品牌的崛起，“品质”的重要性也超过了“价格”因素。中国消费者在不断调整着自身的消费结构，消费理念在发生着深层变化。麦肯锡在《2021 年度中国消费者报告》中指出，中国消费者消费趋势日渐成熟，理性消费为大家普遍所接受的消费理念，这背后是时代发展速度逐渐放缓、回归常态后消费心态的正常演变。门店装修方面，相比传统商超卖场，仓储式会员店简约的装修、工业风的高大货架、以及超大的商品包装，陈列摆放在上万平方米的商场，让仓储式会员店风靡小红书等社交平台，起到了很好的引流效果。商品供给方面，仓储式会员店以低单价、大批量、高品质的商品供应有效满足了新时代消费者的新需求，能够在保证一定品质的同时，提高购买性价比，从而形成很好的消费闭环，助力仓储店演变发展成为如今的快速赛道。

图 19：2017 年中国消费者开通付费会员的原因



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

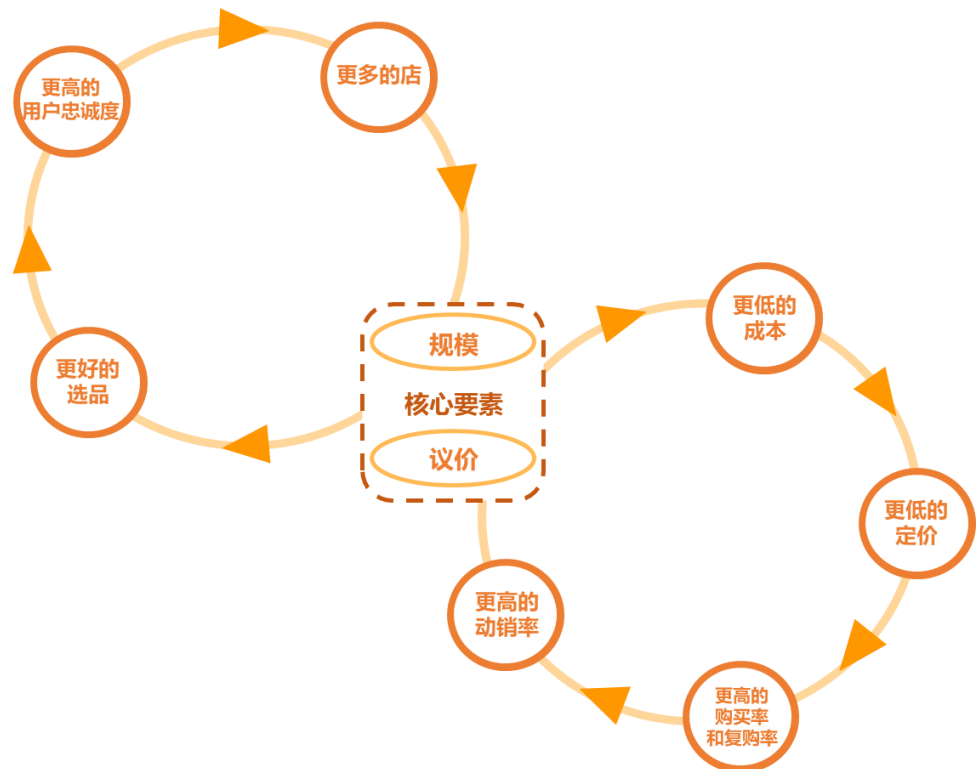
图 20：2020 中国消费者趋势



资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

3、为何说仓储制超市长期极具商业价值？观海外 Costco、山姆、Aldi 等发展历程，仓储店是一种将加价率控制到极致的商业模式，以交易效率取胜，其在消费者心中的低价心智与在供应链端的深入布局相互强化，因而最终成就了单店稳定增长的奇迹。

图 21：以最大化消费者价值为导向，仓储店内部形成良性循环

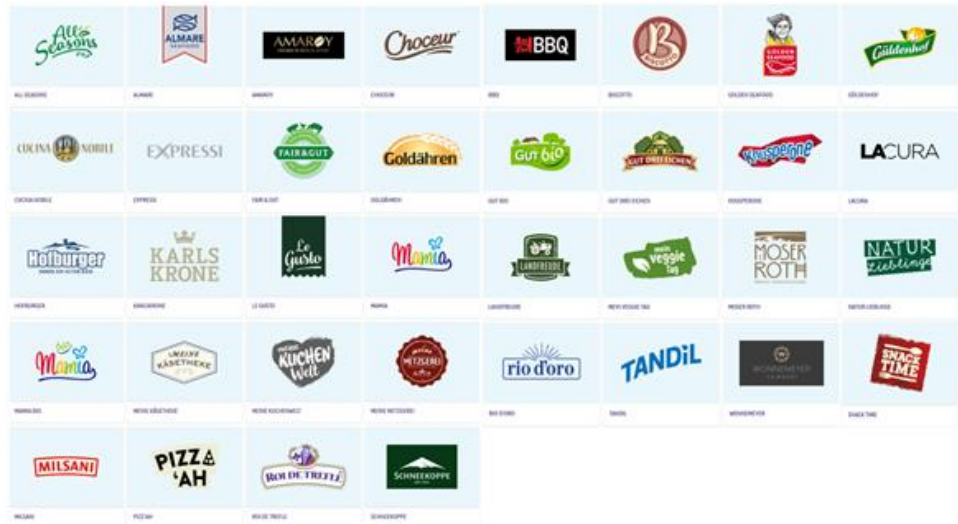


资料来源：天风证券研究所整理

除了 Costco 广为人知之外，Aldi 同样见证了仓储会员店的商业价值。Aldi 在欧洲定位为平价仓储折扣店，目标客群对应选址，踩准低价路线。在欧洲，AD 以工薪阶层、退休老年人、大学生等中低收入阶层为目标客群，主打低价策略。AD 的选址也与其目标客群精准对应，以德国为例，AD 门店多选址于市中心居民区、小城镇、大学生宿舍附近等地，满足相关人群对于采购便捷度的需求；而山姆等中高端商店由于目标客群大多拥有私家车，选址倾向于市郊等地，以提升购物体验。根据 Wolfe Research 的独立分析显示，在休斯敦和芝加哥等市场，其价格比沃尔玛平均便宜 15%。

**Aldi 高效供应链助力降本增效，精简 SKU 提升性价比。**Aldi 门店整体 SKU 较少，总 SKU 约 1200-1700 个。面积更大的德国本土 Aldi 超市 SKU 约为 600 个，中国的 Aldi 门店拥有 1300 个 SKU；单一品类 SKU 通常只有 1-2 种。精简的 SKU 往往意味着单品销量的提升，从而使 Aldi 能够在商品采购上产生规模效应，降低相关成本。从内部看，Aldi 通过卓越的人员、门店精简包装、减少员工等方式控制成本；从外部看，由于自营商品占比较大，Aldi 减少了大量的供应商环节，从而降低了中间成本。内外合力，总体上降低了 Aldi 所售商品的价格水平。

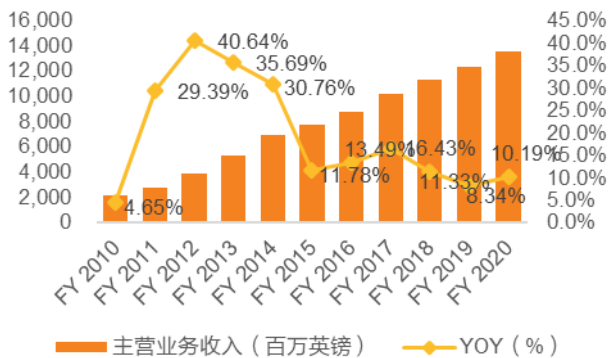
图 22：Aldi 自有品牌矩阵



资料来源：Aldi 官网，天风证券研究所

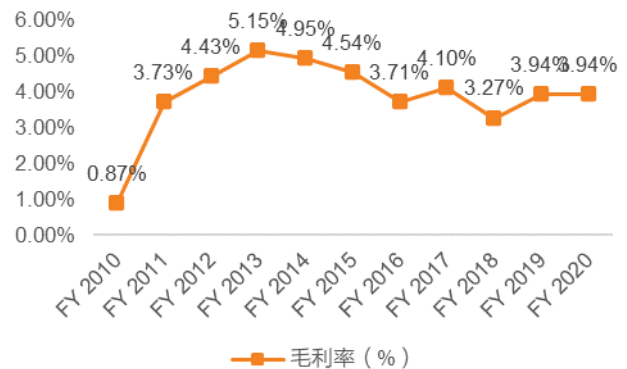
2010 财年至今，Aldi 营收呈持续增长趋势，近 5 年展店与同店同步发力，整体增速较为稳定，2020 财年同比增速 10.2%。2010-2013 年间，Aldi 毛利率由 0.87% 大幅提升至 5.15%，此后有所下降。2016-2020 财年，Aldi 毛利率保持在 3%-4%。Aldi 的成功，从另一个层面证明，对于商品需求迭代相对稳定、占据家庭消费大头的品类，通过极致的门店费用控制和上游供应链掌握，将不断巩固自身竞争优势，长期具备较高的投资回报。

图 23：Aldi 近五年营收增长较为稳定，2020 年同比增长 10.2%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 24：Aldi 毛利率 2013 年前大幅提升，后保持在 4% 的水平上波动



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 2.1.2. 仓储店竞争极为激烈，永辉仓储店如何突围：以平价促进极致周转，打造极致性价比的线下零售业态，定位于大众消费群体的民生仓储店

永辉在仓储店上的布局，即聚焦于自身的优势区间，在消费者新消费习惯中确认新的场景定位：① 双线融合浪潮中打通全渠道销售，实现线上线下获客、交易、复购、口碑传播的打通；② 顺应消费者认知能力不断提高的趋势，回归具备优质货源的独特的品牌，深化与品牌的合作；③ 重新调整选品与定价策略，减少 SKU 来提高动销；④ 构建合适的供应链并在其中确认自身的定位。

相较于竞对更多类似于 Costco 的付费会员制，永辉不设付费会员制，底层的运营逻辑更接近 Aldi。在定价上，永辉民生仓储店早期与高补贴的社区团购互有胜负，极具性价比。从 UE 模型上看，参照 aldi 的经营经验，仓储店业态具备更高的坪效，且极具高效的物流模型极大减少了单件商品的搬运次数和仓储店的人力成本，此外生鲜 SKU 高效处理尾货，房租成本占销售收入比例都更低。

国内仓储店竞争正酣，尚无全面跑通者，永辉具备独特的差异化优势。对比其他在国内

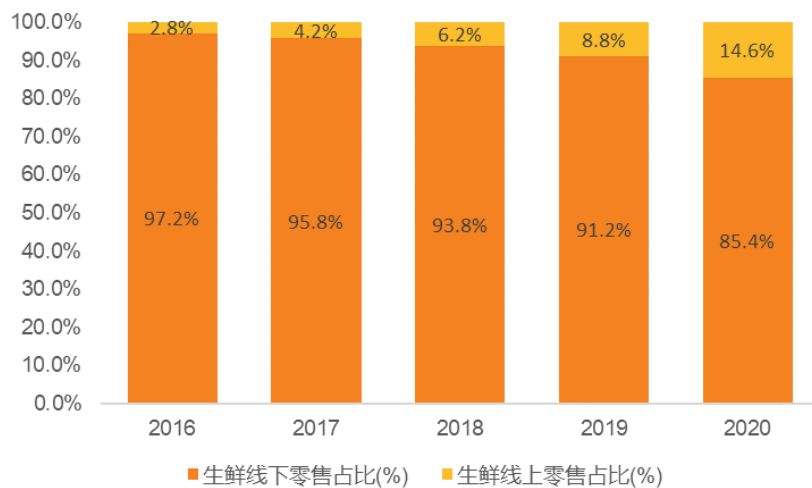
开展仓储店的摸索者，如山姆、麦德龙、Costco、Aldi、盒马 X 会员店、Fudi、家家悦会员店，永辉的仓储店依托于独特的本土供应链优势，并在门店、线上化等方面做好了相应的适配。

仓储店的单店模型尚未迭代成熟，但改造成功推动公司利润端改善，且后续在自有品牌推进等仍有进一步改进空间。尽管到目前为止，永辉的仓储店尚未能取得整体的盈利，但我们仍认为其是长期最有希望突围的本土仓储店之一，后续在自有品牌迭代、用户消费行为变迁等方面有望持续受益。

## 2.2. 大力布局线上，紧握消费者新趋势

生鲜线上化趋势显著。从生鲜零售渠道来看，超市、菜市场等线下渠道仍是生鲜零售的主要渠道，线上零售占比逐年提升。根据艾瑞咨询的数据，2016-2020 年中国生鲜线上零售占比呈逐年上升趋势，受疫情催化，随着消费者线上消费转移及网购习惯的养成，2020 年中国生鲜线上零售占比达 14.6%。未来随着数字化的提升，中国生鲜线上零售渗透率有望进一步提高。

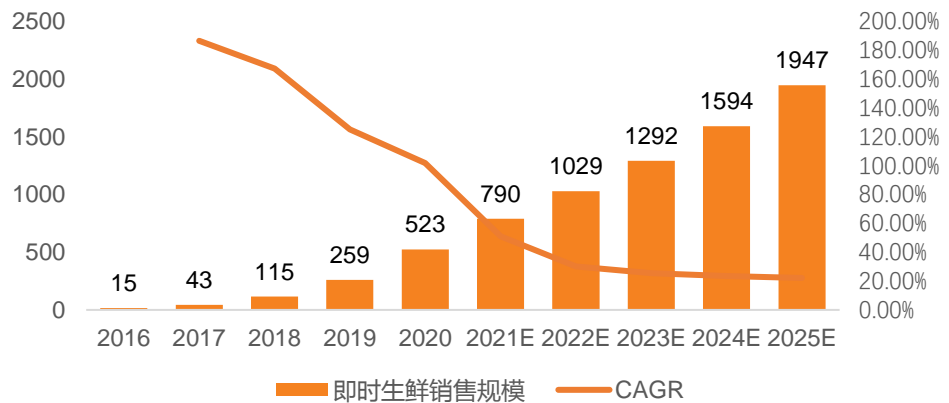
图 25：2016-2020 年中国生鲜零售市场规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

即时零售市场是增长最快的线上零售模式之一，中国的即时电子商务市场分为前置仓模式和超市到家两种模式，超市到家又分为自营模式和平台模式。前置仓模式以有限的经营面积限定销售品种，一般营业面积为 300-500 平方米，拥有 2000-5000 个 SKU；仓店一体模式营业面积多在 5000-10000 平方米。根据 CIC 预计，随着消费者对产品质量、交货迅速的进一步追求，以及基础设施供给的完善和商业模式的丰富，即时生鲜消费有望持续增长。

图 26：即时生鲜消费增速（单位：亿元）



资料来源：CIC，叮咚买菜招股书，天风证券研究所

**生鲜线上化销售成本比例高昂，依托于现有门店，永辉开展超市到家的线上零售模式。**由于超市到家依托于现有的门店模型，其 UE 模型有部分显著的差异点：

- ① 超市到家产品定价通常依托于门店，而前置仓具备更灵活的定价，因此前置仓模式具备更大的毛利率波动区间。
- ② 履约成本上，前置仓模式需要承担中心仓的加工成本，前置仓租金也会高于超市到家负担的线上租金；超市到家通常依赖于第三方平台的流量，需要支出相应的费用。

### 2.3. 永辉核心竞争力探讨：夯实数字化根基，调整供应链，组织架构再调整，在快速变化的环境中坚定不移提升长期能力

线下零售行业局势复杂多变，永辉坚定不移的加码长期能力建设：

**加码数字化建设构筑底层能力。**自新任 CEO 李松峰上任，围绕数字化建设成为永辉战略中最重要的入手点之一，对长期各项效率提升起到基础支撑的作用，将有效提升长期运营效率。具体落地上，主要有 4 点：①布局到家业务；②店铺的数字化、交易的数字化；③流量推荐的个性化分发、搜索程序，包括平台端给予用户新的销售场景；④后台以及供应链体系的协同，以前传统的后台及供应链采购可能是偏临时性、零散性的决策。数字化投入将实现对门店更加高效的管理，这部分相关的基础设施投入之后能够支持线上和线下的经营运转，更加注重效率的提升。更进一步，互联网、供应链及门店三端均打通，就解决了数据的产生来源问题，后面要把数字经过一定的标签、参数处理变成可应用的资产，最终的结果是整个运营、商品效率的提升。

**调整供应链，提高头部 SKU 集中度。**精简供应链，同时强化自有品牌，从而在供应链端提升 SKU 效率。

**组织结构扁平化。**在高层上，永辉已实现较为平稳的职业经理人交接；在中层和基层的管理机制上，随数字化推行，过往依赖管理人员相机决断的情形将大幅减少，因而强化高层到基层的执行成了永辉彻底落地数字化业务的关键。公司组织调整平稳进行，我们认为将对公司的业务调整起到有效的支撑作用。

**多举措并举，面向未来永辉蓄势待发，其所拥有的核心资源，包括线下门店和适配于线下门店的供应链体系、数字化的管理能力和灵活的管理机制都有望在未来发挥新价值。**

## 3. 盈利预测与投资建议

### 3.1. 盈利预测与估值

盈利预测：预计 2022-2023 年营收分别为 984.83、1053.77 亿元；由于同店同比转正，上调公司同店预测及毛利率，将 2022-2023 年公司归母净利润由-27.1、0.82 亿元上调至 0.77、13.02 亿元。

估值：2022、2023 公司仍处于盈利爬坡前周期阶段，因此我们采用 P/S 进行估值，考虑长期公司 2%的净利率中枢，给与公司 0.4XP/S，相较于同行我们认为该估值较为审慎，对应稳态盈利的 20X PE，对应 2023 目标市值 421.5 亿，对应目标价 4.64 元。

表 1：参考同行 P/S 估值倍数（收入以 2023 年 wind 一致预期计算）

	红旗连锁	家家悦
P/S 倍数	0.56	0.36

资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.2. 投资建议

平台经济领域反垄断、社区团购烧钱模式参与方意愿下降增速放缓、中小企业税务规范等问题对线下实体零售渠道价值重估，脱虚向实的大背景下实体渠道边际改善，关注线下实体零售渠道价值重估的机会。我们看好永辉超市本次反转的大周期，持续周期和上行力度或较强，给与增持评级。

## 4. 风险提示

- 1、经营改善不及预期：我们预期随公司自身经营周期、CPI 改善等驱动下公司经营改善，但存在经营改善不及预期的可能。
- 2、竞争格局不及预期。虽我们看好当下生鲜零售创新为存量参与者主导且整体走出内卷，存在竞争格局不及预期的可能。
- 3、消费下行。虽公司主要销售品类为日常必选消费品，但若消费持续超预期走低，仍存在受到影响的风险。
- 4、股价波动风险。公司近期收到股价异动关注函，股价波动较大的风险。
- 5、管理不善。公司业务涉及民生，若管理不善有较大的潜在风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,128.60	12,005.46	7,175.96	7,878.67	8,430.18	营业收入	84,876.96	93,199.11	89,699.53	98,483.40	105,377.23
应收票据及应收账款	993.26	447.40	939.16	583.18	1,045.72	营业成本	66,573.58	73,280.51	72,924.51	77,801.88	83,037.26
预付账款	2,398.08	2,467.80	2,374.45	2,791.66	2,722.08	营业税金及附加	247.22	219.75	258.28	267.55	286.27
存货	12,333.39	10,881.68	12,220.61	12,426.82	13,879.17	营业费用	13,782.07	15,438.73	16,773.81	17,016.61	16,965.73
其他	8,212.84	7,376.15	6,305.31	7,283.21	7,030.59	管理费用	2,013.33	2,293.03	2,206.93	2,462.08	2,634.43
<b>流动资产合计</b>	<b>31,066.18</b>	<b>33,178.49</b>	<b>29,015.49</b>	<b>30,963.54</b>	<b>33,107.74</b>	研发费用	0.00	0.00	538.20	590.90	632.26
长期股权投资	5,886.12	5,409.97	5,409.97	5,409.97	5,409.97	财务费用	351.15	223.46	1,099.00	499.00	298.98
固定资产	5,128.48	5,310.42	4,366.17	3,421.92	2,477.67	资产减值损失	(390.59)	(775.81)	0.00	0.00	0.00
在建工程	174.42	194.26	194.26	194.26	194.26	公允价值变动收益	83.77	1,151.56	(625.00)	10.00	(28.33)
无形资产	812.41	1,616.98	1,497.27	1,377.56	1,257.85	投资净收益	(68.68)	(142.94)	153.00	200.00	0.00
其他	9,285.41	10,447.85	7,257.40	7,743.25	7,070.44	其他	645.10	(773.94)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,286.84</b>	<b>22,979.49</b>	<b>18,725.08</b>	<b>18,146.96</b>	<b>16,410.20</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,640.00</b>	<b>2,284.76</b>	<b>(4,573.20)</b>	<b>55.37</b>	<b>1,493.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>52,353.02</b>	<b>56,157.98</b>	<b>47,740.58</b>	<b>49,110.50</b>	<b>49,517.94</b>	营业外收入	222.50	290.39	248.56	253.82	264.25
短期借款	10,813.37	13,890.00	10,235.12	11,307.90	7,265.53	营业外支出	85.41	400.97	178.20	221.53	266.90
应付票据及应付账款	12,983.31	12,513.67	12,859.45	14,210.69	14,681.03	<b>利润总额</b>	<b>1,777.09</b>	<b>2,174.18</b>	<b>(4,502.84)</b>	<b>87.66</b>	<b>1,491.31</b>
其他	7,690.35	5,017.54	10,378.02	9,165.80	12,395.04	所得税	324.25	520.99	(360.23)	7.01	119.31
<b>流动负债合计</b>	<b>31,487.03</b>	<b>31,421.21</b>	<b>33,472.59</b>	<b>34,684.40</b>	<b>34,341.60</b>	<b>净利润</b>	<b>1,452.84</b>	<b>1,653.19</b>	<b>(4,142.61)</b>	<b>80.65</b>	<b>1,372.01</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(110.89)	(141.28)	(210.01)	4.09	69.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,563.73</b>	<b>1,794.47</b>	<b>(3,932.60)</b>	<b>76.56</b>	<b>1,302.46</b>
其他	411.56	871.49	509.08	597.38	659.32	每股收益(元)	0.17	0.20	(0.43)	0.01	0.14
<b>非流动负债合计</b>	<b>411.56</b>	<b>871.49</b>	<b>509.08</b>	<b>597.38</b>	<b>659.32</b>						
<b>负债合计</b>	<b>31,898.60</b>	<b>35,764.78</b>	<b>33,981.67</b>	<b>35,281.78</b>	<b>35,000.92</b>						
少数股东权益	348.48	1,042.10	944.51	946.65	990.34	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	9,570.46	9,516.29	9,075.04	9,075.04	9,075.04	<b>成长能力</b>					
资本公积	7,177.95	6,926.92	4,299.01	4,299.01	4,299.01	营业收入	20.36%	9.80%	-3.75%	9.79%	7.00%
留存收益	4,354.24	4,917.55	984.94	1,025.00	1,843.05	营业利润	29.70%	39.31%	-300.16%	-101.21%	2598.23%
其他	(996.70)	(2,009.65)	(1,544.60)	(1,516.98)	(1,690.41)	归属于母公司净利润	5.63%	14.76%	-319.15%	-101.95%	1601.27%
<b>股东权益合计</b>	<b>20,454.42</b>	<b>20,393.20</b>	<b>13,758.91</b>	<b>13,828.72</b>	<b>14,517.02</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52,353.02</b>	<b>56,157.98</b>	<b>47,740.58</b>	<b>49,110.50</b>	<b>49,517.94</b>	毛利率	21.56%	21.37%	18.70%	21.00%	21.20%
						净利率	1.84%	1.93%	-4.38%	0.08%	1.24%
						ROE	7.78%	9.27%	-30.69%	0.59%	9.63%
						ROIC	15.23%	13.49%	-27.30%	5.44%	17.70%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	60.93%	63.69%	71.18%	71.84%	70.68%
						净负债率	18.01%	9.24%	22.23%	24.80%	-8.02%
						流动比率	0.99	0.95	0.87	0.89	0.96
						速动比率	0.59	0.64	0.50	0.53	0.56
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	55.15	129.38	129.38	129.38	129.38
						存货周转率	8.30	8.03	7.77	7.99	8.01
						总资产周转率	1.85	1.72	1.73	2.03	2.14
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.17	0.20	-0.43	0.01	0.14
						每股经营现金流	0.05	0.68	0.18	0.00	0.61
						每股净资产	2.22	2.13	1.41	1.42	1.49
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	24.78	21.59	-9.85	506.16	29.75
						市净率	1.93	2.00	3.02	3.01	2.86
						EV/EBITDA	19.07	12.95	-14.65	21.74	10.97
						EV/EBIT	25.45	16.54	-10.16	63.47	17.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com