

商超行业快评

短看疫情及通胀下同店表现，中长期把握龙头经营修复机遇

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码: S0980517070001
联系人: 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

事项:

近期，国内新冠疫情再度出现反弹，在疫情防控升级背景下，消费者囤货及宅家场景推动生鲜等必需品类需求提升，具备较强供应链能力的商超龙头在此背景下有望受益。且长期来看，随着社区团购等模式冲击的减弱，以及龙头公司自身经营调整到位，商超板块有望迎来经营修复。

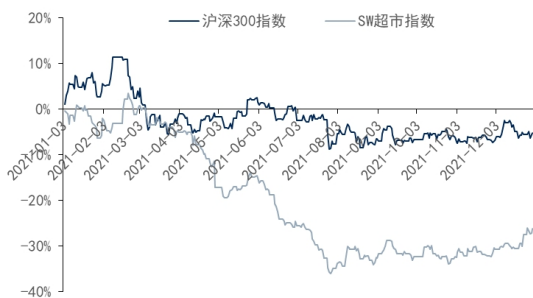
国信零售观点: 1) 自2020年下半年以来，由于后疫情时期囤积必选消费品的需求及CPI有所回落，同时受社区团购等新业态冲击，超市板块表现有所承压，板块行情的大幅回调也在一定程度上较为充分反映了前期基本面的利空因素，目前板块估值位于五年以来12%历史分位。2) 短期看，一是多地反复的疫情客观上催生了囤货以及宅家消费的需求，推动以生鲜等必选消费品为主的超市企业短期同店表现向好；二是CPI温和上涨具备支撑因素，亦有利于商超企业的同店表现。3) 中长期看，商超企业借助长期的供应链建设，尤其在生鲜领域构筑了较强的壁垒，而前期生鲜电商的低价竞争逐步得到缓和，社区团购补贴退潮下，新业态对超市业的冲击有所减弱，行业长期也将回归供应链建设作为核心壁垒，线下龙头商超的价值也将得到进一步凸显。同时龙头商超在后疫情也将稳步拓店，提高市场份额。建议关注生鲜供应链体系较为完善，稳步推进区域及全国扩张的永辉超市、家家悦、天虹股份等。

评论:

◆ 前期受新业态冲击及基数影响等，超市板块估值处于历史相对低位

自2020年下半年以来，由于后疫情时期囤积必选消费品的需求及CPI有所回落，同时受社区团购等新业态冲击，超市板块基本面表现有所承压。据Wind数据，2020年下半年，SW超市指数下跌27.93%，而同期沪深300指数上涨34.76%；2021年全年，SW超市指数下跌26.12%，跑输沪深300指数20.93pct。估值角度看，至2022年4月7日，SW超市板块PE(TTM，整体法)32.5倍，位于2017年以来12%历史分位，总体在一定程度上较为充分反映了前期基本面的利空因素。

图1: SW超市指数2021年股价相对沪深300指数的表现(%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: SW超市板块2017年以来PE(TTM,整体法)情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 短看疫情下门店表现及 CPI 温和上涨预期，中长期把握龙头商超价值回归机遇

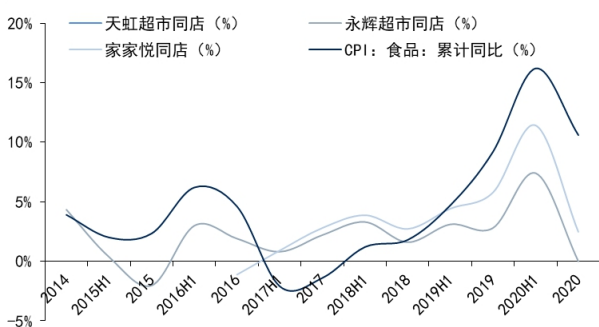
➤ 短期看疫情以及通胀预期提振门店表现：

1) 近期多地出现新冠疫情反复情况，消费者对日用品、米面粮油及生鲜食品进行囤积，订单量和客单价均出现增长，短期内将拉高商超的门店表现。以 2020 年初的疫情看，永辉超市 2020Q1 到家业务实现销售额 20.9 亿元，较 2019 年增长 2.3 倍，2020 上半年门店销售增长 7.4%，较 2019 年同期高出 4.3pct；家家悦 2020 上半年门店销售增长 11.41%，较 2019 年同期高出 6.99pct；天虹股份 2020 上半年线上销售同比增长 131%，超市业态门店销售增长达到 13.36%，较 2019 年同期高出 4.29pct。

2) 对于超市企业而言，实际数据验证门店增速与 CPI 增速正相关，尤其是食品价格的表现，因为超市以售卖需求价格弹性较小的必选消费品为主，终端零售价提升时销量变化较小。永辉超市、步步高及家家悦等的门店和食品 CPI 累计同比的拟合度较高。如 2019 年 CPI 整体呈现快速上涨的趋势，2019 年 8 月以来，食品类 CPI 当月同比保持 10% 及 10% 以上，其中受非洲猪瘟影响，猪价快速上涨，成为本轮 CPI 上涨的主要推动力。同期我们可以看到，永辉超市 2019H1 和 2019 全年的门店增速分别为 3.10%/2.80%，家家悦 2019H1 和 2019 全年门店增速分别为 4.42%/5.78%。

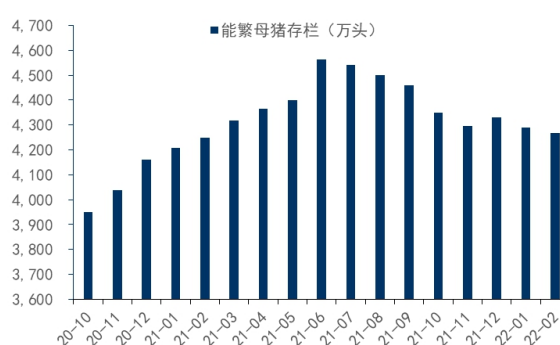
据国家统计局数据，虽近期食品价格有所下降，2021 年 1 月/2 月分别同比下降 3.8%/3.9%，主要系猪肉价格下降影响。而展望来看，猪肉价格有望实现上涨，一是产能方面自 2021 年 9 月以来，能繁母猪存栏从高位开始回落，二是玉米、豆粕等粮食价格上涨可能推高饲料价格，据中国饲料工业协会数据，2022 年 1-2 月育肥猪配合饲料平均价格为 3.54 元/公斤，较 2021 年 12 月环比上涨 1.2%，较 2021 年 1-2 月平均价格同比上涨 3%，从而有望拉动食品价格上涨，并进而利好商超企业的门店表现。

图3：超市企业门店增速与 CPI 食品累计同比（%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：能繁母猪存栏（万头）



资料来源：Wind、ifind、国信证券经济研究所整理

➤ 中长期看，商超企业借助长期的供应链建设，尤其在生鲜领域构筑较强的壁垒。

当前线上生鲜零售的低价竞争逐步得到缓和，社区团购补贴退潮下，新兴业态对超市业态的冲击减弱，行业长期也将回归供应链建设，线下龙头商超的价值也将得到进一步凸显。“烧钱补贴”逐步退场后，已有相关社区团购平台关闭运营的案例，如下表所示，2021 年以来，社区团购融资的相关事件不断减少，随着资本的退出，原有部分社区团购公司依靠烧钱补贴换规模的成长方式也将难以为继。

此外，商超本身也在积极寻求变革升级，开拓到店+到家+社区团购的全渠道零售模式，这一方面保证了商超本身紧跟消费趋势变迁，为立足新消费市场提供了基础；另一方面，全渠道的布局在原有到店人群基础上拓展了消费客群，延伸了消费半径。

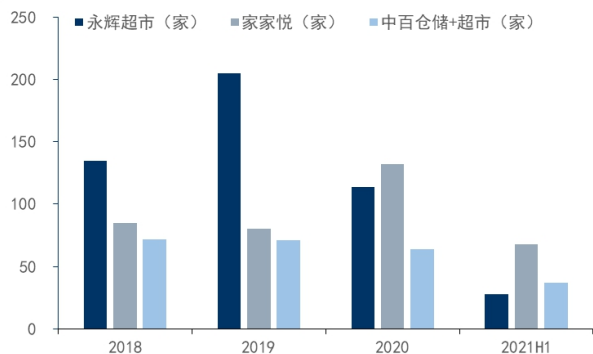
图5: 2019-2020 年社区团购相关融资案例

平台	融资时间	轮次	融资金额	投资机构
十荟团	2020年11月	C3轮	1.96亿美元	阿里巴巴、Jeneration Capital时代资本等
	2020年7月	C2轮	8000万美元	鼎晖投资、GGV纪源资本等
	2020年5月	C1轮	8140万美元	GGV纪源资本、愉悦资本、启明创投等
	2020年1月	B轮	8830万美元	愉悦资本、阿里巴巴、真格基金等
兴盛优选	2020年12月	-	7亿美元	京东集团
	2020年7月	C+轮	8亿美元	KKR, 腾讯、红杉中国、天一资本等
	2019年9月	B轮	2亿美元	未披露
	2019年7月	战略投资	4000万美元	KKR
同程生活	2020年6月	C轮	2亿美元	欢聚时代、亦联资本、君联资本等
	2019年8月	B轮	1亿美元	贝塔斯曼亚洲投资基金、亦联资本等
	2019年5月	A轮	数千万美元	元禾原点、百果园、同程旅游等
食享会	2019年10月	B+轮	2亿美元	腾讯双百、软银亚洲、心元资本等

资料来源: 投资界、同程生活、食享会、京东黑板报、国信证券经济研究所整理

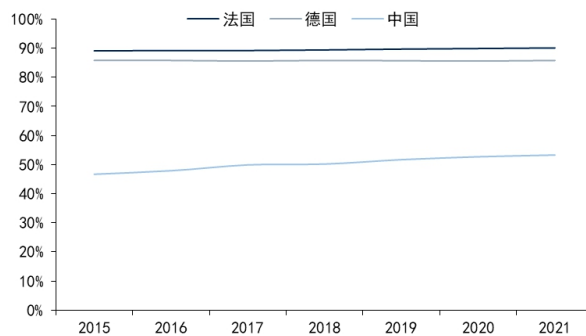
另外, 从线下业态的竞争格局角度看, 龙头商超有望受益疫情带来的线下业态集中度提升机遇, 后疫情时代, 中小商超、街边店等体系建设尚不完善, 抗风险能力较弱, 随着部分优质的开店区域的空出, 龙头商超自身也在稳步推进门店扩张, 永辉超市 2020 年/2021 上半年分别新开店 114 家/28 家, 家家悦 2020 年/2021 上半年分别新增门店 132 家/68 家。从国际对标看, 据欧睿国际数据, 相较于国际市场, 中国商超行业集中度仍有提升空间, 在上述因素推动下整体竞争格局利好龙头企业做大做强。

图6: 永辉超市/家家悦/中百集团新开店数量 (家)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 中国/美国/法国大卖场行业 CR5 集中度对比 (%)



资料来源: 欧睿国际、国信证券经济研究所整理

投资建议

总体上, 超市企业当前估值已在一定程度上反映了前期基本面的利空因素, 短期企业的同店表现有望受益疫情囤货需求, 以及 CPI 温和上涨预期。同时从外部竞争看, 前期线上零售的低价竞争逐步得到缓和, 社区团购等新兴业态补贴退潮后对超市业态的冲击减弱, 行业长期也将回归供应链建设, 线下龙头商超的价值也将得到进一步凸显。建议关注生鲜供应链体系较为完善, 稳步推进区域及全国扩张的永辉超市、家家悦、天虹股份等。具体来看:

1) **永辉超市**: 公司作为全国化经营的龙头商超企业, 截至 2021 上半年, 门店总数达到 1026 家, 业务覆盖 29 个省份, 生鲜及加工业务收入占比达到 43%, 同时积极推进线上化, 2021 年前三季度线上销售额达

99.7 亿元，同比增长 52.56%，“永辉生活”自营到家业务已覆盖 962 家门店，实现销售额 53.7 亿元，同比增长 19.5%，月平均复购率为 48.25%，第三方平台到家业务已覆盖 897 家门店，实现销售额 46 亿元，日均单量 17.6 万单。近期公司公布了 2022 年 1-2 月经营情况，实现营收 204 亿元左右，同比增长 3% 左右，实现经营性净利润 7.6 亿元，同店增长约 1.6%，整体表现有所好转。预计近期伴随行业格局的优化以及公司自身的有效调整后推动同店增长、毛利率提升，上半年业绩具备一定支撑。

2) 家家悦：山东龙头商超企业，近年来积极推进全国扩张，拥有优异的供应链体系，以生鲜食品为核心竞争力，2021 上半年生鲜产品收入占比达到 44.38%，能够满足疫情下线下消费者囤货及线上订单增长的需求，以及未来 CPI 预期上行。截至 2021 年 9 月底，公司门店数量达到 1005 家，其中直营门店总数 959 家，加盟店总数 46 家。

3) 天虹股份：公司作为积极推进新零售建设的代表企业，旗下拥有购物中心、百货、超市及便利店等多业态，已进驻广东、江西、湖南等共计 8 省/市的 33 个城市，截至 2021 年底经营购物中心及百货 102 家（含加盟、管理输出 7 家）、超市门店 129 家（含独立超市 41 家）、便利店 203 家。其中超市定位中高端、数字化、体验式的生活超市，2021 年可比店的超市业态营业收入占比稳定在 60% 以上，持续深耕超市数字化，形成极速达+次日达+全国配业务矩阵，上线第三方平台，进一步提升超市线上网络覆盖的范围和配送速度，提高门店效能，2021 年超市到家销售同比增长 15%。

◆ 风险提示：

展店不及预期；同店表现不及预期；外部业态冲击加速。

表 1：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2022/4/7	EPS			PE			总市值（亿元） 2022/4/7
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
603708.SH	家家悦	买入	12.82	0.70	0.15	0.51	30.31	85.18	25.07	78.00
002419.SZ	天虹股份	买入	6.32	0.21	0.19	0.27	36.19	32.48	23.47	73.87
601933.SH	永辉超市	买入	4.37	0.19	-0.37	0.03	38.08	-	162.40	396.58

资料来源：Wind 一致预测、国信证券经济研究所整理 注：天虹股份 2021 年为实际值

相关研究报告：

- 《商贸零售行业双周报（22 年 03 期）-社零增速整体回升，关注疫情下商超同店表现》——2022-03-16
- 《社零消费全年稳健，关注低估值板块主题催化机遇》——2022-01-18
- 《生鲜零售系列二之社区团购专题：下沉市场效率革命开启，低价竞争后重视供应链价值》——2020-12-21
- 《生鲜行业系列之生鲜电商专题：行业需求趁势而起，紧抓供应链胜负手》——2020-03-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032