

永辉超市 (601933)

阴云终将过，非常时期显韧性，竞争环境改善下超市龙头再起航

增持 (首次)

2022年05月29日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书: S0600121010005

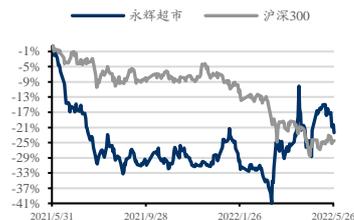
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	91,062	99,831	106,816	112,544
同比	-2%	10%	7%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	-3,944	714	1,337	1,764
同比	-320%	118%	87%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.43	0.08	0.15	0.19
P/E (现价&最新股本摊薄)	—	55.80	29.79	22.58

投资要点

- 行业竞争格局优化+CPI 进入上行周期，零售行业经营格局有望改善：**永辉超市 2021 年巨额亏损与社区团购平台的大规模扩张有关，社区团购的低价策略对超市的经营产生重大影响。而随着社区团购平台在 2021 年下半年开始收缩，超市的经营环境已经显著改善。此外，超市经营杠杆高，有望随 CPI 上行而改善坪效和毛利额，进而实现更高的利润。
- 疫情期间超市展现出良好的经营韧性：**其一，超市主营的食品、生鲜、日用品受疫情影响程度不高。其二，疫情期间部分地区快递停发，居民只能通过超市渠道进行购物和囤货。其三，在封控区域，超市的供应链直接参与了商品的保供，因此在封城期间也能维持正常的利润水平。2022 年 4 月份的政治局会议要求毫不动摇减持“动态清零”政策，超市作为疫情管控期间韧性较强的行业，应当得到更多关注。
- 超市行业集中度有进一步提升空间，永辉是极少数持续扩张的全国性超市龙头：**据 Euromonitor，2021 年我国超市行业规模约为 3.1 万亿元，2016-2021 年 CAGR 仅 2%，是规模较大的成熟市场。未来超市企业的成长空间来自行业集中度提升，2021 年我国大卖场 CR3 仅为 38.3%，而美国为 95%。至 2022M5，永辉在全国 29 个省市拥有 1062 个门店，2015-20 年收入 CAGR 为 22%，是极少数仍在持续扩张的全国性超市。
- 生鲜供应链是永辉超市的终极护城河：**超市的经营逻辑就是通过生鲜引流带动其他产品的销量，生鲜消费高频刚需，要求现场挑选、即时消费，是线下超市的终极壁垒。我们认为未来生鲜流通渠道从传统农贸市场转移到连锁超市，是一个大趋势。而供应链决定了生鲜品的价格和质量优势，永辉超市是国内最先打造生鲜供应链、生鲜销售额最高的连锁超市之一，未来公司的供应链优势有望逐渐转化成门店规模与营业利润。
- 仓储店、超市到家初显成效：**公司 2021 年开业 53 家仓储会员店，可比同店营业额同比+32.9%，仓储会员店模式有望成为公司的新增长点。新零售和线上业务方面，前期试错遗留门店基本完成清理，亏损得到控制；公司形成以超市到家为主的线上销售体系，2021 年收入同比增长 25.6%，收入占比达 14.4%，到家业务的发展有望提振坪效，增厚利润。
- 盈利预测与投资评级：**2021H2 以来，超市行业经营环境显著改善，公司业绩有望迅速恢复。永辉超市作为仍在持续扩张、生鲜供应链壁垒深的全国性超市，具备一定的稀缺性。我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 7.1/13.4/17.6 亿元，同比+118%/87%/32%，5 月 27 日收盘价对应 56/30/23x P/E，给予目标价 5.16 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，展店及新模式不及预期，疫情反复等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.39
一年最低/最高价	3.33/5.72
市净率(倍)	3.57
流通 A 股市值(百万元)	39,839.41
总市值(百万元)	39,839.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.23
资产负债率(% ,LF)	82.78
总股本(百万股)	9,075.04
流通 A 股(百万股)	9,075.04

相关研究

内容目录

前言	5
1. CPI 上行+竞争格局优化，超市行业经营环境改善.....	5
1.1. 反垄断监管+社区团购理性趋缓，零售业竞争环境优化	5
1.2. CPI 有望进入上行周期，利于超市行业经营边际改善	6
1.3. 疫情保供中流砥柱，非常时期超市展现良好韧性	8
2. 超市行业未来展望：进入存量博弈，集中度或持续提升.....	9
2.1. 线上、线下消费存在明显边界，连锁商超将长期存在	9
2.2. 超市是天然的高集中度赛道，生鲜龙头有望持续增长	12
3. 永辉超市核心竞争力：得供应链者得天下.....	13
3.1. 永辉超市：独一无二的全国生鲜超市龙头，市占率持续提升	13
3.2. 生鲜：聚客效应强，经营难度大，是线下商超的必争之地	16
3.3. 永辉超市深耕多年，积累下强大的全国性生鲜供应链	18
4. 公司简介：全国超市龙头，新模式不断优化经营边际改善.....	21
4.1. 农改超起家的全国性超市龙头，经营效率领先，营收剑指千亿	21
4.2. 试水仓储会员店，取得初步成效	25
4.3. 线上业务走上正轨，超市到家稳健增长	27
5. 盈利预测与投资建议.....	29
5.1. 关键假设与盈利预测	29
5.2. 投资建议	30
6. 风险提示.....	31

图表目录

图 1:	超市的经营杠杆使经营利润的变动幅度大于收入	7
图 2:	超市经营杠杆大于免税、服装零售	7
图 3:	食品 CPI 同比增速与永辉超市同店 yoy	7
图 4:	食品 CPI 同比增速与永辉超市经营利润率	7
图 5:	肉类价格位于周期底部附近, 2022 年 CPI 有望进入上行阶段	8
图 6:	2022 年 3 月各大品类限额以上零售额增速: 必选品消费保持稳健	8
图 7:	2010 年之后我国超市行业规模增速有所放慢, 但仍保持正增长	9
图 8:	2021 年我国各大零售渠道占比	10
图 9:	我国超市及大卖场渠道零售额占比有所下降	10
图 10:	2010 年以来, 我国电商行业经历了快速的发展	10
图 11:	2011 年后我国超市规模增速慢于零售业整体	10
图 12:	不同品类的线上渗透率差异较大, 部分品类更适合线下渠道	11
图 13:	看重“体验感”和“即时性”的消费, 线下仍然会是重要的消费场景	11
图 14:	中国大型连锁超市 CR3 市场份额	12
图 15:	美国大型连锁超市 CR3 市场份额	12
图 16:	我国连锁大卖场企业市场份额 CR5 (%)	13
图 17:	全国性连锁超市的含税销售额及增速	14
图 18:	各省份永辉超市大店数量	14
图 19:	中国各线城市及永辉已进入城市数量 (个)	15
图 20:	永辉已开业进入城市占各线城市比重	15
图 21:	永辉已开业门店的各线城市分布	15
图 22:	永辉筹建中门店的各线城市分布	15
图 23:	A 股上市超市生鲜零售额对比 (2021 年, 亿元)	16
图 24:	A 股上市超市生鲜零售额占比 (2021 年, %)	16
图 25:	2020 年我国生鲜市场规模近 4 万亿元	16
图 26:	生鲜消费呈现高频的特点	16
图 27:	我国生鲜流通渠道与国外对比: 传统渠道占比高, 超市渠道有提升空间	17
图 28:	我国传统农贸市场渠道与超市渠道生鲜流通模式对比: 超市环节更少效率更高	17
图 29:	永辉物流中心配送作业额	20
图 30:	永辉超市物流中心运作面积	20
图 31:	永辉超市生鲜供应链 vs 社区团购	21
图 32:	永辉超市业务版图+战略投资	21
图 33:	永辉超市收入及增速	22
图 34:	永辉超市归母净利及增速	22
图 35:	永辉超市毛利率及销售净利率	23
图 36:	永辉超市分业务收入占比	23
图 37:	永辉超市分业务毛利率	23
图 38:	永辉超市费用率情况	24
图 39:	我国部分连锁超市企业 2020 年利润率及费用率	24
图 40:	永辉超市周转率情况	24
图 41:	我国部分连锁超市企业 2020 年周转率情况	24
图 42:	永辉超市平均单店经营面积	25

图 43: 永辉超市坪效	25
图 44: 永辉仓储超市门店外景	25
图 45: 永辉仓储超市内景	25
图 46: 仓储会员店模式 vs 传统大卖场	26
图 47: 永辉超市到家可从“永辉生活”自营 APP 以及美团等第三方 APP 下单, 由骑手或第三方物流送货上门	27
图 48: 永辉超市线上销售额大幅增长	28
图 49: 永辉超市线上销售额占比稳步提升	28
表 1: 2021 年下半年以来, 社区团购行业进入收缩阶段, 部分中小平台退出市场	5
表 2: 近期部分反垄断政策整理	6
表 3: 部分品类限额以上商品零售额当月增速	9
表 4: 我国区域性连锁超市龙头基本情况一览	12
表 5: 永辉超市生鲜运营模式总结	18
表 6: 永辉超市生鲜采购模式一览	19
表 7: 部分永辉超市上游特色供应链股权绑定企业	20
表 8: 永辉超市到家业务部分经营数据	28
表 9: 永辉超市盈利预测关键假设: 经营面积、坪效及营业收入	29
表 10: 永辉超市盈利预测关键假设: 毛利率及费用率	29
表 11: 永辉超市盈利预测: 营业收入及归母净利润	30
表 12: 可比公司估值表 (可比公司收盘价截至 2022-05-27)	31

前言

永辉超市 2022Q1 实现归母净利润 5 亿元,同比增长 20.5 倍。而在刚刚过去的 2021 年,公司全年亏损 39.4 亿元。从 2021 年的巨额亏损到 2022Q1 的迅速恢复,这期间究竟发生了什么事情,如何看待这家连锁超市龙头的后续发展?这是本文主要解答的问题。

1. CPI 上行+竞争格局优化,超市行业经营环境改善

1.1. 反垄断监管+社区团购理性趋缓,零售业竞争环境优化

社区团购快速扩张过程中的大幅让利,导致了永辉超市等连锁超市企业在 2021 年营收、毛利率的下滑。社区团购的经营类目与超市相似,都是以生鲜和日用品为主。但在巨头的亏损和补贴之下,在销售价格上相比传统商超拥有较大的优势。我们在去年发布的《社区团购深度研究:硝烟进行时,品牌/平台/团长都在想什么》中对比了当时社区团购和本土超市的价格:社区团购平台的生鲜类产品平均比超市便宜 25~30%,标品日用品平均便宜约 20%。老百姓对日常消费品的价格是相当敏感的,如此大的价格差距使得超市的人流量减少,零售价承压。据永辉超市年报,2021 年公司除了西藏地区实现收入利润双增长外,其他省市均有不同程度的下滑。

2021 年下半年以来,社区团购小平台退出、大平台扩张及补贴力度放缓,客观上改善了连锁超市行业的竞争格局。社区团购并非是一个不能盈利的业务,但若要维系 20%左右的价格优势,平台也需承担 10~20%左右的亏损率。显然,这个亏损率是难以长时间持续下去的。2021 年下半年开始,同程生活、橙心优选、十荟团等平台先后大幅收缩业务或关停,而美团优选等头部平台也传出撤出部分边缘省份的消息。

表1: 2021 年下半年以来,社区团购行业进入收缩阶段,部分中小平台退出市场

平台/企业	社区团购业务收缩情况
美团优选	2022 年 4 月撤出甘肃、青海、宁夏、新疆等省份,陆续关仓
多多买菜	2022 年 2 月,推广快递代收点业务,在厦门等地区被监管部门叫停
兴盛优选	2021 年 9 月起暂不开通新城市,提出“磐石计划”,巩固已上线地区的业务
十荟团	2021 年 8 月开始退出部分省份;2022 年 3 月已全面关停,小程序已无法访问
橙心优选	2021 年 9 月开始退出部分省份,缩小业务范围;2022 年 3 月全线关停社区团购业务
同程生活	于 2021 年 7 月申请破产

数据来源: 界面新闻, 中新财经, 地歌网, 亿邦动力, 东吴证券研究所整理

而随着我国加强平台经济反垄断监管，以往企业通过补贴抢占市场的扩张方式，将在未来受到限制。从 2020 年 11 月的《反垄断指南》征求意见稿开始，我国反垄断政策不断加码，“以低于成本的价格销售商品”被法律明文禁止。随着这项政策的推出，我们认为超市行业未来受电商企业补贴扩张冲击的可能性大大降低。

表2: 近期部分反垄断政策整理

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2020-11-10	市场监管总局	《关于平台经济领域的反垄断指南》(征求意见稿)	明确了对平台经济领域开展反垄断监管要坚持营造公平竞争秩序、加强科学有效监管、激发创新创造活力、促进行业健康发展和维护各方合法利益的原则。
2021-02-07	国务院反垄断委员会	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	细化平台经济领域的反垄断细则，分析平台经济领域反垄断执法的具体思路和考虑因素。
2021-10-23	全国人大常委会	《中华人民共和国反垄断法》(修正草案)	禁止具有市场支配地位的经营者从事下列滥用市场支配地位的行为：(一)以不公平的高价销售商品或者以不公平的低价购买商品；(二)没有正当理由，以低于成本的价格销售商品。
2021-12-07	北京市市场监管发展研究中心和中国政法大学竞争法研究中心	《北京市平台经济领域反垄断合规指引》(2021年版)	以《反垄断法》为依据，根据国家市场监督管理总局制定的部门规章和《反垄断指南》，重点就垄断协议、滥用市场支配地位基本内容、行为表现和风险提示进行说明，并列举相应案例。

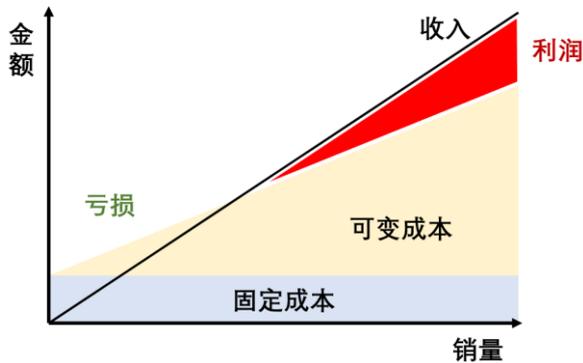
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所整理

在补贴力度下降之后，永辉超市等供应链强大的超市企业，重新发挥出其优势。要想做到持续的低价，唯有依靠常年累月积累出来的高效供应链。随着社区团购平台补贴力度下降，供应链领先的线下超市在生鲜、日用品等品类上找回了性价比优势，经营数据随之回暖。2022 年 1-2 月，永辉超市实现营业总收入约 204 亿元，同比+3%，其中同店增长约 1.6%。据北京商报，永辉超市在除夕前 10 天中，全渠道销售额比去年节日同期增长 15%。可见，2022 年年初永辉超市的经营已有明显恢复。

1.2. CPI 有望进入上行周期，利于超市行业经营边际改善

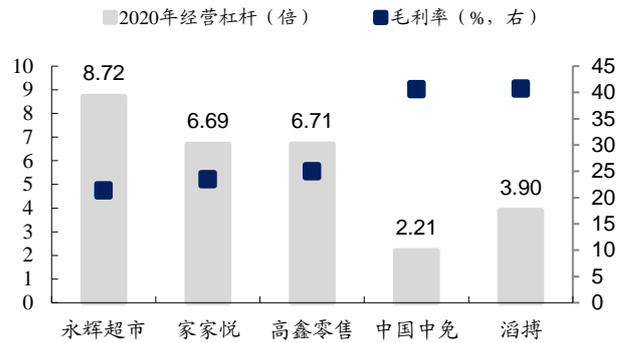
超市经营杠杆高，业绩对收入和毛利十分敏感。超市毛利率较薄、有明显的固定成本开支，这带来了高经营杠杆。我们用毛利率除以经营利润率，就能大致估算出零售企业的经营杠杆倍数。2020 年，永辉超市、家家悦、高鑫零售等超市企业的经营杠杆倍数均在 6 倍以上，而中国中免、滔博等毛利润率较高的零售企业，经营杠杆率均在 4 倍以下。这意味着 2020 年在其他的费用不变的条件下，若毛利额增减 1%，将导致超市企业的营业利润增减 6%以上，导致中免/滔博的营业利润增减 2~4%。可见，超市这类低毛利、高经营杠杆企业，其营业利润会对毛利额非常敏感。

图1: 超市的经营杠杆使经营利润的变动幅度大于收入



数据来源: 东吴证券研究所绘制

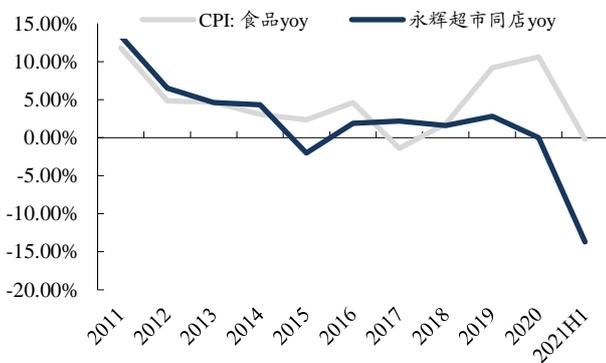
图2: 超市经营杠杆大于免税、服装零售



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

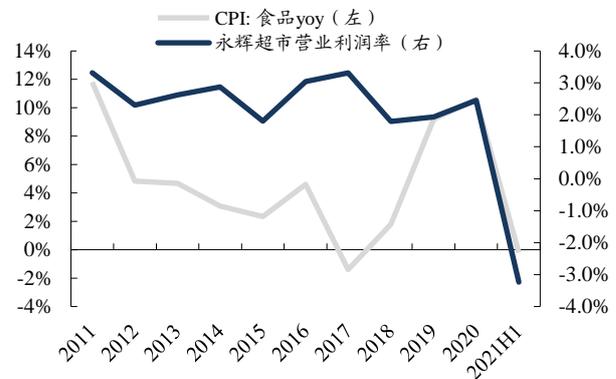
食品CPI上升时, 生鲜占比高的超市业绩有望改善。假设毛利率不变, 物价上升等效于同时提升了超市的收入和毛利总额, 而在此期间超市的固定成本(主要包括房租、人工、折旧、水电费等)不会发生太大的变化, 因此营业利润将得到大比例增长。但不是所有商品都能够随着CPI的上升而快速提价, 一般而言, 食品类是价格调整最为及时的品类, 食品也是CPI指数中最重要的短期变量之一。因此, 在食品CPI提升阶段中, 超市业绩有望快速释放。从历史上看, 永辉超市的同店收入增速和营业利润率, 均与食品CPI存在着一定的相关性。

图3: 食品CPI同比增速与永辉超市同店yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

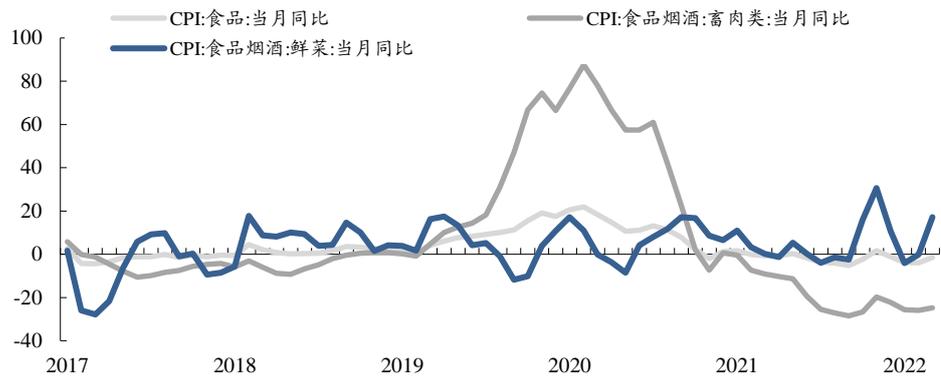
图4: 食品CPI同比增速与永辉超市经营利润率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021年下半年开始, 食品CPI整体呈现上升的趋势。而食品CPI的分项中, 猪肉一向是比较重要的影响因子, 其权重和波动幅度都比较大, 可以说猪肉的价格很大程度上影响了食品CPI乃至整体CPI的走势。2022Q1, 猪肉价格仍处低位。据wind, 历史上猪粮比通常在5~10x之间波动, 近15年来的中位数为7x, 而2022Q1的猪粮比仅为4.3x。猪粮比等指标表明, 目前食品CPI处于周期地位, 若未来CPI增速上行, 超市行业的同店收入和营业利润率均有望得到改善。

图5：肉类价格位于周期底部附近，2022年CPI有望进入上行阶段



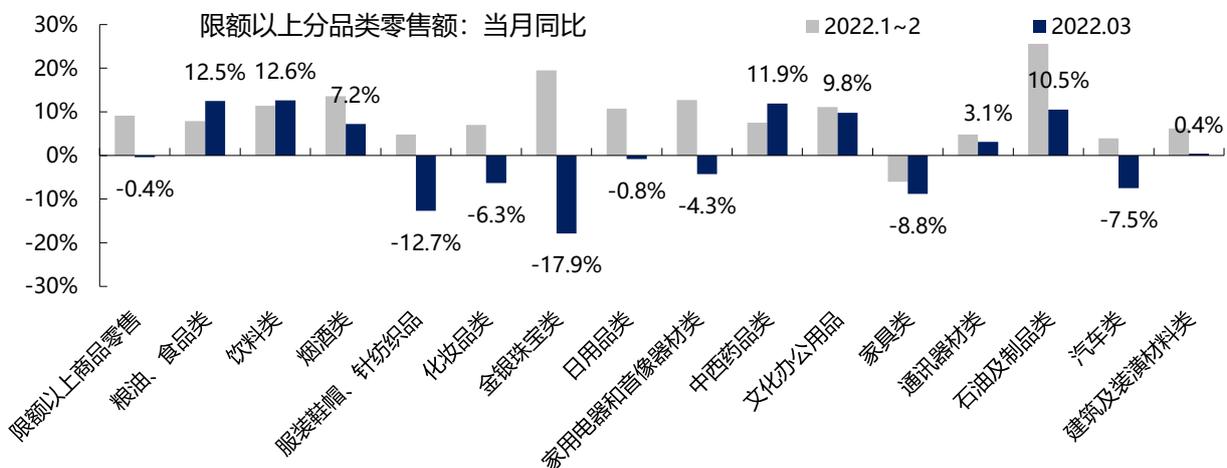
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 疫情保供中流砥柱，非常时期超市展现良好韧性

超市企业多年积累下来的供应链，成为疫情期间百姓生活必需品的重要来源。在疫情期间，跨省物流及市内物流均不同程度受阻，部分农贸批发市场关停。据样式财经报道，截至2022年3月38日，依据快递公司网点分布的最新停发地区，各地停发网点已超过2000个，订单平台也出现积压订单、暂停发货现象。在此情形下，线下商超成为了生活必需品供应的中流砥柱。部分供应链积淀比较深的连锁超市企业（如永辉超市等），采购环节对农贸市场和传统批发渠道的依赖程度不高，且拥有本地的仓库，因此在疫情封锁期间仍然能够保证稳定的供应。

超市的品类主要是生活必需品，其需求具备较高的韧性。永辉超市、家家悦等供应链领先的连锁超市，生鲜占比均在40%以上。其他品类中也不乏大量的日用百货商品。而在疫情期间，食品饮料是韧性最强的品类之一，国家统计局数据显示，3月份全国食品饮料品类的限额以上企业零售额受影响的幅度远远小于其他可选消费品类。

图6：2022年3月各大品类限额以上零售额增速：必选消费保持稳健



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

表3: 部分品类限额以上商品零售额当月增速

日期	限上商品零售	粮油食品	烟酒	服装鞋帽针纺织品	化妆品	金银珠宝	日用品	家电音像器材	文化办公用品	通讯器材类	石油及制品	汽车
2021.03	35.6%	8.3%	47.4%	69.1%	42.5%	83.2%	30.7%	38.9%	22.2%	23.5%	26.4%	48.7%
2021.04	16.4%	6.5%	26.2%	31.2%	17.8%	48.3%	17.2%	6.1%	6.7%	14.2%	18.3%	16.1%
2021.05	11.1%	10.6%	15.6%	12.3%	14.6%	31.5%	13.0%	3.1%	13.1%	8.8%	20.3%	6.3%
2021.06	12.3%	15.6%	18.2%	12.8%	13.5%	26.0%	14.0%	8.9%	25.9%	15.9%	21.9%	4.5%
2021.07	7.7%	11.3%	15.1%	7.5%	2.8%	14.3%	13.1%	8.2%	14.8%	0.1%	22.7%	-1.8%
2021.08	0.8%	9.5%	14.4%	-6.0%	0.0%	7.4%	-0.2%	-5.0%	20.4%	-14.9%	13.1%	-7.4%
2021.09	2.7%	9.2%	16.0%	-4.8%	3.9%	20.1%	0.5%	6.6%	22.6%	22.8%	17.3%	-11.8%
2021.10	4.7%	9.9%	14.3%	-3.3%	7.2%	12.6%	3.5%	9.5%	11.5%	34.8%	29.3%	-11.5%
2021.11	4.5%	14.8%	13.3%	-0.5%	8.2%	5.7%	8.6%	6.6%	18.1%	0.3%	25.9%	-9.0%
2021.12	1.7%	11.3%	7.0%	-2.3%	2.5%	-0.2%	18.8%	-6.0%	7.4%	0.3%	16.6%	-7.4%
2022.1-2	9.1%	7.9%	13.6%	4.8%	7.0%	19.5%	10.7%	12.7%	11.1%	4.8%	25.6%	3.9%
2022.03	-0.4%	12.5%	7.2%	-12.7%	-6.3%	-17.9%	-0.8%	-4.3%	9.8%	3.1%	10.5%	-7.5%

数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

2. 超市行业未来展望: 进入存量博弈, 集中度或持续提升

2.1. 线上、线下消费存在明显边界, 连锁商超将长期存在

近年来超市行业的规模稳中有增。超市、大卖场是一个重要的商品流通渠道。据 Euromonitor 数据, 2021 年超市在我国商品流通渠道中占比约为 12.7%, 是继电商之后最大的现代零售业态。2010 年之后超市的增速有所放慢, 但仍保持正增长。2021 年我国超市及大卖场行业规模为 3.09 万亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 2.1%。

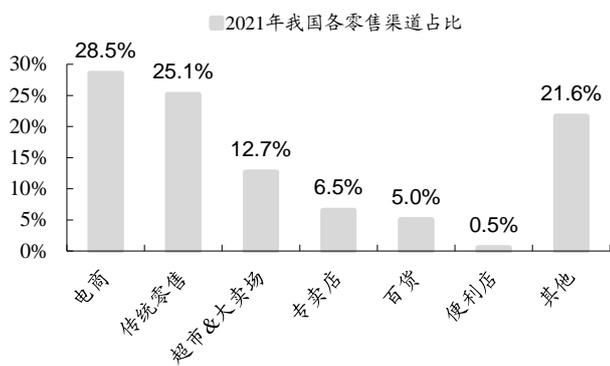
图7: 2010 年之后我国超市行业规模增速有所放慢, 但仍保持正增长



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

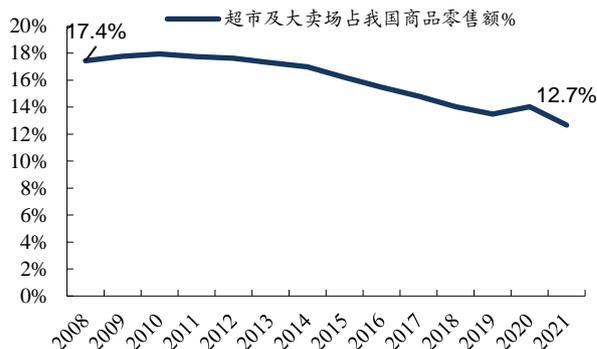
电商的崛起挤压了连锁超市的发展空间。2010~2020 年间，电商行业随着移动互联网的普及，迎来一轮持续的井喷式发展。电商的崛起无疑压制了线下连锁零售业的发展，据 Euromonitor，2011~2021 年我国超市行业规模 CAGR 为 4.4%，低于零售业 7.5% 的整体增速；其中，除 2020 年外，超市行业的同比增速均低于零售行业的整体。可见，过去几年电商行业的快速增长，一定程度上挤压了线下零售的发展。

图8：2021 年我国各大零售渠道占比



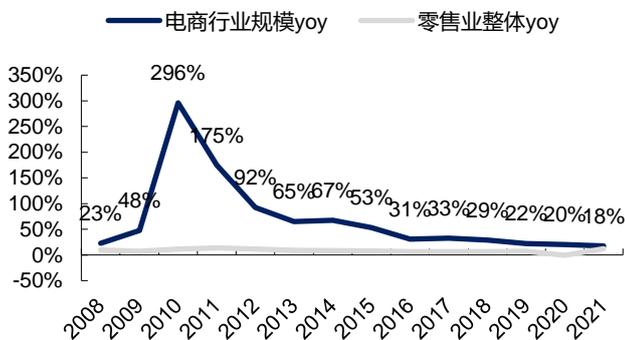
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图9：我国超市及大卖场渠道零售额占比有所下降



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图10：2010 年以来，我国电商行业经历了快速的发展



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

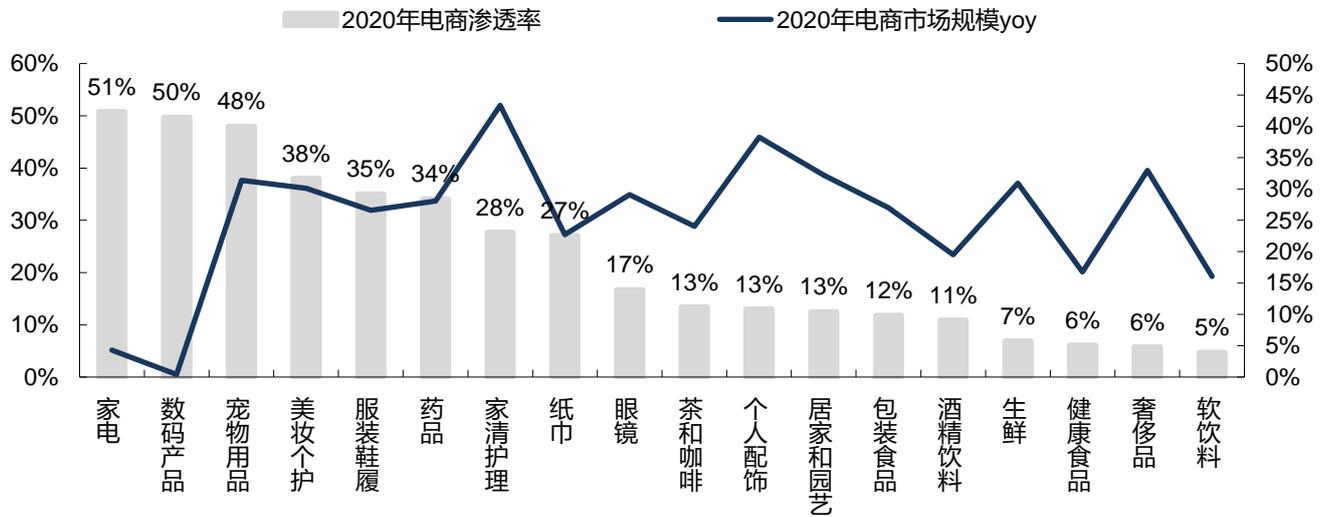
图11：2011 年后我国超市规模增速慢于零售业整体



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

电商适合重复消费、标准品商品，线下零售适合对体验感、即时性有要求的商品。电商经过多年的发展，其主要品类仍聚焦于家电数码、服装、美妆和一部分日用品。而对于需要即时性和体验感的生鲜、食品饮料等产品，线下零售仍然是最主要的流通渠道。根据 Euromonitor 数据，2020 年家电、数码产品的电商渗透率已经突破 50%，而生鲜、软饮等品类的电商渗透率不足 10%。电商渗透率较高的美容护理、服装鞋履，和渗透率较低的生鲜、软饮料，电商增速都在 15%~30%之间，增速的差异并不大。可见，电商渗透率低的饮料、生鲜、食品、奢侈品等品类，并没有呈现出“加速线上化”的增长趋势。究其原因，我们认为这些品类更讲究购物的体验感和即时性，所以消费者更倾向于在线下渠道进行消费。生鲜、食品、饮料，将是线下连锁零售渠道未来发展的基本盘。

图12: 不同品类的线上渗透率差异较大, 部分品类更适合线下渠道

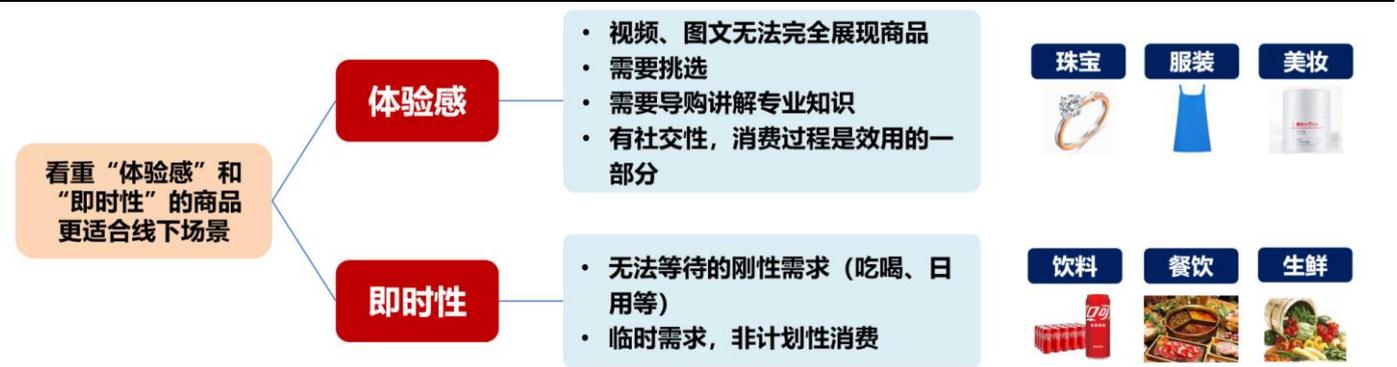


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

对于未来电商和线下零售的发展, 我们不能简单外推, 认为电商未来将取代超市。电商和线下连锁零售适合不同的品类, 在未来二者的份额会逐渐形成某种均衡。

超市的核心品类是生鲜及各类日用快消品刚需品, 对时效性要求高, 难以线上化。未来连锁超市在我国零售业中仍将拥有稳定的规模。超市通过生鲜和其他即时消费的刚需产品带来客流量, 由顾客连带购买其他高利润产品来实现盈利。只要生鲜的基本盘不被动摇, 超市的市场地位就能保持稳固。而生鲜首先是一个需要即时采购(保鲜期短、存放条件苛刻)、需要体验感(顾客实地挑选)的产品, 天然适合在线下渠道销售。此外, 连锁超市行业多年来积累下的生鲜供应链优势, 也够成了连锁超市的重要护城河。

图13: 看重“体验感”和“即时性”的消费, 线下仍然是重要的消费场景



数据来源: 东吴证券研究所绘制

2.2. 超市是天然的高集中度赛道，生鲜龙头有望持续成长

龙头超市的市占率仍有进一步提升的空间。尽管超市行业的整体规模增速不高，但龙头企业仍可通过市占率提升而实现持续的增长。据 Euromonitor，美国大型超市 CR3 企业的份额近年来保持在 95% 左右，而 2021 年我国 CR3 为 38.3%。我国现代连锁零售业的发展时间和美国比起来要短得多，目前仍处于集中度持续提升的阶段，未来连锁超市的龙头企业有望随着行业集中度的提升而继续增长。

图14：中国大型连锁超市 CR3 市场份额

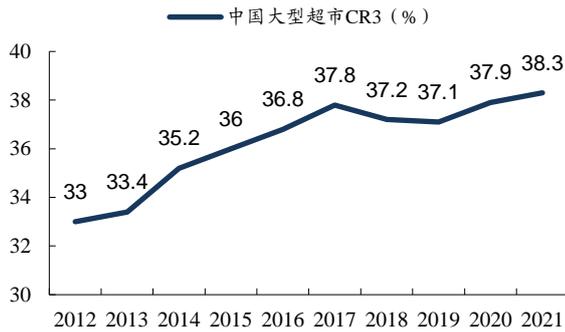
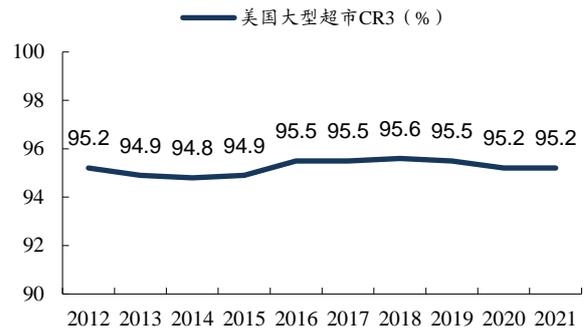


图15：美国大型连锁超市 CR3 市场份额



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

目前，我国连锁超市呈“群雄割据”局面。我国错综复杂的地域特性和城市层级，给企业跨区域运营带来了挑战。我国许多地区都有本地竞争力很强的区域性超市龙头，如山东的家家悦、湖南的步步高，它们的年销售额通常在 200~300 亿元以内。区域格局恰恰反映了跨地区供应链建设的难度，未来供应链和经营实力较强的连锁企业，有较大的跨区域整合空间。

表4：我国区域性连锁超市龙头基本情况一览

企业名称	主力区域	2020 年销售额 (含税, 亿元)	2020 门店总数 (个)
高鑫零售		1059.89	490
华润万家		878.28	3261
沃尔玛	全国性龙头	874.01	529
物美		587.90	627
联华超市		568.15	3192
家家悦	山东	279.19	868
步步高	湖南	244.51	377
中百集团	湖北	237.18	898
红旗连锁	四川	158.57	3336
重庆百货	重庆	107.30	184
利群集团	山东	107.05	553
欧亚集团	吉林	105.90	146
人人乐	华南	75.62	152

数据来源：CCFA，东吴证券研究所

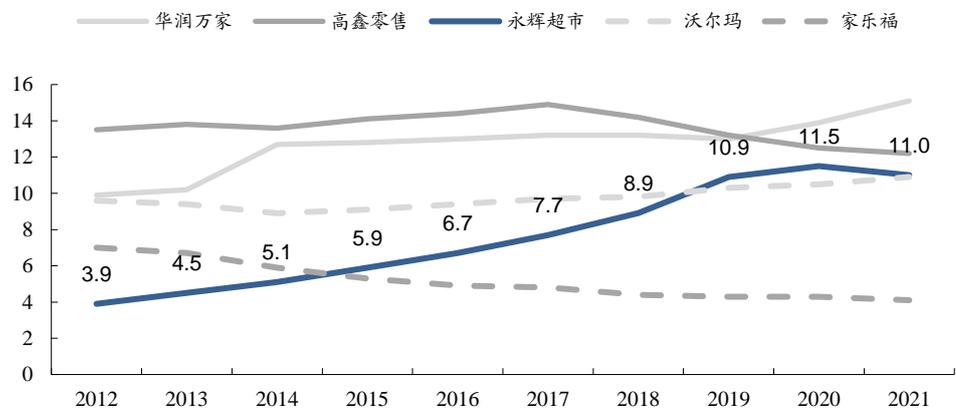
超市是个规模经济效应显著的行业，我国超市行业正处于集中度提升的阶段，龙头超市品牌有望通过市占率提升而实现持续增长。大型超市能够通过大规模采购获取更低的成本，并通过大规模、高度密集的门店，来摊薄后台管理及供应链相关费用。可见龙头超市将拥有明显的成本优势，未来超市集中度提升是一个行业级别的大趋势。目前我国的超市行业仍呈现地域割据的格局，有一定的整合空间。

3. 永辉超市核心竞争力：得供应链者得天下

3.1. 永辉超市：独一无二的全国生鲜超市龙头，市占率持续提升

永辉超市是为数不多的全国布局、并持续扩张的大型连锁超市。据 Euromonitor，永辉超市在我国连锁大卖场行业中的市场份额从 2012 年的 3.9% 提升至 2021 年的 11.0%，是 CR5 企业中份额提升幅度最高的企业。永辉超市从福建起家，此后先后进入重庆、北京、安徽等地区。2021 年公司已经进入全国 29 个省市，超市业态门店 1057 家。永辉超市的核心区域包括重庆、福建、四川、安徽、浙江、广东、江苏 7 个省及直辖市，公司 2021 年在这些地区均拥有超过 50 家门店。

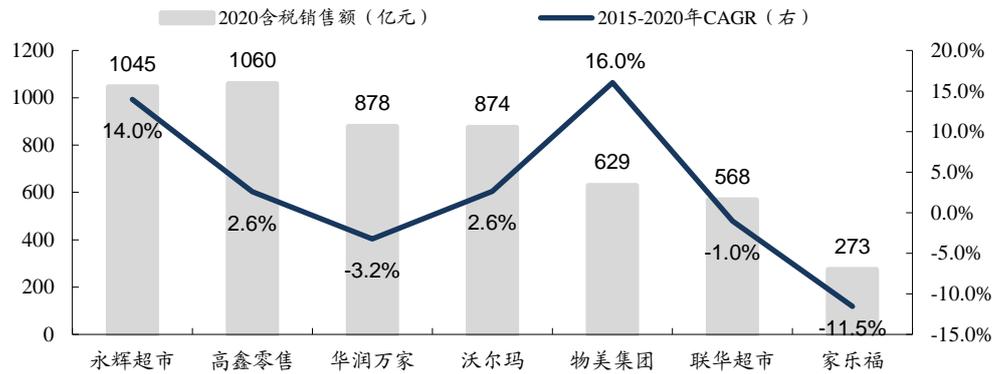
图16：我国连锁大卖场企业市场份额 CR5（%）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

永辉超市近年来的扩张速度在我国连锁超龙头企业中处于领先地位。我国连锁超市龙头包括永辉超市、物美集团，以大卖场业态为主的高鑫零售、沃尔玛、家乐福，以中小型门店为主的联华、华润万家等。据 CCFA 统计，以上大部分企业 2015-2020 年含税销售额 CAGR 都在 3% 以内，除近年来通过并购扩张的物美集团（CAGR 为 16%）之外，永辉超市 2015-2020 年的 CAGR（14%）是行业内最高的。这客观上也反映了超市行业总体增速有限、实力强劲的头部的企业市占率不断提升。

图17: 全国性连锁超市的含税销售额及增速



数据来源: CCFA, 东吴证券研究所

图18: 各省份永辉超市大店数量

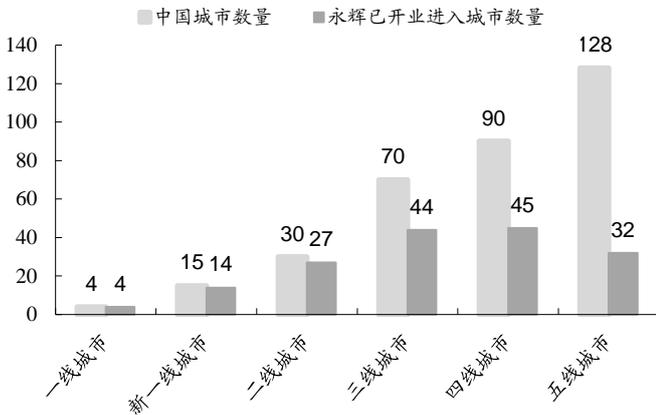
大店门店数	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
福建	88	97	104	104	108	113	119	127	128	146	153	144
重庆	53	64	71	79	88	93	102	112	118	140	144	148
北京	7	13	18	20	24	30	34	37	40	43	45	45
安徽	7	12	14	17	20	24	32	42	50	68	71	74
贵州	1	4	5	6	7	8	12	18	24	32	37	41
河南		3	7	11	12	15	20	27	31	35	40	44
天津		2	2	2	2	3	7	8	8	8	8	8
河北		1	5	8	13	13	15	18	25	35	47	47
江苏		5	10	15	15	18	23	37	53	61	70	71
辽宁		1	5	5	5	5	4	4	6	6	6	7
吉林		1	2	2	3	2	3	5	5	5	6	6
黑龙江		1	1	2	2	4	4	7	8	9	9	9
浙江			1	4	6	8	14	34	55	64	71	72
四川			4	7	13	26	37	51	70	85	97	111
陕西				2	4	6	8	12	19	27	32	33
广东				3	5	8	11	17	24	70	71	71
上海				1	3	6	10	15	20	31	34	38
山西						1	1	3	8	12	15	16
江西								3	7	10	13	15
湖北								1	1	4	11	16
云南								1	2	3	8	8
宁夏									3	5	5	4
广西									1	7	9	8
湖南									2	5	7	8
甘肃											2	3
山东											2	4
内蒙古											2	3
青海											1	1
西藏											1	2
合计	156	204	249	288	330	383	456	579	708	911	1017	1057

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

而在近年来新进入的两湖、云南、广西等区域, 以及成熟区域的低线城市, 永辉超市的门店仍有大幅开拓及加密的空间。

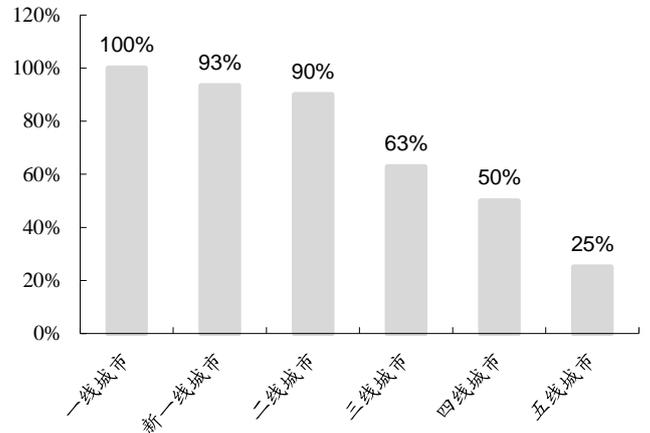
超市门店扩张是公司中期成长的最主要逻辑，三线及以下城市空间广阔：我国城市数量呈金字塔结构，低线城市和下沉市场的高基数带来了宽广的消费市场。截至 2022 年 5 月，永辉超市业态在一、二线城市的覆盖率均已达到 90% 以上，却仍未进入 58% 的三线及以下城市。

图19：中国各线城市及永辉已进入城市数量（个）



数据来源：《中国城市商业魅力排行榜》，公司官网，东吴证券研究所，截至 2022.5

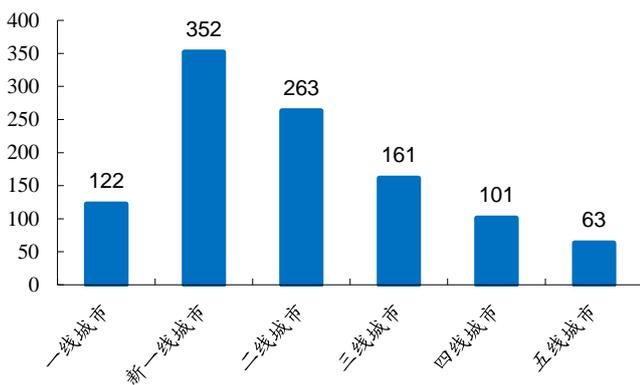
图20：永辉已开业进入城市占各线城市比重



数据来源：公司官网，东吴证券研究所，截至 2022.5

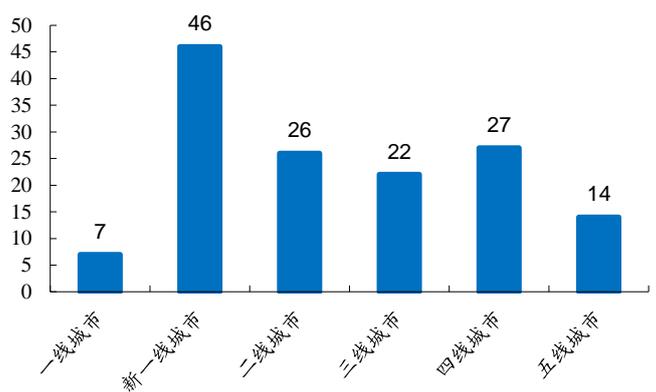
目前公司筹建的门店中，三线及以下城市占比达 44%。根据公司官网披露，截至 2022 年 5 月，公司已开业的 1062 家门店中，分布于三线及以下城市的门店数为 325 家，占全部门店的 31%；正在筹建的 142 家门店中，分布于三线及以下城市的门店数为 63 家，占比达到筹建中门店数的 44%。可见，公司已将一部分扩张重心转向了中底线城市。

图21：永辉已开业门店的各线城市分布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所，截至 2022.5

图22：永辉筹建中门店的各线城市分布



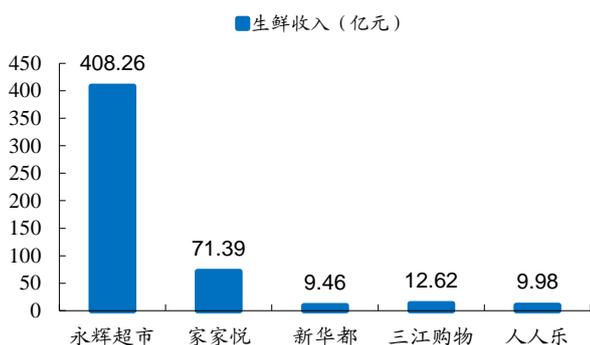
数据来源：公司官网，东吴证券研究所，截至 2022.5

总的来说，超市是一个行业规模稳定、逐步进入成熟期，但市场集中度仍有提升空间的行业。永辉超市作为近年来增长速度最快的全国性连锁超市，未来有望通过新区域的拓展和下沉市场的开拓而实现持续增长。

3.2. 生鲜：聚客效应强，经营难度大，是线下商超的必争之地

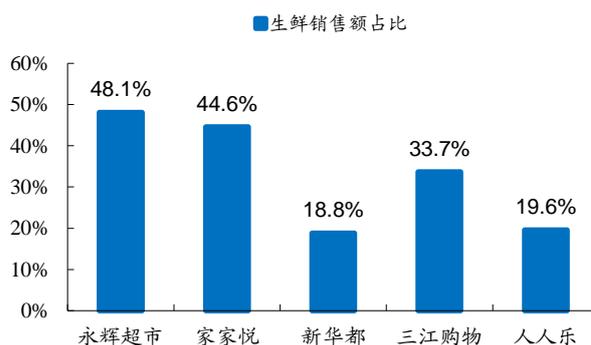
永辉超市得以实现市占率持续增长背后的核心原因，在于其拥有领先的生鲜供应链。永辉超市是极少数拥有跨省份生鲜供应能力的企业。公司创立之初就瞄准农改超机遇建立生鲜超市，也是业内率先重视生鲜品类，扩大生鲜区营业面积、并持续优化生鲜购物环境和供应链的连锁超市企业。不论是生鲜的销售规模还是销售额占比，永辉超市也一直位于行业的领先地位。生鲜是超市行业的引流品种和重要壁垒，永辉超市在生鲜供应链上的领先优势，是公司持续扩张背后的基础所在。

图23：A股上市超市生鲜零售额对比（2021年，亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：A股上市超市生鲜零售额占比（2021年，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

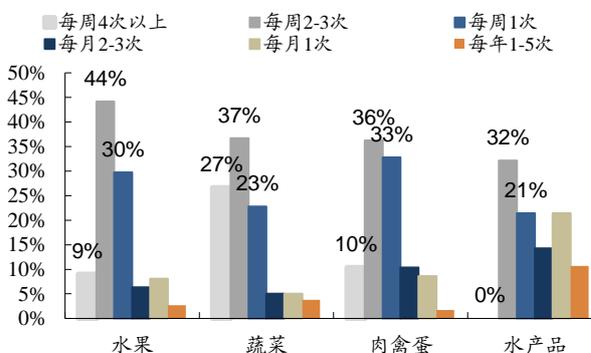
生鲜具备高频、刚性的特性，是重要引流品种，也是连锁超市的必争之地。生鲜商品主要包括水果、蔬菜、肉品、水产、干货及日配、熟食糕点等。作为生活必需的一日三餐食材，生鲜具有刚需特性，又因易腐烂而保质期短，故以“鲜”为美，因而决定了生鲜品类高频、短消费半径属性。由于我国生鲜消费结构中，水果、蔬菜等保鲜期短、非标准性强的产品占比较高，居民的生鲜购买频次也相对较高。尼尔森消费者趋势调查研究显示，中国消费者通过高频次购买生鲜来保证产品的新鲜度，平均每周购买新鲜食品3次。具备高频+刚需的特性的生鲜类产品，是线下商超引流的利器，也是其抵御电商进攻的重要堡垒。

图25：2020年我国生鲜市场规模近4万亿元



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

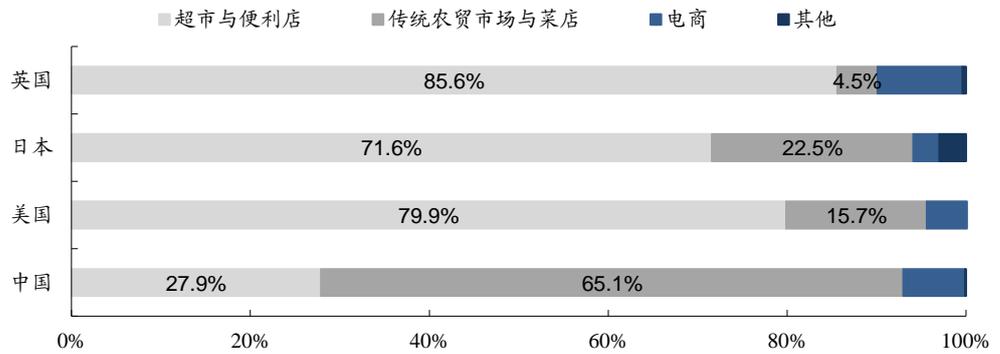
图26：生鲜消费呈现高频的特点



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

目前传统农贸市场仍是我国消费者生鲜购买的主要渠道，中长期来看超市占比有待提升：我国生鲜销售的渠道主要包括传统农贸市场、个体商户、超市、电商等。根据 Euromonitor 数据，2020 年传统农贸市场渠道的占比达到 65.1%，仍然是生鲜最主要的销售渠道；超市渠道占比为 27.9%，近年来稳中有升；而海外发达国家中，超市早已是生鲜的最主要流通渠道，美国、日本、英国等国家的超市渠道占比均在 70% 以上。

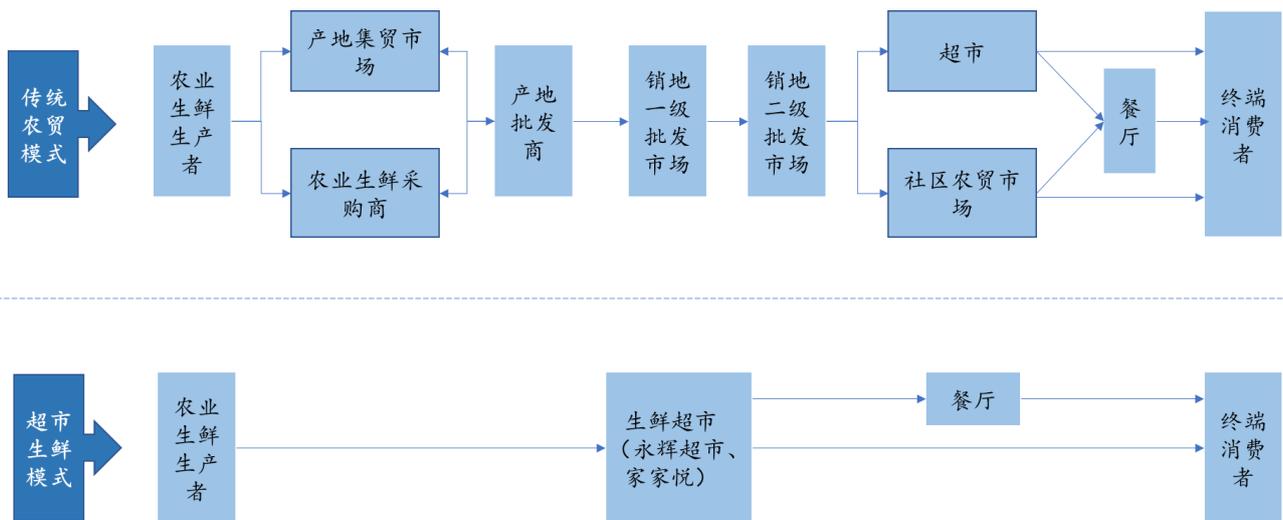
图27：我国生鲜流通渠道与国外对比：传统渠道占比高，超市渠道有提升空间



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

我们认为：虽然生鲜超市可能无法完全取代农贸市场，但将持续渗透其份额。相对于农贸市场，生鲜超市有以下优势：①明码标价，不短斤缺两。②保鲜设备更好。③无中间环节的直接采购和规模优势带来更低的采购成本，更规范的库存管理。④可以实现更好的溯源管理。⑤生鲜超市有清洁卫生的“主动性”，给消费者带来良好的购物体验，扫除了传统农贸市场“劣、脏、乱、差”的弊端。⑥食品违法成本更高，倒逼其重视食品安全。消费对消费环境和产品质量保障的需求是与日俱增的，未来我国生鲜的消费渠道向超市逐步转移将会是一个大趋势。

图28：我国传统农贸市场渠道与超市渠道生鲜流通模式对比：超市环节更少效率更高



超市生鲜中间环节少，效率更高，但供应链建设需要长时间持续投入。
未来超市生鲜有望逐步取代传统流通渠道！

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

对于线下零售商而言，生鲜运营壁垒较高，需要建立符合其供应链的组织架构和管控体系。在品类管理方面，需要强化有生鲜特色的品类退化，兼顾特色产品品种丰富度，识别线上线下商品共性与特征；在供应链建设方面，国内需要以消费需求为导向，搭建灵活有弹性的供应模式，海外需要搭建起全球品牌商合作关系；在物流配送方面，需要通盘考虑品类差异化特征，统筹物流，并建立精细化、高效节约的全渠道配送能力；在专业化经营方面，需要建立专门的“卖手”体系，制定商品加工标准，并做到商品专业分级和全程可追溯。永辉这类生鲜供应链领先、能通过生鲜品撬开市场的超市企业，未来有望将生鲜供应链优势，转化为门店规模的增长和利润率的提升。

3.3. 永辉超市深耕多年，积累下强大的全国性生鲜供应链

生鲜供应链构筑了永辉超市强大的经营护城河。生鲜供应链是超市经营的重点和难点。2000年，公司创始人张轩松瞄准机遇建立农改超生鲜超市，形成了初具规模的连锁体系。经过20年的经营沉淀，公司①组建专业团队，专门负责农产品种植辅导、采购、保鲜、冷藏、配送、售卖，实现了对生鲜农产品的单品类管理；②建立冷链系统，拥有恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链设施；③建立生鲜农产品质量认证体系和防控体系，保证了生鲜农产品的质量安全。整体来看，永辉的生鲜经营模式降低了生鲜农产品在“购、运、储、销”等环节的损耗率，提升了生鲜的盈利空间。强大的生鲜供应链不但需要时间的积淀，其正常运转也需要庞大的前端门店规模来支撑，竞争对手在短时间内难以复制。

表5：永辉超市生鲜运营模式总结

运营模式	具体内容
聚焦生鲜	以经营生鲜农产品为主，食品、日用品和服装为辅，通过生鲜吸引客流带动其他业务增长。2021年生鲜及加工收入占比44%。
购物环境	率先把生鲜区营业面积扩大，把蔬菜、水果、肉禽、水产等近3000多种生鲜产品作为主营产品，并对陈列台、灯光照明、称量、保鲜设施等全面改造升级，营造干净、有序、舒适的购物环境。
采购方式	通过大规模采购、源头直采压低成本。2021年全国拥有约600个直采基地，直采比例70%左右，做到价格低、损耗低，保鲜高、质量高。在多个省区下设采购办公室，实现平台、省区间协同开展供应链业务。采购模式划分为全国统采、区域直采、海外直采、供应商采购等。
特色供应链建设	在全国建立多个农业种植合作基地；入股蜀海、希杰富乐味、星源农牧、颐玖叁叁、国联水产、湘村高科、闽威实业等特色供应商，低成本掌握优质货源。
采购团队	截至2021年，公司共有1313名采购人员。公司组建专业生鲜买手团队，专门负责农产品辅导、采购、保鲜、冷藏、配送、售卖，实现对生鲜农产品的单品类管理；形成842万字的采购手册，配以数千张实物图片，内容涉及数千种商品品性描述、产区分布、采购谈判、分拣技术、仓储环节、上架要点、保鲜维护等描述。
加工配送	一般而言，公司通过直接向生鲜基地的农民采购的直采体系，将采购回来的生鲜产品在送到各连锁门店之前将统一送到配送中心进行分类、加工、整理等处理，然后再根据各门店的需求将生鲜产品配送到各门店，这种方式能够有效控制生鲜产品的库存量和损耗率，保证产品质量。
物流中心	2021，物流中心配送范围已覆盖全国29个省，总运作面积75万 m^2 ，员工人数约2620人，物流作业总额581亿元。公司拥有常温物流配送中心（含中转仓）19个，面向蔬果、冷冻冷藏品的定温配送中心14个，产地仓1个。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

千人买手团队深耕生鲜采购，842 万字采购手册沉淀生鲜运营经验。公司组建专业生鲜买手团队（2021 年团队人数达 1313 人），专门负责农产品辅导、采购、保鲜、冷藏、配送、售卖，实现对生鲜农产品的单品类管理。生鲜采购团队根据研发中心的分析结果，在收获期之前赶往各产区设定采购点，做到无中间环节直接向生鲜基地的农户进行采购。目前公司已经形成了 842 万字的采购手册，配以数千张实物图片，内容涉及数千种商品品性描述、产区分布、采购谈判、分拣技术、仓储环节、上架要点、保鲜维护等方面的描述。

“全国统采+区域直采+海外直采”为主、“供应商+当地农贸市场”为辅的采购体系既。有效降低采购成本，形成产品差异化。公司生鲜直采比例达到 70%以上，掌握着各地生鲜产品的价格、质量和生长周期等信息，产地直采已经形成技术壁垒。对于大批量、易保存的基础商品，公司采用全国统采实现规模化优势；对于有当地特色、不易长时间保存的商品，下放为区域直采；海外直采则主攻海外特色商品。通过足够的规模和直接针对生产者的现款采购，公司实现了采购的品种优势和对抗农贸市场的价格优势。

表6: 永辉超市生鲜采购模式一览

采购模式	模式释义
全国统采	大批量、易保存的基础商品采用全国统采
区域直采	有当地特色、不易长时间保存的商品下放为区域直采
海外直采	海外特色商品，供应链已深入加拿大、澳大利亚、智利、新西兰等地
供应商采购	将部分小农户集中为合作社，扩大专业合作社、大供应商合作范围，按规模化，品牌化方向建设，培育比较稳定的供应商
当地农贸市场采购	发挥批发市场的调节和保障作用，通过各地的农产品批发市场采购生鲜产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自建物流配送中心和冷链配送系统，形成生鲜物流壁垒。一般而言，公司通过直接向生鲜基地的农民采购的直采体系，将采购的生鲜产品在送到各连锁门店之前将统一送到配送中心进行分类、加工、整理等处理，然后再根据各门店的需求将生鲜产品配送到各门店，这种方式能够有效控制和降低生鲜产品的库存量和损耗率，保证产品质量。与其他商品的物流方式不同，生鲜类商品需要全程冷链运输以保障质量，最大程度的减小运输过程的损耗。永辉先后投资建设了物流配送中心和具有恒温、冷藏功能的冷链配送系统，有效控制了运输过程中的损耗。由于店铺密集，从配送中心到门店，各运输车辆已经形成了固定路线，以便统筹规划、节省成本。

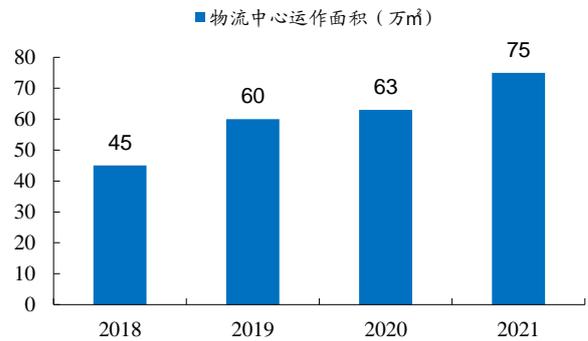
至 2021 年底，公司物流中心配送范围已覆盖全国 29 个省。扎实的物流基础是形成生鲜供应链壁垒的关键一环，永辉超市一直持续在物流配送中心上进行投入，物流运作中心运作面积逐年提升。2021 年，公司物流总运作面积达 75 万平方米，员工人数 2620 人，在全国已拥有 19 个常温仓（含中转仓）、14 个定温配送中心（主要用于蔬果、冷冻、冷藏品类）、以及 1 个产地仓。

图29: 永辉物流中心配送作业额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 永辉超市物流中心运作面积



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

投资入股特色供应链, 绑定优质上游。2016 年以来, 公司先后入股希杰富乐味、星源农牧、颐玖叁叁、湘村高科、闽威实业等特色供应商, 实现对肉类、水果、蔬菜、豆制品、水产等优质货源的深度绑定和供应商整合, 从而提升重点单品差异化竞争力、品类定制化能力和毛利空间。

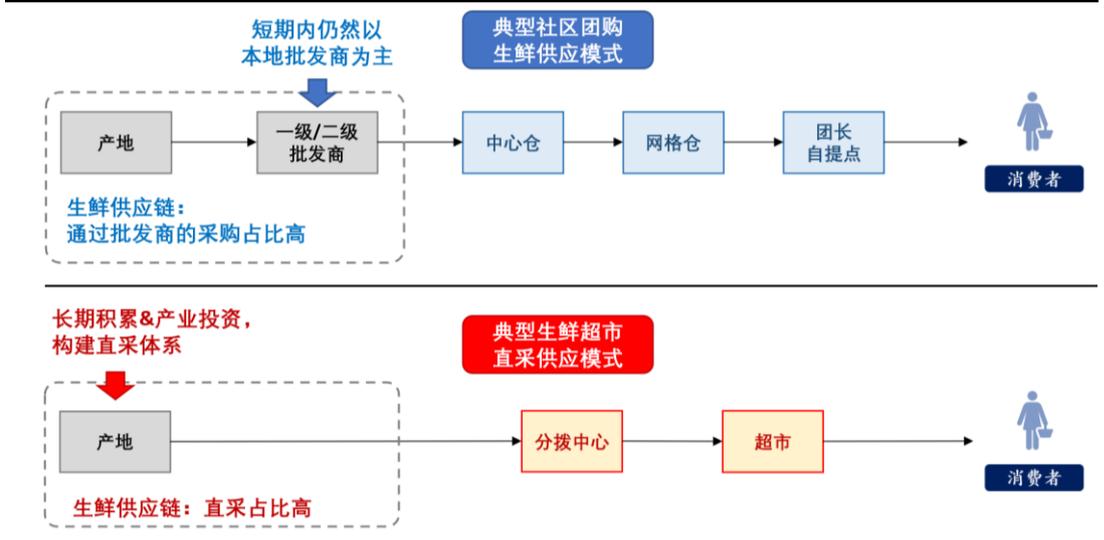
表7: 部分永辉超市上游特色供应链股权绑定企业

公司	公司主营业务	永辉超市投资时间	最新持股比例 (截至 2021 年报)
福建省星源农牧	以“生态循环科技”为核心的农业产业化省级重点龙头企业, 主要产品有生猪、有机肥、食用菌、蔬菜、水果等, 其中火龙果基地、食用菌栽培是特色产业。	2017	20%
福州颐玖叁叁豆制品	豆制品加工商, 主要产品有: 盒装老豆腐、嫩豆腐、内酯豆腐, 散装大板水豆腐, 香干系列、油豆腐系列、豆浆等五大类 29 种产品。	2017	42%
湘村高科农业	优良猪种“湘村黑猪”产业开发项目的承担单位, 是集种、养、加、销为一体的农业产业化龙头企业。自有几千亩生态示范场、多个省市运营中心及加工厂。产品有种猪、黑猪生鲜、商品猪、深加工产品。	2018	20%
福建闽威实业	集海洋经济鱼类育苗、养殖、加工、销售于一体的福建省农业产业化重点龙头渔业企业。产品有鲈鱼、黄鱼及各类鱼松、鱼脯、鱼类预制菜等加工食品。	2018	19.64%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

永辉超市的生鲜供应链能力相比社区团购等互联网新兴生鲜平台, 也有独到的优势。永辉超市直采体系的优势主要在于: ①产品可溯源, 质量更好更稳定; ②减少中间环节, 价格更便宜; ③供给稳定。而要拥有这样的直采体系, 需要: ①多年的积累和产业投资; ②庞大的终端门店提供稳定需求作为支撑。显然, 新兴的社区团购平台很难短时间做到这两点, 仍将以批发商为主要的生鲜货源。生鲜供应链上的优势使得永辉的生鲜产品进货价格更低、质量更好。随着互联网平台降低补贴, 未来公司在生鲜品上仍然有望保持性价比优势。

图31: 永辉超市生鲜供应链 vs 社区团购



数据来源：东吴证券研究所绘制

4. 公司简介：全国超市龙头，新模式不断优化经营边际改善

4.1. 农改超起家的全国性超市龙头，经营效率领先，营收剑指千亿

公司成立于2001年，是大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业，于2010年在A股上市，目前已发展成为以零售业为龙头，以生鲜为特色，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础的大型集团企业。至2022年5月，公司在福建、重庆等29个省市拥有1062家门店，经营面积超过800万平方米，是行业内为数不多的依然在扩张，并能够在大部分地区盈利的超市企业。

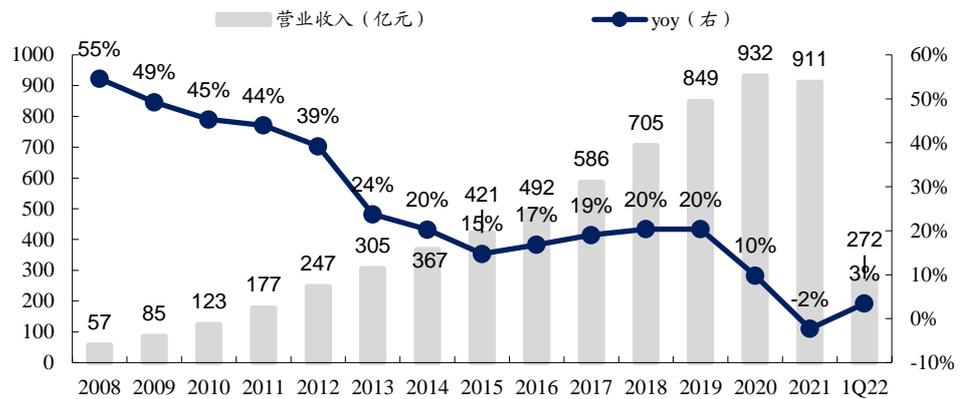
图32: 永辉超市业务版图+战略投资



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：彩食鲜、战略投资均为非并表业务，属长期股权投资

永辉超市在 2014-2019 年间保持 18% 的收入 CAGR，2020-21 年收入增速有所下滑。随着公司不断异地扩张，2007-2019 年间，永辉超市的收入从 37 亿元增长到 849 亿元，CAGR 为 30%；归母净利润的 CAGR 为 23%。即便是在电商增长非常快的 2014-2019 年间，公司也依然保持了 18%/13% 的收入/归母净利润 CAGR。而 2020/21 年，公司业绩增速明显下滑，其中 2021 年还出现了较大额的亏损。这一是受到了疫情的影响，二是互联网巨头在 2020 年下半年开始布局社区团购等生鲜电商模式，造成经营环境恶化；三是 2019-21 年公司对亏损较高的新零售业务进行战略调整，关停了部分 mini 店、超级物种门店，影响了短期内业绩，但也同时避免了长期亏损的发生。

图33: 永辉超市收入及增速



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图34: 永辉超市归母净利及增速



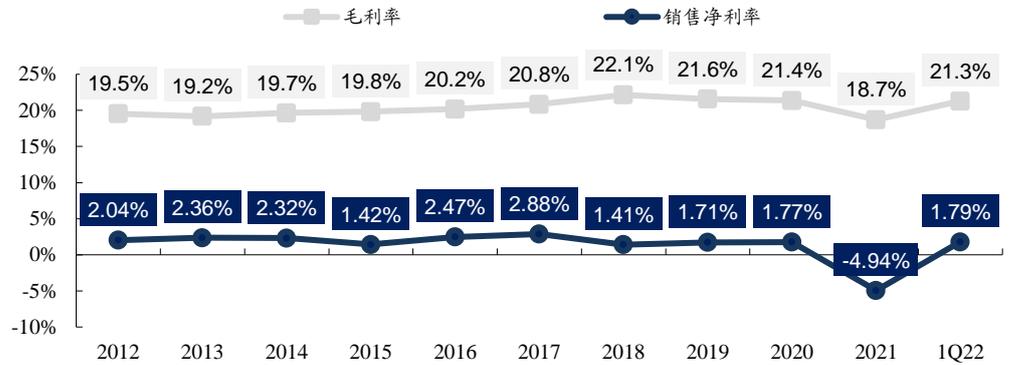
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2022Q1 毛利率、净利率有所恢复。从历史上看，永辉超市的整体毛利率在 20% 左右，净利率大致在 2% 上下波动。2021 年由于行业竞争环境恶化，公司毛利率/净利率分别为 18.7%/ -4.9%，同比-2.7/ -6.7pct。随着行业经营环境的改善，2022Q1 公司毛利率/净利率基本恢复至往年正常水平，分别为 21.3%/ 1.79%，同比+1.08/ +2.29pct。

2012-2020 年，永辉超市的毛利率有趋势性的小幅提升，从 19.5% 提升至 21.4%，主要原因是收入占比的变化。

公司的收入主要分为零售业和服务业两部分，其中零售业收入高、毛利低，服务业收入低、毛利高。2012-2020 年公司商品销售的毛利率大致稳定在 16~17%，而服务业的毛利率稳定在约 90%。随着服务业收入的占比不断提高，从 2012 年的 3.8% 提升至 2021 年的 6.7%，公司整体毛利率也有所增长。

图35: 永辉超市毛利率及销售净利率

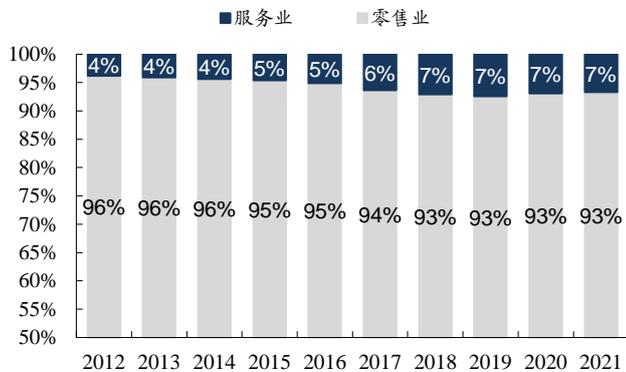


数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

零售业指的是商品买卖产生的收入，零售业的毛利率反映了公司整体进货价差。2012~2020 年, 公司零售业毛利率稳定在 16%~17%, 其中生鲜品的毛利率稳定在 13%, 食品用品及服装的毛利率稳定在 18% 左右。2021 年由于行业经营环境恶化, 零售业毛利率为 13.38%, 同比-2.94pct; 其中生鲜品的毛利率为 11.36%, 同比-2.48pct; 食品用品及服装的毛利率为 15.25%, 同比-3.35pct。

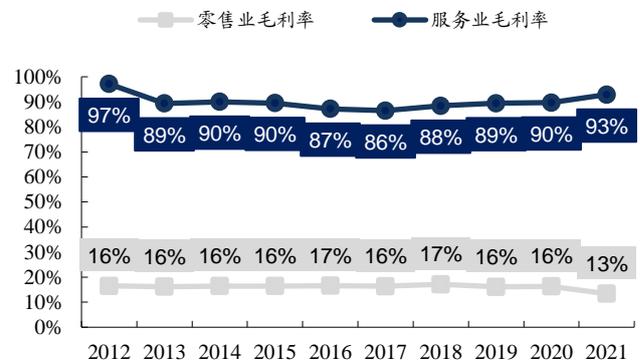
服务业主要是公司从供应商处取得的收入，包括仓储服务费、市场推广活动费、场地设备使用费等等。对于供应商而言，超市渠道不仅是一个卖货渠道，其展示效果也有助于商家打开销路并积累用户认知，因此供应商愿意向大型连锁超市支付一定的服务费。服务费在永辉收入结构中的占比提升，一定程度上也是公司渠道议价权提升的体现。

图36: 永辉超市分业务收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 永辉超市分业务毛利率



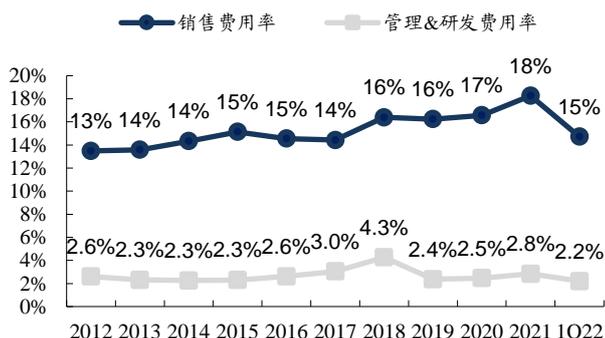
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

超市是典型的“薄利多销”行业，对精细化运营和效率提升有极高的要求。

费用率方面，公司多年以来的销售/管理费用率都大致稳定在 17%/2%左右，其中 2021 年销售费用率的抬升是由于行业竞争恶劣以及新租赁准则的应用所致，而 2018 年较高的管理费用率则是因为股权激励。以行业比较正常的 2020 年进行横向对比，永辉超市的毛利率处于行业中较低水平，主要因为公司低毛利的生鲜品占比高和商品加价率整体较低；销售费用率也处于业内的较低水平，这是公司供应链实力强劲的体现。不同超市企业间的管理费用率和净利率差距不大，净利率水平整体较低，体现“薄利多销”。

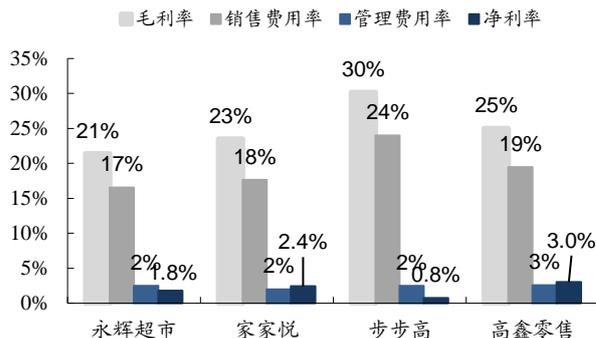
周转率方面，超市行业几乎没有应收账款，而存货周转天数基本上与应付周转天数相当。永辉超市的应付周转略慢于存货周转，公司因此能占用供应商账款。2021 年永辉超市实现自动推荐商品汰换，加速了尾部商品的汰换，因此库存周转率有所提升。22Q1 的存货周转率快于 2021 年底，这是行业的正常现象，因为在年底时超市会为春节备货。横向对比来看，2020 年永辉超市的存货周转速度在行业中处于领先水平，公司因此可以减少对供应商账款的占用，应付周转速度也较高。

图38: 永辉超市费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 我国部分连锁超市企业 2020 年利润率及费用率



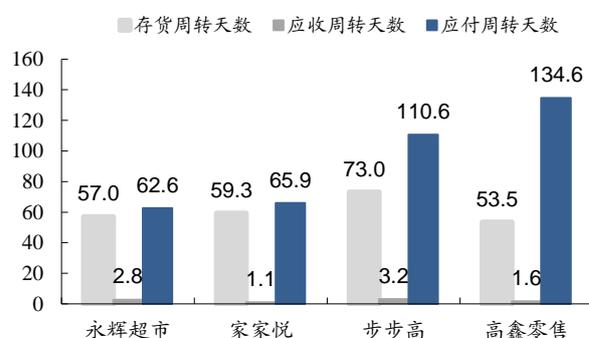
数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 管理费用率中包含研发费用, 高鑫零售数据为截至 2021/03 的 15 个月

图40: 永辉超市周转率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图41: 我国部分连锁超市企业 2020 年周转率情况

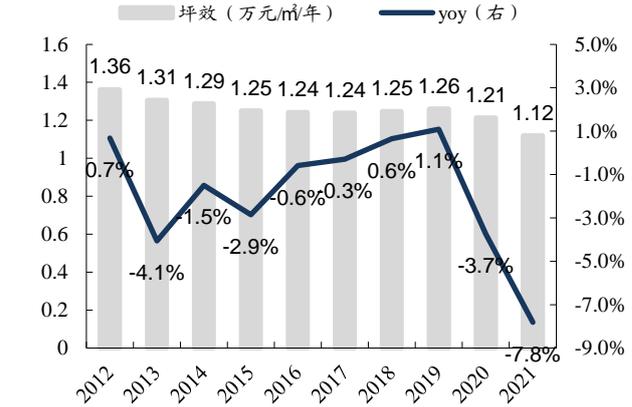
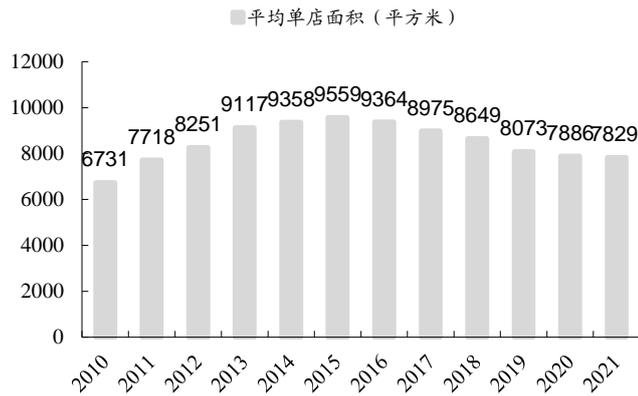


数据来源: wind, 东吴证券研究所, 注: 高鑫零售数据为截至 2021/03 的 15 个月

单店面积呈减小趋势，门店趋于小型化、精品化，近两年坪效有所下滑。近年来超市的门店的小型化和精品化是一个比较重要的行业趋势，永辉超市的单店经营面积在2015年见顶之后逐年缓慢下滑，2021年单店面积为7829 m²，同比-0.7%。公司的坪效在2019年前大致稳定在1.25万元/年，2020/21年因为疫情、行业经营环境恶化而出现较明显下滑，2021年坪效为1.12万元/年。随着疫情好转以及行业经营环境修复，未来的坪效有一定的恢复空间。

图42: 永辉超市平均单店经营面积

图43: 永辉超市坪效



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，注：坪效=营业收入/年平均经营面积

4.2. 试水仓储会员店，取得初步成效

2021年开业53家仓储会员店，可比同店营业额同比+32.9%，新模式有望改善一部分门店的盈利情况。永辉超市2021年5月开始试水仓储会员店，将一部分老门店装修改造成为仓储会员店。仓储会员店扩大了门店的通道，提升购物舒适度；减少商品数，改为大堆头陈列；以物流循环配送为支持，试试“日清”政策，确保生鲜品品质。该模式下，永辉购物频次有所增长，也吸引了更多新用户，门店覆盖范围提高，部分门店年轻用户占比明显提高。

图44: 永辉仓储超市门店外景

图45: 永辉仓储超市内景



数据来源：21 新零售

数据来源：界面新闻

仓储会员店模式的标杆是美国的 Costco。Costco 创立于 1976 年，彼时美国零售行业已经相当成熟，但 Costco 仍然凭借模式优势得以迅速成长。Costco 模式的优势在于：①店铺位于交通方便的郊区，节省租金成本，也节约顾客自驾交通时间；②装修简单，精简 SKU，大量自有品牌，产品量贩包装，进一步降低成本，价格优势明显；③通过会员费盈利，2020 年会员费收入占经营利润的 65%，商品销售的利润额不高。Costco 顺应了美国社会汽车普及率高、单次购物量大、顾客希望省心省力省钱等需求，因而得到了迅速的发展。

中国仓储会员店成长窗口期或许正在来临。近年来我国超市行业遇到的普遍问题在于，消费者逐渐习惯于从电商平台购买生活用品，使得传统超市、传统大卖场的同店收入及盈利能力有所下滑。仓储会员店的优势在于，通过严控成本、精选 SKU、降低门店租金和折旧等举措，做到比传统超市和部分电商平台更低的价格，从而让顾客在前来购买生鲜时连带购买更多的日用百货。这是一个**适应性更强、效率更高、且在电商时代仍有存在价值和存在意义的新模式。**

图46: 仓储会员店模式 vs 传统大卖场

	仓储会员店	传统大卖场
经营思路	降低售价，严控成本，薄利多销	生鲜品引流，带动高利润产品销售；向上游收取“渠道服务费”
SKU及商品	精选SKU至1万个以内，量贩大包装	商品种类全，SKU数量可达2万个以上
门店及选址	门店面积较大（通常>1万㎡），通常位于租金低、交通方便的市郊	门店也比较大（通常>1万㎡），多坐落于城市核心区域

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

对于永辉超市而言，仓储会员店是一个重要的、有望产生高收益、但也较为安全的尝试。目前永辉超市的仓储会员店模式仍在前期尝试及调优的过程中，现有仓库会员店主要由此前效益一般的老门店改造而来。对于永辉而言，若仓储店大规模复制并跑通，则有望打开新的成长天花板；而若后续发现仓储店空间不大，该模式也不容易带来较大的亏损。

4.3. 线上业务走上正轨，超市到家稳健增长

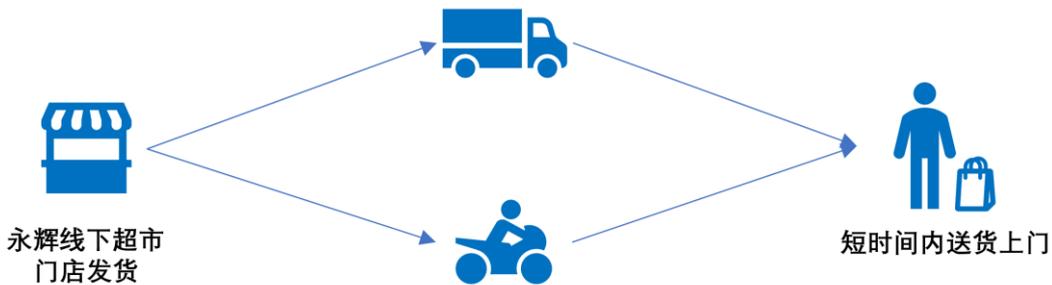
永辉是超市行业内较早发现并拥抱新零售的企业之一，多次试错后已基本完成止损，对未来公司业绩的影响程度有望收窄。①超级物种：2019年下半年起开始陆续关店，其母公司永辉云创 2021H2 的收入/净利润已经收窄到 4175/6478 万元。②Mini 店：2020H1 期末门店数为 458 家，其后开始集中关店，至 2022Q1 仅剩余 19 家门店。新零售业务的亏损影响了公司 2019~2021 的净利润，而公司在试错过程中积累了宝贵的经验，目前线上业务已经逐渐走上正轨。对此前新零售业务的亏损处置也已经逐步完成，从现有业务规模上看，未来新零售业务的亏损有望得到控制。

经过多年来的发展和试错，公司形成以到家业务为核心的线上业务板块。超市到家模式使用骑手完成履约，用户线上下单之后，系统自动就近匹配门店，并安排骑手到店取货后为顾客送货上门。永辉的超市到家可以从“永辉生活”小程序或 APP 上下单，这是自营渠道；也可以通过饿了么、美团等第三方平台下单。

图47：永辉超市到家可从“永辉生活”自营 APP 以及美团等第三方 APP 下单，由骑手或第三方物流送货上门



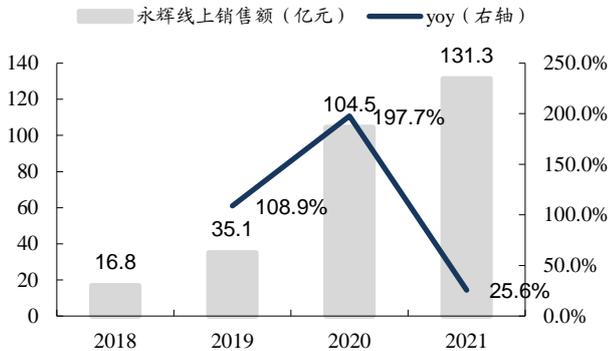
在永辉生活平台下单：
通过自营物流或、达达配送



数据来源：永辉生活微信小程序、APP，美团、京东到家、饿了么 APP，东吴证券研究所整理

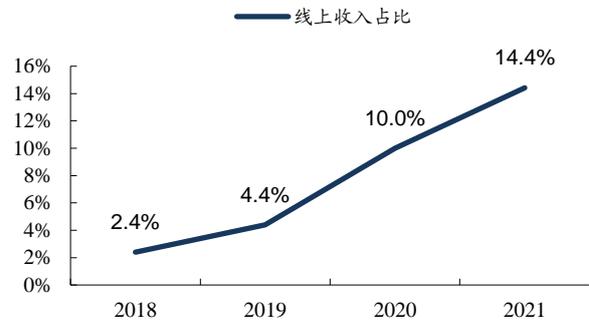
2021年，永辉超市实现线上131.3亿元，同比+25.6%；线上收入占比达14.4%，同比+4.4pct。其中，自营到家业务覆盖1000家门店（门店总数为1057家），实现销售额71亿元/同比+21.1%，日均单量26.4万单/同比+14.8%；第三方平台到家业务覆盖909家门店，销售额60.3亿元/同比+33%，日均单量达17.3万单。

图48：永辉超市线上销售额大幅增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图49：永辉超市线上销售额占比稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表8：永辉超市到家业务部分经营数据

	2021年	yoy
线上销售额	131.3亿元	25.6%
其中：自营到家	71亿元	21.1%
第三方平台到家	60.3亿元	约33%
日均单量	43.7万单	-
其中：自营到家	26.4万单	14.8%
第三方平台到家	17.3万单	-
平均单价	82.3元/单	-
其中：自营到家	73.7元/单	约5.5%
第三方平台到家	95.5元/单	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

超市到家成本可控，也能较好完成客户需求，未来到家业务有望提振超市坪效。2021年，超市到家业务已经贡献了永辉14.4%的收入，已取得初步成效。在超市到家模式下，公司借助京东物流、达达、饿了么等第三方物流/第三方平台完成履约。具体方式线下实体超市门店提供货源，相关平台的骑手上门取货，完成配送，收入计入对应的门店。超市到家模式相对货架电商有更快的履约时效，同时不会产生太多的额外的固定成本，从而较好地平衡了成本与顾客体验。到家业务能扩大超市门店的辐射范围，距离较远的顾客也可线上下单，由骑手完成配送，这有利于提升门店的收入。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 关键假设与盈利预测

我们通过坪效及经营面积来估计永辉的营业收入。公司的收入=门店数量*单店面积*坪效。由于永辉超市的门店有小型化的趋势，我们认为未来公司的经营面积不会有太高的增长。考虑到2021年的疫情有可能对公司的扩店节奏造成影响，我们假设公司22年净增门店数慢于23~24年，假设2022~24年超市业务经营面积增速为3.6%/4.1%/3.9%。受益于经营环境改善和CPI上升，我们认为未来公司坪效会逐渐恢复，假设公司2022-24年坪效为1.18/1.22/1.24万元/平米。综合以上假设，我们预计公司2022-24年营业收入分别为998/1068/1125亿元，同比+9.6%/7.0%/5.4%。

表9：永辉超市盈利预测关键假设：经营面积、坪效及营业收入

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总门店数(家)	911	1017	1057	1107	1167	1227
净增加门店数(家)	124	106	40	50	60	60
超市经营面积(万m ²)	735	802	828	858	893	928
yoy	20.1%	9.0%	3.2%	3.6%	4.1%	3.9%
坪效(万元/m ² /年)	1.26	1.21	1.12	1.18	1.22	1.24
yoy	1.1%	-3.7%	-7.8%	6.0%	3.0%	1.3%
营业收入(百万元)	84,877	93,199	91,062	99,831	106,816	112,544
yoy	20.4%	9.8%	-2.3%	9.6%	7.0%	5.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

假设毛利率基本稳定，费用率小幅下降。

永辉超市的毛利率在2022年之前大致稳定在22%左右的水平，波动主要来自于服务业务收入占比的变化；2021年由于经营环境恶化，毛利率有大幅下滑。我们假设2022年公司毛利率逐步恢复到正常水平，为21.4%；2023~24年随着毛利率更低的仓储会员店占比提升，以及经营效率提升加价率下降，毛利率小幅回落至21.3%。

表10：永辉超市盈利预测关键假设：毛利率及费用率

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	21.56%	21.37%	18.71%	21.43%	21.34%	21.30%
销售费用率	16.24%	16.57%	18.26%	16.87%	16.42%	16.16%
管理费用率	2.37%	2.46%	2.37%	2.30%	2.28%	2.26%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.47%	0.30%	0.20%	0.13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用率方面，公司销售费用中包含了职工薪酬、折旧摊销等固定开支，因而销售费用率与坪效负相关。我们假设 2022-24 年公司销售费用率为 16.9%/ 16.4%/ 16.2%。管理费用率也会随公司经营效率提升而有所下降。我们假设 2022-24 年公司管理费用率为 2.30%/ 2.28%/ 2.26%。

综上，我们预测公司 2022-24 年归母净利润为 7.14/ 13.37/ 17.64 亿元，同比增速为 118%/ 87%/ 32%；5 月 27 日收盘价对应 P/E 为 56x/ 30x/ 23x。

表11: 永辉超市盈利预测: 营业收入及归母净利润

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	84,877	93,199	91,062	99,831	106,816	112,544
yoy	20.4%	9.8%	-2.3%	9.6%	7.0%	5.4%
归母净利润 (百万元)	1,564	1,794	-3,944	714	1,337	1,764
yoy	5.6%	14.8%	-319.8%	118.1%	87.3%	31.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

5.2. 投资建议

永辉超市作为国内线下超市龙头，是超市行业值得关注的标的。

第一，超市行业经营环境不断改善。超市行业竞争格局显著优化，CPI 也有望进入上行周期改善同店收入。2021 年公司经营很大程度上受到社区团购的低价策略扩张的影响，随着 2021 年下半年以来社区团购平台有所调整，超市经营环境得到改善。而 CPI 若出现上行，将会改善超市的同店收入，并进而改善超市企业的经营业绩。

第二，永辉是极少数仍在持续扩张的全国性超市连锁品牌，部分得益于其在生鲜供应链方面的强劲优势。永辉的跨省份生鲜供应能力在国内几乎是独一无二的，是其不断进行全国扩张的基础。目前国内超市行业的格局仍然相对分散，永辉超市未来有进一步全国扩张的空间。

第三，经营模式不断优化，有望提升盈利能力。第一，公司试水的仓储会员店取得一定成效，未来若仓储会员店模式若跑通并铺开，将有望改善门店盈利能力。第二，公司新零售模式有多次试错经验，相关亏损已显著收缩。第三，超市到家业务稳步发展，有望成为公司未来的增长动力与核心优势。

我们选取红旗连锁、家家悦、步步高这三家零售类公司作为可比估值对象。从经营模式上来看，家家悦、步步高与永辉超市更为接近，更具参考意义；同时，考虑到永辉超市作为极少数仍在扩张的全国性龙头标的，拥有极强的生鲜供应链壁垒，整体具有优秀的成长性，我们给予其一定的估值溢价。我们预计 2023 年永辉超市的归母净利润为 13.37 亿元，按 2023E 的 P/E=35，给予永辉超市 468.0 亿元的目标市值，对应 5.16 元/股的目标价，相对 5 月 27 日收盘价（4.39 元）有 17.5% 的涨幅空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表12: 可比公司估值表(可比公司收盘价截至 2022-05-27)

代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元) (2023E)	P/E (2023E)
601933.SH	永辉超市	398	4.39	13.37	30
002697.SZ	红旗连锁	51	4.77	5.67	9
603708.SH	家家悦	81	13.3	4.08	20
002251.SZ	步步高	71	8.17	1.89	37

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: 可比公司 2023E 归母净利润均为 wind 一致预测

6. 风险提示

行业竞争加剧: 零售行业是一个竞争非常激烈的行业,除了面临着同业企业的竞争之外,也面临着互联网企业布局新零售、新模式诞生等等潜在对手的挑战,这些潜在对手的扩张可能使公司盈利能力和扩张前景大幅下降。当然,永辉超市的生鲜供应链优势是非常显著的、竞争对手难以短时间复制的,这也是公司对抗行业竞争的核心壁垒。

展店不及预期: 公司目前仍在全国范围内进行门店扩张,若新区域、新门店开拓不顺利,可能影响公司未来的增长潜力,也有可能带来亏损。

新模式及新业务不及预期: 公司仓储会员店模式和超市到家模式正处于前期不断试水调整的阶段,若新业务不及预期,将有可能影响公司长期发展前景,并带来亏损。

公允价值变动所带来的投资亏损: 公司持有一部分权益工具投资,包括对金龙鱼、KT 等公司的投资,这部分投资以公允价值计价,若产生不利变动,可能造成较大额的投资亏损。

疫情反复: 当前各地疫情多点爆发,使得门店的正常经营、员工的稳定、物流的通畅及顾客消费的意愿等均存在不确定性,可能导致公司营收不及预期。

永辉超市三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,714	31,119	34,334	37,567	营业总收入	91,062	99,831	106,816	112,544
货币资金及交易性金融资产	10,724	12,251	14,409	16,781	营业成本(含金融类)	74,027	78,440	84,023	88,572
经营性应收款项	2,449	2,613	2,798	2,949	税金及附加	213	200	214	225
存货	10,791	11,435	12,249	12,912	销售费用	16,630	16,839	17,537	18,189
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,155	2,296	2,435	2,544
其他流动资产	4,750	4,821	4,878	4,925	研发费用	428	299	214	141
非流动资产	42,597	40,817	39,139	37,360	财务费用	1,552	1,569	1,501	1,423
长期股权投资	4,774	4,137	3,501	2,864	加:其他收益	183	200	214	225
固定资产及使用权资产	26,613	25,384	24,225	22,933	投资净收益	192	250	214	113
在建工程	410	366	332	308	公允价值变动	-379	0	0	0
无形资产	1,525	1,434	1,342	1,251	减值损失	-935	-63	-63	-63
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	53	50	53	56
长期待摊费用	3,482	3,482	3,482	3,482	营业利润	-4,828	624	1,311	1,782
其他非流动资产	5,788	6,010	6,253	6,518	营业外净收支	106	37	40	42
资产总计	71,312	71,937	73,473	74,926	利润总额	-4,722	661	1,351	1,823
流动负债	34,092	35,339	36,900	38,172	减:所得税	-227	66	135	182
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,017	13,017	13,017	13,017	净利润	-4,495	595	1,216	1,641
经营性应付款项	12,751	13,519	14,481	15,265	减:少数股东损益	-551	-119	-122	-123
合同负债	4,303	4,560	4,884	5,149	归属母公司净利润	-3,944	714	1,337	1,764
其他流动负债	4,020	4,244	4,518	4,741	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.43	0.08	0.15	0.19
非流动负债	26,143	24,925	23,685	22,226	EBIT	-2,365	1,757	2,394	2,873
长期借款	1,021	1,021	1,021	1,021	EBITDA	1,785	4,835	5,601	6,227
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.71	21.43	21.34	21.30
租赁负债	24,827	23,609	22,369	20,910	归母净利率(%)	-4.33	0.72	1.25	1.57
其他非流动负债	295	295	295	295	收入增长率(%)	-2.29	9.63	7.00	5.36
负债合计	60,234	60,264	60,585	60,397	归母净利润增长率(%)	-319.78	118.10	87.32	31.92
归属母公司股东权益	10,659	11,373	12,710	14,474					
少数股东权益	419	300	178	55					
所有者权益合计	11,077	11,672	12,888	14,529					
负债和股东权益	71,312	71,937	73,473	74,926					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,827	5,285	6,128	6,626	每股净资产(元)	1.17	1.25	1.40	1.59
投资活动现金流	-915	-920	-1,170	-1,302	最新发行在外股份(百万股)	9,075	9,075	9,075	9,075
筹资活动现金流	-6,856	-2,838	-2,799	-2,953	ROIC(%)	-5.35	3.19	4.37	5.24
现金净增加额	-1,944	1,527	2,159	2,371	ROE-摊薄(%)	-37.00	6.28	10.52	12.19
折旧和摊销	4,150	3,078	3,206	3,354	资产负债率(%)	84.47	83.77	82.46	80.61
资本开支	-2,004	-1,612	-1,816	-1,836	P/E(现价&最新股本摊薄)	—	55.80	29.79	22.58
营运资本变动	3,659	217	287	234	P/B(现价)	3.74	3.50	3.13	2.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

