



Research and
Development Center

探索硬折扣改造，提升经营效率

—家家悦(603708)公司首次覆盖报告

2024年02月05日

刘嘉仁
社零&美护首席分析师
S1500522110002
liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤
商贸零售分析师
S1500523060001
caixinyu@cindasc.com

马铮
食品饮料首席分析师
S1500520110001
mazheng@cindasc.com

满静雅
食品饮料分析师
S1500523080004
manjingya@cindasc.com

相关研究

- 家家悦(603708.SH) 2023H1 点评：切入量贩零食赛道，省外稳步扩张、经营改善
- 家家悦(603708.SH) 2023 业绩预告点评：门店调整&发展新业态拖累 23Q4 盈利，24-25 年仍有望完成股权激励目标

证券研究报告

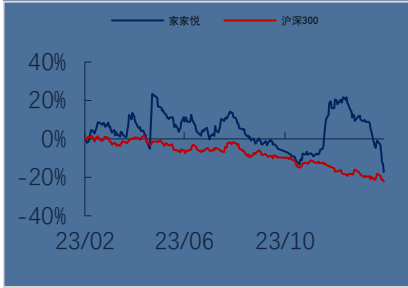
公司研究

公司首次覆盖报告

家家悦(603708)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 8.99 |
| 52周内股价波动区间(元) | 14.76-8.99 |
| 最近一月涨跌幅(%) | -39.09 |
| 总股本(亿股) | 6.47 |
| 流通A股比例(%) | 93.99 |
| 总市值(亿元) | 58.20 |

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

探索硬折扣改造，提升经营效率

2024年02月05日

报告内容摘要：

◆**硬折扣零售万亿市场长坡厚雪，有望孕育出大公司。**1) 硬折扣的内涵是追求极致性价比的经营理念。折扣零售龙头 Aldi、Costco 凭借不低於传统商超的净利率×高效存货周转，实现显著高于传统商超的 ROE。2) 我国传统零售业态发展受阻，具备强运营能力的零售龙头通过布局折扣业态或迎发展新机遇，目前我国折扣零售渗透率不足 4%，对比全球折扣零售 10%以上、德国食品折扣商 42%以上渗透率，仍有提升空间。3) 根据德勤发布的《2023 年全球零售力量报告》，全球零售商 TOP10 中有 4 家为折扣业态，行业有望孕育大公司。

◆**进入经济增速换挡及逐步转向需求导向的时代，硬折扣或将迎来历史性机遇。**1) 背景：复盘国外折扣业态的发展历史，通常诞生于宏观经济放缓的大背景下。2023 年以来国内消费复苏进度整体慢于预期，但折扣零售、量贩零食发展较快，性价比成为更多消费者的首选。2) 前提：我国货运量、周转量及快递业务量居世界前列，物流成本持续下降、流通体系相对宽松。2022 年下半年以来，实物商品消费线上化率进程趋缓、线上线下消费结构达相对稳态。低件单价、品牌效应弱、供应链格局分散的品类受制于线上物流履约成本，更依赖线下消费场景。3) 变革：供给为王时代，品牌掌握更多话语权；如今逐步转向需求导向，下游的话语权增强，渠道效率提升倒逼产业链变革。

◆**家家悦探索硬折扣改造，推出量贩零食、折扣超市两种新业态。**1) 公司作为山东超市龙头，是以经营生鲜为特色的全供应链、多业态零售渠道商，具备区域供应链、渠道、品牌优势。2) 公司在 2023 年推出量贩零食店和好慧星折扣超市两种新业态，定位社区小店及高性价比。3) 公司较早即前瞻性布局自有供应链、直接采购、自有品牌，我们认为其具备发展折扣业态的核心竞争力。

◆**公司历史收入、利润增长稳健，2020 年开始受疫情、子公司商誉减值等因素影响，业绩呈现波动，我们认为随新业务加速发展，24-25 年仍有望完成股权激励业绩目标。**根据 2023 年业绩预告，23Q4 盈利承压，我们认为主要为原有门店调整&食品 CPI 下行拖累生鲜业务收入及利润&新业态处投入期所致。我们预计随着 2024 年开始折扣、零食业态加速开店，仍将力争完成 2024、2025 年股权激励考核目标。

◆**盈利预测及投资建议：**公司作为区域商超龙头，主业稳健，2023 年开始发展折扣店及零食店新业态，有望提升经营效率，在 2024-2025 年加速门店扩张。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.39/3.00/3.65 亿元，同增 158%/115%/22%，2024 年目标市值 66 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**股价催化剂：**新业态开店、盈利好于预期

◆**风险因素：**宏观经济波动、市场竞争加剧、外拓区域及新业务不稳定、食品 CPI 下行。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 17,433 | 18,184 | 17,609 | 19,342 | 20,550 |
| 增长率 YoY % | 4.5% | 4.3% | -3.2% | 9.8% | 6.2% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -293 | 54 | 139 | 300 | 365 |
| 增长率 YoY% | -168.6% | 118.4% | 158.0% | 115.4% | 21.6% |
| 毛利率% | 23.3% | 23.3% | 23.5% | 23.3% | 23.2% |
| 净资产收益率ROE% | -13.6% | 2.6% | 5.7% | 11.9% | 13.8% |
| EPS(摊薄)(元) | -0.45 | 0.08 | 0.22 | 0.46 | 0.56 |
| 市盈率 P/E(倍) | — | 107.67 | 41.73 | 19.38 | 15.93 |
| 市净率 P/B(倍) | 2.69 | 2.84 | 2.40 | 2.30 | 2.20 |

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为2024年2月5日收盘价

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 投资逻辑 | 6 |
| 1. 硬折扣的核心是追求极致性价比 | 7 |
| 1.1. 内涵：追求极致性价比的经营理念 | 7 |
| 1.2. 示例：以 Aldi、Costco 为例对比硬折扣与传统商超 | 8 |
| 1.3. 空间：渗透率不足 4%，有望孕育大公司 | 10 |
| 2. 逐步转向需求导向，硬折扣应运而生 | 11 |
| 2.1. 背景：消费追求性价比，回归商品使用属性 | 11 |
| 2.2. 前提：基础设施健全，流通体系宽松 | 14 |
| 2.3. 变革：产能过剩，逐步转向需求导向 | 15 |
| 3. 对比海外，探索中国硬折扣之路 | 17 |
| 3.1. 对比：我国零售行业的显著特点 | 17 |
| 3.2. 途径：探索中国硬折扣之路 | 20 |
| 4. 传统商超改革提速，折扣连锁加速布局 | 21 |
| 4.1. 传统商超：折扣化改革提速 | 22 |
| 4.2. 折扣连锁：加快市场布局 | 24 |
| 4.3. 折扣牛——24 小时的社区超市 | 25 |
| 4.4. 条马——社区批发部 | 26 |
| 4.5. 比宜德——德系社区折扣店 | 27 |
| 4.6. 乐尔乐——特价批发超市 | 28 |
| 4.7. 金佰佰——仓储式折扣店 | 29 |
| 5. 家家悦：深耕山东区域，探索硬折扣改造 | 30 |
| 5.1. 主业：山东超市龙头，坚持区域密集/城乡一体化 | 30 |
| 5.2. 新业态：发力硬折扣店、量贩零食店 | 32 |
| 5.3. 股权激励彰显发展信心，2024 年新业态有望加速发展、贡献盈利 | 37 |
| 6. 盈利预测及投资建议 | 38 |
| 6.1. 盈利预测 | 38 |
| 6.2. 估值与投资建议 | 39 |
| 7. 风险因素 | 40 |

表目录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1：我国逐步进入产能过剩时代 | 15 |
| 表 2：传统商超加速折扣化改造 | 23 |
| 表 3：折扣连锁企业模型对比 | 24 |
| 表 4：好慧星布局 | 35 |
| 表 5：零食折扣店布局 | 36 |
| 表 6：家家悦股权激励方案业绩考核目标 | 37 |
| 表 7：家家悦 2023-2025 年盈利预测 | 39 |
| 表 8：商超零售相关标的盈利预测与估值 | 40 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：折扣模式分为“硬折扣”和“软折扣” | 7 |
| 图 2：奥乐齐拥有多个自有品牌 | 8 |
| 图 3：折扣零售 Costco 毛利率显著低于传统商超标的 | 9 |
| 图 4：Costco 销售净利率在疫情期间展现强韧性 | 9 |
| 图 5：Costco 的 ROE 水平持续领先传统商超标的 | 9 |
| 图 6：Costco 存货周转天数明显低于传统商超标的 | 9 |
| 图 7：Costco 营收成长性好于传统商超标的 | 10 |
| 图 8：Costco 全球门店数稳步增长 | 10 |
| 图 9：Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献 | 10 |
| 图 10：全球零售力量 TOP10 中有 4 家为折扣业态 | 11 |
| 图 11：追求性价比，回归商品使用属性 | 13 |
| 图 12：传统线下零售业态 2020-2022 年零售额表现平稳 | 14 |
| 图 13：实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平 | 14 |
| 图 14：2022 年网络零售分品类交易额占比中，粮油食品约占 7% | 15 |
| 图 15：复盘零售渠道变革，主要分为五个阶段 | 16 |
| 图 16：2018 年以来，快消品城镇消费在超市、大卖场占比下降，电商占比显著提升 | 17 |
| 图 17：中外零售商自有品牌销售对比 | 18 |
| 图 18：我国传统商超发展历史短于美国 | 19 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 19: 中国下沉市场食品饮料消费品类占比高 | 20 |
| 图 20: 硬折扣渠道效率显著高于传统商超渠道 | 21 |
| 图 21: 折扣牛门店及产品 | 26 |
| 图 22: 条马门店及产品 | 27 |
| 图 23: 比宜德门店货架陈列及价签 | 28 |
| 图 24: 乐尔乐门店及产品 | 29 |
| 图 25: 家家悦发展历程 | 30 |
| 图 26: 家家悦分产品收入结构 | 31 |
| 图 27: 家家悦分产品毛利率 | 31 |
| 图 28: 家家悦历史营收及增速 (亿元, %) | 31 |
| 图 29: 家家悦门店扩张进程 | 31 |
| 图 30: 家家悦历史毛利率水平 (%) | 32 |
| 图 31: 家家悦历史归母净利润及净利率 (亿元, %) | 32 |
| 图 32: 家家悦、永辉超市自有品牌销售占比 | 32 |
| 图 33: 家家悦直采比例维持较高水平 | 32 |
| 图 34: 家家悦生鲜采购网络 | 33 |
| 图 35: 家家悦生鲜物流中心配送范围 | 33 |
| 图 36: 家家悦旗下好惠星好货硬折扣店布局丰富的自有品牌 | 34 |
| 图 37: 家家悦优鲜首页及个人主页 | 35 |
| 图 38: 好惠星门店及产品 | 36 |
| 图 39: 悦记好零食门店及产品 | 36 |
| 图 40: 我国食品 CPI 2023 年呈下行趋势 | 38 |

投资逻辑

硬折扣龙头具备低毛利、低费用率、高周转、高 ROE 的特征，业绩韧性强。我们以折扣零售龙头 Costco 的财务数据为例，其近 10 年商品销售毛利率稳定在 10-12% 的水平，低于国内外传统零售龙头 20%-25% 的毛利率水平，通过一定程度的终端价格让利实现性价比定位。而其 ROE 却能持续领先传统商超标的，且在 2021-2022 年得到进一步提升，FY2022 其 ROE 为 28.31%，同期传统商超巨头沃尔玛为 15.23%，家家悦为 2.64%。拆解来看，Costco 的高 ROE 核心来自显著低于同业的费用率、处于同业平均水平且稳中有升的净利率，以及高于同业的周转效率，且在消费者消费理念变化及宏观经济环境波动下，Costco 商业模式更具韧性。Costco 营收成长性好于传统商超标的，且均在 FY2020 之后经历了增长提速，而其他可比公司均不同程度增速放缓/下滑。

折扣零售能够满足广大下沉市场消费升级的需求，顺应我国“白牌化运动”的红利。与海外市场相比，我们认为我国零售行业存在三个显著的特点：1) 厂商：上游产能供给分散，市场集中度低。因此，能够去除品牌溢价的白牌产品仍有较大发展空间。2) 零售商：传统零售渠道发展尚不完善，电商高度发达。因此，能够将线上和线下结合的新零售业态发展潜力仍大，比如社区团购等。3) 消费者：消费需求分层明显，近七成以上人口分布在三线及以下的下沉市场。因此，能够满足下沉市场消费升级需求的业态具备更加广阔的发展空间。

传统商超折扣化改革提速，折扣连锁区域内密集扩张。1) 以永辉超市为代表的改革是开设店中店、折扣区域，为店铺引流，试错及改造成本较低。以盒马、家家悦为代表的改革是新建折扣店，进行供应链改造。传统商超的改革需要将经营理念从经营货架转变为经营商品，要求公司按照不同品类进行供应链的优化。2) 以条马、乐尔乐等为代表的折扣连锁大多分布在二线至四线城市，主力店型包括 200 m² 的社区店和 500 m² 的仓储店，区域内分布密集，依靠规模效应提升向上游的议价能力。

家家悦探索硬折扣改造，推出量贩零食、折扣超市两种业态。1) 公司作为山东超市龙头，是以经营生鲜为特色的全供应链、多业态零售渠道商，具备区域供应链、渠道、品牌优势。2) 公司在 2023 年推出量贩零食店和好慧星折扣超市两种新业态，定位社区小店及高性价比。3) 公司较早即前瞻性布局自有供应链、直接采购、自有品牌，我们认为其具备发展折扣业态的核心竞争力。

公司历史收入、利润增长稳健，2020 年开始受疫情、子公司商誉减值等因素影响，业绩呈现波动，我们认为随新业务加速发展，24-25 年仍有望完成股权激励业绩目标。根据 2023 年业绩预告，23Q4 盈利承压，我们认为主要为原有门店调整&食品 CPI 下行拖累生鲜业务收入及利润&新业态处投入期所致。我们预计随着 2024 年开始折扣、零食业态加速开店，仍将力争完成 2024、2025 年股权激励考核目标。

盈利预测与投资建议：公司作为区域商超龙头，主业稳健，2023 年开始发展折扣店及零食店新业态，有望提升经营效率，在 2024-2025 年加速门店扩张。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.39/3.00/3.65 亿元，同增 158%/115%/22%，2024 年目标市值 66 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

股价催化剂：新业态开店、盈利好于预期

1. 硬折扣的核心是追求极致性价比

1.1. 内涵：追求极致性价比的经营理念

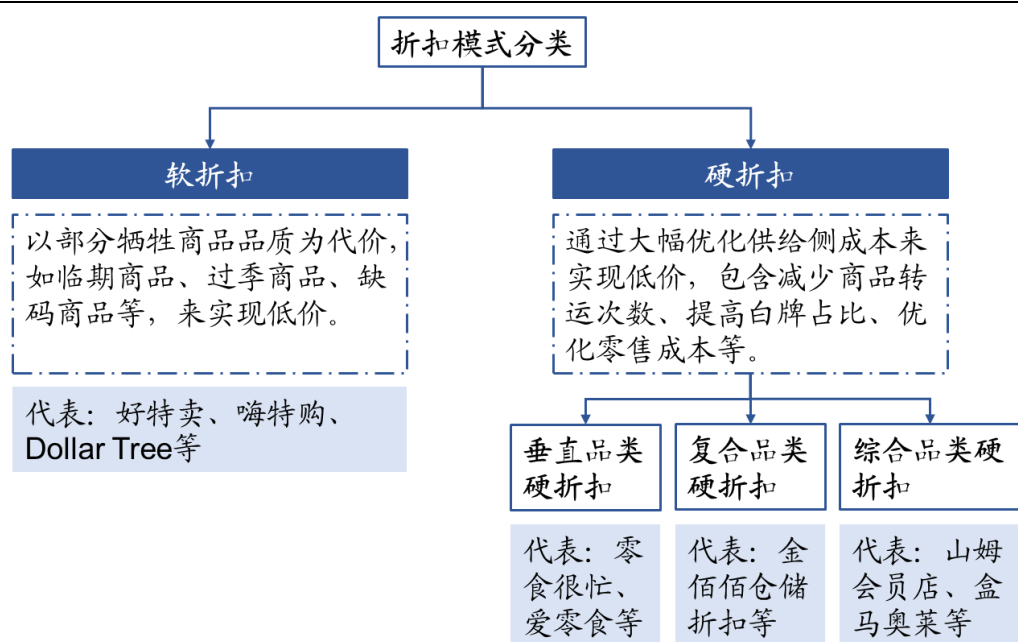
“硬折扣 (Hard Discount)”，原意为“坚决的砍成本”，主要包括商品的品牌溢价、非必要的或低效的供应链环节、经营成本等。其核心是实现物美价廉，不断追求更高的性价比，让顾客用更少的钱买到同质同量的产品。

- ✓ 物美，即体现在能够切实满足消费者的消费需求，保证产品的质量和品质。为了实现这一目的，可以采取的方法包括全球化采购、创立自有品牌等，以此来生产、采购更加适销对路的产品。
- ✓ 价廉，即体现在“每日低价”的形式，去除复杂的营销手段、保持常规合理的低价，以此不断提升消费者的复购率，打造品牌；同时通过合并工种、简化装修、精简 SKU 等手段降低成本，从而降低售价，让利于消费者。

我们认为广义的“硬折扣”指的是一种经营理念，这种经营理念体现为在所有的经营环节中都为提升性价比努力、也体现为积极采用更节约成本的技术替代落后的技术。这里的代表企业可以包括电商行业的拼多多、Shein，服装行业的无印良品、优衣库，零售行业的 Aldi、Lidl，餐饮行业的萨莉亚等等。狭义的“硬折扣”是被市场上广为人知的硬折扣零售商，其核心是成本领先，即低毛利、高周转、大规模，核心是讲究效率。代表企业包括 Costco、Aldi 等。

“软折扣 (Soft Discount)”，虽然也是砍成本，但是以部分牺牲商品品质为代价，如临期商品、过季商品、缺码商品等。软折扣的起源是产销错配的情况下，渠道、厂家为了清理尾货库存，而不得不低价甩卖。随着厂家尾货管控的加强和供应链效率的提升，软折扣店缺乏稳定的货源，较难获得长久的发展，日本软折扣的代表企业堂吉诃德，则是通过尾货商品引流、发展自有品牌、极致高效的运营效率和品牌打造，才能实现持续的发展。

图 1：折扣模式分为“硬折扣”和“软折扣”



资料来源：新经销，信达证券研发中心

1.2. 示例：以 Aldi、Costco 为例对比硬折扣与传统商超

ALDI 奥乐齐起源于 1913 年德国埃森市，至今已在全球 10 余个国家拥有超过 1 万家店铺。其经营特点包括：全球化供应、自有品牌占比高、精简 SKU。

- ✓ **全球化供应链。**全球化供应链的优势在于，一方面可以享受全球化资源、降低成本，另一方面可以通过需求进行反向定制，实现双赢。为了保证产品成本最低，在采购渠道上，ALDI 在全球找资源。在向供应商采购的过程中，采用买手制，货买进来的前提是：能够卖出去。比如在与饮料供应商合作的时候，ALDI 会拆分供应商的商品成本，来看每一个成本项要素还有没有下降的空间，包括原材料价格，标签价格，运输成本，饮料内容物的成本。通过专业的买手制，把经验反向输出给供应商，实现与供应商的双赢。
- ✓ **自有品牌占比高。**奥乐齐官网显示，其所销售的商品有 90% 以上为自有品牌。奥乐齐在全球范围寻找供应商，按一流标准做贴牌，自有品牌质量不输第三方品牌，甚至更优。

图 2：奥乐齐拥有多个自有品牌



资料来源：奥乐齐官网，信达证券研究开发中心

- ✓ **精简 SKU。**在 1948-1949 年发展初期，ALDI 只销售少量生活必需品，之后，公司一直坚持天天低价，以及有限品类的经营原则。几十年来，ALDI 北方的产品范围限定在约 600 个 SKU，而 ALDI 南方甚至只有 450 个 SKU。精简的 SKU 数量，是基于消费者的需求计算和推演出来的。减少 SKU 种类，把每一类商品做深、做精，达到最高的性价比。不仅帮助客户快速做出购买选择，同时也避免了复杂的供应链负担，减少费用成本。在选品逻辑上，ALDI 让每个产品在整个品类中都是独一无二的，同一品类中不会提供其他类似的产品，而且只推出那些在同一品类卖得快的产品。数十年来，ALDI 一直遵循着起初的经营理念。在不断适应外部环境的过程中，ALDI 也在逐渐做出调整。近年，ALDI 增加大量的自有品牌，扩大了产品品类，其中很多是采用盒子混装的外形类似、口味不同的商品，它们的条码和价格一致。门店的 SKU 大约有 1800 种，加上自有品牌的品类，ALDI 的 SKU 接近 3500 个。

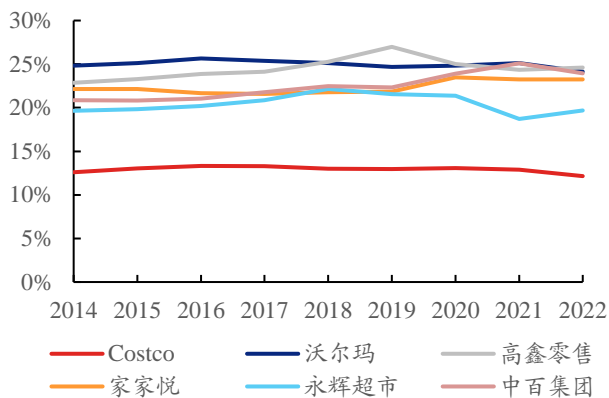
根据第三只看零售微信公众号，1995 年美国奥乐齐门店商品销售毛利率 12%、商品采购、营运、管理、员工工资、房屋折旧等合计费用率可以控制在 10%、由此实现 2% 的净利率。

我们以另一代表性折扣零售龙头 Costco 的财务数据为例，其近 10 年商品销售毛利率稳定

在 10-12% 的水平，低于国内外传统零售龙头 20%-25% 的毛利率水平，通过一定程度的终端价格让利实现性价比定位。而其 ROE 却能持续领先传统商超标的，且在 2021-2022 年得到进一步提升，FY2022 其 ROE 为 28.31%，同期传统商超巨头沃尔玛为 15.23%，家家悦为 2.64%。

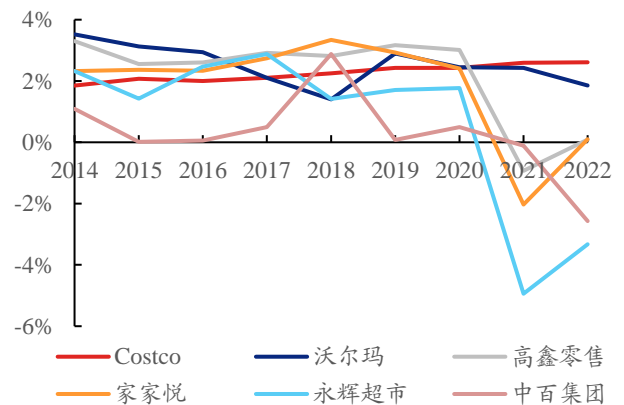
拆解来看，Costco 的高 ROE 核心来自显著低于同业的费用率、处于同业平均水平且稳中有升的净利率，以及高于同业的周转效率，且在消费者消费理念变化及宏观经济环境波动下，Costco 商业模式更具韧性。Costco 的销售净利率近 20 年总体呈持续稳步提升趋势，FY2022 为 2.61%，其毛、净利率水平与 Aldi 较为一致，而其他可比公司 2020 年疫情以来盈利能力不同程度下滑/出现亏损。

图 3: 折扣零售 Costco 毛利率显著低于传统商超标的



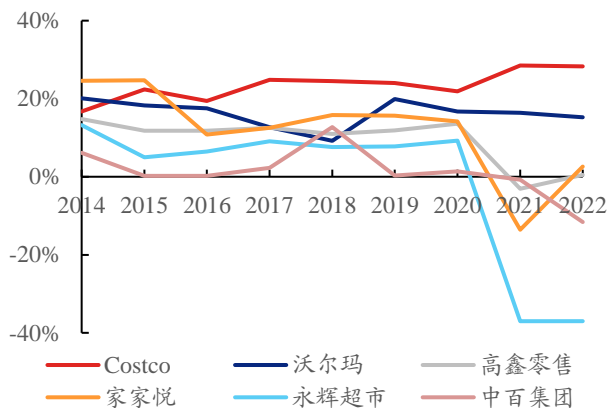
资料来源: Wind, 各公司定期财报, 信达证券研究开发中心
 注: Costco FY2023 财年截止日期为 2023.9.3, 此处以其 FY2022 对应 A 股公司 2022 年报数据; 沃尔玛 FY2023 财年截止日期为 2023.1.31, 此处以其 FY2023 对应 A 股公司 2022 年报数据; 高鑫零售从 FY2021 开始调整报告期, FY2023 财年截止日期为 2023.3.31, 此处以其 FY2023 对应 A 股公司 2022 年报数据。

图 4: Costco 销售净利率在疫情期间展现强韧性



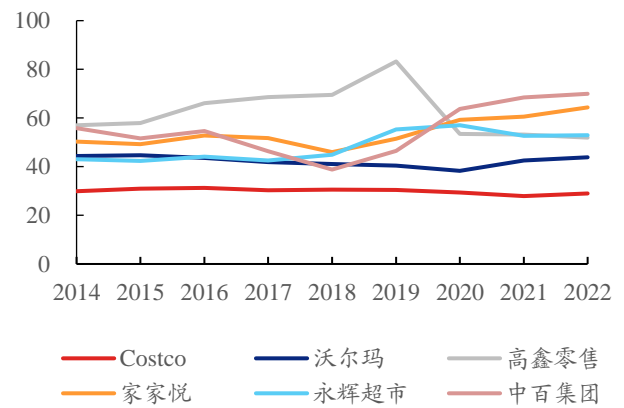
资料来源: Wind, 各公司定期财报, 信达证券研究开发中心

图 5: Costco 的 ROE 水平持续领先传统商超标的



资料来源: Wind, 各公司定期财报, 信达证券研究开发中心

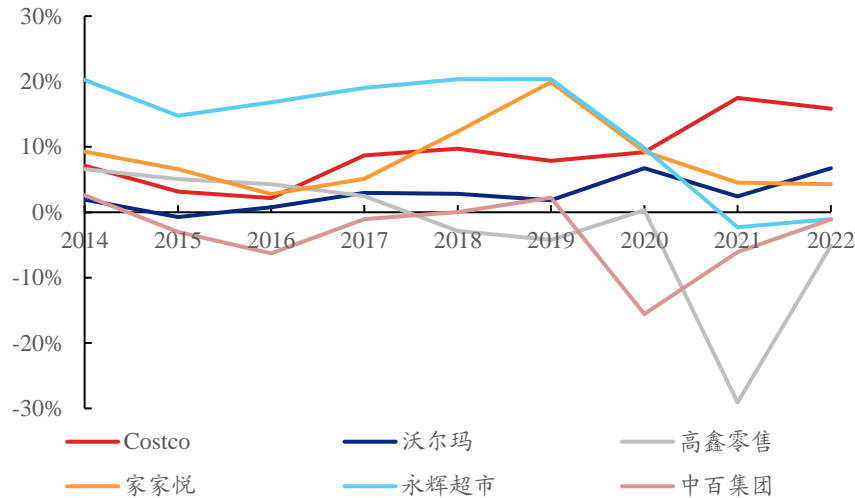
图 6: Costco 存货周转天数明显低于传统商超标的



资料来源: Wind, 各公司定期财报, 信达证券研究开发中心

Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献，其中坪效为主要驱动力。

图 7: Costco 营收成长性好于传统商超标的

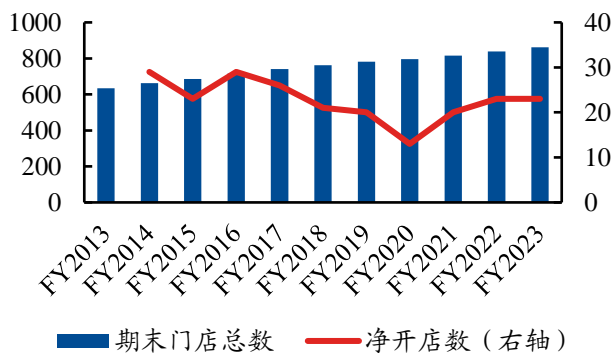


资料来源: Wind, 各公司定期财报, 信达证券研发中心

截至 FY2023 期末 (2023.9.3), Costco 全球门店数量 861 家, 实现净开店 23 家, FY2014-FY2023 的坪效复合增速为 5.6%, 门店复合增速为 2.9%, 会员费收入复合增速为 7.3%、占营收比重维持在 2%左右, 营收复合增速为 8.9%, 坪效提升和拓店为 Costco 营收增长的主要驱动。

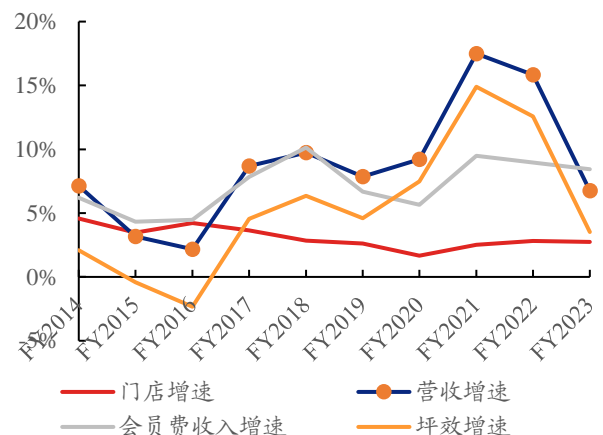
门店扩张的核心动力来自单店模型跑通, Costco 凭借并不低于同业的净利率 (由高坪效、低费用率、会员费收入共同贡献) 和显著更优的周转效率, 实现了高于同业的 ROE, 支撑全球门店扩张。且随着规模效应显现, 我们预计净利率、ROE 仍有进一步优化趋势。

图 8: Costco 全球门店数稳步增长



资料来源: Costco 定期财报, 信达证券研究开发中心

图 9: Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献



资料来源: Costco 定期财报, 信达证券研究开发中心

1.3. 空间: 渗透率不足 4%, 有望孕育大公司

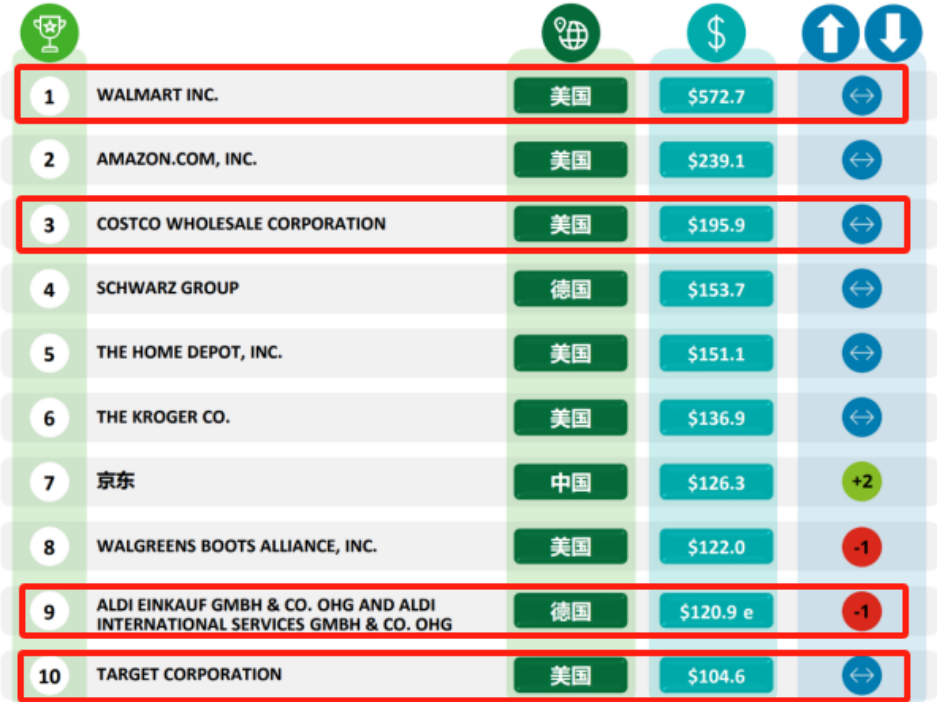
中研普华产业研究院发布的《2023-2028 年中国折扣商店行业竞争分析及发展前景预测报告

告》显示，2021年，我国折扣零售行业市场规模达1.62万亿元，近五年CAGR(复合年均增长率)为4%，目前处于扩张期。

我国折扣零售业态仍处于扩张期，渗透率不足4%，对比全球折扣零售10%以上渗透率、德国食品折扣商42%以上渗透率，仍有广阔提升空间。根据观研天下，2021年我国折扣零售行业市场规模达1.62万亿元，同比增长2.12%，2017-2021年GAGR为4%；而2022年我国2022年社会零售总额43.97万亿元，折扣业态占比不到4%。2022年，全球社会零售总额是167万亿元，折扣业态占近10%，约13.86万亿元。根据2022年初GfK全球市场动态资讯，在德国食品零售商中，折扣商(discounters)的市场份额超过42%，高于全品类零售商(full-range retailers)的36%。

根据德勤发布的《2023年全球零售力量报告》，TOP10里4家均为折扣业态，包括Costco、Schwarz group(旗下Lidl)、Aldi、Target corporation。折扣零售在进行全球化扩张的过程中，极大地抢占了本地传统零售商的市场份额。根据Datex报告，2021年Aldi是美国境内在开店数量和开店面积方面增长最快的连锁食品杂货店品牌。自疫情爆发以来的加速扩张步伐使ALDI以2158家门店跃居美国第三大杂货商的地位，仅次于Kroger和Walmart。

图10：全球零售力量TOP10中有4家为折扣业态



| Rank | Company | Country | Revenue (\$B) | Change |
|------|--|---------|---------------|--------|
| 1 | WALMART INC. | 美国 | \$572.7 | ↔ |
| 2 | AMAZON.COM, INC. | 美国 | \$239.1 | ↔ |
| 3 | COSTCO WHOLESALE CORPORATION | 美国 | \$195.9 | ↔ |
| 4 | SCHWARZ GROUP | 德国 | \$153.7 | ↔ |
| 5 | THE HOME DEPOT, INC. | 美国 | \$151.1 | ↔ |
| 6 | THE KROGER CO. | 美国 | \$136.9 | ↔ |
| 7 | 京东 | 中国 | \$126.3 | +2 |
| 8 | WALGREENS BOOTS ALLIANCE, INC. | 美国 | \$122.0 | -1 |
| 9 | ALDI EINKAUF GMBH & CO. OHG AND ALDI INTERNATIONAL SERVICES GMBH & CO. OHG | 德国 | \$120.9 e | -1 |
| 10 | TARGET CORPORATION | 美国 | \$104.6 | ↔ |

资料来源：德勤《2023年全球零售力量报告》，信达证券研究开发中心

2. 逐步转向需求导向，硬折扣应运而生

2.1. 背景：消费追求性价比，回归商品使用属性

折扣业态加速发展，消费观念发生变化。2023年以来国内消费复苏进度整体慢于预期，但

折扣零售、奥特莱斯、量贩零食、低价电商等业态爆火：“平价之王”名创优品 2023 年以来业绩、股价表现较好；根据中国百货商业协会，2020-2022 年我国传统线下零售业态（百货店、超市、专卖店）零售额规模平稳，以折扣为主的奥莱表现相对更好。

性价比成为越来越多消费者的首选。在此前的经济高速发展时期，消费者见识到各种新兴商品而需求高涨，很容易进行跟风消费并出现攀比心理，“人无我有、人有我优”是该阶段消费者的普遍心态，也是消费升级速度最快的阶段；而当经济增速放缓之后，高效率的线上线下渠道使得消费者可以选择全球各类商品。正如松浦弥太郎在《Cheap Chic》书中提到的，“当该有的东西大家都有了之后，谁比谁拥有更多一点比较不再有意义，商品终究要回归使用本质”。而这一点也正好与三浦展《第四消费时代》一书中提到的消费 4.0 时代的特征类似：消费者重新审视消费的意义，个人化、差异化的消费变得异常重要，不愿再为过高的品牌溢价买单，以简约、共享为特征的产品受到欢迎。

复盘国外折扣业态的发展历史，通常诞生于宏观经济放缓的大背景下。比如德国的 Aldi 兴起于二战之后的 1948 年，此时德国经济萧条阶段，实用主义需求高涨，以及在日本经济泡沫之后快速发展的软折扣品牌唐吉珂德。奥特莱斯最早起源于 20 世纪 70 年代的美国，而更广义的折扣零售在国外早已是成熟的商业模式，例如美国的 TJX、罗斯，欧洲的 Primark、TK Maxx 等商场。

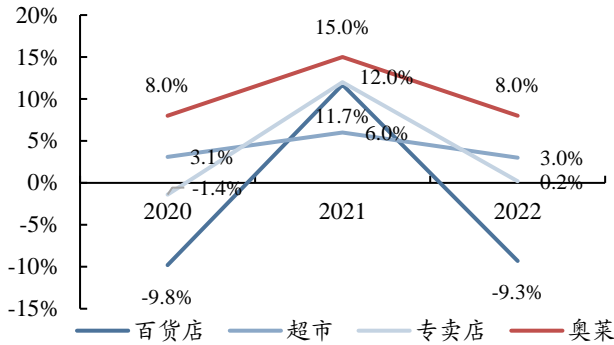
消费分级而非降级，“物美价廉”受青睐。我们认为折扣业态的爆火并非意味着消费降级，线下零售折扣模式发展较早且成熟的美国、日本、德国等均展现经济韧性，随宏观大背景下 GDP 增速放缓，部分消费者的消费升级进入到新阶段，多种因素带来其消费观念的改变。从当前国内消费市场来看，根据 BCG 2023 年 5 月消费者调研，未来一年预期收入增加人数（45%）远高于减少人数（16%），但整体预期收入变化绝对值较 2023 年 1-5 月下滑 1.5%，BCG 预计未来一年中国消费者意愿正不断增强，同时不同收入层次的消费者信心分化可能加剧，富裕阶层或将延续消费升级趋势，而中产及以下群体的消费或将持续向更具性价比的商品倾斜；麦肯锡亦提出中产阶级持续壮大、高端化势头延续、消费者整体转向价格更具竞争力渠道并积极寻求折扣和促销为重塑中国消费市场的明显趋势。

图 11：追求性价比，回归商品使用属性

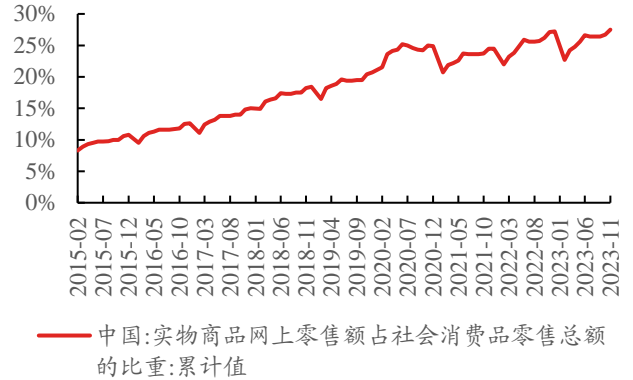

资料来源：Wind，信达证券研发中心

国内传统商超零售发展趋缓，布局折扣业态转型或为新的成长机遇。根据中国百货商业协会，2020-2022年我国超市业态零售额以每年低个位数增长，行业处于发展成熟期。从重点商超标的财务状况来看，2020年以来均经历不同程度的盈利下滑/转亏，收入增速放缓/下滑，传统零售业态陷入发展瓶颈，具备强运营能力的头部零售商陆续开始整合供应链提效、推出折扣业态寻求变革，包含家家悦、中百集团、永辉超市等。

什么样的品类适合线下折扣业态？2022年下半年以来，实物商品消费线上化率进程趋缓、线上线下消费结构已达相对稳定水平。低件单价、单品类品牌化效应弱、上游供应链格局分散的品类受制于线上物流履约成本，更依赖线下消费场景。我们认为相对而言低损耗、低运输成本、依赖线下消费场景且具备冲动消费属性的休闲零食为最适合发展折扣业态的品类之一，也因此国内折扣业态中量贩零食先行；此外家清个护、米面粮油等品类具备低损耗、刚需、高频复购属性，同样适合发展折扣业态。零售商通过外部供应链高效整合+内部强选品能力+线下渠道快速扩张，构筑以渠道和品牌价值为核心的产业链壁垒。

图 12: 传统线下零售业态 2020-2022 年零售额表现平稳


资料来源: 中国百货商业协会, 信达证券研究开发中心

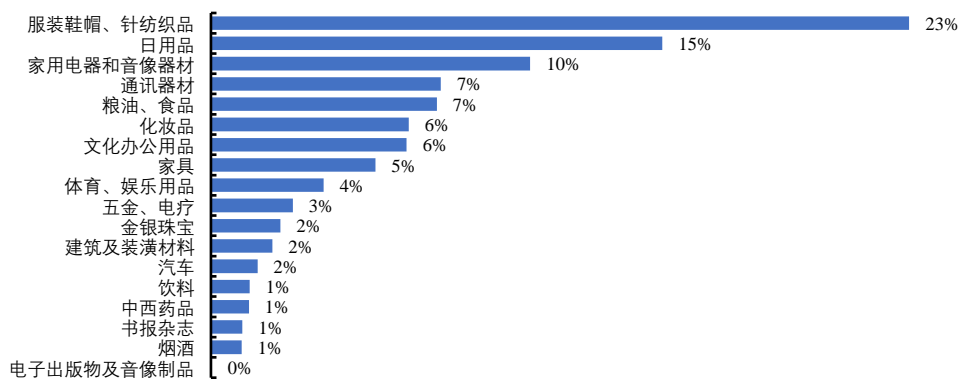
图 13: 实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平


资料来源: 国家统计局、Wind, 信达证券研究开发中心

2.2. 前提: 基础设施健全, 流通体系宽松

我国货运量、周转量及快递业务量居世界前列, 物流便捷、成本持续下降。根据国务院《“十四五”现代物流发展规划》, “十三五”期间, 我国社会物流总额保持稳定增长, 2020 年超过 300 万亿元, 年均增速达 5.6%。公路、铁路、内河、民航、管道运营里程以及货运量、货物周转量、快递业务量均居世界前列, 规模以上物流园区达到 2000 个左右。社会物流成本水平稳步下降, 2020 年社会物流总费用与国内生产总值的比率降至 14.7%。移动互联网、大数据、云计算、物联网等新技术在物流领域广泛应用, 网络货运、数字仓库、无接触配送等“互联网+”高效物流新模式新业态不断涌现。自动分拣系统、无人仓、无人码头、无人配送车、物流机器人、智能快件箱等技术装备加快应用, 高铁快运动车组、大型货运无人机、无人驾驶卡车等起步发展, 快递电子运单、铁路货运票据电子化得到普及。

疫情后, 以网络购物、互联网+服务、平台共享、线上线下融合等新业态新模式为主要形式的新型消费逆势增长, 已经成为拉动内需的新动能。1) 根据商务部数据, 2013-2022 年, 我国已连续 9 年成为全球最大的网络零售市场。2022 年, 全国网上零售额 13.79 万亿元, 同比增长 4%。其中, 实物商品网上零售额 11.96 万亿元, 同比增长 6.2%, 占社会消费品零售总额的比重为 27.2%。2) 商务大数据对重点电商平台监测显示, 2022 年, 在 18 类监测商品中, 8 类商品销售额增速超过两位数。其中, 金银珠宝、烟酒同比分别增长 27.3%和 19.1%。3) 根据王蕴《当前我国居民消费变化的新特征与新趋势》, 近年来, 直播带货、社交电商、短视频电商、兴趣电商等电商新模式快速发展。电商新模式在消费者中具有较高渗透率, 截至 2022 年 6 月, 我国网络直播用户、即时通信用户和短视频用户规模分别达 7.16 亿、10.27 亿和 9.62 亿, 分别占网民整体的 68.1%、97.7%和 91.5%。

图 14：2022 年网络零售分品类交易额占比中，粮油食品约占 7%


资料来源：迪赛智慧数可视化互动平台，信达证券研发中心

2.3. 变革：产能过剩，逐步转向需求导向

从快消品产业链的角度来看，主要分为三个环节：厂家、渠道、消费者。厂家的核心是洞察消费者的需求，生产适销对路的产品，为消费者创造价值；消费者的核心需求是“多、快、好、省”，在不同阶段、不同背景下形成不同顺序的组合；渠道是厂家与消费者的桥梁，一方面，以高效、低成本的方式传递价值；另一方面，把消费者的需求反馈到上游品牌。

在供给为王的时代，品牌掌握更多的话语权；而在如今逐步转向需求导向，下游的话语权不断增强。在品牌为王的时代，每个品牌基于自身的利益，都想要去构建一套自己的经销体系，这样便会产生产品的过度开发、渠道效率的损失。在逐步转向需求导向的时代，渠道更多担任了消费者代理人的角色。当下，我国消费者的需求呈现明显的多元化、差异化特征。上游品牌很难实现与消费者的直接对话，更多通过渠道传递，因而渠道话语权随之扩大。基于渠道的本质，是以较低的成本把上游品牌和下游消费者链接起来，所以更为高效的渠道会加速对低效渠道的替代。从需求侧看，在 2010 年以前，上游产能供应尚不稳定、充分，消费者愿意为了产品的安全、可靠性付出额外的溢价来购买品牌产品；而当下已经进入产能过剩的时代，消费者购物更加理性，不愿意付出过多的品牌溢价，而是追求性价比。

表 1：我国逐步进入产能过剩时代

| 时代 | 产品主权 | 品牌主权 | 消费者主权 |
|--------|------------|----------|-----------|
| 供需关系 | 供不应求 | 供大于求 | 产能过剩 |
| 消费诉求 | 功能满足，低价，可得 | 品牌，口碑，服务 | 产品，质价比，体验 |
| 代表渠道模式 | 大批发 | 深度分销 | 硬折扣连锁 |

资料来源：信达证券研发中心

我们复盘零售渠道变革，话语权排序从“货、场、人”逐步转变为“人、场、货”。我国的零售行业经历了快速发展的五个阶段，在过去供给不充分的情况下，“产品为王”，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

“货”具备最强的话语权，其次是能够引进优质的“货”来满足人们需求的“场”，而“人”的需求差异性并不大，因此这三者的重要性排序为“货、场、人”。而零售行业发展到现在，供给过剩且分散，“人”的需求逐渐产生差异化、话语权增强，“场”作为中间桥梁可以传递“人”的需求，因此“货”的话语权逐步降低。

图 15：复盘零售渠道变革，主要分为五个阶段



资料来源：第一财经网，企业观察报，信达证券研发中心

（一）1990 年以前：以“货”为中心，以传统百货为主

1990 年以前，零售业主要以街边小店和百货的形式存在，出现了第一百货、第七百货、第九百货等传统百货。从供给端来看，商品种类单一；从需求端来看，人均可支配收入低，消费者的需求仅为满足衣食住行的基本需求，以品类消费为主，还没有出现品牌的概念。

（二）1990-2000 年：外资零售巨头进入，抢滩中国市场

改革开放后到 21 世纪初，社会生产力极大提高，供给的不断增加使得消费者的需求开始向差异化、个性化发展，品牌是核心驱动因素。随着对外开放格局的形成，沃尔玛、家乐福、麦德龙、罗森等一批外资零售巨头进入中国市场，商品价格低、种类多的大卖场走进本土零售企业的视野，罗森等一些品牌的进入，带动了品牌专卖店、折扣店的兴起。外资巨头的进入让中国零售市场开始转型，1996 年王府井率先推进百货连锁战略，扩大零售市场占有率。

（三）2000-2010 年：本土零售业崛起，品牌井喷时代

随着居民收入的增加和城市化进程的推进，消费者对商品和服务的需求不断增加。2000-2010 年这十年，中国零售业迎来了发展史上的黄金十年。一方面，本土零售业崛起，各大品牌的门店从城区渗透到乡镇市场，百丽、波司登等大众品牌在全国的门店超过 1 万家。华润收购天津家世界全部股权，通过资本手段融资收购解决了扩张过程中零售业区域化差异大的难题；另一方面，消费方式和消费理念的转变促进了电商行业的兴起，2003 年成立的淘宝网、2004 年京东商城的前身京东多媒体的上线、2008 年唯品会的诞生，表明我国电商行业初露头角。

（四）2010-2018 年：国内电商迅速发展，“货”与“场”线上延伸

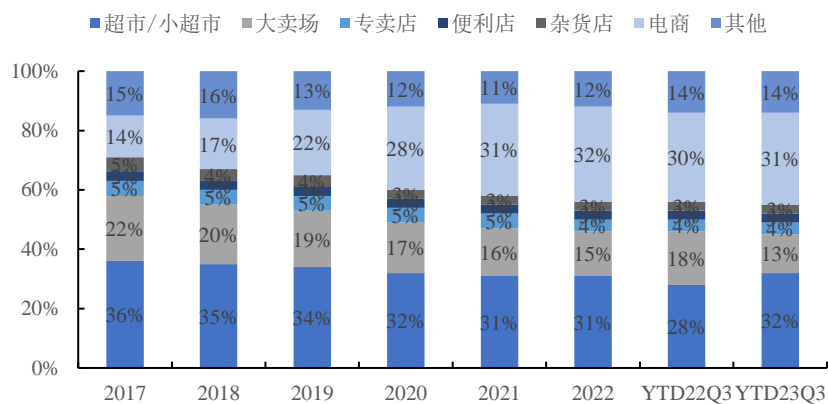
进入互联网时代，淘宝、京东、拼多多等电商平台依靠流量迅速发展，网购的低成本、高

效率受到消费者的青睐，“货”与“场”的概念从实体向线上延伸，O2O模式使消费者可实现线上购物线下取货，物流配送系统逐步完善提高了消费者的满意度和购物体验。根据商务部《中国电子商务报告》显示，2018年实现电子商务交易额31.63万亿元，将保持高速增长态势。

（五）2018年至今：线上线下相融合，零售向数字化转型

随着零售业的“流量红利”减少、AI和物联网等技术的兴起，零售业发生新一轮变革，电商巨头介入实体零售企业，阿里入股三江购物、盒马鲜生等，腾讯入股永辉超市并一同投资家乐福中国业务，线上、线下和物流实现全渠道协同，重塑传统零售业态。未来将重构“人货场”，主动识别消费者的需求，实现由人到货的柔性生产。从渠道消费占比看，超市、卖场占比逐步下降。

图 16：2018 年以来，快消品城镇消费在超市、大卖场占比下降，电商占比显著提升



资料来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，信达证券研发中心

3. 对比海外，探索中国硬折扣之路

3.1. 对比：我国零售行业的显著特点

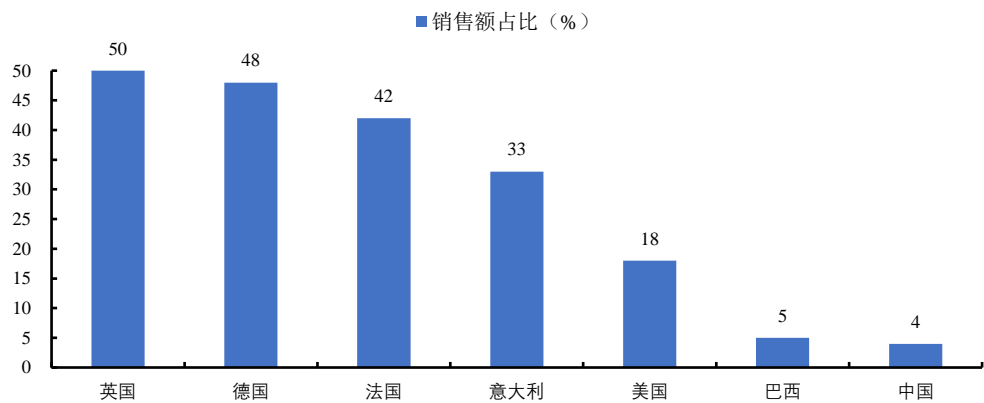
与海外市场相比，我国零售行业存在三个显著的特点：1) 厂商：上游产能供给分散，市场集中度低。因此，我国自有品牌仍有较大发展空间。2) 零售商：传统零售渠道发展尚不完善，电商高度发达。因此，能够将线上和线下结合的新零售业态发展潜力仍大。3) 消费者：消费分层明显，下沉市场广阔。因此，能够满足下沉市场广大消费群体消费升级需求的业态具备更加广阔的发展空间。

1、上游产能供给分散、行业集中度较低。

- ✓ 以休闲食品为例，2021年我国CR15为22%，而美国、日本CR5分别为41%、28%。Frost&Sullivan数据显示，2020年中国休闲食品市场前15名市场份额为22.4%，2021年进一步降为21.5%。整体来看，市场竞争格局分散，而且集中度出现了下降趋势。根据彭博数据，2021年美国、日本休闲食品行业终端口径CR5分别为40.90%、27.60%，中国休闲食品行业集中度较低。
- ✓ 我国零售商自有品牌销售占比仅为4%，相对比英国50%、德国48%、美国18%仍有较大

提升空间。

图 17：中外零售商自有品牌销售对比

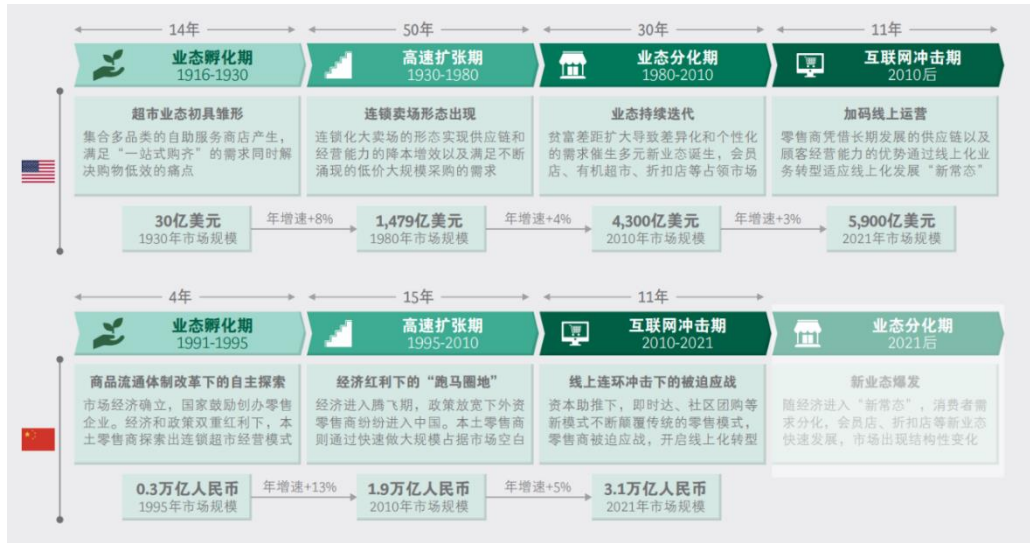


资料来源：Edge零售数据库，CCFA《连锁超市百强经营分析2021》，BCG分析，信达证券研发中心

2、传统零售发展尚不完善，电商高度发达。

我国与欧美发达国家渠道变革路线的不同之处在于，欧美发达国家的零售行业经过近百年历程，全渠道发展已经较为完备，行业巨头已经形成。而我国在早期传统线下渠道尚未发展完善时，电商便已经快速崛起，并对传统零售行业带来了较大冲击。

- ✓ 根据 BCG 咨询，美国商超经历近百年发展历史，市场规模由 1930 年的 30 亿美元发展至 2021 年 5900 亿美元，期间已经经历了行业扩张与低谷的不同阶段，随着消费者差异化和个性化需求的演变，逐步分化诸如折扣店、会员店等多种业态，并且由于人工、配送、交通运输成本较高，因此，在 2010 年受到电商的冲击影响较小。
- ✓ 而我国商超从 1995 年 0.3 万亿的市场规模发展到 2021 年 3.1 万亿的市场规模，用不到 30 年的时间实现了超过 10 倍的增长，这种发展更多是顺应中国经济高速发展的红利，因此，在传统商超渠道发展尚不成熟的阶段，便受到电商的强势冲击，而被迫寻找应对策略。

图 18：我国传统商超发展历史短于美国


资料来源：BCG 分析，CCFA，信达证券研发中心

这对行业的发展带来两种影响，一个是消费者行为习惯的影响，第二是线下零售的发展被过度压制。1) 消费者的行为习惯主要体现在，较为依赖网购平台、社交电商，并且通过电商及线上线下各种渠道进行比价，信息传递高效，价格体系相对透明。2) 线下零售的发展被过度压制，则体现为在互联网电商快速发展的阶段，大量线下实体零售店经营较为困难，但线下零售对于即时性采购、体验型采购等依然具备不可替代的优势。3) 从品类的线上渗透率看，线上化较高的品类主要为标准化、保质期较长的产品，如家电等；线上化程度较低的则为强调体验感、即时性、保质期短的产品，比如生鲜品等。

3、我国消费市场分层明显，下沉市场广阔

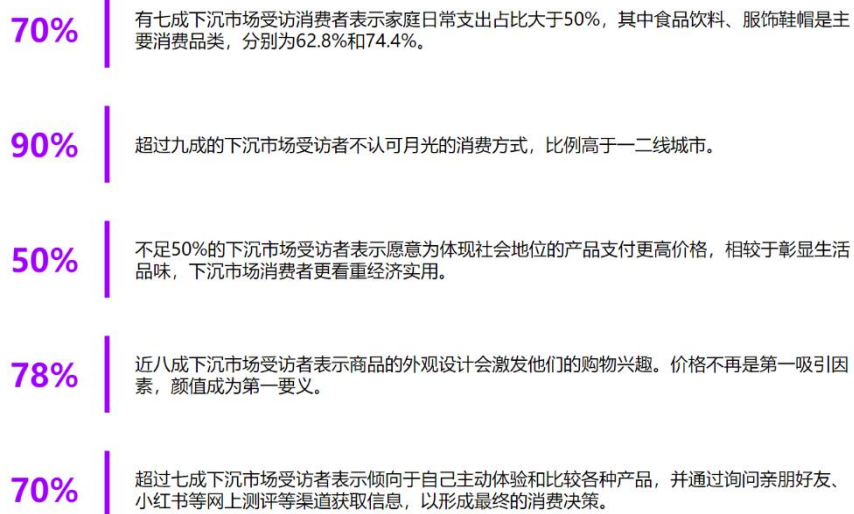
消费分层指的是，消费降级与消费升级并存，使得高收入人群和低收入人群在消费层面出现两极分化的趋势。

2023 年全球奢侈品行业遇冷，贝恩预计 2024 年同比增速维持中低个位数水平。根据贝恩公司发布的《2023 年全球奢侈品行业研究报告（秋季版）》，2023 年全球奢侈品市场销售额（包含奢侈品及奢侈体验）有达到 1.5 万亿欧元，相较 2022 年同比增长 8-10%。贝恩公司资深全球合伙人布鲁诺表示：“2023 年，有 65-70% 的奢侈品牌获得了正增长，然而，这一比例相较 2022 年的 95% 有所下滑。预计 2024 年全球个人奢侈品市场的表现疲软，同比增速将维持在中低个位数的水平。”2) 根据澎湃新闻报道，2023 年 10 月 10 日，全球最大奢侈品集团路威酩轩 (LVMH) 发布了 2023 年第三季度财报，销售额同比仅增长 1%，较上半年增速明显放缓。在各地市场中，中国所在的亚洲市场（不包括日本）的表现一直颇受关注。2023 年第二季度，亚洲市场以 34% 的增长率领跑全球市场，甚至超过了日本 29% 的增幅。然而，第三季度中国所在的亚洲市场并未能延续此前的高增长，增长率大幅下滑至 11%。

根据埃森哲研究报告，中国超过七成的人口来自三线及以下城市，即下沉市场。对于下沉市场的消费者而言，日常支出占比大于 50%，其中食品饮料占比约为 63%。随着我国经济发展水平持续提高、城镇化进程不断推进、基础设施建设和物流体系不断完善以及下沉市场居民可支配收入增加，商品供给实现了极大丰富。在供需两端的双重驱动下，下沉市场消

费潜力可观。

图 19：中国下沉市场食品饮料消费品类占比高



资料来源：埃森哲，信达证券研发中心

3.2. 途径：探索中国硬折扣之路

从零售业态看，实现硬折扣的途径主要包括：第一，去除品牌溢价，选择白牌产品；第二，减少零供博弈，采用现金采购；第三，减少中间环节，提高周转效率。

1、生产环节：去除品牌溢价，选择白牌产品，做自有品牌

从长期来看，消费者是理性的，消费者购买商品不是冲着品牌溢价，而是物有所值或物超所值，重复购买对应的是商品价值的体现。

- ✓ 根据德勤《2023 中国消费者洞察与市场展望》，疫情以来，随着使用场景和需求的减少，经济压力和生活不确定性的增加，消费者的消费观念和消费行为越来越趋于务实和理性。人们减少冲动消费，讲求产品品质，追求性价比，在购买行为上善用各类促销活动，乐于“货比多家”。在海量信息面前，消费者对各类推荐持审慎态度，在充分考察、比较之后，做出自身的选择，拒绝盲目跟风。
- ✓ 消费者的行为习惯会倒逼企业调整经营理念和思路，生产适销对路的产品，而不具备品牌溢价的白牌产品则有望在这种背景下迎来发展机遇。

2、采购环节：减少零供博弈，使用现金采购，减少渠道费用

零供博弈体现为零售商和供应商之间的博弈关系，供应商的目的是希望零售商能够采购自己的商品，让商品能够最大化的占领货架，占据消费者心智；零售商的目的则是希望产品实现铺货的同时能够实现动销，从而实现自身利益的最大化。这两者之间的博弈结果则体现为，具备品牌影响力的连锁商超对于进驻的品牌具备较强的话语权。

厂家进场通常需缴纳进场费、购货折扣、物流费、仓储费、新店赞助费、促销费、场地使用费等不同名目的渠道费用。这会导致只有品牌商家能够实现较高铺货率，三四线品牌难以进入大型商超渠道；而对于白牌商家来讲，需要付出额外的交易、商务成本才能进入大型商超渠道。这种博弈的过程未必能够更好的满足消费者的需求，但却实实在在造成了资源的浪费。

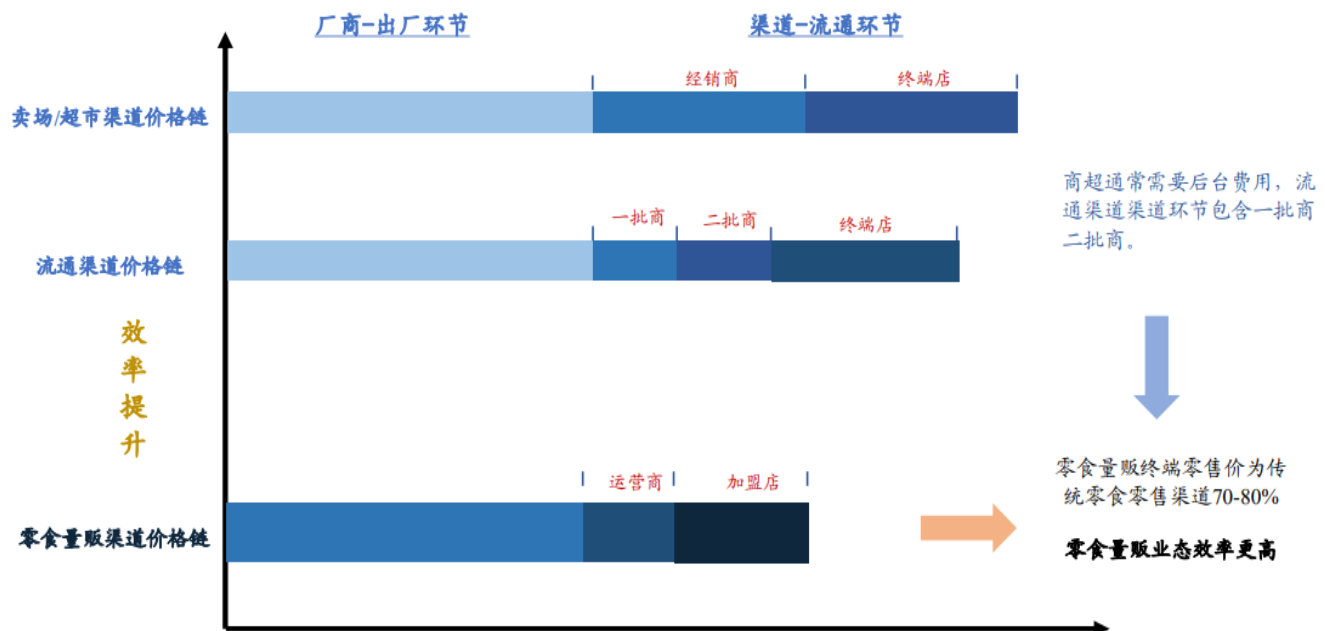
为了避免资源浪费，目前的社区团购渠道、折扣店探索出的方法主要包括：采用现金采购，不设账期；不征收进场费、条码费等费用；零售商与厂家直接交易，减少与经销商的博弈环节；零售商从厂家定制产品，生产自有品牌等。

3、运营环节：减少中间层级，减少转运次数，提升周转效率。

通常来说，销售渠道包括生产商、品牌商、经销商、零售商这四个环节。对于一家县级零售商来说，产品可能需要经过二批商、三批商才能到达终端，产品每多周转一次，就会有更多一层的团体参与利润分配，同时增加物流、仓储、资金、时间成本。因此，尽可能减少中间转运环节，减少产品周转次数，实现整车转运，才能有效提升周转效率。

我们对主流的线下零食零售渠道进行价值链的拆解，可以很明显的看到零食量贩的价格在渠道价值链跑通的情况下终端零售价基本只有其他渠道的70-80%，零食量贩模式的高效率核心来源于供给端以“消费者需求（用户）”为导向，终端商品可以实现高周转，无效费用的投放明显降低，从而实现各环节高效率运转的同时终端价格具备性价比，本质为垂直品类零食的硬折扣模式。

图 20：硬折扣渠道效率显著高于传统商超渠道



资料来源：新经销，信达证券研发中心

4. 传统商超改革提速，折扣连锁加速布局

4.1. 传统商超：折扣化改革提速

2023年，传统商超折扣化改革明显提速，包括盒马、永辉超市、家家悦等均推出折扣化改革和尝试。这种改革可以分为两类，一类是开设店中店、店内折扣区域，选择一部分产品进入折扣产品池，以极低的加价倍率进行销售，代表企业包括永辉超市等。这种方式的优势在于，可以通过低价产品引流，试错及改造成本较低，可以实现快速复制；但是更多是一种新模式的尝试，而非全面的改革。另一类是开设折扣店，进行供应链改造，包括盒马、家家悦等。这种改革更为彻底，但难度也较大。

我们认为对于传统商超的折扣化改革要想取得成功需要观察以下几点：第一点也是最重要的一点，在于公司实际领导人具备坚定的改革意志和决心，在确定行而有效的改革路径后进行坚定的执行，在每一次面临艰难决策的时候都保持意志和定力，这种意志不应以外部环境的干扰为转移，而是需要领导人坚定改革的决心。第二，组织和管理层面的改革，任何的改革都会涉及到利益的再分配，在一个成熟的体系内，要想实现这一点需要进行管理层面和组织层面的重塑，才能更好的符合新的业务要求。第三，经营理念的改变，对于零售商而言，意味着经营理念从经营货架转变为经营商品，这对管理尤其是业务人员提出了更高的要求。

盒马开启折扣化改革：2023年11月22日，盒马CEO侯毅在新零供大会上再次强调盒马未来将全面推行折扣化变革。他表示，目前中国零售业的价格远远没有竞争力，在与电商低价竞争时，实体零售业没有任何还手之力。但经过折扣化的经营采购模式改革后，零售行业反而比线上渠道更能做到低价。“未来的低价一定是在实体门店，而不是在电商。同时，提升商品价格竞争力将成为盒马重心。”。

- ✓ **大规模下调商品价格。**2023年10月13日，盒马宣布，盒马鲜生全国线下门店的5000多款商品将全面迎来价格下调，涉及乳制品、饼干、方便速食、水饮、洗护产品和冷冻肉禽水产等主要品类商品，其价格将普遍直降20%。
- ✓ **精简SKU。**盒马鲜生门店现在有6000+SKU非食标品，淘汰3500多个SKU，再引进800多支新品。理想状况下，盒马非食标品会精简到3000SKU，生鲜品类商品2000SKU，门店内会常态化保持5000+SKU的商品。
- ✓ **建设垂直供应链。**2023年10月13日，盒马与江苏海安商贸物流园管委会签署投资协议，将在江苏省海安市建设首个冷冻面食智能工厂，跟贺寿公司合作，引进先进技术，打造从面粉到冷冻熟面的完整产业链，这种垂直供应链将大大降低运营成本，从而能让利消费者。
- ✓ **采购体系重新划分为成品部和鲜品部。**根据观察网报道，盒马内部的商品采购体系已经被重新划分为成品部和鲜品部。经过工业化生产的商品，例如食品、3R（即食食品）、预制菜和非食品等划入成品部，水产、肉禽蛋、冷冻、蔬菜、水果、鲜花、米面、南北干货等则划入鲜品部。成品部是目前折扣化变革的重点领域。对于成品部的标品商品，盒马将用源头采购、工厂定制的方法来做，在采购环节就把产品的价格降下去。类似的，鲜品部的商品，也将采用基地直采的方式优化供应链。盒马希望能将商品采购价格降至目前的一半左右，以此推动终端售价的下调，让消费者用更少的钱买到同样品质的商品。

永辉超市增设“正品折扣店”。根据新京报贝壳财经报道，2023年10月10日，永辉超市表示将在全国范围的门店中增设“正品折扣店”，并同步在线上APP、小程序增设折扣专

区，提供食品、用品惊喜折扣价。据介绍，在折扣商品选择方面，区别于传统的临期商品折扣价的运营逻辑，永辉以提高商品效率为核心，通过自有供应商系统、YHDOS 数字化系统等数字化手段，科学地对商品绩效进行评估。同时，结合数字化销售看板下的商品数据情况，永辉每日将从新品、网红商品及常规商品中选择一部分进入折扣商品池，根据具体情况按照其原价的七折、五折及三折进行销售。

表 2：传统商超加速折扣化改造

| 商超 (总部) | 时间 | 折扣化改造内容 |
|------------------|----------------|--|
| 盒马 (上海) | 2021 年 10 月 | 盒马生鲜奥莱：在已经开设盒马鲜生的城市里，按照每 5—6 家盒马鲜生店配置一个奥莱店的规模，消化鲜生店的临期打折商品。盒马生鲜奥莱门店承载其他门店的尾货，并且以折扣的方式出售临期产品，主要分为生鲜蔬果、肉品、预制品几种。同时，店里配置了多种热门全价货品，例如零食、米面粮油、冻品、自有品牌产品等。自有品牌有 3 个：盒马 NB、盒马邻选和盒马白标。 |
| | 2023 年 10 月 | “折扣化”变革：盒马下调了线下门店的 5000 多款商品价格，对包括乳制品、饼干、方便速食、水饮、洗护产品、冷冻肉禽、冷冻水产等多个品类在内的商品设置“线下专享价”，价格普遍直降两成。盒马的折扣化变革率先从盒马鲜生的线下门店开始，未来也会扩展到线上。未来鲜品部（包括水产、肉禽蛋、水果、蔬菜等）和成品部（包括部分食品、非食品、预制菜等）都将进行垂直供应链建设。 |
| 永辉 (福州) | 2021 年 5 月 | 永辉仓储超市：是非会员制仓储店，多为原大卖场门店改造而成，面积低于 1 万平方米，其核心客群为对价格较为敏感的大众消费者。其选品等方面未做差异化管理，主要为民生流量型商品，售卖方式既有大包装、量贩式，也可单个购买，批零兼营。相同时间内，永辉仓储店客流、销售额还是客单价均低于永辉超市大卖场。 |
| | 2023 年 10 月 | 店中店模式：在全国范围的门店中增设“正品折扣店”，并同步在线上 APP/小程序增设折扣专区，提供食品、用品折扣价。通过自有供应商系统、YHDOS 数字化系统等数字化手段，科学地对商品绩效进行评估。每日将从新品、网红商品及常规商品中选择一部分进入折扣商品池，根据具体情况按照其原价的七折、五折及三折进行销售。 |
| 家家悦(山东) | 2021 年 12 月 | 会员制仓储式超市：会费 198 元。SKU3000+，全球购占比达 50%。80%以上的生鲜采取基地直采模式。 |
| | 2023 年 4 月 | “悦记·好零食”：定位于一站式极致性价比的零食集合店，精选 1000+种零食。 |
| | 2023 年 9 月 | 折扣店品牌“好惠星”：千种商品，一件也批发。涵盖家家悦自有品牌，自有工厂流程一体化。自建物流体系，2.5 小时派送圆直达。 |
| 物美 (北京) | 2022 年 8 月 | “美淘”折扣店：80 平米左右，门店位于物美本身已有大卖场的出口通道独立成店。 |
| 清美 (上海) | 2023 年 9 月 | 清美会员店：主打会员仓储模式，为小型仓储超市。规模采购、仓储量贩、自有品牌、自建物流、自助货架。整个门店五分之四专卖生鲜自有渠道门店的产品价格，普遍低于市场 20%左右。 |
| 重庆 百货 (重庆) | 2023 年 11 月 | 探索社区折扣店：加强供应链建设，以区域门店为单位进行试点，计划试点 20+家；计划打造店内零食专区 50+家。 |
| | 2023 年 12 月 | 商超试点折扣零食专区：试点折扣零食专区，自有品牌涵盖生鲜、粮油、饮料、休闲食品、冷藏鲜啤、鲜奶等 40 多个类别、200 多个单品。 |
| 中百 集团 (武汉) | 2023 年 5 月 | “小百零食铺折扣店”：是仓储超市，以销售自有品牌和周转快的商品为主。超 1100 种 SKU，以休闲食品为主、烟酒饮料为辅、干性食品为补。 |

| | | |
|-------------|-------|--|
| 胖东来 | 2022年 | 推出“批发市集”：在现有门店中专门开辟一块区域，选择特定的品类进行低价销售。分为应季鲜果批发 |
| (许昌) | 6月 | 集市和冰淇淋批发集市。 |

资料来源：中国城市报，36氪，永辉超市官网，证券市场红周刊，家家悦官网，联商网，家家悦快讯公众号，零售圈，清美集团官网，证券之星，中百集团官网，胖东来超市公众号，澎湃新闻，盒马，虎嗅，信达证券研发中心

4.2. 折扣连锁：加快市场布局

通过对比现有折扣连锁企业模型，我们总结出如下特点：

1、分布：二三线城市密集布局，具备区域规模效应

围绕二、三线城市进行密集布局，比如河南的折扣牛、重庆的条马等。1) 人口是消费的基础，这些店铺通常选址人口、消费规模较大的省会及强二线城市。此外，这些城市多为交通要塞、物流转运基地、上下游产业链发达，因此，利于源头直供、降低采购及物流成本，提高运营效率。2) 以河南省为例，2022年河南省年末常住人口9872万人，是全国第三人口大省，同年社会消费品零售总额24407.41亿元，排名全国第五。此外，河南拥有重要的交通枢纽和食品生产基地。据河南商报记者报道，河南食品行业代表性企业包括思念、三全、好想你、白象、千味央厨、锅圈食汇、食族人、嗨吃家，郑州几乎承包了全国7/10的饺子、3/5的汤圆、4/5的酸辣粉、1/3的方便面。

2、店型：200平的社区超市和500平的仓储批发部

1) 以折扣牛、比宜德、条马为代表的社区超市，主要开在社区周边，抢占了一部分夫妻老婆店、便利店等市场份额，这种店型主要满足社区周边人口需求，客单价相比偏低，但消费频次较高。2) 以金佰佰为代表的仓储批发部，则是主要开在郊区或者商圈的偏远位置，选址靠近停车场，以整装产品销售为主，我们判断客单价可以达到100元以上，满足以家庭为单位的一站式消费需求，抢占一部分传统商超的市场份额。

3、品类：较少做生鲜和自有品牌

1) 生鲜产品保质期短、损耗较高、成本较高等特点导致盈利空间比较有限，并且很难具备规模效应，但是可以作为引流产品增加消费频次。我们看到大部分的折扣零售店都没有选择生鲜这个品类，部分选址社区生鲜店附近，以此形成互补。2) 我们认为零售商做自有品牌的前提是已经具备了规模化采购的量级，并且能够洞察消费者实际需求，以此形成差异化竞争。但是目前大部分零售商尚不具备这种能力。一旦开始做自有品牌，也意味着自身产品与供应商形成了竞争关系，我们认为中国零售商的自有品牌化率仍有提升空间，但其过程是一场社会化运动，而非企业化运动。

表 3：折扣连锁企业模型对比

| 公司 | 选址 | 选品 | 运营 | 供应链 | 单店模型 |
|-----|-----------------------|--|-------------------------|--------------------|---------------------|
| 折扣牛 | 门店面积130-200平米、24小时营业。 | 全品类经营，门店SKU约900-1000个，包含米面粉油、烘焙、乳品、休闲零食、日用百货等。 | 门店24小时营业，夜间托管模式、全自助化收银。 | 现金直采、集采众多厂家及原产地商品。 | 回本周期约8-15个月。 |
| 条马 | 以重庆为代表的二线城市及周边乡 | 精选500-800个SKU，选择消费频次 | 除了收银系统，门店内SOP等方面都 | 不收取各种费用。精简了物流运输流程， | 前后台毛利率设置为15%。单店月均销售 |

| | | | | | |
|-----|--|---|--|---|--|
| | 镇。选址社区周边，门店面积150-250 平米。 | 较高的刚需快消品。有部分自有品牌。不销售临期商品。 | 是纸质化办公。 | 减去拆包分拣等环节。 | 在 80-100 万元左右，单店盈利月均约为 3-5 万元。 |
| 比宜德 | 门店面积 200-300 平米，主要开在郊区，老旧小区和普通住宅区。 | 精选 600 个 SKU，自有品牌占销售总额比重约 40%。周转箱切开半开的状态直接上架成列。价签折算成单位价格。 | 没有专职的店员，一人多岗，几乎没有广告营销和线上推广。店内实行无忧退货。有废旧纸箱供顾客取用。 | 选品主要考虑三个维度，包括销售数据；排名/等级。推出线上平台，提供配送到家服务。 | — |
| 乐尔乐 | 门店面积在 100-500 平米左右，租赁“最好的商圈、最差的位置”。 | 20000 个 SKU。只做标品、不做生鲜等复杂品。食品销售占比约 60%，非食占比约 40%。 | 由门店直接向供应商下单，供应商直接配货给门店。由松散型加盟逐步改为紧密型加盟，同时发展合伙制直营店。 | 集采优惠幅度大概为 5 个点。筹建自有仓储供应链中心。允许门店在报备基础上外采。总部采购主要发挥比价功能，不参与选品。 | 综合毛利率约为 18% 左右，年均加盟商增长率约为 30%。 |
| 金佰佰 | 门店面积 500 平左右，要求周边 3-5 公里有 10 万人，选择好商圈的差位置。 | 4000 个 SKU。只做大包装常温标品。陈列以地面堆放为主。 | “3511”模型：即一个门店 3 个店员，500 平米面积，投入 100 万，进入成熟期实现年利润 100 万。门店以定向客流为主。 | 不设总仓，不设采购，所有门店对服务商必须现款结算。 | 平均毛利率 18% 左右，酒水毛利 20% 左右，休食毛利率 12-15%。 |

资料来源：零售商业财经，折扣牛超市微信公众号，第三只眼看零售，澎湃新闻，今日闵行，上海市民生活指南，食品投资家，长沙晚报掌上长沙，新经销，Foodaily每日食品，信达证券研发中心

4.3. 折扣牛——24 小时的社区超市

折扣牛是在起源河南的硬折扣连锁品牌。聚焦社区零售场景，目标做“中国的奥乐齐”，现已推出 24 小时硬折扣超市、社区会员生鲜店两大店型。2021 年，折扣牛正式落地郑州，截至 2023 年 11 月 8 日，折扣牛的开店已 270 家，根据折扣牛创始人马昕彤在 2022 年 12 月接受零售商业财经的专访时表示，目标未来三年总门店数将超过 1000 家。

- ✓ **选址：**面积在 200 平米左右、24 小时全时段营业的硬折扣社区超市。
- ✓ **选品：**根据 36 氪报道，单店精选 600 个 SKU，涵盖米面粮油、乳制品、方便食品、休闲食品、烘焙食品、酒水饮料、日用百货等多个品类，基本满足社区居民家庭日常刚需。选品主要综合三个维度：其一，场景维度，从客厅、厨房、卫生间、阳台、卧室五个场景视角出发；其二，相应商品的线上和线下化率；其三，基于采购团队的专业判断。其中，自有品牌占比约为 10%。
- ✓ **供应链：**1) 采取现金采购、期货模式锁货、一批货和工厂端直接采购等多样形式，减少中间流通环节。根据上海财经报道，从采购产品来源看，货物从经销商采购占比 60%，从工厂采购占比 20%-30%，自有品牌大概占到 10%。2) 目前门店顾客每周来店

店 2-3 次，商品在门店的周转期为不到 10 天。

- ✓ **运营：**根据 36 氪报道，门店 24 小时全时段营业，晚间主要通过自研系统和补货逻辑通过远程客服来管理门店。夜间营业有三个好处，一是人工成本更低，平均一人可以远程管理数十家门店；二是通过延长营业时段，帮助门店获取新的客流；三是可以对部分商品进行夜间补货，提升门店运营效率。
- ✓ **单店模型&扩张模式：**据零售商业财经报道，门店整体毛利率约 20% 以内，采取直营及加盟拓店。

图 21：折扣牛门店及产品



资料来源：折扣牛公众号，折扣牛官方小红书，信达证券研究开发中心

4.4. 条马——社区批发部

总部位于重庆的硬折扣连锁店，门店数量约 200 家，日均单店销售 2-3 万元。目标是未来在重庆开出 1000 家门店，仓库随门店数量拓张；中期扩展至武汉、西安、郑州等其他二线城市。

- ✓ **选址：**1) 主要开在以重庆为代表的二线城市及周边乡镇，用以压缩房租成本。选址社区周边，面积 150-250 平。2) 选址通常紧邻生鲜店，比如谊品生鲜等。一方面有利于通过规模效应实现引流；另一方面公司门店不销售生鲜产品，可以实现产品互补。
- ✓ **选品：**1) 精选 500-800 个 SKU，选择消费频次较高的刚需快消品。具体品类包含冻品、粮油、调味品、方便速食、休闲零食、奶/烘焙、饮料酒水、日化家用和少量水果，不做生鲜。2) 有部分自有品牌。这些商品主要是品牌集中度较低的零食等品类，贴牌生产能够为条马批发部赚取更多利润，并形成差异化竞争。开发自有品牌商品也是条马批发部提高差异化和毛利空间的发力方向。3) 条马批发部同时强调称，他们不销售临期商品，可见其商品竞争力主要来源于成本控制。
- ✓ **运营：**所有的组织架构和系统追求高效、极简。除了收银系统，门店内 SOP 等方面都是纸质化办公。
- ✓ **供应链：**1) 不收取各种费用，包括扣点、促销费、陈列费、条码费等。由于条马批发部销售的单品数量有限且售价稳定、门店数量不断增长，所以条马批发部能够为供应商提供持续不断稳定增长的订单，因而能获得供应商支持。2) 精简了物流运输流程，减去拆包分拣等环节。例如供应商只需要将货品配送至条马批发部总仓，因而物流链条更短、更快、成本更低。条马批发部仓储中心多是采用叉车托盘运送货物，将商品整箱配

送至门店销售。条马批发部将其仓配竞争力总结为四个要点，分别是自有车队满足稳定运输需求、成本更低、服务更好；所有产品带托运输，10分钟完成整车卸货；专有仓库布局，匹配货品高周转需求；低温产品全程冷链，保障产品品质。

- ✓ **单店模型**：前后台毛利率设置为15%，其中房租2%、人力成本4-5%，仓储物流2%，除去总部费用，理论上还有1%-2%的净利润。在条马批发部门店数为150家的阶段，单店月均销售在80-100万元左右，单店盈利月均约为3万-5万元。

图 22：条马门店及产品



资料来源：条马公司官网，信达证券研究开发中心

4.5. 比宜德——德系社区折扣店

成立于 2017 年，总部位于上海，定位硬折扣社区连锁店零售运营商，致力于为中国消费者提供高性价比的商品。根据比宜德官方数据，2017-2021 年销售年复合增长率为 120%，自有品牌占销售总额约 40%，与竞争对手均价差约 35%。根据其发布的公告显示，比宜德超市于 2023 年 12 月 22 日起暂停营业，主要原因为零售环境持续恶化，长期亏损，资金链断裂，导致经营活动难以为继。

- ✓ **选址**：1) 面积 200-300 平，仓储式卖场风格，主要开在郊区，老旧小区和普通住宅区。2) 主力客群为居住附近一公里半径内、偏向于在实体店消费、不惯用线上购物平台、有时间比价、追求实用实惠不讲究品牌的年长消费群体和年轻消费群体。
- ✓ **选品**：1) 精选 600 个 SKU，自有品牌占销售总额比重约 40%。2) 陈列：大部分商品直接将运输过程中用到的周转箱切开半开的状态，之后直接上架成列，从而减少了理货的成本和工作，也直接给与顾客挑选的空间。3) 价签：折算成单位价格，利于比价。
- ✓ **运营**：1) 没有专职的店员，理货、收银、卸货一人多岗，客户多时银台结账，闲时轮流理货，清理废弃包装，极致简化的购物体验 and 店铺运营成本。2) 几乎没有广告营销和线上推广，店员定期派发传单，宣传优惠产品。3) 店内实行无忧退货，甚至不需要小票就可以退换。4) 废旧纸箱会专门放在购物车里供顾客取用。
- ✓ **供应链**：1) 选品主要考虑三个维度，包括销售数据；排名/等级（产品属于入门产品、中等产品还是上等产品）；依据可比较的自有品牌和其他品牌，判断其质量等级、相关性、售价、卖相以及供应商的出货和质量把控能力等等。2) 2021 年 4 月，公司推出线上平台，提供配送到家服务。在上海北部和南部设有两个专门的物流和配送中心，每个物流中心可服务约 140 家门店。

图 23：比宜德门店货架陈列及价签



资料来源：比宜德微信公众号，信达证券研究开发中心

4.6. 乐尔乐——特价批发超市

乐尔乐是一家以自营店为主，结合加盟连锁的商业零售公司，公司成立于 2011 年 5 月 18 日，目前拥有直营店及加盟店三千余家，年销售规模约 400 亿。总部位于湖南，主要分布在湖南、湖北、河南，江西、四川、重庆、贵州，云南、广西，安徽等省。

- ✓ **选址：**绝大多数门店面积在 100-500 平方米左右，客单价 35 元-45 元，日均来客数 1300 人/店。原则上租赁“最好的商圈、最差的位置”，租金成本通常能做到优质物业的四分之一。
- ✓ **选品：**只做标品、不做生鲜等复杂品。食品销售占比约 60%，非食占比约 40%。以 500 平方米标准店为例，乐尔乐门店上架 SKU 数可以做到 2 万个。
- ✓ **运营：**1) 由门店直接向供应商下单，供应商直接配货给门店。靠松散型加盟拓店，计划将商品周转天数从 25 天缩短至 20 天，持续提升效率。2) 开始逐步将松散型加盟逐步改为紧密型加盟，同时发展合伙制直营店，以此提升门店管控力度。据测算，乐尔乐一家门店的回本周期在 13-18 个月之间，单店投入 25 万元/100 平方米。
- ✓ **供应链：**1) 根据第三只眼看零售微信公众号，供应商通常依据采购规模大小，为零售企业提供 2-10 个点的优惠幅度。乐尔乐的集采优惠幅度大概为 5 个点。2) 随着规模扩大，乐尔乐筹建自有仓储供应链中心，重点强化供应链效率。举例来说，供应链中心的精确运转可以帮助乐尔乐门店实现“去库存”。乐尔乐总仓基本可以做到拆零配送、一天一配。3) 乐尔乐允许门店在报备基础上外采。其总部采购主要发挥比价功能，不参与选品。门店“外采”提案和销售大数据排名，是乐尔乐选品的两大依据。
- ✓ **单店模型：**综合毛利率约为 18% 左右，年均加盟商增长率约为 30%。

图 24：乐尔乐门店及产品



资料来源：全球加盟网，加盟星，第三只眼看零售微信公众号，信达证券研究开发中心

4.7. 金佰佰——仓储式折扣店

金佰佰的店定位连锁折扣工厂店，覆盖全国 34 个城市。疫情下逆势增长，一年时间业绩从 1 千万飙升到惊人地 10 个亿。计划 23 年开店 500 家。公司发源地为天津，作为北方的货物集散地，上游产品供应丰富、物流产业发达、市场需求广阔。

- ✓ **选址：**1) 门店面积 500 平左右，要求周边 3-5 公里有 10 万人，选择好商圈的差位置，这样能够实现交通便捷、停车方便，又能节省租金。2) 装修风格简朴，类似于工厂店。
- ✓ **选品：**1) 品类：包括酒水、休闲食品、茶叶，只做大包装常温标品，这类商品的储存成本低、损耗低。酒水、茶叶为高毛利、高粘性的产品，适合以全家为单位的消费群体。2) SKU：门店 SKU 总数在 4000 左右，商品丰富度要达到竞争场景的 3 倍左右，比如酒水有 300 多 SKU，休食有 3000 多 SKU。3) 陈列：以地面堆放为主，需要顾客弯腰才能采购，有利于延长顾客停留时间；价签为手写价签，效率高且有利于实现与顾客的深度沟通。
- ✓ **供应链：**根据新经销报道，1) 不设总仓：门店老板在金佰佰 B2B 订货系统上下单，供应商直接送货到门店，并且完成打堆陈列的工作。2) 不设采购：供应商承担了选品的责任。金佰佰只控品、不选品。这样减少了采购人工成本，也省略了供应商和采购博弈的过程。目前金佰佰有 60 多家供应商，基本上都是由早期给金佰佰供货的经销商转化而来。3) 所有门店对服务商必须现款结算。为了更好地实现单店盈利，这种方式可以促使服务商更积极地配合送货、主动处理售后和滞销。此外随着规模的扩大，金佰佰可以直接与上游厂家谈合作，但是具体交易还是会经过服务商，从而实现共同发展。
- ✓ **运营：**1) “3511”模型：即一个门店 3 个店员，500 平米面积，投入 100 万（7 成是贷款），进入成熟期实现年利润 100 万（6 个月到 1 年时间）。2) 由于选址限制，门店以定向客流为主，开店前期通过小红书种草、抖音直播等方式进行线上推广，培养一批客户，再通过口碑相传的方式形成复购。
- ✓ **单店模型：**酒水毛利 20%左右，休食毛利率 12-15%，平均毛利率 18%左右。采取直营及加盟模式拓店。

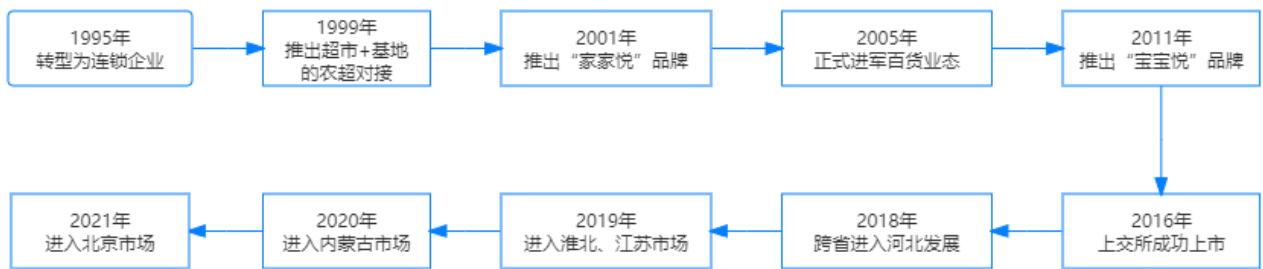
5. 家家悦：深耕山东区域，探索硬折扣改造

5.1. 主业：山东超市龙头，坚持区域密集/城乡一体化

公司主营业务为超市连锁经营，是一家立足于山东省内，以大卖场和综合超市为主体，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。公司从事食品流通行业可以追溯至计划经济时代的威海市副食品公司，1995年转型后开始从事连锁零售业。2001年正式推出“家家悦”品牌，2011年推出宝宝悦，并于2016年在上交所主板成功上市。

2018年家家悦与福悦祥连锁超市有限公司签约通过受让股权及增资方式持有其股权，在张家口连开两店，正式走出山东向河北市场进发。2019年家家悦收购乐新高贸股权，共同拓展淮北及周边市场。同年，家家悦正式进军江苏市场。2020年家家悦与内蒙古维多利亚实业有限公司及内蒙古维乐惠超市有限公司签订战略合作协议，以自有资金受让其股权，加速在内蒙古地区的拓展。2021年家家悦进驻北京，全国化版图更进一步。

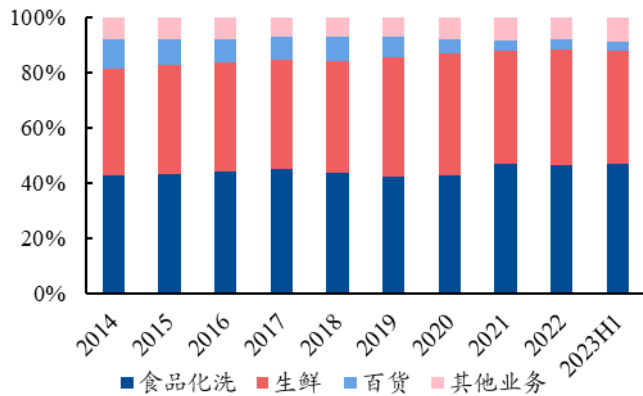
图 25：家家悦发展历程



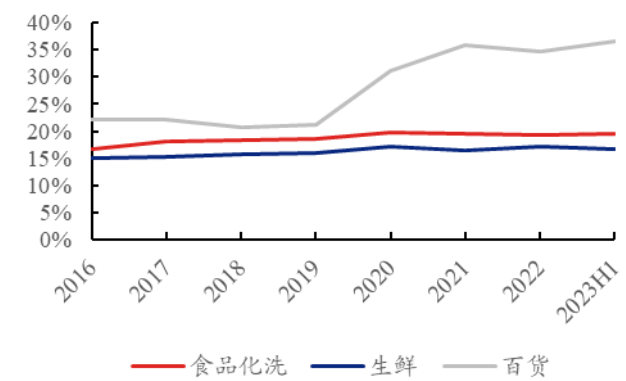
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司坚持以超市为核心主业，区域密集、城乡一体化发展，打造多业态、全渠道、全产业链、全国化的零售企业；增强数字化能力和供应链能力，用数字和技术驱动核心竞争力，打造科技驱动、开放共享的供应链服务平台，积极向综合型、平台型、科技型零售商转变，融合线上线下技术，为消费者和合作伙伴提供高效的服务。

- ✓ 门店经营模式：公司门店经营模式中，超市以自营为主，百货店以出租为主。超市占公司主营业务收入比超过90%，公司门店突出生鲜食品经营，品类和距离更贴近便利消费者；渠道方面，公司依托区域密集的门店网络构建不同场景，线上线下联动互相引流，发展健康可持续的线上业务，为消费者提供到家、到店自提服务。
- ✓ 供应链模式：采购体系上，公司建立“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的总部集采模式，总部采购与区域采购相协调，同时通过布局生鲜加工基地、中央厨房等方式增强农产品的标准化及工业化能力，建设全面的供应链体系；物流体系上，公司坚持以统一配送的模式为主，按照“发展连锁，物流先行”的理念，在连锁网络布局区域内，分区域建设一体化的物流中心，形成支撑门店、加盟商等供应链服务的立体式物流网络。

图 26: 家家悦分产品收入结构


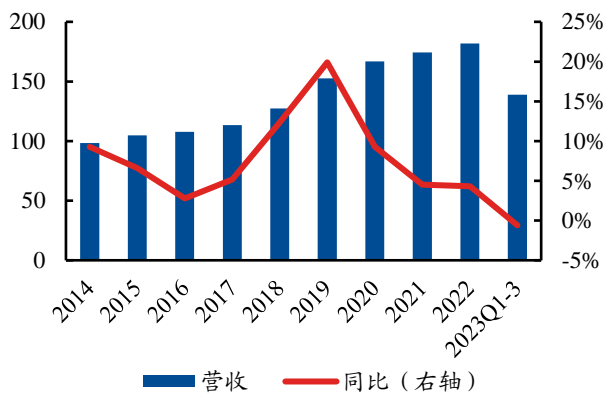
资料来源: 公司定期财报, Wind, 信达证券研究开发中心

图 27: 家家悦分产品毛利率


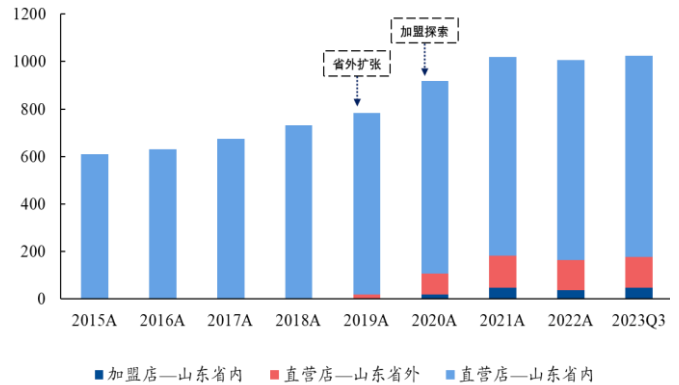
资料来源: 公司定期财报, Wind, 信达证券研究开发中心

公司 2014-2022 年收入规模稳步增长, 主要来自渠道扩张。2018 年及以前, 公司以直营模式深耕山东; 2019 年开始尝试以直营店进行省外扩张, 山东以外地区新增门店 19 家, 实现区域零售向全国零售的转变; 2020 年探索加盟模式, 发展山东省内加盟店 20 家。

截至 2023Q3 期末, 公司共拥有门店 1023 家, 其中直营店 976 家, 加盟店 47 家。

图 28: 家家悦历史营收及增速 (亿元, %)


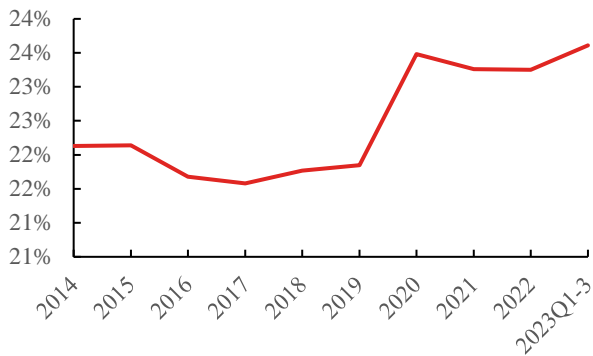
资料来源: 公司定期财报, Wind, 信达证券研究开发中心

图 29: 家家悦门店扩张进程


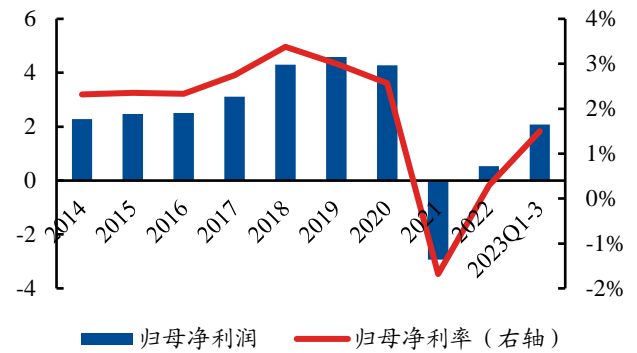
资料来源: 公司定期财报, 信达证券研究开发中心

2023Q1-3 公司综合毛利率 24%, 2020 年有所提升主要由于当年开始联营经营模式按净额法确认收入。

2014-2019 年公司归母净利润稳步增长, 2020 年开始呈现波动。除疫情影响外, 2021 年主要由于对子公司维乐惠超市、维客商业连锁计提了商誉减值准备约 2.97 亿元。2023Q1-3 公司盈利呈现明显恢复, 归母净利率回升至 1.5%。

图 30：家家悦历史毛利率水平（%）


资料来源：公司定期财报，Wind，信达证券研究开发中心

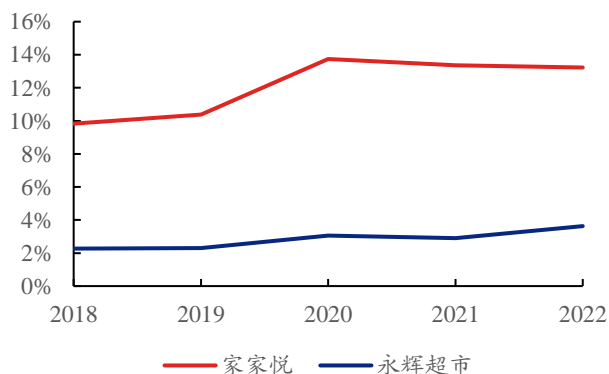
图 31：家家悦历史归母净利润及净利率（亿元，%）


资料来源：公司定期财报，信达证券研究开发中心

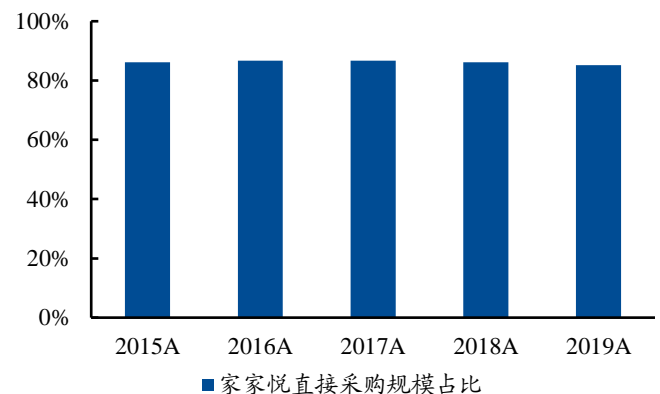
2023Q4 盈利承压，我们预计 23Q4 净亏损主要由于：1) 原业态部分门店经营承压；2) 食品 CPI 下行拖累生鲜品类毛利率；3) 发展折扣和零食新业态，前期费用投入增加。根据公司业绩预告，2023 年实现归母净利润 1.2~1.6 亿元，同增 122%~196%，扣非归母净利润 0.85~1.25 亿元，同增 500%~782%。对应 2023Q4 归母净亏损 0.88~净亏损 0.48 亿元，同比减亏 0.45~0.85 亿元；扣非归母净亏损 1.06~净亏损 0.66 亿元，同比减亏 0.37~0.77 亿元。

5.2. 新业态：发力硬折扣店、量贩零食店

我们在《对比 Costco、Sam's Club、Aldi，本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方？》报告中提到：“培育自有品牌、提升直采比例对传统商超企业的自有供应链布局/供应链整合能力、产品开发及选品能力、品牌认知度提出较高要求，我们认为这是传统商超能否成功切入折扣业态的核心竞争要素之一。”今年以来，家家悦推出两种折扣业态：硬折扣店、量贩零食店。家家悦前瞻性布局自有品牌及直接采购，我们认为其具备较强的供应链及产品端优势。

图 32：家家悦、永辉超市自有品牌销售占比


资料来源：家家悦、永辉超市定期财报，信达证券研究开发中心

图 33：家家悦直采比例维持较高水平


资料来源：家家悦定期财报，信达证券研究开发中心

1、全球供应链。

- **源头直采：**公司在多年的发展过程中始终贯彻了以“生鲜为特色”的经营理念，作为首

批农业农村部、商务部确定的农超对接企业，已经与 200 多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同，超过 80% 的生鲜都采取了“源头直采”的模式。

- **厂家直供：**目前公司与超过 2500 家厂商建立稳定的合作关系，其中与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等 500 余家厂商保持了十年以上的良好的合作关系，所以“厂家直供”的采购模式得到了有效的贯彻执行。
- **国际化采购：**在国内基地采购模式逐渐成熟的基础上，为进一步建立生鲜差异化经营，公司提出“买世界、品世界”的全球直采的理念，积极开发全球农副产品直采渠道。目前，公司已与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系，批量引进国外优势生鲜商品，丰富生鲜品类。

图 34：家家悦生鲜采购网络



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 35：家家悦生鲜物流中心配送范围

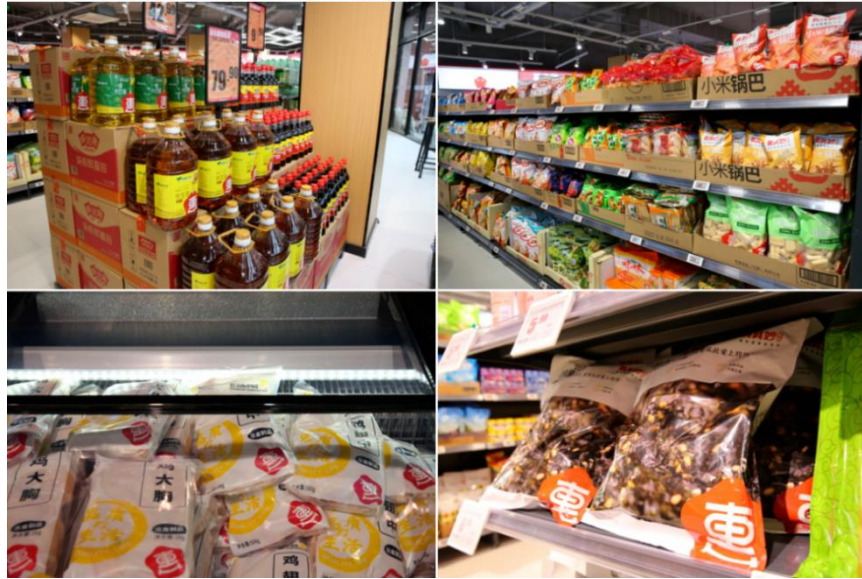


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2、生产加工能力

- **家家悦荣成食品工业园，**由家家悦集团股份有限公司于 2006 年投资建设，占地面积 320 亩，按照现代生态工业园标准建设现代化工业厂房，目前拥有植物油、大米、分装、豆制品、塑料、杂粮，调味、磨粉、机加工 9 个分厂，主要产品有荣光花生油、大豆油、调和油，品品香玉米油，品品香大米，悦记飘香干果、杂粮、豆制品等，超市连卷袋、购物袋、冷冻、冷藏农产品等；麦香苑食品公司主要产品有面包、桃酥、糕点类食品。
- **公司较早即提出“通过建立自有工厂、投资合营公司、建设农产品初加工中心和中央厨房，适度发展自有品牌商品”。**近年来公司加快推动工业组织变革，加强自有品牌和定制产品研发，特别是预制菜、烘焙等品类，满足消费者对高品质和方便快捷的多重需求，增强服务门店和多渠道市场拓展能力。2022 年公司自有品牌营业收入占比 13.22%。

图 36：家家悦旗下好惠星好货硬折扣店布局丰富的自有品牌



资料来源：家家悦微信公众号，信达证券研究开发中心

3、仓储物流网络

- 公司目前设立了威海、烟台、青岛、莱芜、张家口、淮北 7 处常温物流配送中心，目前已建成了东西结合、布局合理、中央物流与区域物流优势互补、智能联动的配送体系，形成了山东省内 2.5 小时配送圈，杂货日均吞吐量达 21 万件。
- 公司于 2016 年 12 月出资 500 万元成立威海云通科技，持股 100%。云通科技整合家家悦现有 790 多辆冷链运输车和自有货源、库源，旨在打造一个面向社会、以冷链一体化物流服务为特色的公共物流信息服务平台。

4、数字化体系

- 公司积极推进数字化转型，加速线上线下融合，利用信息技术驱动提高运营效率。全面上线智能补货系统，提升门店经营效率，实现了从销售预测到自动补货的全流程业务协同，提高了门店的补货效率；为强化供应链协同，提高物流到店准时率，启动实施了“定时达”项目，完成了调研、蓝图设计和系统测试等工作；推进数字化财务体系建设，进一步梳理财务职能体系，通过共享标准流程上线、BP 服务范围延伸、打造数字驱动、价值创造型财务中心。
- 拓展支付宝小程序“家家悦优鲜”平台，升级了微信“家家悦优鲜”平台的直播、社群团购、云超等业务，增加提供到家服务的门店 250 家，线上线下全渠道服务能力不断增强。

图 37：家家悦优鲜首页及个人主页


资料来源：家家悦优鲜小程序，信达证券研究开发中心

硬折扣店：根据家家悦快讯，2023年6月20日家家悦首家“好惠星好货折扣店”在烟台市福山万花城开业。第三季度，家家悦在首店附近的福山福海路再开新店，与福山万花城店达到携手同开的效果；并将折扣店扩张到济南市，开设好惠星德润天玺店。与传统店铺相比，好惠星折扣店面积较小、陈列简单、临近社区，以家家悦自有品牌为主，价格更低。

- 生产包装一体化。好惠星折扣店商品涵盖丰富家家悦自有品牌，家家悦自有工厂全流程一体化，品质保障，成本可控。
- 全国 2000 多家供应商，专业买手团队直接大批量集中采购，开箱直接卖，节省货架成本和仓储费用，价格更低。
- 家家悦自建物流体系，2.5 小时配送圈高效直达，运货便宜，物流运输链全程监控。

表4：好慧星布局

| 店铺 | 地址 | SKU | 周动销率 | 开业时间 | 合同面积（平米） |
|-------------|---------------------|-----|------|-----------|----------|
| 好慧星烟台福山万花城 | 山东省烟台市福山区蒲湾街127号 | 900 | 92% | 2023.3.17 | 500.74 |
| 好惠星烟台福山福海路店 | 烟台市福山区富海路36-45号 | - | - | 2023.8.25 | 490.69 |
| 好惠星济南章丘区埠村店 | - | 835 | 99% | 2023.11 | 450.00 |
| 好惠星济南刁镇店 | - | 851 | 93% | 2023.12 | 370.00 |
| 好慧星德润天玺店 | 济南市高新区德润天玺东区华奥路567号 | 761 | 97% | 2023.9.28 | 293.30 |

资料来源：家家悦快讯公众号，公司公告，信达证券研发中心

零食折扣店：根据家家悦快讯，2023年4月28日，家家悦旗下悦记·好零食首家门店在山东烟台开业，2023年Q2/Q3分别新开门店5家/10家，并进驻内蒙古、呼和浩特，预计内蒙古2023年末门店数达到10家。悦记·好零食以“悦好吃、悦品质、悦上新、悦便宜”为品牌理念，依托家家悦集团强大的供应链优势，与各大知名品牌直接合作，兼具品质与上新速度。

图 38：好惠星门店及产品


资料来源：家家悦快讯，信达证券研究开发中心

图 39：悦记好零食门店及产品


资料来源：家家悦快讯，信达证券研究开发中心

表 5：零食折扣店布局

| 店铺 | 地址 | 开业时间 | 合同面积（平米） |
|---------------|-------------------------|--------------|----------|
| 悦记零食·福来里街店 | 山东省烟台市芝罘区福来里 53 号 | 2023. 6. 21 | 262. 82 |
| 悦记零食·芝万金街店 | 山东省烟台市芝罘区万达金街 | 2023. 5. 1 | 110. 87 |
| 悦记零食·新百店 | 山东省烟台市莱山区清泉路保利广场 | 2023. 4. 28 | 91. 50 |
| 悦记零食·九龙城旗舰店 | 山东省威海市九龙城购物广场西侧 | 2023. 6. 21 | 386. 00 |
| 悦记零食·欧乐坊一店 | 山东省威海市世昌大道 268-3 号 | 2023. 6. 21 | 166. 50 |
| 济南历城御景台街店 | 山东省济南市历城区华山街道中海御景台 | 2023. 7. 29 | 263. 28 |
| 济南中建幸福 mall 店 | 山东省济南市槐荫区青岛路中建幸福茂 | 2023. 9. 1 | 247. 00 |
| 腊山南苑店 | 山东省济南市槐荫区腊山南苑 | 2023. 9. 8 | 154. 90 |
| 济南万科城店 | 山东省济南市历下区奥体西路 | 2023. 9. 22 | 167. 37 |
| 济南弘阳广场店 | 山东省济南市槐荫区弘阳广场 | 2023. 9. 22 | 120. 00 |
| 荣成石岛广场店-加盟店 | 威海荣成市石岛管理区黄海南路 94 号楼 1 | 2023. 9. 22 | - |
| 欧乐坊二店 | 山东省威海市火炬高技术产业开发区世昌大道 | 2023. 7. 7 | 280. 92 |
| 栖霞臧家庄店 | 山东省烟台市福山区臧家庄镇 | 2023. 9. 28 | 395. 42 |
| 呼市新华西街店 | 呼和浩特市回民区家世界广场 | 2023. 8. 25 | 180. 00 |
| 呼市电力家园店 | 呼和浩特市赛罕区鄂尔多斯大街电力家园 | 2023. 8. 25 | 128. 76 |
| 呼市中天云府天街店 | 呼和浩特市新城区中天云府 | 2023. 9. 15 | 178. 48 |
| 呼市金宇星城店 | 赛罕区金宇星城 S-1010 | 2023. 10. 21 | - |
| 呼市爱民街店 | 呼市新城区爱民街 696 医院斜对面八一小区底 | 2023. 10. 21 | - |

| | | | |
|-----------|--------------------------|--------------|---|
| 荣成观海中路店 | 荣成市观海中路 197-2 号 | 2023. 11. 24 | - |
| 荣成九龙城店 | 威海荣成九龙城 | 2023. 11. 24 | - |
| 威海大世界店 | 威海市统一路 34 号 | 2023. 11. 24 | - |
| 文登中心医院店 | 山东省威海市文登区龙港外滩小区 4-6 号商用房 | 2023. 11. 24 | - |
| 张村一品宝宝悦店 | 威海环翠区张村镇一品南山小区 1 号-3 室 | 2023. 11. 24 | - |
| 黄岛海青镇店 | 青岛市黄岛区海青镇 | 2023. 11. 24 | - |
| 市南漳州路店 | 青岛市市南区漳州路 53、55 号 | 2023. 11. 24 | - |
| 章丘埠村店 | 济南市章丘市埠村镇中路中段南 168 号 | 2023. 11. 24 | - |
| 栖霞区桃村店 | 山东省烟台市桃村镇同庆路南 101 铺 | 2023. 11. 24 | - |
| 博兴县胜利四路街店 | 滨州市博兴县博城四路与胜利一路交叉口西北角 | 2023. 11. 24 | - |

资料来源：家家悦快讯公众号，公司年报，信达证券研发中心

5.3. 股权激励彰显发展信心，2024 年新业态有望加速发展、贡献盈利

我们预计公司 24-25 年有望完成股权激励目标。2023 年 7 月公司发布第一期股权激励计划，对于 2023 年考核目标为：2023 年净利润不低于 2.2 亿元或 2023 年营收不低于 182 亿元，且净利润不低于 2 亿元，两个条件满足其一。2024 年考核目标为：2024 年净利润不低于 3 亿元或 2024 年营收不低于 193 亿元，且净利润不低于 2.5 亿元；2025 年考核目标为：2025 年净利润不低于 3.6 亿元或 2025 年营收不低于 204 亿元且净利润不低于 3 亿元。2023 年公司原有业务调整&新业务处初始投入期，未能完成业绩考核目标，我们预计随着 2024 年开始折扣、零食业态加速开店，仍将力争完成 2024、2025 年考核目标。

表 6：家家悦股权激励方案业绩考核目标

| 行权期 | 考核年度 | 业绩考核目标 |
|--------|--------|--|
| 第一个行权期 | 2023 年 | 满足以下两个条件之一： (1) 公司 2023 年净利润不低于 2.20 亿元； (2) 公司 2023 年营业收入不低于 182 亿元，且公司 2023 年净利润不低于 2.00 亿元。 |
| 第二个行权期 | 2024 年 | 满足以下两个条件之一： (1) 公司 2024 年净利润不低于 3.00 亿元； (2) 公司 2024 年营业收入不低于 193 亿元，且公司 2024 年净利润不低于 2.50 亿元。 |
| 第三个行权期 | 2025 年 | 满足以下两个条件之一： (1) 公司 2025 年净利润不低于 3.60 亿元； (2) 公司 2025 年营业收入不低于 204 亿元，且公司 2025 年净利润不低于 3.00 亿元。 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

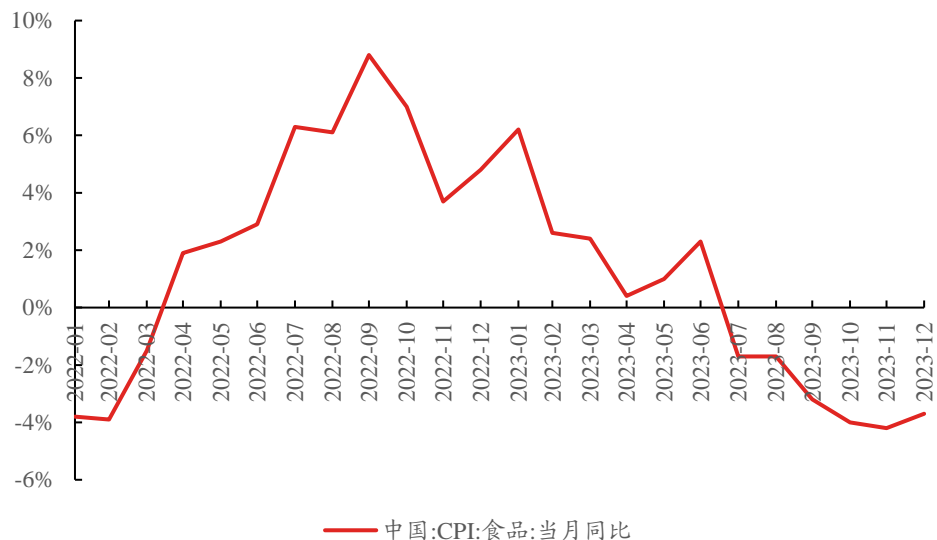
6. 盈利预测及投资建议

6.1. 盈利预测

收入及毛利预测：我们预计公司 23-25 年实现营业收入分别为 176/193/206 亿元，同比-3%/+10%/+6%，综合毛利率 23.5%/23.3%/23.2%，毛利率呈下行趋势主要考虑相对高毛利的百货及其他业务收入占比下降。具体分产品来看：

生鲜：考虑 2022 年高基数，以及 2023 年食品 CPI 下行影响，我们预计 2023 年生鲜业务收入、毛利率均承压，预计 2024-2024 年随折扣业态发展带来一定收入增量，同时毛利率小幅回升。预测 23-25 年营收同比-4.5%/+6%/+5%，毛利率为 16.7%/17.0%/17.0%。

图 40：我国食品 CPI 2023 年呈下行趋势



资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研究开发中心

食品化洗：考虑到公司发力硬折扣、量贩零食业态，我们预计食品化洗在产品收入结构中占比小幅提升，其中 2023 年受高基数影响收入端预计小幅下滑，预测 23-25 年营收同比-3%/+15%/+8%。食品化洗的毛利率相对稳定，预计 23-25 年维持在 19.4%。

百货：到百货业务占比较小，非公司核心业务。我们预测 23-25 年营收同比增速-3.5%/+3%/+3%。百货毛利率预计总体较 23H1 持平，23-25 年维持在 36.7%。

费用率：我们预计 23-25 年公司销售费用率先升后降，主要考虑 2023 年为新业态投入初期，相应费用增加，2024-2025 年新业态门店扩张产生规模效应，预计将使销售费用增速慢于收入增速，预计 23-25 年销售费用率分别为 19.4%/18.3%/17.9%。考虑布局新业务及引入新团队带来的相关管理成本增长，我们预计 23-25 年管理费用率维持在相对较高水平，分别为 2.2%/2.1%/2.1%。

综上，我们预测 23-25 年公司归母净利润 1.39、3.00、3.65 亿元，对应同比增速为 158%、115%、22%，净利率分别为 0.8%、1.6%、1.8%。

表 7：家家悦 2023-2025 年盈利预测

| 单位：亿元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | 174.32 | 181.84 | 176.09 | 193.42 | 205.50 |
| 同比 | 4.52% | 4.31% | -3.16% | 9.84% | 6.24% |
| 综合毛利率 | 23.3% | 23.3% | 23.5% | 23.3% | 23.2% |
| 生鲜 | 71.39 | 76.2 | 72.77 | 77.14 | 80.99 |
| 同比 | -3.56% | 6.74% | -4.5% | 6.0% | 5.0% |
| 占总营收比重 | 41% | 42% | 41% | 40% | 39% |
| 毛利率 | 16.5% | 17.2% | 16.7% | 17.0% | 17.0% |
| 百货 | 6.52 | 6.24 | 6.02 | 6.20 | 6.38 |
| 同比 | 6.59% | -4.33% | -3.5% | 3.0% | 3.0% |
| 占总营收比重 | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 毛利率 | 35.9% | 34.8% | 36.7% | 36.7% | 36.7% |
| 食品化洗 | 82.24 | 84.79 | 82.25 | 94.59 | 102.15 |
| 同比 | 11.66% | 3.10% | -3% | 15% | 8% |
| 占总营收比重 | 47% | 47% | 47% | 49% | 50% |
| 毛利率 | 19.5% | 19.4% | 19.4% | 19.4% | 19.4% |
| 其他业务 | 14.18 | 14.61 | 15.05 | 15.50 | 15.96 |
| 同比 | 19.85% | 9.24% | 3% | 3% | 3% |
| 占总营收比重 | 8% | 8% | 9% | 8% | 8% |
| 毛利率 | 73.5% | 72.5% | 73.0% | 73.0% | 73.0% |
| 销售费用率 | 19.4% | 18.7% | 19.4% | 18.3% | 17.9% |
| 管理费用率 | 2.0% | 2.0% | 2.2% | 2.1% | 2.1% |
| 财务费用率 | 1.5% | 1.6% | 1.1% | 1.0% | 0.9% |
| 归母净利润 | -2.93 | 0.54 | 1.39 | 3.00 | 3.65 |
| 同比 | 由盈转亏 | 扭亏为盈 | 158.0% | 115.4% | 21.6% |
| 净利率 | -1.7% | 0.3% | 0.8% | 1.6% | 1.8% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

6.2. 估值与投资建议

公司作为区域超市龙头，具备供应链、渠道及品牌优势，2023 年开始探索硬折扣改革、发展折扣店及零食店新业态，有望提升经营效率，在 2024-2025 年加速门店扩张。我们给予 2024 年目标 PE 22X，目标市值 66 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：商超零售相关标的盈利预测与估值

| 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 归母净利 (亿元) | | | 未来 2 年业 绩复合增速 | EPS (元) | | | PE | | |
|-----------|------|------------|-----------|-------|-------|------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 57 | 5.3 | 5.7 | 6.2 | 8% | 0.39 | 0.42 | 0.46 | 11 | 10 | 9 |
| 601933.SH | 永辉超市 | 208 | -13.4 | 3.1 | 6.6 | - | -0.15 | 0.03 | 0.07 | - | 67 | 31 |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 51 | 2.3 | 2.6 | 2.9 | 12% | 0.2 | 0.22 | 0.25 | 22 | 19 | 17 |
| 000759.SZ | 中百集团 | 23 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 41% | 0.04 | 0.05 | 0.08 | 88 | 66 | 44 |
| A 股平均 | | | | | | | | | | 40 | 41 | 26 |
| 6808.HK | 高鑫零售 | 95 | 2.0 | 6.9 | 11.2 | 139% | 0.02 | 0.07 | 0.12 | 49 | 14 | 9 |
| 603708.SH | 家家悦 | 58 | 1.4 | 3.0 | 3.7 | 62% | 0.22 | 0.46 | 0.56 | 42 | 19 | 16 |

资料来源：Wind, iFind, 信达证券研究开发中心（注：采用 2024 年 2 月 5 日收盘价）

注：高鑫零售市值原始货币为港元，换算成人民币采用 2024 年 2 月 5 日汇率 1 港元=0.9085 人民币

7. 风险因素

宏观经济波动的风险

宏观经济走势、地缘政治局势、世界经济下行、多重超预期因素的反复冲击等多种因素会影响市场以及消费需求，进而可能对零售业和公司经营业绩产生影响。

市场竞争的风险

渠道多元化的服务满意度及应用效率带来新的行业思考，行业竞争会进一步加剧。

外拓区域及新业态发展的风险

公司外拓区域业绩的提升、新业态的培育发展，需要一定时间，同时需要逐步加强各区域市场的品牌影响力，发展前期对公司经营业绩的影响存在不确定性。

食品 CPI 下行风险

若我国食品 CPI 指数下行可能影响公司生鲜业务同店增长及毛利率水平。

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 5,123 | 5,190 | 5,487 | 6,593 | 7,642 |
| 货币资金 | 1,881 | 1,712 | 2,167 | 2,963 | 3,793 |
| 应收票据 | 3 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 123 | 122 | 118 | 130 | 138 |
| 预付账款 | 358 | 381 | 368 | 405 | 431 |
| 存货 | 2,414 | 2,574 | 2,486 | 2,737 | 2,913 |
| 其他 | 344 | 351 | 347 | 359 | 367 |
| 非流动资产 | 9,579 | 9,185 | 8,997 | 8,617 | 8,138 |
| 长期股权投资 | 208 | 192 | 192 | 192 | 192 |
| 固定资产(合计) | 3,121 | 3,151 | 3,164 | 3,168 | 3,150 |
| 无形资产 | 440 | 454 | 428 | 402 | 376 |
| 其他 | 5,811 | 5,388 | 5,212 | 4,855 | 4,420 |
| 资产总计 | 14,702 | 14,376 | 14,483 | 15,210 | 15,779 |
| 流动负债 | 7,722 | 7,821 | 7,599 | 8,274 | 8,761 |
| 短期借款 | 733 | 526 | 576 | 626 | 676 |
| 应付票据 | 543 | 840 | 811 | 893 | 951 |
| 应付账款 | 2,812 | 2,537 | 2,450 | 2,697 | 2,870 |
| 其他 | 3,634 | 3,919 | 3,762 | 4,058 | 4,265 |
| 非流动负债 | 4,714 | 4,498 | 4,494 | 4,494 | 4,494 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4,714 | 4,498 | 4,494 | 4,494 | 4,494 |
| 负债合计 | 12,436 | 12,320 | 12,093 | 12,768 | 13,256 |
| 少数股东权益 | 106 | 6 | -38 | -85 | -124 |
| 归属母公司股东权益 | 2,160 | 2,050 | 2,428 | 2,527 | 2,647 |
| 负债和股东权益 | 14,702 | 14,376 | 14,483 | 15,210 | 15,779 |

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 17,433 | 18,184 | 17,609 | 19,342 | 20,550 |
| 同比(%) | 4.5% | 4.3% | -3.2% | 9.8% | 6.2% |
| 归属母公司净利润 | -293 | 54 | 139 | 300 | 365 |
| 同比(%) | -168.6% | 118.4% | 158.0% | 115.4% | 21.6% |
| 毛利率(%) | 23.3% | 23.3% | 23.5% | 23.3% | 23.2% |
| ROE% | -13.6% | 2.6% | 5.7% | 11.9% | 13.8% |
| EPS(摊薄)(元) | -0.45 | 0.08 | 0.22 | 0.46 | 0.56 |
| P/E | — | 107.67 | 41.73 | 19.38 | 15.93 |
| P/B | 2.69 | 2.84 | 2.40 | 2.30 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 11.57 | 7.99 | 9.09 | 6.72 | 5.57 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 17,433 | 18,184 | 17,609 | 19,342 | 20,550 |
| 营业成本 | 13,378 | 13,956 | 13,478 | 14,837 | 15,791 |
| 营业税金及附加 | 73 | 77 | 74 | 82 | 87 |
| 销售费用 | 3,377 | 3,392 | 3,416 | 3,545 | 3,678 |
| 管理费用 | 346 | 371 | 379 | 400 | 425 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 267 | 284 | 196 | 191 | 181 |
| 减值损失合计 | -300 | -29 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 42 | 58 | 75 | 81 | 87 |
| 营业利润 | -267 | 132 | 139 | 367 | 473 |
| 营业外收支 | 5 | -35 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -262 | 97 | 139 | 367 | 473 |
| 所得税 | 92 | 78 | 43 | 114 | 147 |
| 净利润 | -354 | 19 | 96 | 253 | 326 |
| 少数股东损益 | -61 | -35 | -43 | -47 | -39 |
| 归属母公司净利润 | -293 | 54 | 139 | 300 | 365 |
| EBITDA | 1,228 | 1,432 | 1,004 | 1,248 | 1,364 |
| EPS(当年)(元) | -0.49 | 0.09 | 0.22 | 0.46 | 0.56 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1,422 | 1,339 | 899 | 1,446 | 1,444 |
| 净利润 | -354 | 19 | 96 | 253 | 326 |
| 折旧摊销 | 941 | 1,018 | 669 | 689 | 710 |
| 财务费用 | 258 | 269 | 222 | 224 | 226 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 280 | 27 | -56 | 314 | 219 |
| 其它 | 298 | 7 | -32 | -35 | -37 |
| 投资活动现金流 | -1,136 | -659 | -448 | -276 | -193 |
| 资本支出 | -848 | -720 | -357 | -315 | -263 |
| 长期投资 | -292 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 5 | 26 | -91 | 40 | 70 |
| 筹资活动现金流 | -608 | -747 | 4 | -375 | -421 |
| 吸收投资 | 0 | 2 | 402 | 0 | 0 |
| 借款 | 876 | 656 | 50 | 50 | 50 |
| 支付利息或股息 | -290 | -16 | -387 | -425 | -471 |
| 现金流净增加额 | -322 | -66 | 455 | 796 | 830 |

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕好，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

满静雅，食品饮料分析师。英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。