

提质即提价，保质即保量

核心观点

我们认为行业已经进入资本开支周期见底阶段，中国对于优质性价比的需求空间达到万亿级别，现阶段成功的业态核心在于贴近需求，提供优质供给。我们认为提高质量就是当下提高收入和运营效率的最优策略，胖东来帮扶调改帮助公司重塑供应体系和消费者良性互动关系，取得下一轮周期的先发优势。公司现阶段存在扭亏为盈的契机，业绩弹性较大。

摘要

行业资本开支周期预计见底。2024 年末行业出现标志性的重整事件，结合过去数年行业资本开支和头部企业的排序变化，我们认为零售商超行业目前已经进入资本开支周期的底部，各类型的门店变革即萌发新一轮周期，从周期角度值得左侧配置超市行业。

优秀企业逆势增长的核心是提供优质供给。近两年山姆、奥乐齐、胖东来等业态逆势快速增长，反馈当下产能充裕而优质供给不足以满足需求的特点。提供优质供应链需要一定的资本门槛和消费者信任建立的时间成本，行业底部的困境反转往往更加彻底，胖东来的帮扶有助于快速建立品牌信任，并且在过渡期内建设自有商品体系。现阶段胖东来暂时不对外援助，永辉超市的调改具有先发优势和稀缺性。

优质需求的市场空间广阔。结合收入水平与人口结构，我们预计会员制超市在中国现阶段的市场空间是 2400 亿元，而我们预计优质商品/服务的需求则有 1.1 万亿元的整体空间，目前任何一家零售企业均占有率不高，品质零售对于传统零售的替代将是一个持续的过程。

提质即提价，保质即保量。调改店已验证的正循环模式即通过改革供应体系和员工激励，能够有效带动坪效的增长。一方面，我们预计调改后的永辉超市能够逐步提升自有商品比例到 15-25%，对于毛利率有正向贡献；另一方面，坪效上升的幅度足够涵盖人员薪资的提升，调改门店的净利率可以达到 2.3-3.0%的水平。参考美股 Costco 和 BJ 的经营数据，超市业态的经营弹性充足。

永辉超市 (601933. SH)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期： 2025 年 01 月 29 日

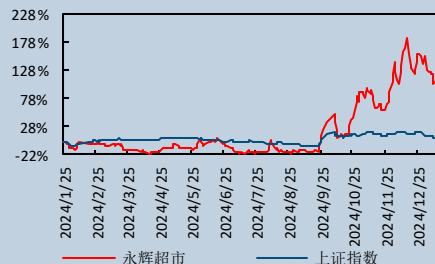
当前股价： 5.87 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.18/1.76	59.08/60.60	130.20/112.81
12 月最高/最低价 (元)		7.64/2.09
总股本 (万股)		907,503.70
流通 A 股 (万股)		907,503.70
总市值 (亿元)		532.70
流通市值 (亿元)		532.70
近 3 月日均成交量 (万)		62813.72
主要股东		
牛奶有限公司		21.08%

股价表现



投资建议：我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 694.54 亿元/721.49 亿元/873.95 亿元、对应归母净利润分别为 -14.02 亿元/0.44 亿元/10.87 亿元。结合相对估值和绝对估值法，我们认为公司合理估值水平在 600 亿元，首次覆盖，予以“增持”评级。

风险提示：

1.公司目前调改门店进度顺利并不能保证后续所有调改都能够顺利进行，公司目前调改门店的积极表现也可能伴随热度下降而减弱，亦有可能公司适合调改的门店数量没有达到预测的水平。

2.公司建设自有商品体系可能存在不确定性，后续如果胖东来逐步结束帮扶调改，消费者对品牌的认知可能减弱，亦有可能在过渡期内未能建设完整的自有商品供应链体系。

3.对于品质需求的市场空间可能走向悲观假设，进而导致行业虽然资本开支见底，但回暖的时间长于预期，回暖的力度低于预期。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	90,090.82	78,642.17	69,454.00	72,149.00	87,395.00
YoY (%)	-1.07	-12.71	-11.68	3.88	21.13
净利润(百万元)	-2,763.17	-1,329.05	-1,402.06	44.10	1,086.69
YoY (%)	29.94	51.90	-5.49	103.15	2,364.33
毛利率 (%)	19.68	21.24	20.88	21.21	21.68
净利率 (%)	-3.07	-1.69	-2.02	0.06	1.24
ROE (%)	-37.01	-22.38	-30.90	0.96	19.93
EPS (摊薄/元)	-0.30	-0.15	-0.15	0.00	0.12
P/E (倍)	-19.28	-40.08	-37.99	1,208.03	49.02
P/B (倍)	7.14	8.97	11.74	11.63	9.77

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

投资要件.....	1
关键假设.....	1
我们为什么与市场普遍观点不同.....	1
估值和目标价格.....	1
股价上涨的催化因素.....	1
投资风险.....	1
一、超市行业现状.....	2
（一）线下零售行业处于资本开支下行周期的底部.....	2
（二）经营者视角：头尾下行明显，仍有逆流而上者.....	4
二、会员制超市现阶段的成功核心在于贴近需求.....	6
（一）与生活方式相关，构建社会契约.....	6
（二）中国需求：量大并非实惠，核心是质量.....	7
（三）贴近需求，百花齐放.....	9
三、提质即提价，保质即保量.....	11
（一）建立品牌信任是在薄利行业里生存的关键.....	11
（二）品质正循环带来经营弹性.....	12
（三）永辉超市：提质即提价，保质即保量.....	14
盈利预测.....	15
投资评价和建议.....	19
风险分析.....	20
报表预测.....	21

投资要件

关键假设

1.我们认为目前处于零售商超行业资本开支的下行期底部，行业竞争激烈程度已经趋缓，各家零售企业积极进行调改也说明行业基本面处于本轮周期最差的时刻，从周期角度值得左侧配置超市行业。

2.胖东来的帮扶有助于快速建立品牌信任，并且在过渡期内建设自有商品体系。现阶段胖东来暂时不对外援助，永辉超市的调改具有先发优势和稀缺性。

3.我们预计调改后的永辉超市能够逐步提升自有商品比例到 15-25%，坪效上升的幅度足够涵盖人员薪资的提升，调改门店的净利率可以达到 2.3-3.0%的水平。

我们为什么与市场普遍观点不同

1.我们认为目前经营表现突出的几家零售商如胖东来、山姆、奥乐齐等，核心是建设优质自有供应体系，实现品质商品/服务与目标客群的有效对接，其他都是次要因素。性价比是建立在质量底线之上，并且我们认为会员制超市的市场空间 2400 亿元，但品质零售有万亿级的市场空间，远不止于会员制超市这一种业态。

2.我们认为提质即提价，提价即通胀。通胀是消费者选择产生的结果，先行企业存在结构性发展空间。

估值和目标价格

由于公司 2024 年预告亏损，且考虑调改进度，我们测算 2025 年将刚实现门店层面整体扭亏，因而不采用市盈率估值。相对估值法下，我们预计公司仅考虑调改店销售额以 1.2 倍市销率的估值在 620 亿元。绝对估值法下，单店现金流估值在 1.5 亿的基础上预计公司估值在 533-600 亿元，综合估计公司估值在 600 亿元，首次覆盖予以“增持”评级。

股价上涨的催化因素

1.公司调改门店的进度超出预期。

2.公司自有产品供应体系建设速度超出预期，自有产品销售占比快速提升。

投资风险

1.公司目前调改门店进度顺利并不能保证后续所有调改都能够顺利进行。

2.公司建设自有商品体系可能存在不确定性，亦有可能在过渡期内未能建设完整的自有商品供应链体系。

3.对于品质需求的市场空间可能走向悲观假设，进而导致行业虽然资本开支见底，但回暖的时间长于预期。

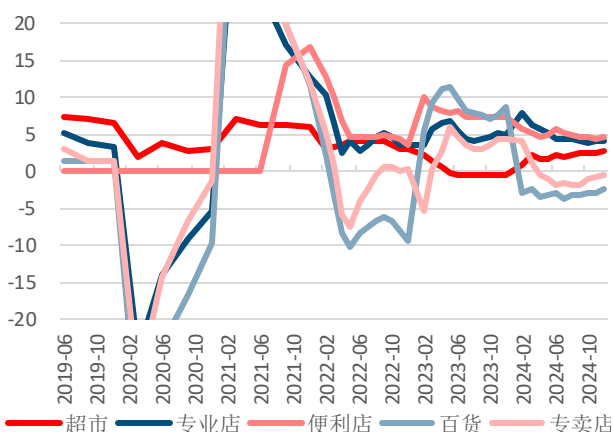
一、超市行业现状

（一）线下零售行业处于资本开支下行周期的底部

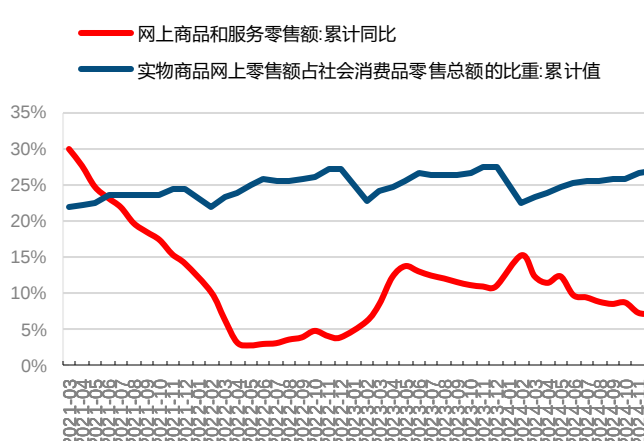
分业态角度：超市行业定位基础消费，因此在过去 5 年中表现是主要零售业态中最为稳定的，同样偏向于基础消费的便利店业态表现优于超市，反映越贴近必需品表现越好。可选消费中专业店表现明显好于专卖店，百货店表现最差，侧面反映服务的作用大于品牌作用。2024 年下半年开始，超市及专卖店销售逐步走强，侧面反映两种业态的供给端存在出清。

图 1：中国:限额以上消费品零售额分业态累计同比（%）

图 2：中国网上消费情况统计



数据来源：统计局，中信建投证券

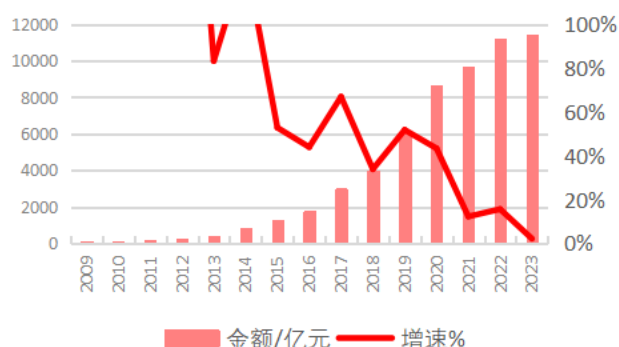


数据来源：统计局，中信建投证券

分模式角度-线上：网上消费在过去 5 年中增速始终好于社零整体表现，反馈为线上渗透率的不断提升，目前约占商品消费总额的 28%，但 2024 年以来的线上消费增速呈现下降趋势，渗透率有所下降。根据星图数据，2024 年双十一综合电商平台、直播电商平台累积销售额为 14418 亿元，同比增长 26.6%，但考虑到双十一持续时间存在延长，基数不具有可比性。2024 年 618 购物节全网销售总额为 7428 亿元，而去年为 7987 亿元，同比下降 7%。但我们并不能据此判断线上和线下成本是否存在绝对优劣势，不同商品品类的属性也导致选择线上线下的交易模式天差地别，只能在趋势上判断线上运营优势和流量红利在边际递减。

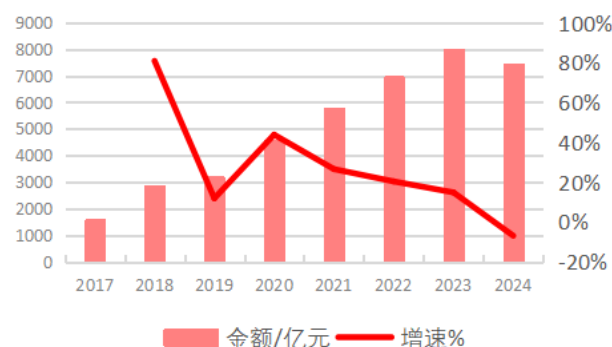
线上开始侧重商家：2024Q2，拼多多正式推出了“百亿减免”政策，未来一年内对优质商家预计减免 100 亿元交易佣金并于 2025 年初正式宣布成立“商家权益保护委员会”；淘宝在 2024 年调整商家政策，投入百亿减免降成本，解绑“仅退款”、上线“退货宝”；2023 年推出春晓计划的京东，也在 2024 年继续加强商家流量服务和 AI 提效；抖音在 2024 年也低了双 11 大促期间的保证金，2025 年宣布九大举措帮助商家降本增效。我们认为中国已经不缺生产品类的能力，但是依旧缺乏生产品牌的能力。品牌的生长需要摆脱低质内卷的竞争环境，主流电商平台的举措表明追求用户增长的性价比已经不如对优质商家供给的争取来得高，平台向优质商家培育倾斜。

图 3: 双十全网销售额变化



数据来源: Wind, 中信建投证券

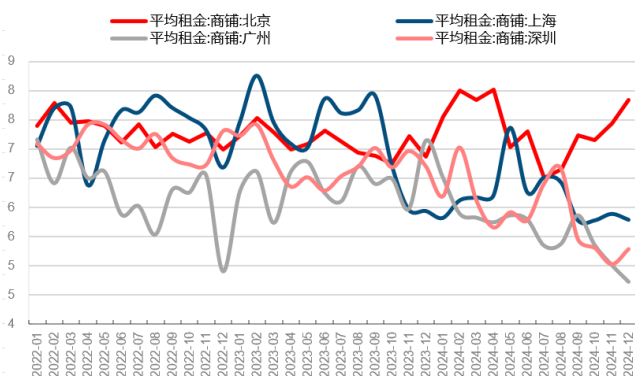
图 4: 618 全网销售额变化



数据来源: Wind, 中信建投证券

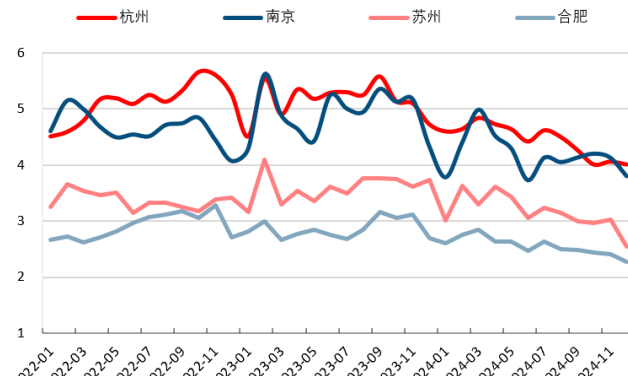
分模式角度-线下: 过去几年由于线下经营场所受到客流及消费意愿影响,租金成本持续下行,但这并没有激发资本进入,说明当前阶段处于商超行业资本开支周期的下行阶段。结合 2014-2023 年的上市公司年度数据,不考虑部分公司大型综合体项目的建设进度,行业整体资本开支水平从十年前的 200 亿回落到目前的 100 亿水平。另一方面,行业出现标志性的出清事件:12 月 17 日,阿里巴巴集团发布公告,拟 74 亿元向雅戈尔集团和银泰管理团队组成的购买方财团出售银泰百货 100%股权,录得亏损约为人民币 93 亿元;1 月 1 日,阿里巴巴集团发布公告,宣布子公司及 New Retail 与德弘资本达成交易,以最高约 131.38 亿港元出售所持高鑫零售全部股权,合计占高鑫零售已发行股份的 78.7%,预计亏损约 131.77 亿元。两笔交易合计亏损 200 亿元以上,虽然是阿里本身的战略调整,但头部企业的变卖或重整往往反馈出行业处于供给端底部的信号。

图 5:一线城市平均商铺租金价格(元/平米/天)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6:主要二线城市平均商铺租金价格(元/平米/天)

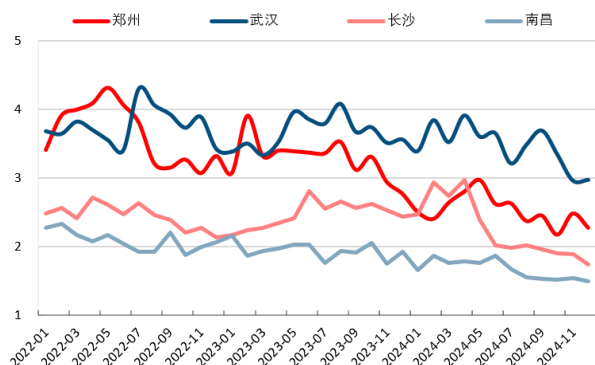


数据来源: Wind, 中信建投证券

线下开始侧重消费者: 过去两年诸多线下运营者开始强调“回归零售本质”的策略,我们认为一方面是战略选择问题,原先的大卖场+通道收入模式侧重于商家端获利,而现阶段生产端充分丰富,且线上带来的价格透明度高,这一类业态已经完全不适应需求,原先的资本开支大多被证明难以应对快速的互联网变化(重置成本高于线上),典型如家乐福在国内鼎盛时期 300 多家门店,在过去两年快速关闭到仅剩个位数。另一方面是消费需求分化,品质需求和服务成为线下差异化的吸引点,具备构成优质商品+服务与适当溢价之间社会契约的条

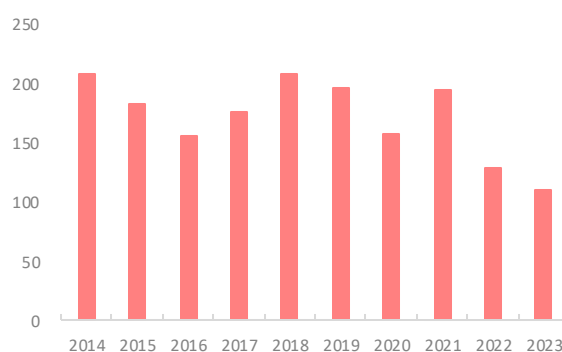
件，典型如河南许昌胖东来的持续爆火。

图 7: 主要二线城市平均商铺租金价格（元/平米/天）



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8: 超市与百货行业资本开支情况（亿元）*



数据来源: Wind, 中信建投证券

*采用现金流量表购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金项目，包含申万超市、百货、多业态零售三个三级行业共 45 家上市公司数据

我们认为网上零售与线下零售目前处于成本效率相对接近的阶段，两种模式各自擅长的商业场景和运营边界已经逐渐清晰，同时线下在供给端存在明显的竞争趋弱，资本开支周期见底的信号，这有利于提升对该行业投资的胜率。

（二）经营者视角：头尾下行明显，仍有逆流而上者

由于上市公司层面同店数据不完整，我们采用连锁经营协会数据，可以看到 TOP100 超市连锁企业的收入从 2019 年的 9792 亿元下降至 2023 年的 8680 亿元；以 2018 年为基数，进入前 10、前 30 和前 100 的销售额门槛分别下降了 39.8%、13.4%、43.5%，说明头部和尾部企业下行较为明显，位于腰部企业相对下滑幅度不大。头部企业大部分为全国龙头，在过去几年进行了多轮业务拓展尝试，大部分并未能与互联网模式进行较好的竞争，腰部企业大多数属于省级或区域性的龙头，而尾部企业大多数属于市级水平的龙头，说明区域内优胜劣汰在推进。

表 1:全国超市连锁 TOP100 数据统计

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
销售总额/亿元	9,406	9,792	9,680	9,076	9,369	8,680
门店总数	24,584	26,207	30,536	28,502	28,413	23,806
店均销售额/万元	3,826	3,736	3,170	3,184	3,297	3,646
前 10 门槛/亿元	228	243	237	194	179	137
前 30 门槛	55	60	60	52	53	48
前 100 门槛	10	6	6	6	6	5

资料来源: 中国连锁经营协会, 中信建投证券 注: 仅包括各公司超市经营业务部分

另一方面，以 2018 年为基数，TOP100 的销售总额、门店总数、店均销售额分别下滑了 7.7%、3.2%、4.7%。店均销售额和门店总数下滑略少于销售总额，并且下滑均少于销售门槛，这说明部分企业仍在扩张且这也反馈有部分企业实现了逆势增长。伴随行业资本开支的减少，门店数量减少是正相关的，而店均销售额在过去两年有所上升则说明仍有逆势增长的商业模式跑出，占据更多的市场份额。因此，我们对其中表现突出的会员制模式、硬折扣模式、胖东来模式进行剖析，有助于理解当前线下零售运营的关键。

二、会员制超市现阶段的成功核心在于贴近需求

（一）与生活方式相关，构建社会契约

山姆和开市客为典型的会员制超市起源于 20 世纪 70-80 年代的石油危机和经济滞涨阶段，通过收取会员费的方式反向筛选了具有一定消费能力的客群，同时自建供应链和自有商品体系来满足消费者对于便宜量大品质有保障的购物需求。我们对比开市客在全球各地区门店密度（平均每家门店对应人口数）与人均 GDP（作为居民收入的间接衡量指标，由于缺少可支配收入的全部数据）并没有明确相关性。美加墨三国中美国门店多但加拿大人均 GDP 更低的情况下门店密度反而高于美国；日本韩国及中国台湾省的门店密度和墨西哥差不多，但人均 GDP 远高于墨西哥，在欧洲大陆市场则一直没有明显的门店拓展。

我们认为会员制超市的发展空间与家庭人口数有一定正相关，其背后是生活方式。大包装难与小家庭产生性价比共鸣，但是对品质生活的追求是一种天然易于达成的社会契约。山姆 1996 年首次进入深圳福田之后，之后的 20 年时间也仅发展到 15 家，但是在最近十年快速发展到了 50 家以上，正是因为商品供给端已经充分“大”而依旧不够“强”，需求端的目标已经从“有”发展到“好”。

表 2:开市客门店与区域之间比较

人均 GDP/美元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
美国	57,659	58,703	60,127	61,401	59,493	62,996	64,342	65,875
加拿大	43,551	44,339	44,907	45,100	42,366	44,360	45,227	44,469
墨西哥	10,101	10,194	10,297	10,159	9,235	9,728	10,011	10,242
日本	35,242	35,862	36,139	36,044	34,651	35,701	36,203	36,990
英国	45,482	46,375	46,742	47,234	42,216	45,874	47,551	47,323
韩国	29,467	30,313	31,059	31,646	31,378	32,771	33,690	34,121
澳大利亚	57,401	57,751	58,531	58,925	58,133	59,277	61,010	61,584
中国台湾	23,091	25,080	25,901	25,998	28,705	33,111	32,827	32,442
平均每家门店对应人口数（万人/店）								
美国	64	63	62	60	60	59	58	57
加拿大	40	38	37	38	38	36	36	37
墨西哥	340	334	319	322	325	327	322	324
日本	454	453	453	437	435	419	404	377
英国	262	254	256	257	248	231	234	236
韩国	427	395	344	324	324	324	304	287
澳大利亚	302	273	250	230	214	214	200	178
中国台湾	196	181	181	182	181	167	166	167

资料来源：世界银行，中信建投证券 注：中国台湾省数据来自于台湾地区统计局

（二）中国需求：量大并非实惠，核心是质量

沃尔玛中国近年来销售额不断提升，持续位居全国最大超市连锁企业，成为逆势增长龙头的核心是山姆会员店在国内的快速开店及同店增长。据《快消品》统计 2024 年山姆在国内全渠道销售达到 1005 亿元，其中线上销售占比达到 48%，结合目前 50 家左右成熟门店估算单店销售约 20 亿元。与此同时，沃尔玛卖场的门店数量则不断减少，且单店销售额变化与行业大趋势基本一致，我们认为这与大卖场模式过去享受快速城市化进程与招商引资的租金红利逐步结束直接相关。

表 3: 沃尔玛中国经营数据*

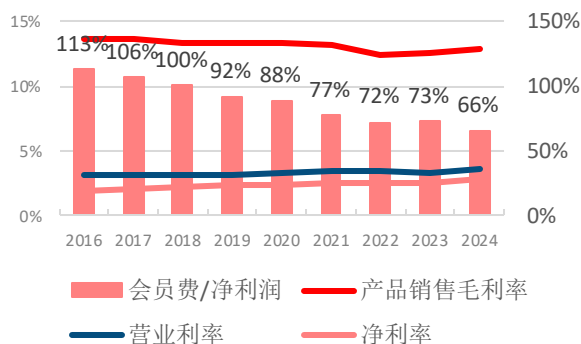
沃尔玛中国	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收入/亿元	767	803	805	823	874	990	1,093	1,202
YOY%		4.7%	0.2%	2.2%	6.2%	13.3%	10.4%	10.0%
门店数	439	441	441	442	429	396	365	365
YOY%		0.5%	0.0%	0.2%	-2.9%	-7.7%	-7.8%	0.0%
其中：山姆会员店								
门店数	15	20	23	23	26	31	36	43
销售额/亿元		254	316	325	380	500	660	843
店均销售额/亿元		13	14	14	15	16	18	20
其中：沃尔玛卖场								
门店数	424	421	418	420	412	365	329	322
销售额/亿元		549	489	498	494	490	433	359
店均销售额/亿元		1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.1

资料来源：中国连锁经营协会，快消品，中信建投证券，*沃尔玛每年财报季截止于1月底，而非12月31日，沃尔玛中国区域包括沃尔玛卖场、山姆会员店及线上业务等，但并未完全披露细分数据，部分数据存在误差。

山姆会员店模式发展成功得益于满足了消费者对“好”的需求，自有商品并不是新鲜事物，但是要打造品质稳定、供应顺畅、符合需求的自有商品则需要完整的供应链体系、快速响应的研发体系以及品牌教育。既可以通过会员费形式的反向筛选认知同步的消费者，也可以是胖东来这样通过时间磨砺赢得消费者信任。

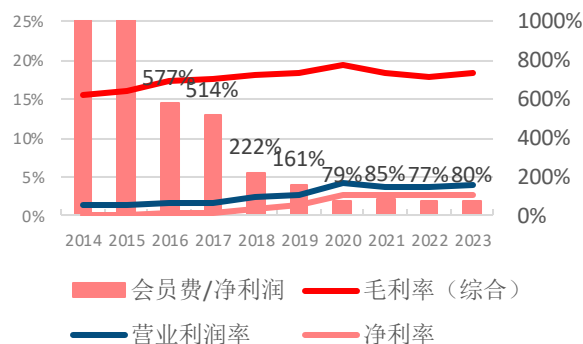
我们认为会员制超市模式并不是一个性价比很高的选择，其商业模式在中国远期也达不到美加的门店密度。一方面是消费的隐含成本并不低，据联合国粮农组织统计，全球每年约有 1/3 的粮食被损耗和浪费。据美国主要食品零售商 Kroger 数据显示，美国每年约 40% 的食品被浪费。据联合国环境规划署统计，中国每年人均食品浪费数量与美国相近。但是中国人消费习惯上浪费普遍在餐桌，而美国人则在冰箱。会员制超市产品普遍以大包装为主打，家庭人数较少对应浪费较多。以开市客为例，其食品及生鲜的销售占比在 60% 左右，简单建设食品浪费比率减少一半到 20%，则对应销售额减少 12%。以近年来约 13% 的毛利率计算，约减少 1.5pct 的利润率，而其目前净利率在 2.5%-3.0%，如果美国居民改变铺张浪费的消费习惯，其盈利能力会明显打折。在中国，有大量方式可以绕过会员制的壁垒，如山姆提供的优质商品吸引了大量的“代购”群体，虽然无法精确估算其规模，但这一模式的分销短期解决了大包装的购物门槛问题，如果提供类似胖东来这样提供优质自有产品的竞争对手增加，也会分流相应市场。

图 9:Costco 利润情况（会员费/净利率为右轴）



数据来源：Costco，中信建投证券

图 10: BJ 利润情况（会员费/净利率为右轴）



数据来源：BJ，中信建投证券

另一方面是具有会员支付意愿的群体相对有限，按照山姆 2024 年 860 万会员计算，平均单个会员年消费金额在 1.2 万元左右，我们认为月入万元的消费者是其目标客户群体。根据《中国统计年鉴 2022》显示，2022 年全国个人所得税纳税人数为 6512 万人，同时国家税务总局 2023 年度个税汇算清缴数据显示，实际缴税人员中，60% 以上仅适用 3% 的最低档税率，缴税金额较少。考虑各项扣除，估计年收入超过 12 万元的群体在 2000 万人，涵盖其家庭单位后预计覆盖 6000 万人。

美国目前拥有开市客、山姆、BJ 等会员制超市约 1500 家，推算平均一家店辐射 25 万人的密度。三家合计销售额在 3600 亿美元附近，平均收入 2.5 亿美元，按照世界银行公布的购买力平价计算人民币兑美元约 4:1 而非汇率的 7:1，对应国内平均单店在 10 亿元人民币的销售额。如果按照相同密度估算中国的会员制超市可以达到 240 家，整体销售额对应 2400 亿市场。2024 年山姆、开市客等会员制超市在中国合计约 70 家门店，实际销售额估计在 1100 亿以内。在高收入群体数量进一步扩张前，整体市场才能从门店角度约 3 倍空间，从销售额角度约 1 倍空间。不过，全国近 50 万亿的社零总额中潜在对优质商品的需求空间必然远远不至于 2400 亿的规模。

（三）贴近需求，百花齐放

追逐低价并非最优解，基于不同城市层级的差异化发展模式已经走出成功案例。传统超市面对线上冲击普遍存在经营压力，调整经营策略来改变销售结构的尝试不断。参考我们此前深度《日本消费复盘系列二：本土市场高效运营制胜，人口结构变化存在二次影响》，我们对神户物产旗下的物业超市长达 20 年的持续发展做了深入复盘，自有供应链和自主品牌是现阶段的必然趋势，决定了物美价廉商品供应的可持续性。

在中国超市行业发展的过程中，有两种路线：其一是以产品价差为主的价值链模式，典型如沃尔玛；其二是以渠道费用为主的通道收入模式，典型如家乐福。国际零售企业进入中国有早晚但并无优劣之分，适应市场者生存。

1995 年进入中国的家乐福属于最早一批外资零售商，2011 年达到 450 亿销售额，鼎盛时期大部分门店可以超过 3 亿年销售额。2012 年家乐福被沃尔玛中国超过，2017 年门店数达到 321 家之后开始持续关店，2019 年家乐福将中国区 80%股权转让给苏宁后仍持续亏损和关店，至 2024 年中仅剩 4 家门店。家乐福在中国的衰落代表了供需地位转换后，通道收入模式的式微。在物质生产过分充裕的现在，需求端比供给端更具有话语权，且线上带来的信息对称使得线下入口的真实租金回报率在不断下降，从供给端出发的逻辑难以提供消费者想要的商品和体验。

对于高线城市，由于高度城市化和人口密度的先天条件下导致租金支出较高，要想提供物美价廉的商品，极简服务并减少人工是有效的途径。同时构建自有供应链来实现低价并不低质的产品供应来减少信息不对称，树立品牌形象也是对抗线上竞争的一个手段。2019 年才正式进入中国的硬折扣零售商奥乐齐一开始也经历过定位的水土不服，重新调整姿态后采取深入本土供应链的硬折扣模式，重点精简 SKU 并提供质量有保障的廉价商品，推出 9.9 元白酒等爆款产品，至 2024 年已在上海开店 50 余家，实现 80%以上的自有商品。

表 4:在不同城市层级针对不同消费者的模式

类别	传统超市	奥乐齐	胖东来	开市客
门槛	无门槛	无门槛	无门槛	收取会员费
服务	轻服务	无服务	重服务	重售后
城市层级	无区分	高线城市	低线城市	郊区
用户定位	无定位	城市居民日用	重视购物体验	家庭消费
性价比	偶尔促销	重视低价和品质	重视品质和透明度	重视量大
供应链	外部	自有供应链和品牌	自有供应链和品牌	自有供应链和品牌
门店规模/平米	1000-5000	800-1000	~3000	~30000
客单价/元	N/A	~50	~100	~1000
毛利率	20-22%	17-19%	18-20%	13-15%
费用率	18-22%	13-15%	15-17%	~10%
净利率	0-2%	3-4%	2-3%	~3%

资料来源：Costco，Wind，中信建投证券

对于低线城市，租金较低且人口密度不高的环境下，生活节奏慢于高线城市，逛超市是一个消磨时间的选项，因而服务成为超市的一个加分项被胖东来模式证明可行。胖东来为代表的企业并不寻求完全的价格竞争，而是以诚信的理念、优质的服务、透明的价格体系、自有品牌产品打造持续的吸引力。永辉超市、步步高为代表的传统零售企业探索以胖东来的模式来改造既有门店。根据联商网数据，永辉超市郑州信万广场店恢复营业首日销售高达 188 万，是调改之前平均日销的 13.9 倍；当日客流 12926 人，是调改之前日均客流的 5.3 倍。

三、提质即提价，保质即保量

（一）建立品牌信任是在薄利行业里生存的关键

超市是一个典型的薄利行业，特别是在互联网发达，信息对称的当下，经营者时刻如履薄冰。胖东来在 2024 年爆火前就已经是超市行业经营的佼佼者，包含百货在内的整体经营坪效指标在 4 万元/平米，已经处于传统零售中极高的水平。如果单纯比较价格，胖东来的商品价格对于 2023 年人均月可支配收入约 3300 元的许昌消费者而言没有优势，此处不赘述胖东来诸多细节，总结其通过二十余年的一丝不苟地，以优质商品和服务逐步与许昌居民构建了质优价高的社会契约。

图 11:胖东来部分自营商品价格

DL100%葡萄复合果汁1L*6 已售罄 ¥87.00	DL草莓水果燕麦320g 已售罄 ¥21.00	DL零反式脂肪葵花籽油5L*4 已售罄 ¥276.00	DL多效香氛洗衣液 3kg*4 已售罄 ¥79.20
DL100%芒果复合果汁1L*6 已售罄 ¥78.00	DL鳕鱼干原味40克 已售罄 ¥9.90	DL低芥酸菜籽油1.8L*6 已售罄 ¥156.00	DL香氛洁净洗衣珠（海洋香型）840g 已售罄 ¥39.80
DL精酿黑啤酒500ml*12 已售罄 ¥57.00	DL每日坚果燕麦320g 已售罄 ¥16.80	DL小磨芝麻酱300g 已售罄 ¥11.80	DL帆布手提袋BD-30302 已售罄 ¥241.00
DL宝丰自由爱（白酒）500ml*6 已售罄 ¥450.00	香辣牛肉条 已售罄 ¥30.60	DL压榨一级花生油5L*4 已售罄 ¥396.00	DL帆布手提袋BD-30203 已售罄 ¥270.00

数据来源：胖东来线上商城小程序，中信建投证券

表 5:胖东来部分经营数据整理

	2021	2022	2023	2024
超市业务/亿元	31	40	46	81
整体业务收入/亿元	70	70	107	170
门店数	11	13	14	14
经营面积/平米	166475	176475	282475	282475
坪效（万元/平米）	4.20	3.97	3.80	6.01

资料来源：于东来官方抖音账号，中国连锁经营协会，中信建投证券

2024 年诸多超市行业运营方向胖东来取经并且进行门店调改也反馈其在面对家乐福同样问题的情况下已经到了必须变革的时点，至 9 月 26 日于东来在其抖音官方账号称，为了胖东来员工正常的工作和生活，胖东来不再派团队到新的企业进行帮扶，在 12 月 15 日胖东来发布由其帮扶调改的门店列表，得到胖东来供应链帮扶的

企业可以借助胖东来的品牌效应在各自经营区域以较快时间构建品牌信任度，为建设自有供应链提升品质争取宝贵的时间，因而这些门店运营方在此轮资本开支周期见底阶段具备极佳的先发优势。

图 12:胖东来帮扶调改门店公式 (截止 2024 年 12 月 15 日)

DL	DL	DL
----	----	----

胖东来帮扶及调改门店公示

目前胖东来帮扶和调改的13家联营商企业以及永辉、步步高门店，在商品、环境、服务等各方面都有了非常大的提升和改变！他们也在持续地学习和践行胖东来文化理念、经营方法和管理标准，坚定地带好团队、做好商品，希望能够为当地的顾客带来品质和信任，为所在的城市创造和分享美好！

各企业调改后的门店，商品方面参考了胖东来的商品结构，都是一线品牌和优选的特色品牌，品质和价格能够得到很好的保障，同时也有部分胖东来自有品牌商品。同城或临近的顾客，可以在本地的调改门店进行购物，更方便快捷！

胖东来一直希望为行业和社会提供一个公平、真诚、健康的经营模式和运营体系样板，帮助更多企业走向健康和美好，为更多城市的人们带来真诚、信任和幸福！未来，我们也会持续地对这些企业进行帮扶和指导，相信他们一定会变得越来越好，一起让社会和国家更美好！

胖东来帮扶企业及调改门店信息				
备注：红色字门店为胖东来团队驻店帮扶门店，其他门店为胖东来指导企业自主调改				
企业	地区	门店名称	调改进度	
喜来乐	上海市	上伟万力店	已调改	
		上伟银盛店	已调改	
		上伟万达店	已调改	
		上伟发利店	已调改	
		上伟特发店	已调改	
方家巷	丽水市	上伟金发店	已调改	
		广丰新华店	已调改	
		广丰兴顺店	已调改	
阳光万家	宁波市	方家巷玉福店	调改中	
		安中世纪广场店	已调改	
悦悦里	杭州市	蓝湾体育酒店	已调改	
		玖悦御景店	已调改	
		玖悦银座店	已调改	
		玖悦义兴店	已调改	
德信	泰安市	德信中心店	已调改	
		德信银河店	已调改	
		德信上岛店	已调改	
佳和	菏泽市	巨野佳和中心店	已调改	
		巨野佳和天悦店	已调改	
		菏泽佳和城店	已调改	

商家欢	清远市	商家欢万福店	已调改
真实惠	大石镇	商家欢福店	已调改
		联鑫福店	已调改
		联鑫中心店	已调改
		联鑫源福店	已调改
新乐	甘州区	老边生活广场	已调改
		西关一品	已调改
绿篮子	六安市	鑫仁店	已调改
		绿篮子海有智选店	已调改
		绿篮子绿兴城	已调改
		绿篮子的桥店	已调改
		绿篮子万福店	已调改
		绿篮子城福店	已调改
御侍超市	成都市	新都店	已调改
		锦江店	已调改
		大源店	已调改
		巴中店	已调改
康友	保定市	万达店	已调改
		西尧店	调改中
	保定市	康友超市智和广场店	已调改
		康友超市钻石店	已调改
		康友超市古城店	已调改
		康友超市西悦店	已调改
步步高	长沙市	康友超市绿永店	已调改
		康友超市东兴店	调改中
		梅溪湖店	已调改
		星城天地店	已调改
步步高	湘潭市	秒之精英店	已调改
		金皇店	调改中
		九华新天地店	已调改
	岳阳市	慧佰阳广场店	已调改
		御厨超市店	已调改
		金海店	已调改
步步高	岳阳市	邵阳新天地店	已调改
		金朝店	已调改
	岳阳市	岳阳新天地店	调改中
		华智新天地店	调改中
永辉超市	郑州市	赣州广场店	已调改
		株洲天天店	已调改
		衡阳广场店	已调改
		娄底店	已调改
		娄底五江新城店	调改中
		郑州锦方广场店	已调改
永辉超市	郑州市	郑州锦海海福店	已调改
		郑州锦华广场店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改

永辉超市	郑州市	郑州锦华海福店	已调改
		郑州锦华广场店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
永辉超市	郑州市	郑州锦华海福店	已调改
		郑州锦华广场店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
		新郑龙湖艺福店	已调改
永辉超市	郑州市	郑州锦华海福店	已调改

自由·愛 FREEDOM & LOVE

自由·愛 FREEDOM & LOVE

自由·愛 FREEDOM & LOVE

数据来源：胖东来官方公众号，中信建投证券

（二）品质正循环带来经营弹性

相比于开市客，BJ's Wholesale Club（简称 BJ）是一家以新英格兰地区为主的会员制超市运营商，BJ 成立于 1984 年，与开市客、山姆成立于同一年代，但经营权几近易手，2011 年由 Leonard Green & Partners 和 CVC Capital Partners 收购，并于 2018 年重新上市，其详细的经营数据帮助我们理解品质正循环：

2012 年开始，公司战略定位于提升优质自有商品的销售，从 10%的比例每年稳步提升至 2023 年的 26%。同时，公司不断改进金融和金融服务来提升会员价值，吸纳更多会员的同时，具有更高客单价的高级会员和联名信用卡客户比例不断提升，会员续费率达到 90%的水平，这些指标说明公司的产品和服务得到其目标消费群体的不断认可。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 6:BJ's Wholesale Club 部分经营数据整理

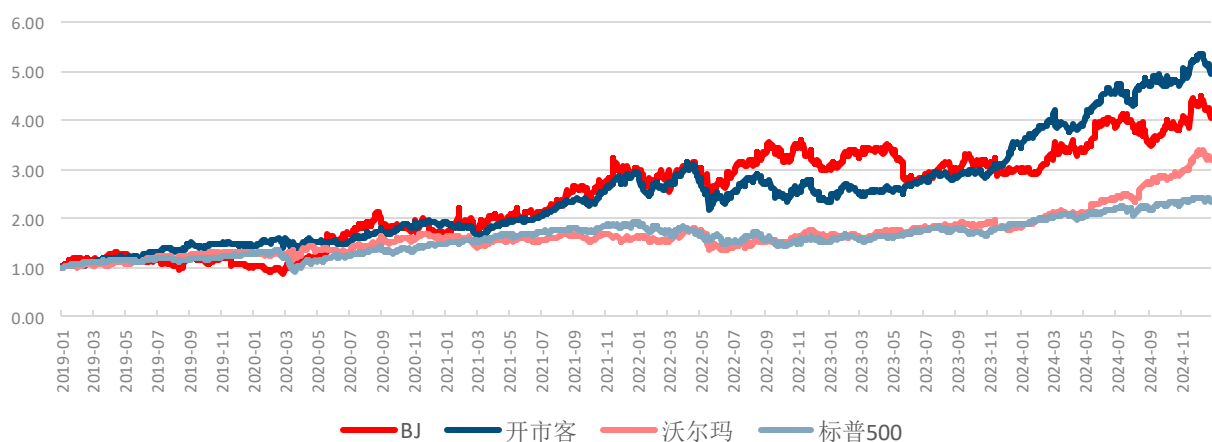
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
自有商品销售占比%	10%*	20%	20%	21%	23%	24%	26%
高级会员占比%		23%	28%	31%	35%	38%	38%
联名信用卡会员占比%		39%	43%	41%	45%	52%	49%
会员续费率%	86%	87%	87%	88%	89%	90%	90%
商品销售同店增速**	-0.9%	2.2%	1.3%	21.3%	-0.5%	6.5%	1.7%
商品销售毛利率	15.9%	16.3%	16.5%	17.5%	16.7%	16.0%	16.5%
净利率	0.4%	1.0%	1.4%	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%

资料来源：于东来抖音账号，中国连锁经营协会，中信建投证券

*公司在 2012 年自有商品销售占比为10%；**不包含汽油销售

BJ 的会员数量从 2018 年的 550 万人提升至 2023 年的 700 万人，平均单店对应会员数从 2.5 万人提升到 2.9 万人伴随单店会员数量提升，规模效应的展现使得其净利率从 2017 年的 0.4%提升到 2023 年的 2.6%，提升了 5.7 倍，净利润从 2017 年的 5030 万美元提升到 2023 年的 5.23 亿美元，提升了 9.4 倍。一方面，从宏观角度，高通胀阶段帮助其业态吸纳了大量会员（开市客同样受益），另一方面，从财务角度，剔除 2020 年的特殊情况，整体毛利率基本稳定在 16-17% 的区间，说明并没有通过提价来提升会员客单价，保证了优质性价比宗旨。

自 2019 年起 BJ 的股价和开市客基本同步上行，大幅跑赢大盘指数，说明市场对于品牌正循环带来的财务表现充分认可。两家会员制超市的利润已经逐步超过其会员费收入也说明门店规模效应使得其商业模式的弹性得到充分体现。另一边，在国内根据胖东来公开数据，2024 年整体销售额 170 亿元，同比去年增长约 58%，利润超过 8 亿元，同比去年增长超过 470%，盈利弹性充分。

图 13:主要超市股价表现（20190101-20241231）


数据来源：Wind，中信建投证券

（三）永辉超市：提质即提价，保质即保量

受到线上竞争及长尾商品的影响，现阶段永辉超市整体毛利率略高于 21%（零售业务的毛利率仅为 16-17%），而销售费用率高达 17-18%（如果考虑新租赁准则的租金费用从财务费用中拨回，费用率达到 18-20%）。过去几年公司盈利能力逐渐走弱的因素在于门店端的坪效不断走低，通过收缩门店，减少单店经营面积，提高线上占比、减少员工数量也并没有解决这一问题，因为产品和服务的质量没有相应的改变。

表 7:主要超市部分经营数据整理

	山姆会员店	胖东来	盒马鲜生	永辉超市	华润万家	奥乐齐
店均销售额/万元	200000	30000	20000	7800	2250	2000
平均经营面积/平米	30000	1500	3000	7800	1500	800
单位坪效/万元	6.67	20.00	6.67	1.00	1.50	2.50

资料来源：中国连锁经营协会，中信建投证券

目前永辉超市自有商品的销售占比仅为 4%，行业内较好的水平在 20-25%，调改后添加优质自有商品能够革新价格体系，提升自有商品比例，有助于些许提升毛利率。而更重要的是打造属于自己的优质商品体系和品牌，匹配消费者潜在需求后，从而较大的改善客流量和客单价，推动收入端的增长并降低费用端的压力。

表 8:永辉超市部分经营数据整理

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
门店平均面积/m²	8153	8649	8073	7884	7829	7799	7752
店均年销售额/万元	9669	9960	9317	9164	8615	8721	7864
坪效（元/m²）	11858	11516	11540	11624	11004	11183	10144
毛利率	20.84%	22.15%	21.56%	21.37%	18.71%	19.68%	21.24%
销售费用率	14.42%	16.39%	16.24%	16.57%	18.26%	17.59%	18.67%

资料来源：公司财报，中信建投证券

在物质生产充分丰沛的当下，贴近需求表现出长期的生命力。各类超市业态中表现较好的都有一个共同点，即产品质量或消费体验得到其目标客群的认可，这是“回归零售本质”的核心。因此，我们提出“提质即提价，保质即保量”的观点，公司已经通过调改逐渐步入良性互动的正循环，提高品质带来毛利率的回暖，专注服务带来销售费用率的摊薄。

盈利预测

对新模式下的经营状况进行测算，首先我们对基本面假设如下：

【1】单店角度：我们根据胖东来公开数据（包括门店面积、销售额、员工收入等）进行测算，分为调改初期门店（即前期胖东来供应链帮扶）和调改成熟门店（即公司建设起自有品牌稳定供应体系后）两种模型。

收入角度：胖东来目前开业的 14 家门店差异较大，较小的如魏源店和劳动店只有一千多平米，坪效达到 12-20 万元/m²，较大的如时代广场和天使城因为包含多层百货，坪效基本在 3-6 万元/平方米。因此，选取开业于 2019 年，经营面积 9000 平米包含超市和医药的金三角店作为参考，2024 年营业收入为 5.47 亿元。按照目前永辉 7700 平米作为标准门店面积，调改前 10000 元/m²的坪效在目前公开报道的调改后门店普遍能够实现 200-300%的销售提升，但考虑到后续调改的门店加密以及地域差异，预计调改门店初期和成熟店坪效分别为 25000 元/m²和 30000 元/m²。

毛利则考虑毛利率更高的自有品类占比的提升带来的毛利率改善。

销售费用的租金维持现阶段不变、店均人员从不足 100 人提升到 225 并逐步伴随服务升级提升至 250 人、调改后人均工资平均上浮 30%，成熟门店再提升 10%、装修升级后折摊即其他费用略有上升。

最后我们预计调改门店可以实现 2.3%的净利率水平，并在成熟后进一步提升到 3.0%。

表 9:单店模型测算（万元）

门店类型		永辉普通店	永辉调改初期	永辉调改成熟	胖东来金三角
收入	面积	7,700	7,700	7,700	9,000
	坪效	10,000	25,000	30,000	60,000
	销售额	7,700	19,250	23,100	54,000
毛利	毛利率	20.9%	21.8%	22.5%	23.1%
	自有占比	4%	15%	25%	30%
	毛利	1,607	4,187	5,198	12,474
销售费用	税金及附加	193	481	578	1,350
	单位租金	235	235	235	150
	租金费用	181	181	181	135
	占比%	2.4%	0.9%	0.8%	0.3%
	店均员工	96	225	250	375
	人均工资	6.4	8.32	9.15	14.4
	员工薪酬	614	1,872	2,288	5,400
	占比%	8.0%	9.7%	9.9%	10.0%
	折摊	300	350	400	600
	占比%	3.9%	1.8%	1.7%	1.1%
	其他费用	450	500	600	1000
	占比%	5.8%	2.6%	2.6%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	销售费用	1,545	2,903	3,469	7,135
	占比%	20.1%	15.1%	15.0%	13.2%
管理、财务及其他	管理费用	185	443	508	1,080
	占比%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%
	其他费用	77	193	231	540
	占比%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
利润	营业利润	-219	601	932	3,584
	营业利润率	-2.8%	3.1%	4.0%	6.6%
	净利润	-219	450	699	2,688
	净利率	-2.8%	2.3%	3.0%	5.0%

资料来源：公司财报，中信建投证券

【2】门店角度：自 2024 年 6 月 19 日郑州信万店作为第一家调改店开始到 2025 年 1 月 22 日的 7 个多月时间，公司已经在 18 座城市，调改 41 家门店（截止 12 月 31 日为 31 家门店），并且落地中央厨房。从借助胖东来调改到自行调改已经能够实现每个月 10 家门店的调整。我们预计 2025 年调改进度约为 12 家/月，即全年 144 家。叠加 2024 年的 31 家，合计 175 家调改店。2026 年在 2025 年基础上进一步提速为 15 家/月，即全年调改 180 家，合计 355 家调改门店。在调改的同时，我们预计公司将以 2025 和 2026 年每年关闭 100 家末尾门店，考虑到一次性的退租减值和新租赁准则的租金成本前高后低，销售费用的压力亦将得到一定缓解。

表 10: 门店数量测算

	2023	2024E	2025E	2026E
调改门店		31	175	355
传统门店	1000	779	545	275
总计	1000	810	720	630

资料来源：中信建投证券

结合门店和单店假设，我们预测 2024-2026 年收入分别为 694.54 亿元/721.49 亿元/873.95 亿元、对应毛利率分别为 20.88%/21.21%/21.68%、对应销售费用率分别为 18.40%/16.83%/15.68%、对应归母净利润分别为 -14.02 亿元/0.44 亿元/10.87 亿元，归母净利率分别为 -2.02%/0.06%/1.24%。

其次，进行估值假设：

【1】市场空间：前述有进入门槛的会员制超市在中国辐射 6000 万人，预计在 2500 亿市场空间。我们认为没有门槛，任何消费者都可以自由选购的超市符合大部分消费者的既有消费习惯（包含自提和外卖配送），2024 年全国人均可支配收入为 4.1 万元（城镇居民为 5.4 万元），人均消费支出 2.8 万元（城镇居民为 3.5 万元），衣食及日常用品大约占 40% 的水平。

乐观情况：假设个税群体达到 8000 万人，叠加相关家庭单位为 2.4 亿人，可支配收入达到一万美元的标准，日常商品消费的 40% 中约三分之一来自于线下品质需求，客单价为 9490 元，对应 2.3 万亿元的市场空间。

中性情况：假设按照目前 6500 万人，叠加相关家庭单位为 2.0 亿人，可支配收入为 2024 年统计局公布的城镇居民的 5.4 万元标准，日常商品消费的 40% 中约四分之一来自于线下品质需求，客单价为 5400 元，对应 1.1 万亿元的市场空间。

悲观情况：假设按照目前 6500 万人，剔除已纳入会员制超市的群体并且考虑家庭单位的减少实际为 1.1 亿人，可支配收入为 2024 年统计局公布的全部居民的 4.1 万元标准，日常商品消费的 40% 中约五分之一来自于线下品质需求，客单价为 3280 元，对应 0.4 万亿元的市场空间。

表 11: 品质需求市场空间测算

	目标客群/万人	可支配收入	转化率%	客单价/元	市场空间/亿元
乐观	24,000	73,000	13%	9,490	22,776
中性	19,500	54,000	10%	5,400	10,530
悲观	11,250	41,000	8%	3,280	3,690

资料来源：国家统计局，中信建投证券

以胖东来 2024 年 81 亿元的超市业务收入也仅在 1.1 万亿的市场中占比不到 1%，考虑到胖东来目前仅在许昌和新乡两地开店，包括盒马鲜生（590 亿元）、奥乐齐（10 亿元）、调改后的永辉超市、步步高等都可以作为该赛道的参与者，全国市场容量仍相当富余。不过考虑到目前胖东来已经没有精力额外帮助其他运营商，永辉超市在调改进度和生态卡位上具有一定的先发优势，因而从标的属性上具有稀缺性。

不过，从市场容量和市场最终占有率角度进行估值判断的主观性过强，此处只是为了说明品质需求的市场空间巨大，目前主要是品质主导的零售与传统零售竞争，短期竞争格局恶化的可能性较低。

【2】相对估值体系

假设山姆中国单独剥离，其 1000 亿元销售额占沃尔玛全球 6481 亿美元销售额的 2% 而对应占 7612 亿美元市值的 2% 即 162 亿美元，约等于 1200 亿人民币或者约 1.2 倍市销率。但考虑到山姆中国单店销售额已经显著超过山姆美国约一倍（20 亿人民币 vs 1.4 亿美元），其利润率水平超过 3% 的行业平均，甚至达到 4% 属于合理推测，反过来推算对应 30-40 倍的市盈率估值。显然山姆中国属于沃尔玛整个体系内的优质资产，在山姆中国继续保持每年稳步开店，且如前述市场上线还有一倍空间时，这一偏向成长属性的估值体系具有合理性。

虽然与山姆或者胖东来仍有极大的不同,但是我们认为公司现阶段的调改策略异曲同工。由于我们预计 2025 年公司在门店层面整体处于盈亏平衡状态,调改门店的财务表现要在 2026 年才能发挥足够的影响,以表观利润作为估值的方式暂不适用。因而以 2026 年为基准,对应 874 亿元收入中有 558 亿元来自于调改门店,316 亿元来自于传统门店。对于调改门店给予 1.2 倍市销率对应 670 亿元估值,传统门店不给与估值(亏损可能收窄但贡献增量的可能性不高),按照一年 8%的必要回报率折现到 2025 年对应 620 亿元。按照调改门店 3%的净利率则对应 40 倍市盈率估值,该体系下市盈率估值并不低,但是考虑到前述标的稀缺性,行业资本开支见底(可能迎来通胀回暖进而带动更大的经营弹性),我们认为相对估值体系具有合理性。

【3】绝对的估值体系

前述成熟调改门店的净利润约为 700 万元/年,对应 EBITDA 约为 1600 万元/年,剔除总部费用后的自由现金流约为 1400 万元/年,一般超市运营的租期在 10-15 年,按照 12 年计算(折现率按照十年期 1.65%)计算的现金价值约为 1.5 亿元。测算传统门店目前的自由现金流约为平衡,因而暂不纳入计算。按照 2026 年 355 家调改店计算的绝对估值约为 533 亿元。如果此时剩余的 275 家传统门店仍有 45 家可调改,则可以按照公司全部调改后 400 家新门店计算,对应 600 亿元的估值。

投资评价和建议

基于以上盈利预测及估值方式,我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 694.54 亿元/721.49 亿元/873.95 亿元、对应归母净利润分别为-14.02 亿元/0.44 亿元/10.87 亿元。结合相对估值和绝对估值法,我们认为公司合理估值水平在 600 亿元,首次覆盖,予以“增持”评级。

风险分析

1.公司目前调改门店进度顺利并不能保证后续所有调改都能够顺利进行，公司目前调改门店的积极表现也可能伴随热度下降而减弱，亦有可能公司适合调改的门店数量没有达到预测的水平。

2.公司建设自有商品体系可能存在不确定性，后续如果胖东来逐步结束帮扶调改，消费者对品牌的认知可能减弱，亦有可能在过渡期内未能建设完整的自有商品供应链体系。

3.对于品质需求的市场空间可能走向悲观假设，进而导致行业虽然资本开支见底，但回暖的时间长于预期，回暖的力度低于预期。

我们预计的调改成熟门店的坪效为 3 万元/m²，如果调改的持续效果不及预期，我们测算调改门店坪效分别降低至 2.5 万元/m² 和 2 万元/m²，且各项成本固定的情况下，门店层面净利润率分别为 0.8%和-2.6%，对应 2026 年公司整体净利润分别为 4.23 亿元/-3.15 亿元。

表 11:调改成熟门店敏感性分析

坪效（万元/m ² ）	20000	25000	30000
门店净利率%	-2.6%	0.8%	3.0%
公司层面 2026 年净利润/亿元	-3.15	4.23	10.87

资料来源：中信建投证券

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,537.46	19,035.74	15,420.34	14,800.59	16,166.22
现金	7,615.94	5,839.07	3,472.70	3,607.45	4,369.75
应收票据及应收账款合	530.61	421.74	342.51	355.80	430.99
其他应收款	649.68	563.97	521.72	541.96	656.48
预付账款	1,389.24	1,185.22	1,008.51	1,008.11	1,173.25
存货	10,466.59	8,268.98	5,269.09	4,983.54	5,438.27
其他流动资产	3,885.41	2,756.75	4,805.80	4,303.72	4,097.48
非流动资产	37,605.76	33,016.30	28,703.73	26,211.41	23,684.56
长期投资	3,639.58	3,231.67	3,331.67	3,431.67	3,481.67
固定资产	23,544.87	20,887.43	17,942.31	15,880.17	13,772.85
无形资产	1,313.82	1,037.95	906.62	808.63	693.97
其他非流动资产	9,107.49	7,859.25	6,523.13	6,090.95	5,736.07
资产总计	62,143.22	52,052.04	44,124.07	41,012.00	39,850.79
流动负债	29,067.33	24,727.07	22,778.92	22,030.48	22,303.01
短期借款	6,528.48	5,130.22	5,946.73	5,085.36	3,151.48
应付票据及应付账款合	12,155.44	9,816.26	7,535.44	7,483.76	8,448.87
其他流动负债	10,383.41	9,780.58	9,296.74	9,461.36	10,702.66
非流动负债	25,418.99	21,390.24	16,918.01	14,505.44	12,092.87
长期借款	25,180.92	21,131.35	16,659.13	14,246.56	11,833.99
其他非流动负债	238.07	258.88	258.88	258.88	258.88
负债合计	54,486.32	46,117.30	39,696.93	36,535.93	34,395.88
少数股东权益	191.33	-4.33	-109.87	-106.03	1.44
股本	9,075.04	9,075.04	9,075.04	9,075.04	9,075.04
资本公积	4,292.12	4,315.33	4,315.33	4,316.33	4,318.33
留存收益	-5,901.59	-7,451.29	-8,853.35	-8,809.26	-7,939.90
归属母公司股东权益	7,465.57	5,939.07	4,537.01	4,582.10	5,453.46
负债和股东权益	62,143.22	52,052.04	44,124.07	41,012.00	39,850.79

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,864.08	4,568.88	4,063.25	6,116.80	8,648.23
净利润	-2,999.67	-1,464.73	-1,507.59	47.93	1,194.17
折旧摊销	3,972.16	3,597.43	4,311.49	4,832.32	5,476.85
财务费用	1,538.20	1,323.05	1,186.40	1,014.11	828.94
投资损失	105.28	-396.29	-300.00	-200.00	-50.00
营运资金变动	2,349.47	1,018.67	748.40	367.43	1,103.07
其他经营现金流	898.65	490.75	-375.43	55.00	95.20
投资活动现金流	-87.41	256.49	-1,587.52	-1,694.00	-2,493.20
资本支出	1,260.50	650.63	610.00	2,440.00	3,100.00
长期投资	1,218.21	403.62	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,566.13	-797.77	-2,197.52	-4,134.00	-5,593.20
筹资活动现金流	-6,982.01	-6,571.95	-4,842.11	-4,288.05	-5,392.73
短期借款	-4,419.08	-1,398.26	816.51	-861.37	-1,933.88
长期借款	-666.71	-4,049.57	-4,472.22	-2,412.57	-2,412.57
其他筹资现金流	-1,896.23	-1,124.12	-1,186.40	-1,014.11	-1,046.28
现金净增加额	-1,200.65	-1,746.37	-2,366.37	134.75	762.30

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	90,090.82	78,642.17	69,454.00	72,149.00	87,395.00
营业成本	72,360.59	61,939.82	54,949.11	56,843.51	68,447.21
营业税金及附加	204.29	217.92	222.25	180.37	218.49
销售费用	15,849.74	14,680.13	12,779.75	12,143.61	13,704.71
管理费用	2,046.42	1,887.15	1,805.80	1,731.58	2,010.08
研发费用	481.90	318.27	277.82	288.60	349.58
财务费用	1,538.20	1,323.05	1,186.40	1,014.11	828.94
资产减值损失	-635.21	-523.08	-312.54	-72.15	-174.79
信用减值损失	-119.96	-88.87	-104.18	-72.15	-69.92
其他收益	211.95	185.52	120.00	100.00	50.00
公允价值变动收益	-594.68	-76.34	-250.00	-50.00	-100.00
投资净收益	-105.28	396.29	300.00	200.00	50.00
资产处置收益	335.71	354.87	600.00	100.00	0.00
营业利润	-3,297.78	-1,475.78	-1,413.86	152.93	1,591.28
营业外收入	332.09	281.70	120.00	100.00	80.00
营业外支出	252.79	167.33	100.00	100.00	100.00
利润总额	-3,218.48	-1,361.42	-1,393.86	152.93	1,571.28
所得税	-218.80	103.31	113.74	105.00	377.11
净利润	-2,999.67	-1,464.73	-1,507.59	47.93	1,194.17
少数股东损益	-236.51	-135.68	-105.53	3.83	107.48
归属母公司净利润	-2,763.17	-1,329.05	-1,402.06	44.10	1,086.69
EBITDA	2,291.88	3,559.07	4,104.03	5,999.36	7,877.06
EPS (元)	-0.30	-0.15	-0.15	0.00	0.12

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.07	-12.71	-11.68	3.88	21.13
营业利润 (%)	31.69	55.25	4.20	110.82	940.52
归属于母公司净利润	29.94	51.90	-5.49	103.15	2364.33
获利能力					
毛利率 (%)	19.68	21.24	20.88	21.21	21.68
净利率 (%)	-3.07	-1.69	-2.02	0.06	1.24
ROE (%)	-37.01	-22.38	-30.90	0.96	19.93
ROIC (%)	-3.71	-1.48	-2.41	3.44	10.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	87.68	88.60	89.97	89.09	86.31
净负债比率 (%)	314.66	344.12	432.18	351.30	194.61
流动比率	0.84	0.77	0.68	0.67	0.72
速动比率	0.33	0.31	0.32	0.32	0.33
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.51	1.57	1.76	2.19
应收账款周转率	169.79	186.47	202.78	202.78	202.78
应付账款周转率	5.95	6.31	7.30	7.60	8.11
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.30	-0.15	-0.15	0.00	0.12
每股经营现金流 (最新)	0.65	0.50	0.45	0.67	0.95
每股净资产 (最新摊薄)	0.82	0.65	0.50	0.50	0.60
估值比率					
P/E	-19.28	-40.08	-37.99	1208.03	49.02
P/B	7.14	8.97	11.74	11.63	9.77
EV/EBITDA	24.88	12.79	17.00	11.20	8.08

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk