

推荐 (维持)

业绩或超预期，长期看是市场与政府的双重选择——超市板块一季报前瞻

2020年03月19日

相关报告

《波澜壮阔 20 年，供应链铸就核心壁垒——永辉超市深度系列 1》2020-3-10

《商贸零售 2019Q4 基金持仓分析：超配比例下滑，永辉减仓见底》2020-02-04

《“双十一”虹吸持续，春节采购提前——2019 年 12 月社零数据点评》2020-01-17

《汽车销售回暖，“双十一”驱动全品类加速——2019 年 11 月社零数据点评》2019-12-16

分析师：

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

团队成员：王品辉、金秋、郭军

投资要点

- **超市必选商品需求在春节期间爆发。**一季度必选属性业态的重要程度凸显，龙头公司凭借其长期、大规模的供应链投入及深耕细作，保障了商品供应，使得爆发的需求可以完整转化为收入、业绩的增长。一季度超市企业盈利能力或维持稳定：1) 由于商品结构变化、生鲜毛利率可能的上行、促销减少，公司毛利率维持稳定或有所提升，2) 销售及管理费率料将有所提升。此外，超市企业线上业务普遍实现大幅增长，预计春节期间永辉超市和步步高的线上业务占比达到 10% 以上，在疫情之后线上业务增长将有所回落，但整体重要性已凸显。
- **龙头超市在市场、政府的双重选择下替代进程具备确定性。**国内生鲜销售是低标准化、高经验化的工作流程，国内多级、分散批发农贸市场的存在具备充分合理性。但长期、大规模的资本投入建立的供应链对商品的管理及企业对人的管理提升效率，是政府多年来推进“农改超”的原因，也会在未来持续通过补助、税收政策的形式将对龙头超市的帮助落实到现金流层面。同时经过此次疫情，超市的更加稳定的商品供应及高性价比商品将在趋势上获得更高的市场认可，企业通过资本投入持续扩张并代替部分农贸市场的进行将长期进行，具备显著的确信性。
- **超市板块一季报：收入普遍高增长，盈利能力或略升。**1) **永辉超市：生鲜占比超半数，新业务有望显著减亏。**春节开始后公司蔬菜等生活必需品以及洗化、消毒类商品销售量大幅增长，生鲜毛利率显著提升，云创、mini 店有望在高客单价下显著减亏，预计 2020Q1 收入、业绩增速为 33%、26%。2) **家家悦：微信群服务周边群众，日配次数提升。**公司一季度开店较少，预计生鲜及高毛利的自有商品占比提升，预计 2020Q1 收入、业绩增速为 22%、19%。3) **红旗连锁：自有车队保障供应，门店生鲜改造显优势。**一季度预计开店 30 家以下，高毛利的食品、百货占比或提升，预计 2020Q1 收入、业绩增速为 22%、25%。4) **步步高：超市业务高速增长，百货客流下滑。**公司 1 月份超市收入增长超 40%，百货业在 2 月 10 日复工后客流一般，对一季度有较大拖累，预计 2020Q1 收入、业绩增速为 2%、2%。
- **政策强化对商贸企业支持力度，社零数据验证必选商品韧性十足。**3 月 13 日，国家发文明确支持有能力商贸企业向低线城市扩张及支持农产品一体化集配设施建设；3 月 16 日，1-2 月社零数据披露，在社零总额大幅下滑约 20% 情况下仅有食品粮油品类一枝独秀维持约 10% 的增长，必选品的韧性凸显，推荐关注超市板块经营优异的永辉超市、家家悦、红旗连锁，步步高。

风险提示：消费下行超预期、CPI 下行超预期、企业扩张不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

一、超市短期高增长，长期看农贸市场转型.....	3 -
1.1、一季度超市销售高增长，线上业务爆发.....	3 -
1.2、长期看超市替代部分农贸市场趋势具备确定性.....	6 -
二、超市板块一季报：收入普遍高增长，盈利能力或略升.....	13 -
2.1、永辉超市：生鲜占比超半数，新业务有望显著减亏.....	13 -
2.2、家家悦：微信群服务周边群众，日配次数提升.....	14 -
2.3、红旗连锁：自有车队保障供应，门店生鲜改造显优势.....	15 -
2.4、步步高：超市业务高速增长，百货客流下滑.....	15 -
三、投资建议.....	17 -
图 1、江苏省暂停营业购物中心一览.....	3 -
图 2、超市除礼品、酒水外其余主要品类实现快速增长.....	4 -
图 3、某超市线上业务客单价在近期翻倍（元）.....	5 -
图 4、某超市线上业务盈利情况拆分.....	6 -
图 5、2012-2022E 中国生鲜食品零售额及同比增速.....	6 -
图 6、中国消费者购买生鲜的平均频次（次/周）.....	7 -
图 7、2019 年主要国家生鲜商超销售渠道占比.....	7 -
图 8、2012 与 2019 年中国生鲜销售渠道对比（单位：%）.....	7 -
图 9、2008-2018 亿元以上农产品市场个数及同比增速.....	8 -
图 10、疫情期间主要省/市农贸市场及大型商超关停状况.....	8 -
图 11、永辉超市及家家悦食品安全体系建设情况.....	9 -
图 12、2013-2019H 主要大型超市政府补贴占净利润比例（单位：%）.....	10 -
图 13、疫情期间政府发布的针对商超企业补贴措施.....	10 -
图 14、不同补助情境下超市龙头 2020 年业绩情况.....	11 -
图 15、增值税历次调整中与商超企业相关部分政策.....	11 -
图 16、现行与商超企业税收有关优惠政策.....	12 -
图 17、家家悦员工送货到小区门口.....	14 -
图 18、超市板块公司 2020 一季度业绩预测（亿元，%）.....	16 -
图 19、1-2 月社零总额及增速.....	17 -
图 20、粮食食品类零售额非常稳定（%）.....	18 -
图 21、服装品类销售额大幅下滑（%）.....	18 -
图 22、超市板块公司业绩预测（亿元，%）.....	18 -

报告正文

一、超市短期高增长，长期看农贸市场转型

1.1、一季度超市销售高增长，线上业务爆发

● 消费分化明显，必选商品高增长

今年由于春节错位影响，2019年2月份的节前消费在2020年提前到1月，超市企业销售额普遍实现良好增长。从春节开始消费趋势出现了明显分化：

1) 可选消费业态、餐饮场所经营停滞，必选消费正常营业。

全国范围内大部分可选消费业态的百货门店、购物中心等停止经营或大幅减少开业时间；除肯德基、麦当劳等标准化程度较高的西式快餐外，餐饮门店大比例暂停经营。但与此同时，超市类必选消费则保持正常营业，仅开业时间略有缩短。

图 1、江苏省暂停营业购物中心一览

江苏省暂停营业购物中心一览			
城市	项目	停业时间	营业品牌
南京	九霄梦天地	至2月9日	盒马鲜生
	南京欢乐港	至2月9日	永辉超市
	南京虹悦城	1月30日-2月9日	沃尔玛超市
苏州	苏州金鹰国际广场	至2月9日	金鹰超市
	繁花中心	1月27日起	绿地超市
无锡	无锡荟聚中心	1月29日起	欧尚超市
	无锡苏宁广场	2月3日-2月9日	礼阁仕超市、苏宁易购
	无锡茂业天地购物中心	2月4日-2月9日	永辉超市
常州	常州武进吾悦广场	2月3日起	易买得超市
	天宁吾悦广场	2月4日-2月9日	永辉超市、肯德基、汉堡王、华为、奈雪
	常州爱琴海购物公园	2月5日-2月11日	发到家超市、汉堡王
盐城	盐城商业大厦	2月1日起	雅家乐超市
南通	南通万象城	2月5日-2月9日	盒马鲜生
	通州万达广场	2月5日-2月9日	永辉超市
	南通中南城	2月5日-2月9日	欧尚超市
徐州	徐州金鹰人民广场	2月3日-2月9日	金鹰超市
连云港	连云港利群广场	2月3日-2月9日	利群超市
扬州	扬州京华城	1月28日-2月8日	世纪华联
	扬州万象汇	至2月8日	吉麦隆超市
	扬州新城吾悦广场	1月30日起	永辉超市
泰州	泰州万达广场	2月2日-2月9日	永辉超市
	泰兴吾悦广场	2月1日起	永辉超市
	姜堰万家福广场	1月27日起	永辉超市
宿迁	金鹰购物中心	2月4日-2月9日	金鹰超市

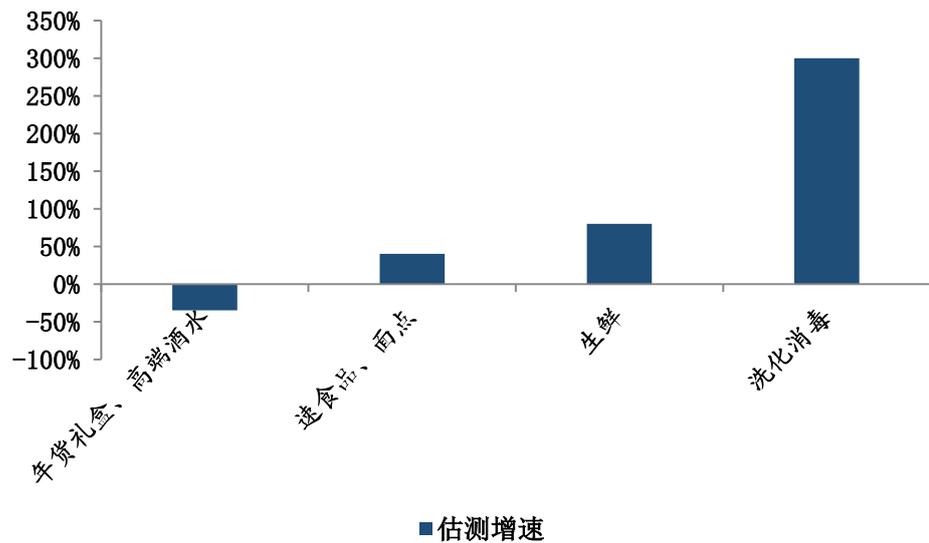
资料来源：赢商网，兴业证券经济与金融研究院

2) 超市业态中，可选商品销售下滑，必选商品供不应求

烟酒礼盒销售普遍下滑。由于今年春节走亲访友、节日聚餐减少，我们预计相关商品例如年货礼物、高端酒水、巧克力、糖果礼盒，特仑苏、金典牛奶类产品销量下降严重，部分超市中这些商品销售下降幅度达到中等双位数。

食品生鲜高速增长。于此同时，由于外出聚餐、消费、旅游活动锐减，居家日常消费量大幅提升：春节期间部分超市生鲜食品包括蔬菜、猪肉、干货大幅上升，预计非生鲜食品包括速食食品、榨菜、速冻水饺、面点、方便面、挂面等实现双位数提升，而洗化产品包括洗手液、消毒水有数倍提升。

图 2、超市除礼品、酒水外其余主要品类实现快速增长



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院

龙头超市新开门店较少，销售额快速增长。永辉超市今年1月新开门店16家，春节之后扩张停滞，但扩张放缓并没有影响企业销售提升。综合来看，预计龙头超市企业1月份均普遍录得双位数增长；进入2月份，龙头超市公司仍然保持良好的销售情况，销售额以及保持中等双位数增长，是春节期间少数经营不受影响的行业，具备较强的确定性。

● 生鲜毛利率提升，食百促销减少

由于消费结构的变化，超市企业高毛利的百货商品占比或有所下降，生鲜、食品类占比提升，我们预计超市龙头企业的毛利率在1、2月份中整体保持持平或提升态势。主要系：

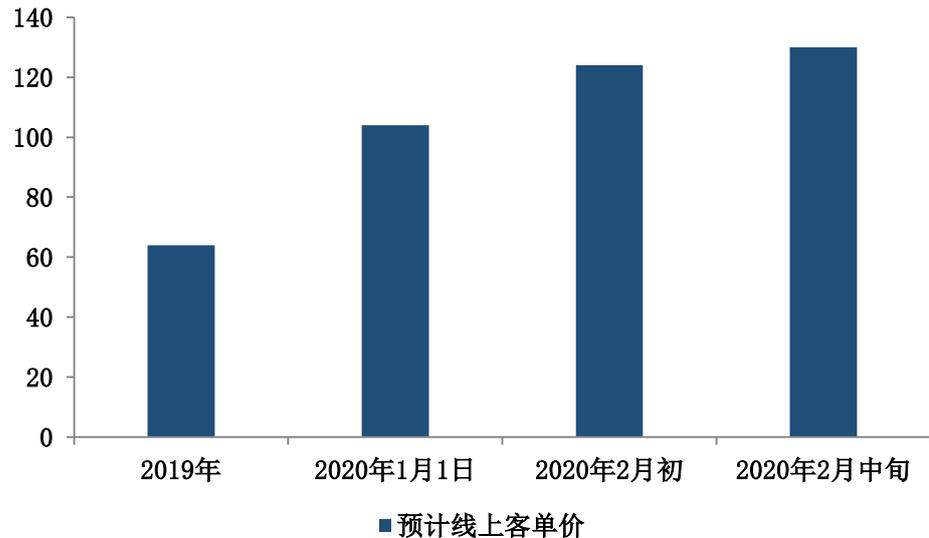
- 1) **生鲜毛利率提升较多。**在春节期间虽然物流、防疫成本大幅提升，但由于货品缺乏，生鲜商品具备较往日更高的加价倍率，毛利率普遍有所提升。
- 2) **门店促销减少，食百毛利率稳定。**由于今年春节超市分品类商品的销售情况分化明显，需求旺盛及需求较少的商品均无需促销，因此门店营销活动较少，对食品、百货类毛利率的负面影响低于往年同期。

● 线上业务爆发，全渠道销售重要性提升

春节期间超市企业线上业务普遍爆发，预计永辉超市近期线上订单量或达到双位数水平。

春节开始，由于消费者出门次数减少，线上消费高速增长，单量和客单价均快速提升，根据调研情况，预计某超市2月中旬线上客单价较2019年水平有望翻番。

图3、某超市线上业务客单价在近期翻倍（元）

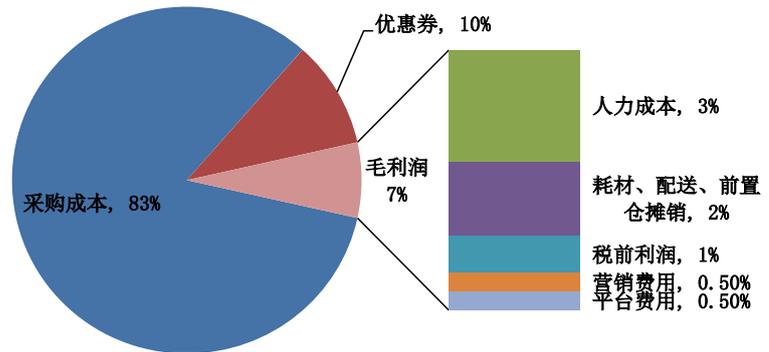


资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院

疫情后线上消费或将回归常态，但全渠道重要性显著提升。我们认为，当前线上消费爆炸性增长存在阶段性特征，疫情结束后线上、线下消费的比例将回归常态，但到家业务、全渠道发展的重要性的确在本阶段得到确定性的提升。虽然目前家庭必选消费主力还是50后、60、70后，但消费主力终将转移为80后和90后，线上业务就是为了培养未来消费主力80、90、00后的线上消费。同时，未来线上和线下的信息资源比如商品、会员等是融合共享的，当目前最基本的消费群体逐步退出时，要吸引未来消费者80-00后线下消费，一是看商品丰富度和价格，二是看消费者购买场景需求。

本次冲击结束后，全渠道建设的必要性或将得到企业及资本市场的更多重视，而永辉超市发展线上业务除带来业绩和现金流损伤外，对估值的影响或将减弱。

图 4、某超市线上业务盈利情况拆分



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院

1.2、长期看超市替代部分农贸市场趋势具备确定性

- 当前农贸市场为主要生鲜销售渠道，超市正持续替代

生鲜渠道规模巨大，2019 市场规模达到 5.13 万亿元。欧睿数据显示，中国生鲜市场规模自 2012 年 3.37 万亿元增长至 2019 年的 5.13 万亿元，17 年后增速略有下滑，从 8% 下滑至 4%，预计未来整体市场仍将稳步扩张。

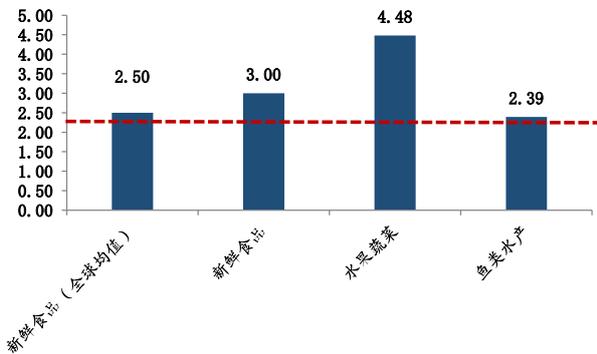
图 5、2012-2022E 中国生鲜食品零售额及同比增速



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

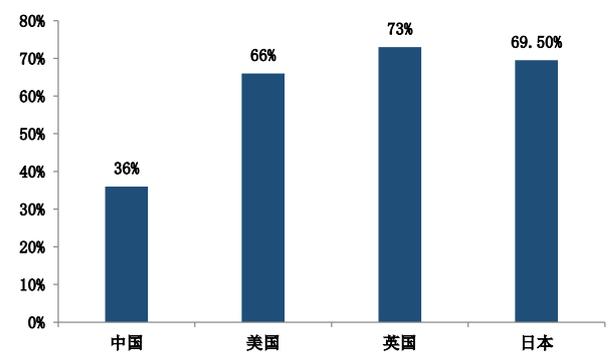
生鲜终端商超渠道占比远低于其他国家，未来渗透空间巨大。根据尼尔森数据，中国消费者平均每周购买 3 次新鲜食品，其中水果蔬菜类更是达到每周 4.48 次，远高于 2.5 次的全球均值，对生鲜的需求更高。但同时，中国消费者通过超市渠道购买生鲜的比率仅占 36%，远低于美国、英国、日本等主要国家约 70% 的占比，商超渠道仍有很大渗透空间。

图 6、中国消费者购买生鲜的平均频次（次/周）



资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

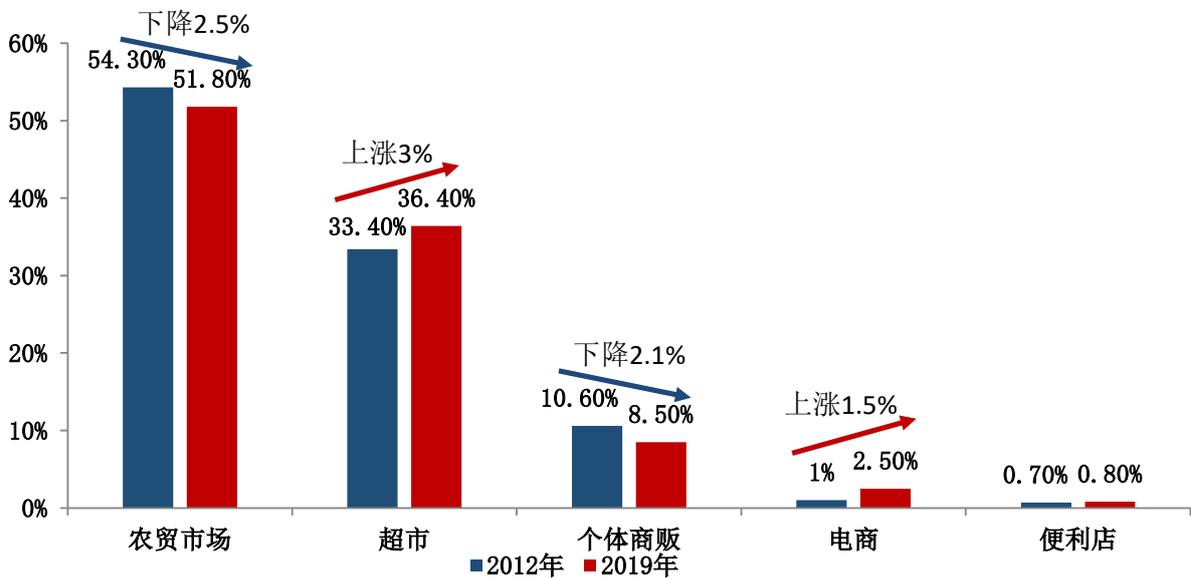
图 7、2019 年主要国家生鲜商超销售渠道占比



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

农贸市场仍为主要生鲜购买渠道，未来超市占比有望持续提升。19 年农贸市场仍占据 51.8% 的份额，为生鲜销售第一大渠道，商超渠道占比 36.4% 次之；但对比 12 年数据，超市和电商渠道不断发展，夺取了农贸市场和个体商贩渠道约 5.1% 的份额。农贸市场和个体商贩作为传统渠道，相较商超食品安全难以保证、分布零散难以提供一站式服务、中间流通环节复杂，未来或将被超市业态替代。

图 8、2012 与 2019 年中国生鲜销售渠道对比（单位：%）

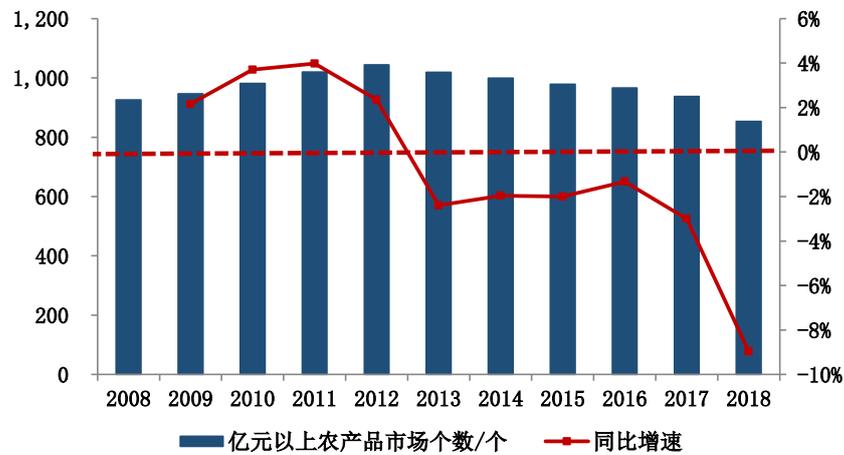


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

12 年后亿元以上农贸市场个数见顶下滑，未来超市业态加速替代农贸市场形态。12 年中国亿元以上农产品交易市场达到 1044 个，此后见顶下滑。17 年后更是呈现加速下滑趋势，下滑速度从 3% 增长至约 9%，18 年仅剩余 853 个亿元以上农贸市场。未来预计农贸市场个数仍将快速下滑，超市业态加速对农贸市场形态的替

代。

图 9、2008-2018 亿元以上农产品市场个数及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情或加速农贸市场向商超转型，经营管理与供应链能力更强的商超显著受益。疫情期间消费者对生鲜的需求大幅上涨，以电商平台为例，春节期间，美团买菜北京地区日均订单量为节前的 2-3 倍。激增的生鲜需求叠加部分农贸市场出现关停或缺货现象，促使消费者转而通过超市购买生鲜。公开数据显示，多数省市的大中型商超在疫情期间都能保证正常运营，营业率基本都为 100%；而同时以离“重灾区”湖北省距离远近为梯度，周边省市农贸市场均出现不同程度的关停情况。武汉市仅剩余两家农贸批发市场营业，距离最近的湖南省超过 50% 的农贸市场暂停营业，而稍远一些的兰州、天津市也有 10% 左右的农贸市场暂停营业。相较农贸市场，经营管理与供应链能力更强的商超则显著受益。根据家家悦 17 年年报披露，政府曾对其应急保供体系建设补贴 100 万元。

疫情期间政府主导暂停部分农贸市场经营主要源于农贸市场和超市的经营体制的区别：

- 1) 超市作为企业，从采购到物流、配送、上架、销售，所有人员、商品均处在统一管理半径之内，具备更强的掌控能力。
- 2) 农贸市场以集散地为主，虽每户商贩均需进行登记，但向前追溯的二级批发市场、一级批发市场、销地批发市场、产地等不同流程的人员均为独立个体，难以管理。

未来在政府的支持及超市自身的投入下，商超应对紧急情况的保供能力将进一步增强，加速超市对农贸市场业态的代替。

图 10、疫情期间主要省/市农贸市场及大型商超关停状况

省/市	农贸市场 营业率/%	大型商超 营业率/%	具体情况
武汉	\	100%	截至 2 月 7 日：1) 农贸市场全面关闭，仅两大批发市场承担保供任务，并主要向商超供货；2) 其中最大的白沙洲大市场，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

			仅有蔬菜区仍在经营，水产、粮油、干调等区域商户均关门歇业，蔬菜区 120/300 家摊位营业
长沙	80%	100%	截至 2 月 7 日，全市 37 家大型商超企业 193 家门店正常营业，农贸市场营业率 80%
湖南	45.2%	100%	截至 2 月 7 日，步步高、佳惠、大润发、家乐福、沃尔玛、千惠便利等商超所有门店均达到了 100% 开门营业；全省 2644 家农贸市场，1196 家已经正常营业，729 家计划营业，719 家因防控疫情需求暂时停业
大同	7.5%	100%	截至 2 月 11 日，全市 88 家大中型连锁超市全部营业，53 家农贸市场仅 4 家正常营业
兰州	87%	100%	截至 2 月 10 日，全市 37 家大型连锁超市全部正常营业，标准化肉菜市场复工营业率达 87% 以上
天津	92%	99%	截至 2 月 13 日，全市 308 家标准化菜场有 283 家正常营业，大中型超市 143 家中仅一家停业

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

商超食品安全体系建设完善，政府扶助形成正反馈。食品安全是消费者选择生鲜购买渠道最为关心的维度之一，而农贸市场受制于自身分布零散、中间流通环节繁杂，对于食品安全的追溯管理难以形成完整的体系。相较农贸市场，多数大中型连锁超市均已形成自身的食品安全保障体系。以永辉超市和家家悦为例，这两家超市均已形成完善的追溯体系，每批次产品均能做到有专人检测、记录，消费者可通过生鲜商品上的二维码追溯到产品的产地、检验检疫等信息。根据年报披露，永辉超市 2018 年获得 29.6 万元用于肉菜追溯试点运营；家家悦于 16、18 年分别获得了生鲜追溯体系补助 300 万元。政府的扶助也对超市的食安体系建设形成正反馈，大型商超或将加大投入，强化其在食安方面的优势。

图 11、永辉超市及家家悦食品安全体系建设情况

公司	2016 年食品安全体系建设政府补贴	2017 年食品安全体系建设政府补贴	2018 年食品安全体系建设政府补贴	食品安全追溯体系详细介绍	食品安全追溯体系功能
永辉超市	\	\	认领 2017 年肉菜追溯试点运营管理经费 29.6 万元	建立“永辉食品安全云网”，截至 2018 年底覆盖 27 个省产地、码头、物流，总监测站点 87 个；云屏覆盖 650 个门店，覆盖率达 650/708=91.8%；	门店云屏播放每天农产品检测公示信息，并可以通过扫码追溯生鲜的产地、供应商、检验检测、证件资质、检测室视频等信息
家家悦	生鲜追溯体系补助资金 300 万元	\	生鲜追溯体系补助资金 300 万元	6 个化验室和 34 个区域农残检测室对蔬菜、水果、自有品牌食品实行全批次检测	扫码可获知生鲜产地、生产时间、进货时间、种类、检验检疫等信息

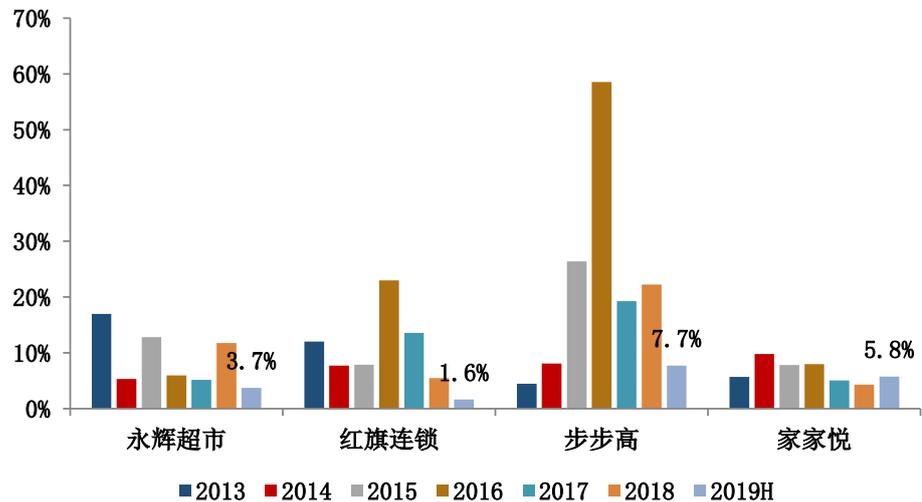
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 政策补助持续趋势性增长，落实增厚业绩

政府补贴为大型商超净利润一大来源，政策利好形成利润支撑。以永辉超市、步

步步高、家家悦、红旗连锁四家超市为例，政府补助占净利润比例最高为步步高，平均达 23.18%，永辉超市、红旗连锁分别占比 9.68%，11.61%，最低的家悦也 6.79%。

图 12、2013-2019H 主要大型超市政府补贴占净利润比例（单位：%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

疫情期间部分省市已出台对大型商的补贴政策，预计 20 年政府补助将加速增长。根据公开信息显示，截至 2 月 14 日，商务部、财政部、湖北省、四川省均已下发正式通知对商超企业进行补贴，其余省市预计也将继商务部、财政部发布通知后陆续推出针对性补贴措施。

图 13、疫情期间政府发布的针对商超企业补贴措施

	时间	政策具体内容
商务部、 财政部	2 月 14 日《关于疫情防控期间进一步做好农商互联完善农产品供应链体系的紧急通知》	向 15 个省份、直辖市下发，对农产品流通企业在承担保供任务中发生的运费、租金、保供储备、冷链、防疫以及供应链中断恢复过程中发生的相关费用补贴
湖北省	2 月 3 日《湖北省防控新型冠状病毒感染肺炎疫情财税支持政策的通知》	对从事蔬菜配送的企业，根据配送量给予财政补贴；对组织销售供应的大型超市适当给予财政补贴；
四川省	2 月 5 日《四川省人民政府办公厅关于应对新型冠状病毒肺炎疫情缓解中小企业生产经营困难的政策措施》	对参与生活物资保供的商场、超市等商贸流通企业，市/县政府给予物流费用补贴，省财政按地方政府实际补贴额的 50% 给予补助

资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、不同补助情境下超市龙头 2020 年业绩情况

	补助情况	预期补助 (亿元)	2020预期净 利润 (亿元)	业绩增速 (%)
永辉超市	高	1.92	29.40	30.7%
	中	1.45	28.90	28.4%
	低	1.14	28.60	27.1%
家家悦	高	0.30	5.91	19.2%
	中	0.23	5.86	18.1%
	低	0.18	5.82	17.3%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

● 税收政策为未来生鲜超市实质性助力

增值税三档并两档方向不改，长远来看商超企业仍将受益。现行增值税政策分别于 14、17、18、19 年进行了四次调整，19 年更是大幅下调，目前保留 13%、9%、6% 三档税率，其中第二至四次调整商超企业均有受益。根据财政部、国家税务总局公布的《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》，增值税维持了上述现行的三档税率，预计短期来看税率可能不再调整，但增值税税率三档并两档的方向并没有变，13% 增值税税率也仍有下调空间，长期来看商超企业仍将受益。

图 15、增值税历次调整中与商超企业相关部分政策

	依据	具体内容	增值税调整后受益情况 (以永辉超市为例)
第二次调整	财税[2017]37号	2017 年 7 月 1 日起，简并增值税税率结构，取消 13% 的增值税税率。增值税率从四档变为三档，将农产品、天然气等 增值税税率从 13% 下调至 11%	销售水果、水产、部分干货、粮油、奶制品等农产品自 13% 下调至 11%
第三次调整	财税[2018]32号	2018 年 5 月 1 日起，增值税下调 1 个百分点。目前我国增值税的三档税率分别为 6%、10% 和 16%， 其中农产品增值税税率自 11% 下调至 10%	销售水果、水产、部分干货、粮油、奶制品等农产品自 11% 下调至 10%；销售其他商品自 17% 下调至 16%
第四次调整	2019 年《政府工作报告》	2019 年 4 月 1 日起，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，保持 6% 一档的税率不变， 其中农产品增值税税率自 10% 下调至 9%	销售水果、水产、部分干货、粮油、奶制品等农产品自 10% 下调至 9%；销售其他商品自 16% 下调至 13%

资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其他商品指计生用品以及蔬菜、水果、水产、部分干货、粮油、奶制品等农产品外商品

支持生鲜超市发展方向不改，更多针对性政策支持落地可期。目前现行税收优惠政策中，与商超企业有关的有四条，其中增值税相关三条，企业所得税一条，且推出时间均较早。根据商务部发布的商建函〔2019〕482 号，短期内税收优惠政策可能不变，但支持生鲜超市发展方向不改，更多针对性政策支持落地可期。

图 16、现行与商超企业税收有关优惠政策

公告	依据	具体内容
《关于免征部分鲜活肉蛋产品流通环节增值税政策的通知》	财税[2012] 75 号	2012 年 10 月 1 日起，对从事农产品批发、零售的纳税人销售的部分鲜活肉蛋产品免征增值税
《关于免征蔬菜流通环节增值税有关问题的通知》	财税[2011] 137 号	2012 年 1 月 1 日起，免征蔬菜流通环节增值税
农业生产者销售的自产农产品免征增值税	财税[1995] 52 号	从事种植业、养殖业、林业、牧业、水产业的单位和个人生产的初级农产品免征增值税
《中华人民共和国企业所得税法实施条例》	国务院令 512 号 第十六条	企业从事农、林、牧、渔业项目的所得，可以免征、减征企业所得税

资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

小结：

农贸市场的中长期存在充分合理。由于中国国情决定，生鲜销售具有品类众多、“产全国、销全国”的性质，生鲜商品的销售链条是极低标准化、高经验化的工作流程，众多原因导致中国当前的生鲜销售集中地极低。根据经济学原理，在下游消费者需求没有显著变化的情况下，上游各链条环节一定充分提升效率以达到自身利益最大化，因此国内多级、分散批发市场、农贸市场的存在是充分合理的，并将长期存在。

龙头超市在市场、政府的双重选择下替代进程具备确定性。但中国生鲜市场规模巨大，通过长期投资、建设、沉淀出来的统一供应链体系的确提升了整个体系的效率，让企业获得利润，所销售的商品具备优良的性价比，人员及商品统一化管理，这是政府多年来推进“农改超”的原因，也会在未来持续通过补助、税收政策的形式将对龙头超市的帮助落实到现金流层面。而超市通过资本投入持续扩张并代替部分农贸市场的进行将长期进行，具备显著的确定性。

二、超市板块一季报：收入普遍高增长，盈利能力或略升

2.1、永辉超市：生鲜占比超半数，新业务有望显著减亏

分布全国主要地区的门店和采购体系保证了永辉超市敏锐的感知能力，使得公司在新冠疫情爆发前约一周判断出今年春节的市场需求将会出现波动并开始着手准备，包括春节期间门店囤货。春节期间永辉启动全国原有物流仓的情况下额外启动物流仓以增加近 50% 的仓储空间。

此外，永辉全国的买手都在产地，和产地对接，进行备货准备。定期付款，对商品结构进行调整。1.23-1.31 很多生鲜电商出现绿叶菜缺货，永辉在蔬菜产地进行对接，提前在农用公司、农业合作社将绿叶菜做好准备。将广东、福建、云南等地的绿叶菜产品调往北京、上海、江苏、浙江等地区。物流中心启动自启机制，公司指派车队和采购人员到厂家仓库提货，缓解厂家配送困难，疫情期间永辉合作的物流公司增加约 50%，保证产地、厂商配送正常进行。

● 业绩测算逻辑：

- 1) **收入：**春节开始后公司蔬菜、肉类、米面粮油、水果等生活必需品以及洗化、消毒类商品销售量大幅增长，酒水礼品销售量受到影响。估算公司一季度大店收入 290 亿元，Mini 店收入 5 亿元。
- 2) **毛利率：**公司一季度商品结构或有所变化，生鲜占比或超半数，但由于一季度生鲜采购成本上行的情况下加价倍率略有提升，因此我们判断整体毛利率略有提升。
- 3) **费用：**一季度人工成本增加主要体现在销售费用率提升，管理费用和财务费用整体维持同期水平。其中管理费用在管理人员薪酬阶段化提升和股权激励费用摊销降低抵消。
- 4) **投资收益：**我们认为云创两种业态一季度的经营情况同样好转，红旗连锁股权价值或增值。
- 5) **新业务：**Mini 店更加靠近社区、到家业务普遍爆发，我们预测公司新业务快速增长，由于经营成本相对固定（除人工费用有所提升），一季度客单价大幅提升的情况下有望显著减亏。

因此我们测算永辉超市一季度收入 296.03 亿元 (+33%)，实现归母净利润 14.11 亿元 (+26%)。

2.2、家家悦：微信群服务周边群众，日配次数提升

春节期间公司全力保障商品供应，制定了不同价格档位的肉蛋菜组合，通过每家门店自建微信群向周边群众发送订货、提货信息。同时，由于春节期间物流运输受阻，部分地区农产品滞销。公司积极发挥桥梁纽带作用，自1月30日起到山东海阳采购西红柿、草莓等农产品近600吨，有效解决了当地果蔬销路的问题。

此外，公司为应对生鲜需求量大幅增长，调整日配次数，据公司采购部蔬菜品类经理介绍，集团下设威海、青岛、烟台、莱芜、张家口、安徽等全国多条物流线路，从莱阳到最近的仓库只需2个小时，如果菜品上午到仓，最晚下午2点就会到达各个门店。而公司在山东省有5个常温物流中心，6个生鲜物流中心，600多个物流车辆，高密度的供应链网络良好的保障了商品运输。

图 17、家家悦员工送货到小区门口



资料来源：今日烟台，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：今日烟台，兴业证券经济与金融研究院整理

● 业绩测算逻辑：

- 1) **收入：**公司往期在一季度展店数量较少，今年疫情期间新开门店减少，将有序延后至4、5月份，对整体展店影响较小。春节开始后公司必需品销售大幅增长，酒水礼品销售量受到影响。估算公司一季度胶东及胶东以外地区收入为34.75、7.67亿元。
- 2) **毛利率：**公司一季度商品结构或有所变化，生鲜占比提升。我们同样判断公司毛利率有所提升：1) 生鲜毛利率或有提升；2) 公司所在山东面食消费量较大，有望带动公司米面粮油占比阶段性提升（自有商品），带动毛利率提升。
- 3) **费用：**一季度人工成本增加主要体现在销售、管理费用率提升，财务费用整体维持同期水平。

- 4) **到家业务**：公司和美团等线上平台合作，我们预计春节期间销售额有望翻倍，对盈利情况影响较小。

因此我们测算家家悦一季度收入 46.25 亿元 (+22%)，实现归母净利润 1.71 亿元 (+19%)。

2.3、红旗连锁：自有车队保障供应，门店生鲜改造显优势

公司在春节期间保证全部 3100 多家门店正常营业，公司三大配送中心的自有车队包括近 200 台货车及数百名司机保障了疫情期间物流的通畅。2019 年公司与永辉合作进行生鲜改造超 300 家门店，实行农超对接，春节期间自有车队直接到农产品基地进货，生鲜商品主要在改造门店销售，也有部分常规门店临时增加生鲜、鸡蛋等品类，满足消费者需求。

● 业绩测算逻辑：

- 1) **收入**：根据公司官网信息，保守估计公司一季度新开 25 家门店。
- 2) **毛利率**：公司一季度烟酒商品销售或受到较大影响，占比下滑，食品、百货类毛利率的较高的商品占比提升驱动整体毛利率或有提升。
- 3) **费用**：一季度人工、消毒防护成本增加主要体现在销售、管理费用率提升，财务费用整体维持同期水平。
- 4) **投资收益**：前期市场传闻新网银行与其他中介机构存在可疑经营合作。但是根据中国互联网金融协会测评结果看，新网银行为全国 11 家通过测评银行之一，上线平台数量位列第 2，次于恒丰银行；根据新网银行 1 月 21 日发布的《关于《证券时报》券商中国失实文章的谴责函》内容，公司网贷资金存管业务符合银保监会要求，且不会向平台出具资金。我们判断新网银行经营暂无问题，将持续为公司带来投资收益贡献。

因此我们测算红旗连锁一季度收入 23.02 亿元 (+22%)，实现归母净利润 0.99 亿元 (+25%)。

2.4、步步高：超市业务高速增长，百货客流下滑

超市业务高速增长，线上业务爆发。公司在春节期间 400 多家超市正常营业，1 月份增长超 40%，由 1 月至 2 月、3 月的经营中呈现客单价回落但客流量快速增长的趋势。商超到家业务（线上业务）在整个春节期间有爆发增长，19 年线上业务占销售额大概 5% 左右，今年到二月份，目前销售额占比是接近 12%。

自有物流体系保障供应。大年初二开始，公司所有采购直接回到工作岗位并且奔赴源头。公司过去多年一直持续建设仓储跟物流体系，目前自己拥有的中心仓、分拨仓以及自有车队，在本次疫情中发挥了非常重要的作用。

百货店受影响较大。公司百货业务在正月初一到十五闭店，从2.10开始复业。根据疫情进展，从闭店开始，就依托于小程序开始网上购物、下单，还可以做到全部送货。但是整体客流仍然受到影响，正在逐渐恢复中。

员工共享解决用工难题及薪酬压力。公司积极开展员工共享，截止2月20日有1000多名其他行业员工加入步步高。同时公司百货部门员工第一时间回到自己原来超市的岗位或部分转岗，熟练程度较高。因此在疫情期间公司超市部门用工、百货部分人员费用压力较小。

● **业绩测算逻辑：**

- 1) **收入：**超市部分，我们估测一季度新开5家门店，贡献主要收入。百货门店预估无新店开业，1月22日开始客流量较少，估算同店大幅下滑。
- 2) **毛利率：**预测公司一季度超市毛利率有一定幅度提升，主要系往期春节需要大幅促销的商品本期无需降价，因此毛利率损伤较小。百货毛利率料将有所下滑。整体毛利率略有提升。
- 3) **费用：**一季度人工、消毒防护成本增加主要体现在销售、管理费用率提升，财务费用有所降低。

因此我们测算步步高一季度收入 57.16 亿元 (+2%)，实现归母净利润 1.89 亿元 (+2%)。

图 18、超市板块公司 2020 一季度业绩预测 (亿元, %)

	永辉超市	家家悦	红旗连锁	步步高
收入	296.03	46.25	23.02	57.16
YOY	33%	22%	22%	2%
归母净利润	14.11	1.71	0.99	1.89
YOY	26%	19%	25%	2%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

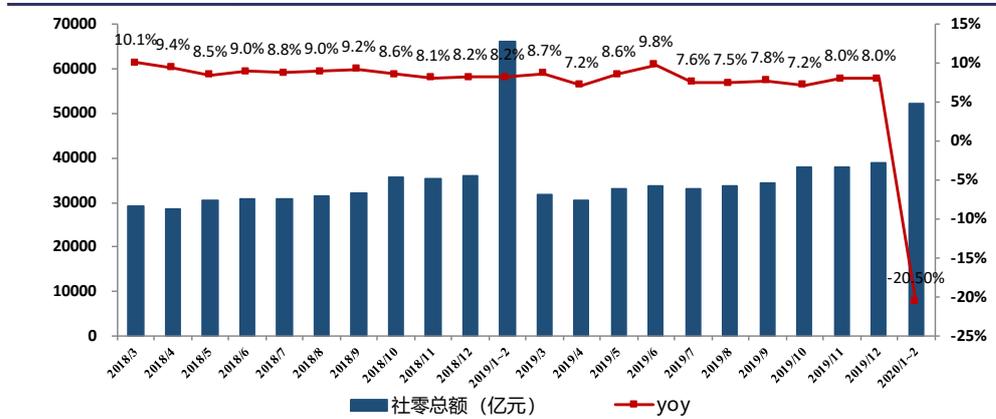
三、投资建议

短期看，一季度超市板块公司经营情况良好，**同店增速**预计实现大幅提升，业绩或超预期。

长期来看，龙头超市未来发展空间大，国家支持力度有望增强。3月13日，国家发改委等23部门联合公布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，强调消费是经济增长的持久动力。《意见》提到，“需大力发展便利店、社区菜店等社区商业”、“鼓励引导有实力、有意愿的大型商业零售企业在中小城市开展连锁网点建设”、“加大对农产品分拣、加工、包装、预冷等一体化集配设施建设支持力度”。我们认为，此次意见出台非常详细，**永辉超市、家家悦等龙头企业的有望以更优的条件及更快的审批速度进入新市场，同时未来政府对公司在建设供应链方面的项目补助及其他支持有望进一步提升，切实利好公司业绩及现金流。**

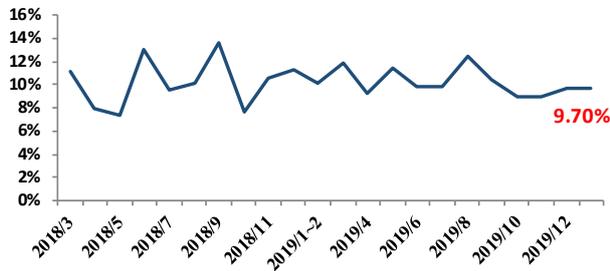
食品粮油数据一枝独秀，再次验证必选消费韧性。同时，3月17日披露了2020年1-2月社零数据，整体下滑20.5%，可选品中的服装降幅高达30.9%，而食品粮油销售额一枝独秀，维持在9.7%的较高水平，再次验证了我们年初至今强调的必选消费在波动中的韧性。**推荐关注超市板块经营优异的永辉超市、家家悦、红旗连锁，步步高。**

图 19、1-2 月社零总额及增速



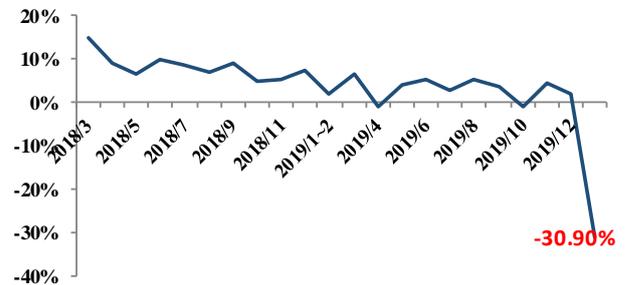
资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、粮食食品类零售额非常稳定 (%)



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、服装品类销售额大幅下滑 (%)



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、超市板块公司业绩预测 (亿元, %)

2019 年				
	永辉超市	家家悦	红旗连锁	步步高
收入	857.51	146.78	78.23	197.39
YOY	21.60%	15.29%	8.35%	6.95%
归母净利润	20.90	5.08	5.16	1.75
YOY	41.18%	18.16%	59.90%	12.80%
2020 年				
	永辉超市	家家悦	红旗连锁	步步高
收入	1072.11	165.92	85.99	229.88
YOY	25.03%	13.04%	9.92%	16.46%
归母净利润	29.11	5.83	6.35	2.17
YOY	39.28%	14.76%	23.06%	24.00%
2021 年				
	永辉超市	家家悦	红旗连锁	步步高
收入	1301.07	184.56	93.34	251.05
YOY	21.36%	11.23%	8.55%	9.21%
归母净利润	35.86	6.47	7.58	2.77
YOY	23.19%	10.98%	19.37%	27.65%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院（注：红旗连锁、步步高 2019 年业绩快报已披露）

风险提示：消费下行超预期、CPI 下行超预期、企业扩张不及预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn