

公司研究/首次覆盖

2019年12月01日

商业贸易/零售 II

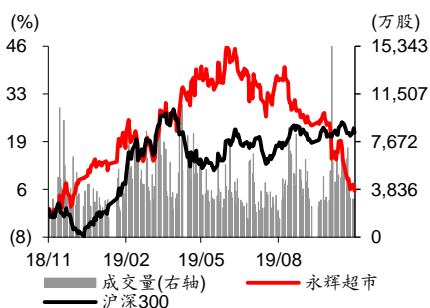
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 7.56
合理价格区间(元): 9.19~10.05

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004
研究员 021-38476072
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

生鲜超市龙头, 云超主业快速增长

永辉超市(601933)

公司聚焦生鲜品类, 云超主业快速增长, 首次覆盖给予“买入”评级

永辉超市是国内生鲜超市行业龙头公司, 伴随生鲜食品“农改超”趋势快速增长, 2007-2018年, 公司营收 CAGR 为 30.8%, 归母净利润 CAGR 为 24.8%。公司受益于生鲜消费市场红利, 在发展过程中建立起生鲜供应链竞争壁垒, 并领先于行业完成了国内大范围布局。公司于 2018 年完成业务调整, 重新聚焦于云超主业, 2019 年以来业绩重回快速增长。我们预计公司门店扩张及单店提升仍有较大空间, 2019-2021 年 EPS 分别为 0.23/0.29/0.36 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

生鲜市场广阔, 生鲜超市顺应消费升级趋势

国内生鲜消费持续较快增长, 根据中国产业信息网, 2018 年生鲜市场规模达到 1.91 万亿元, 2011-2018 年 CAGR 为 7.92%, 且其预计 2020 年市场规模达到 2.16 万亿元。目前生鲜消费集中在农贸市场, 但生鲜超市购买环境更好、价格更透明, 产品品质高且稳定, 迎合年轻消费者需求, 未来将逐步替换农贸市场, 且因品类特性, 生鲜超市受线上冲击小。据 Euromonitor 数据, 生鲜消费中, 超市渠道占比从 2008 年 33.7% 提升至 2018 年 40.1%, 我们预计随着生鲜超市经营更加完善, 这一提升趋势有望加快。

公司生鲜供应链壁垒高, 渠道布局领先

2018 年公司生鲜销售额达到 316.63 亿元, 生鲜品类占比达 47%, 采购规模优势显著, 公司生鲜直采比例高达 75%, 且整体损耗率约 3-4%, 处于行业领先水平。上游延伸方面, 公司成立了 20 余个农业种植合作基地, 与韩国希杰集团、新希望六和等达成合作, 保障原料采购优势; 物流仓储方面, 公司物流中心已经覆盖全国 17 个省市, 总运作面积 45 万平方米。此外, 公司渠道扩张已突破地域限制, 门店布局领跑行业, 截至 2019Q3, 公司拥有 825 家大卖场门店, 较 2018 年净增 117 家, 保持稳健扩张态势。

探索 mini 业态有望打开新的业绩增长空间, 短期业绩影响有限

截至 2019Q3 mini 店已开业 510 家, 集中在重庆、福建、四川等永辉大卖场密度较高的地区。与大卖场相比, mini 店面积更小, 且生鲜占比超过 50%, 迎合了社区小业态发展趋势。此外, mini 店铺设可与传统大卖场业务在销售引流、物流仓储方面协同, 资源共享, 预计短期对利润的拖累有限。

回归云超主业, 经营调整后业绩快速增长, 首次覆盖给予“买入”评级

公司重新聚焦云超业务, 2019 年以来业绩恢复快速增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 22.21/27.49/34.31 亿元。参考行业平均 2020 年 24.2 倍市盈率, 考虑到公司 2018-2021 年业绩 CAGR 为 32.3% (行业平均 17.7%), 且公司已完成多区域布局, 未来业绩稳定性及增长可预见性较高, 给予公司 2020 年 32-35 倍 PE 估值, 目标市值 879.58-962.04 亿元, 对应目标价 9.19-10.05 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济低迷; 新业态拓展不达预期; 生鲜行业竞争加剧; 供应链整合升级不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	9,570
流通 A 股 (百万股)	9,465
52 周内股价区间 (元)	7.11-10.61
总市值 (百万元)	72,353
总资产 (百万元)	45,241
每股净资产 (元)	2.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

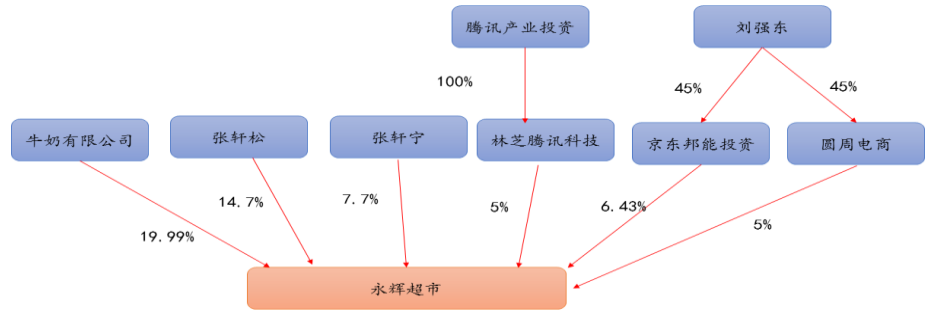
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	58,591	70,517	86,167	106,155	129,063
+/-%	19.01	20.35	22.19	23.20	21.58
归属母公司净利润 (百万元)	1,817	1,480	2,221	2,749	3,431
+/-%	46.28	(18.52)	50.06	23.73	24.83
EPS (元, 最新摊薄)	0.19	0.15	0.23	0.29	0.36
PE (倍)	39.82	48.88	32.57	26.32	21.09

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

永辉超市：国内生鲜超市龙头

永辉超市于 2001 年成立，成立之初抓住福州“农改超”的政策契机，聚焦于生鲜品类业务，并不断在全国各地新开设超市网点，历经十余年的飞速成长壮大，目前已经成为中国领先的以生鲜农产品为特色的大型超市之一，并于 2010 年在上交所成功上市。此外，公司通过认购中百股份和红旗连锁等零售企业的股份与其达成战略合作，旨在联手提升采购规模以降低成本，并利用合作企业在优势区域的供应链资源减小公司后期扩张阻力。

图表40： 公司股权结构（2019Q3）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

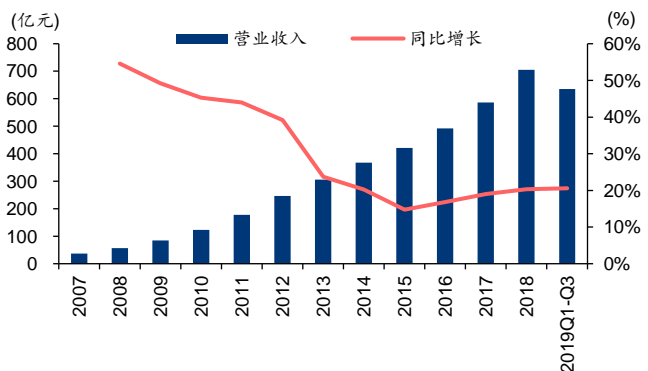
图表41： 公司与其他零售企业开展战略合作

合作方	持股比例	门店数量 (2019H1)	影响
中百集团	29.86%	725 家超市, 338 家便利店, 185 家仓储店	以强强联合、互惠共赢为原则, 在资源、网络、信息、物流等方面进行战略合作, 加强公司在湖北地区的运转效率
红旗连锁	21.28%	2958 家	在零售网点增值、零售模式创新、普惠金融、居家养老和社区物流方面展开合作, 深入四川地区布局

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

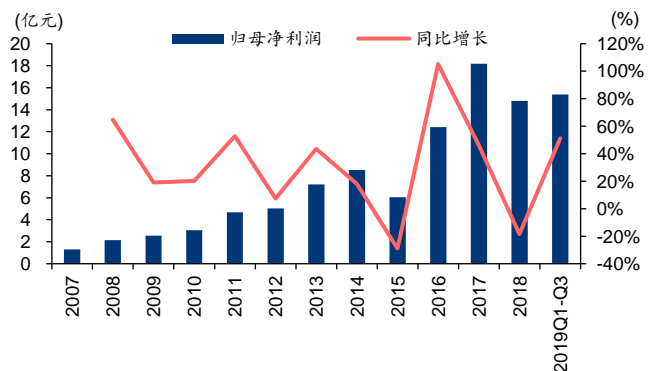
永辉的零售业态包括云超、云创、云商和云金四大板块，其中云超负责永辉超市、永辉 mini 等传统零售业务，而云创孵化了超级物种、永辉生活等新零售模式，云商包含了 2B 供应链品牌彩鲜食，云金则负责公司的金融业务。2018 年，公司降低所持云创和云商股权比例至 26.6% 和 35%，由此云创、云商这两大持续亏损的板块不再进入合并报表范围。2019Q1-Q3 公司实现营收和归母净利润 635.4/15.4 亿元，同比增长 20.6%/51.1%。2007-2018 年营收和归母净利润 CAGR 分别达 30.82%/24.77%，保持良好的业绩成长性。

图表42： 公司营业收入及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表43： 公司归母净利润及增速

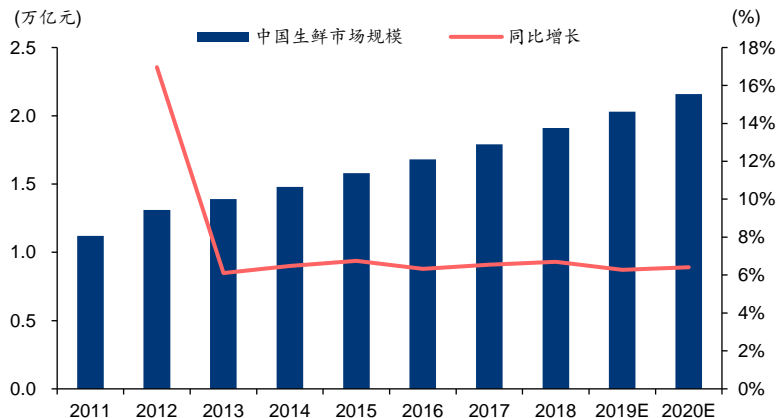


资料来源：Wind、华泰证券研究所

生鲜消费市场广阔，生鲜超市仍有发展空间

中国生鲜消费市场近年来保持了稳健较快的增长速度，根据中国产业信息网，2018 年生鲜市场规模达到 1.91 万亿元，同比增长 6.40%，2011-2018 年 CAGR 达到 7.92%，预计 2020 年可增长至 2.16 万亿元，未来具备良好的发展空间。

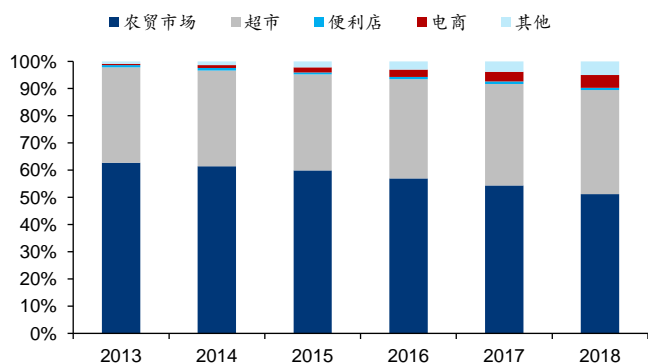
图表44：中国生鲜市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

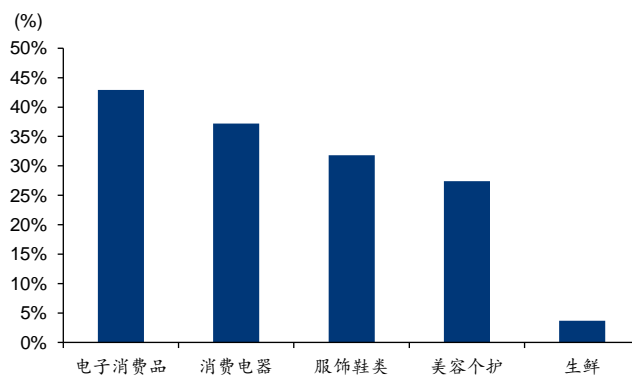
从目前来看，大部分的生鲜产品仍然是在传统的农贸市场进行交易，而生鲜超市相比于农贸市场具备购买环境更好、价格更透明，产品品质稳定安全等优点，在消费升级的背景下更能够满足对购物体验和产品品质和服务有更高要求的新消费群体。根据 Euromonitor 数据，超市在生鲜市场中也正逐步蚕食着农贸市场的份额，2008 年占 33.7%，至 2018 年提升 6.4 pct 至 40.1%。此外，由于生鲜产品具备易损坏腐烂，物流储藏成本高等特点，主流消费场景仍在线下市场，2018 年生鲜电商渗透率仅为 3.7%，远低于电子、服装等品类。电商在生鲜领域对于传统商超的冲击相对较小。

图表45：生鲜产品销售渠道结构



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表46：各品类电商渗透率

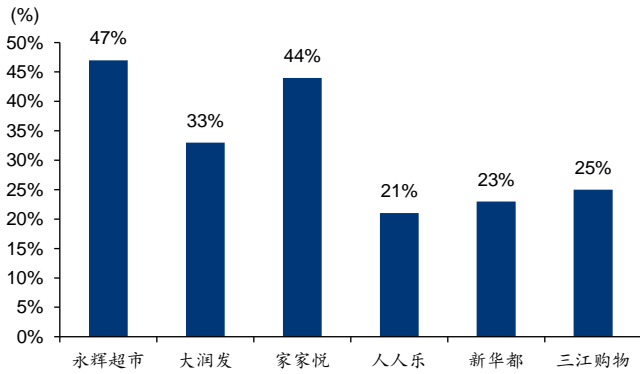


资料来源：前瞻产业研究院、华泰证券研究所

聚焦生鲜品类，供应链及渠道布局优势显著

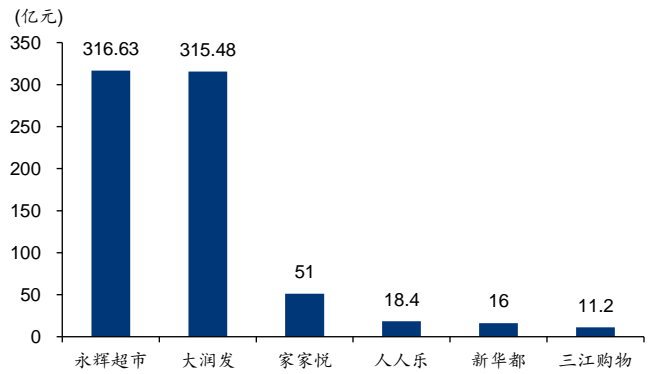
公司自创立之初即聚焦于生鲜品类，经过近 20 年的精心经营，已在供应链和渠道物流仓储等方面建立了竞争优势和壁垒。从生鲜产品占比角度看，永辉超市大幅高于业内竞争对手，公司 2018 年生鲜品类占比 47%，高于大润发 (35%)、人人乐 (21%) 等。同时，在生鲜销售额方面，永辉也处于业内领先地位，2018 年实现了 316.63 亿元销售额，高于大润发 (315.48 亿元) 及其他超市，在生鲜采购和销售方面规模优势显著。

图表47: 2018年各商超生鲜产品占比 (%)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表48: 2018年各公司生鲜销售额 (亿元)

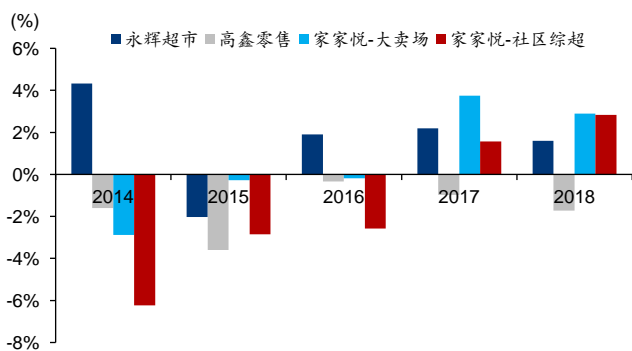


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

供应链布局及仓储物流建设方面: 1) 公司拥有近 1000 人的生鲜采购团队, 并成立了 20 余个农业种植合作基地, 倡导“田间定制, 订单农业”采购模式, 按照“企业+农民”的对接模式和“一村一品”的指导原则, 结合本土农产品特色扶持农民, 实现“包销到户”。公司还与韩国希杰集团、新希望六和等建立了战略和股权合作, 保障了原料的采购优势。2018 年公司的生鲜直采比例高达 75%, 且整体损耗率约 3-4%, 处于行业领先水平。2) 公司已在全国范围内建立了完善的物流仓储系统, 为生鲜的销售提出了有力坚实的基础。截至 2018 年底, 公司的物流中心已经覆盖全国 17 个省市, 总运作面积 45 万平方米, 员工数量约 2000 人, 物流中心依据温度带进行区分, 其中常温配送中心 (含中转仓) 分布 17 个省区, 定温配送中心 (含中转仓) 8 个, 常温及集成中心 17 个。

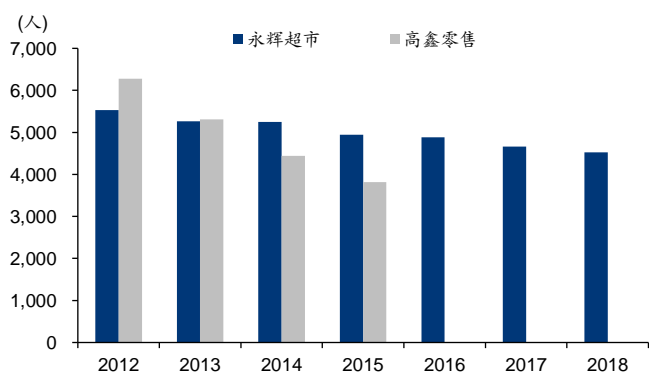
销售网络布局及引流方面: 1) 截至 2019Q3, 永辉超市总计拥有 825 家门店, 相较于 2018 年底净增 117 家, 保持稳健扩张态势。在 2018 年底, 公司大卖场网点数量 (708 家) 超过华润万家 (548)、沃尔玛 (484) 等老牌实力零售商。2) 公司依靠生鲜品类优势有效引流, 公司在 2014-2017 年电商冲击背景下, 可比同店增速保持较高水平。在日均单店客流量方面, 自 2014 年开始已经超越了高鑫零售。

图表49: 公司与其他超市可比同店增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表50: 永辉超市和高鑫零售日均单店客流量



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

探索 mini 业态寻找新的增长点, 短期业绩拖累可控

永辉 mini 于 2018 年 12 月开出首家店铺, 截至 2019Q3 已累计开业 510 家, 主要集中在重庆、福建、四川等永辉大卖场密度较高的地区。永辉 mini 定位社区生鲜门店, 和大卖场相比, 其门店面积更小, 并且生鲜占比更高, 达到 50% 以上, 其经营以解决消费者一日三餐作为目标, 90% 围绕餐厨开展。

我们认为永辉开设 mini 店铺的主要原因和目的在于：1、生鲜作为日常消费品，购买频次较高，而社区生鲜门店能够增强消费者对永辉品牌的粘性；2、mini 店能够作为大卖场业态的有效补充，将品牌影响力扩张至社区层级；3、社区门店能够更加精准地对特定的社区消费者进行画像分析，根据消费者的偏好来优化配货模型，提升运营效率；4、mini 店能够利用永辉超市积累的供应链和物流仓储资源，在社区零售业态中营造自身的竞争壁垒。

我们预计 mini 店短期对于利润的拖累相对有限，主要基于：1) mini 业态小，平均面积 400 多平米，门店投入相对大卖场较小；2) mini 店集中布局于重庆、福州、四川等永辉大卖场密集区域，在销售引流、物流仓储等方面均可借助大卖场的客流及供应链，部分资源共享，预计相关新增开支较小；3) mini 业态比较轻便，下沉到成熟社区周边，业务初期容易起量，经过一定时期培育能够较快达到盈亏平衡点。综合来看，我们认为随着 mini 店的进一步渗透和扩张，短期内能够为公司营收提供进一步的增长空间，并且随着门店和业态的逐渐成熟，在中长期能够带来利润端的增量。

盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 861.67/1061.55/1290.63 亿元，同比增速 22.19%/23.20%/21.58%，归母净利润分别为 22.21/27.49/34.31 亿元，同比增速 50.06%/23.73%/24.83%。我们做出核心假设如下：

1、大卖场业务：2017/2018/2019Q1-Q3，公司大卖场业务净开店分别为 123/129/117 家。考虑到公司剥离云创等亏损业务，将精力重新聚焦于大卖场业务拓展方面，而且生鲜超市渠道拓展空间仍然广阔，预计未来 3 年公司大卖场开店速度将加快，并且这一趋势在今年前三季度已经显现，我们预计 2019-2021 年，公司大卖场净开店分别为 150/150/150 家。2017/2018/2019H1，公司大卖场业务成熟门店同店增速分别为 2.2%/1.6%/3.1%，考虑到 2019 年食品类 CPI 大幅上行推动必选商品价格上涨，超市同店收入增速将提升，此外公司不断优化商品结构，精细化运营推动客单价提升，预计未来 3 年同店维持稳健增长态势，我们预计 2019-2021 年，公司大卖场成熟门店同店增速分别为 3.1%/2.0%/1.7%。2017/2018 年，公司大卖场业务毛利率分别为 20.90%/22.27%，考虑到 2019 年公司在终端价格上让利消费者，未将成本上行压力完全转嫁给消费者，大卖场业务毛利率或略有回落，但是随着公司采购规模提升，物流仓储效率提升，商品损耗率下降，预计后续毛利率将稳健上升，我们预计 2019-2021 年，公司大卖场业务毛利率分别为 22.0%/22.3%/22.6%。

2、mini 店业务：mini 店业务为公司新开发的业态，体量较小且缺乏一定历史数据，我们主要根据公司规划及现有门店经营情况进行预测。根据公司 mini 业态门店扩张计划，以及大卖场店和 mini 店的配比关系（大卖场门店单店面积 8000 平方米以上，mini 店 400 多平米，我们假定一个存量大卖场店（目前 825 家，未来还将稳健扩张）营业范围内配置 10 个 mini 店作为补充，mini 店铺未来开店空间在 8000-10000 家），我们预计 2019-2021 年，公司 mini 店净开店 1000/800/800 家。根据已开业 mini 店的草根数据，以及门店培育成熟后单店销售额可能提升，我们预计 2019-2021 年 mini 店单店日销（含税）分别为 2.0/2.5/2.8 万元。参考已开业 mini 店的草根数据，以及永辉 mini 店背靠大卖场采购物流供应链的背景，我们预计 2019-2021 年，mini 店业务毛利率分别为 17.0%/18.0%/19.0%。

3、费用率情况：2017/2018/2019Q1-Q3，公司销售费用率分别为 14.42%/16.39%/15.72%，管理费用率分别为 3.04%/4.26%/2.88%。我们基于 2019 年前三季度数据预测今年费用率。因为公司业务模式相对成熟，门店扩张节奏整体较为稳健，预计销售费用率未来将维持相对稳定水平，我们预计 2019-2021 年公司销售费用率分别为 15.80%/15.80%/15.80%。2019 年公司管理费用率下降主要是因为股权激励费用减少，而且预计 2020 年较 2019 年将进一步减少，后续管理费用率将维持相对稳定，我们预计 2019-2021 年公司管理费用率分别为 2.93%/2.83%/2.83%。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 22.21/27.49/34.31 亿元。参考行业平均 2020 年 24.2 倍市盈率，考虑到公司 2018-2021 年业绩 CAGR 为 32.3%，快于行业平均 17.7% 的水平，而且公司已经完成了全国多区域布局，多个地区经营成果出色，公司已经突破了地域限制，未来业绩的稳定性及渠道下沉带来的业绩增长可预见性较高，给予公司 2020 年 32-35 倍 PE 估值，公司目标市值 879.58-962.04 亿元，对应目标价 9.19-10.05 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表51：超市行业可比公司 Wind 一致预期 PE

可比公司	EPS				PE				2018-2021 净利润复合增速
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
家家悦	0.92	0.82	0.96	1.13	21.87	29.99	25.36	21.61	17.00%
红旗连锁	0.24	0.35	0.41	0.47	21.62	22.5	18.99	16.54	25.68%
步步高	0.18	0.23	0.26	0.32	41.21	41.78	36.9	29.83	20.68%
百联股份	0.49	0.52	0.56	0.61	17.29	16.9	15.57	14.31	7.59%
全部平均	0.46	0.48	0.55	0.63	25.50	27.79	24.21	20.57	17.73%

注：均为 Wind 一致预测、数据截至 2019/11/20

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

1、宏观经济低迷。如果经济持续低迷，则会在长期影响居民的消费能力及消费升级趋势，对于公司整体经营构成不利影响。

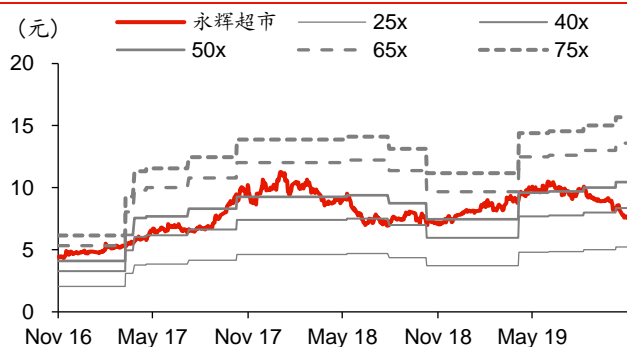
2、新业态拓展不达预期。公司努力拓展线上到家业务，并探索 mini 店业态，如果相关业务规划与实际经营环境脱节，则有不达预期的可能。

3、生鲜行业竞争加剧。生鲜行业新进入者较多，行业竞争有加剧的可能，或对公司盈利能力以及资本投入带来压力。

4、供应链整合升级不达预期。生鲜行业竞争需要非常强的供应链整合升级能力，解决流转渠道的高损耗、低效率，但是相关供应链整合升级难度较大，有可能不及预期。

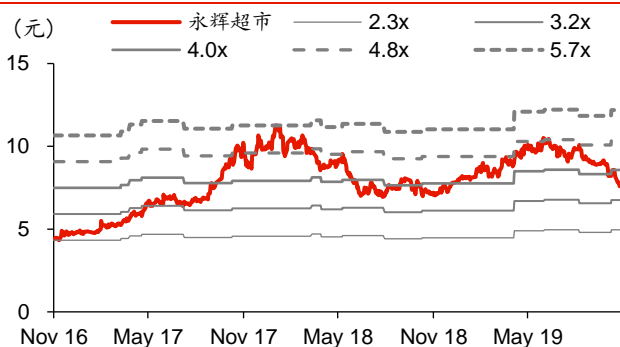
PE/PB – Bands

图表52：永辉超市历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表53：永辉超市历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所