

公司研究报告——永辉超市

601933.SH

2020年9月6日

肖培钰

摘要

- 从历史发展看，永辉超市战略端上实现建立以生鲜为核心竞争力，快速扩张至全国到向新零售方向转型的三步走，方向清晰；
- 永辉超市的拓张面积已至全国29省，得益于精细化供应链管理的加持和云金业务的金融策略提供的资金链保证，但其在新零售领域的尝试仍在摸索调整阶段，能否在快速扩张的同时保障盈利是永辉超市面临的新问题；
- 永辉超市管理制度的革新和不断改进有效保证员工积极性，通过利益再分配实现共赢；
- 传统大卖场业态难以向社区精准布局，永辉超市尝试新业态，加入门店经营策略和依托科技、数据赋能的全新赛道；
- 永辉超市在全国范围内的快速扩张与对新业态的探索使得其不得不寻求融资，2019四季度以来公司财务杠杆涨幅明显。

目录

公司简介.....	4-6
股权结构.....	7-8
商业模式.....	9-14
管理体系.....	15-16
财务分析.....	17-18
单店模型.....	19-20
风险提示.....	21

1.1. 公司简介——多管齐下的全链路实业体系

永辉超市以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础。其业务横跨生鲜、金融、饮食体验、精品、生活日用杂货，逐渐形成零售生态闭环，产生协同效应。基于科技赋能，永辉超市展开了借助大数据促活拉新的数字化营销。

永辉超市旗下自有品牌品种多样，包含休闲食品、纸巾洗化、有机农产品、果蔬、海鲜冻品等。2019年自有品牌销售总额达到19.5亿元，达到总销售收入的24.8%。



数据来源：公司公告

1. 2. 公司简介——二十年发展事纪：从“农改超”到新零售

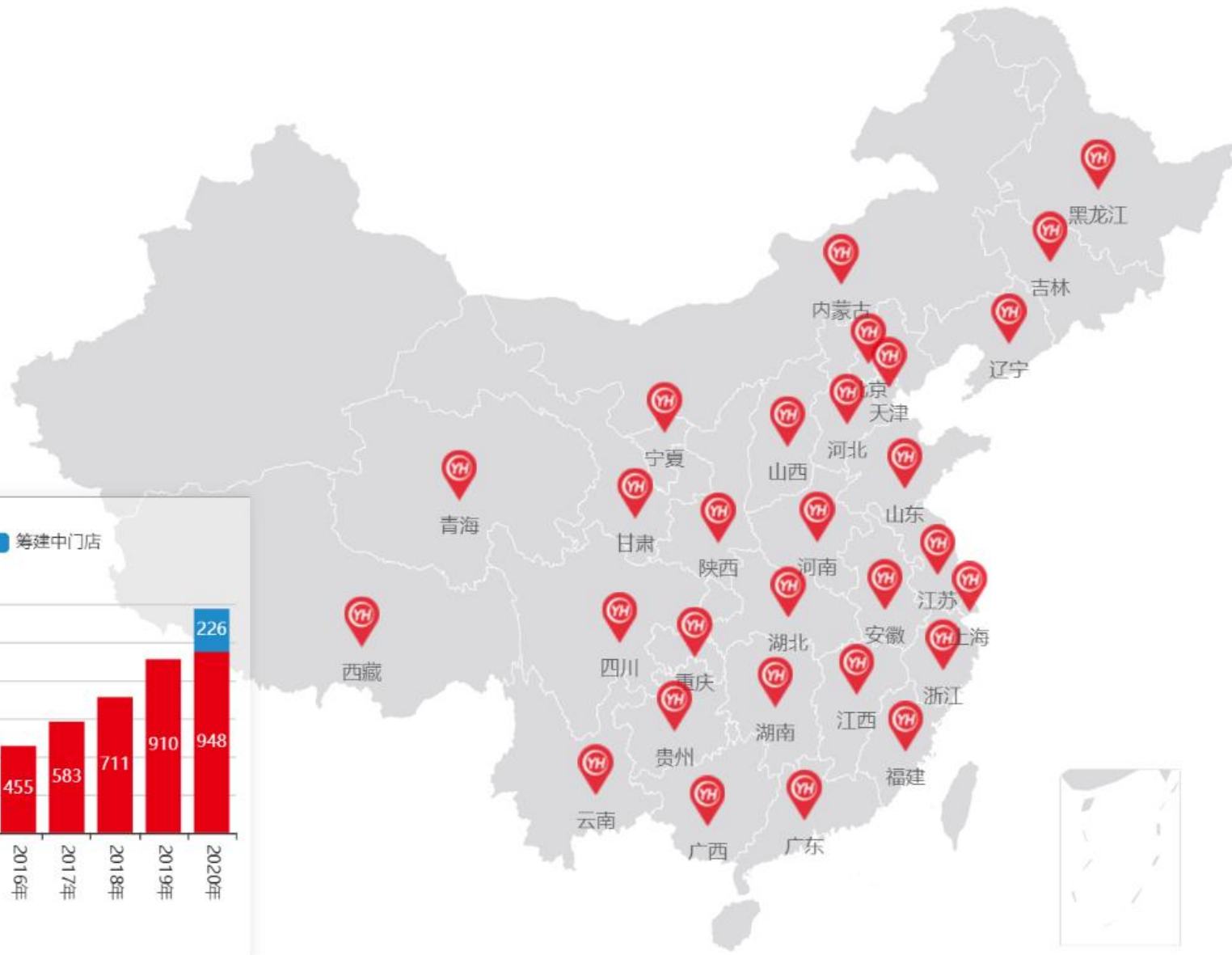


1.3. 公司简介——体量分布：增长迅速，持续扩张

永辉超市成立于2001年，于2010年12月15日上市。收入上看，永辉超市在2009年为84.6亿元，并在十年中以超高速增长。在2018年，永辉营业收入已经达到705.2亿；2019年年报数据显示永辉营业收入为848.8亿元，同比增长20.36%，是全国超市行业领先的生鲜巨头。

截止2020年9月3日，永辉超市已在29个省份，554个市（区、县）开业门店948家，筹建门店226家。

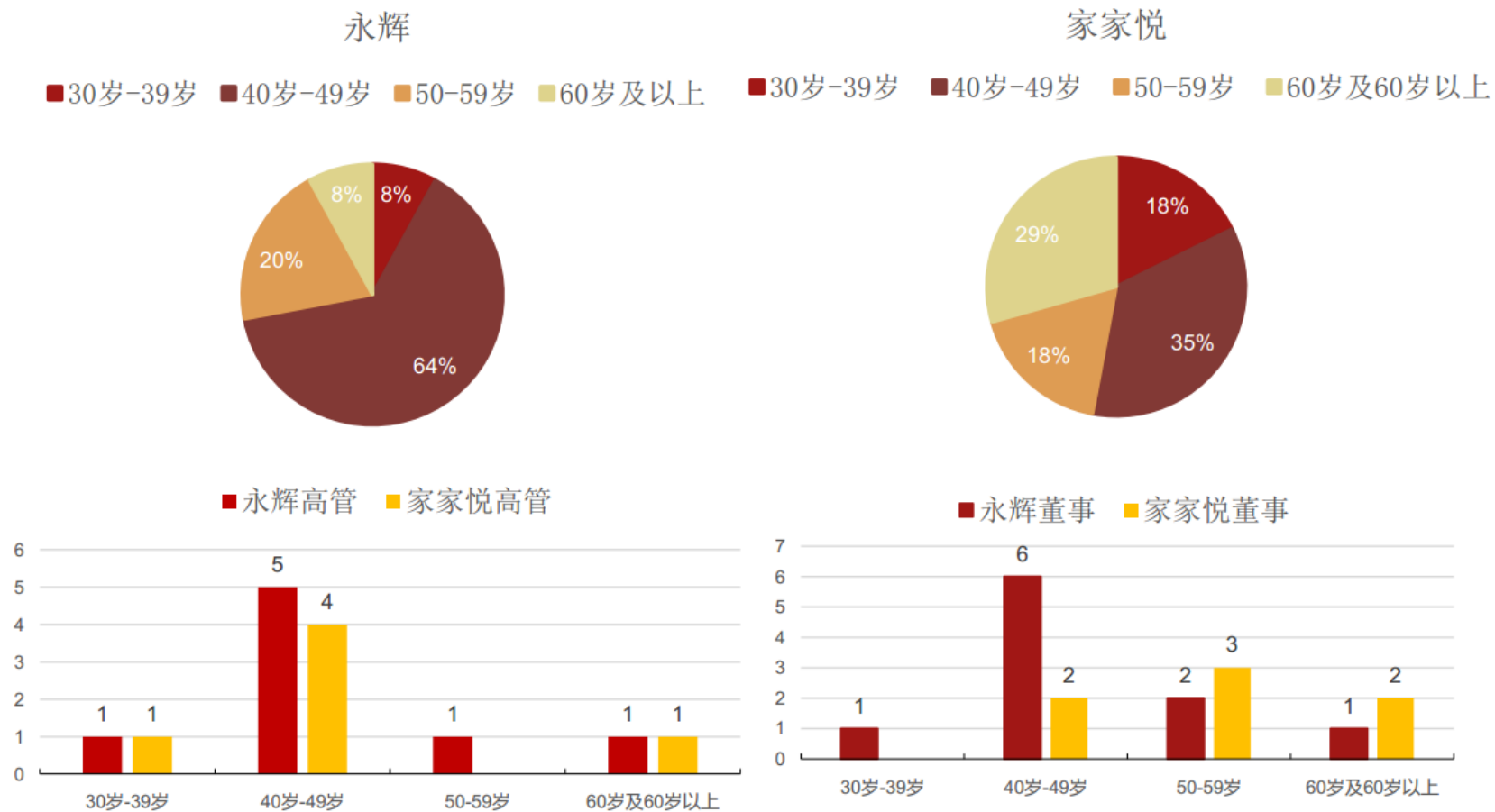
» 门店数量增长示意图



2.2. 股权结构——管理团队年轻化

管理团队（董事、高管、监事、高管）年龄层方面，永辉的管理团队大部分在40-49岁，以家家悦为例进行对比，永辉的董事团队相对更年轻化。

➤ 图：永辉和家家悦管理团队年龄层对比

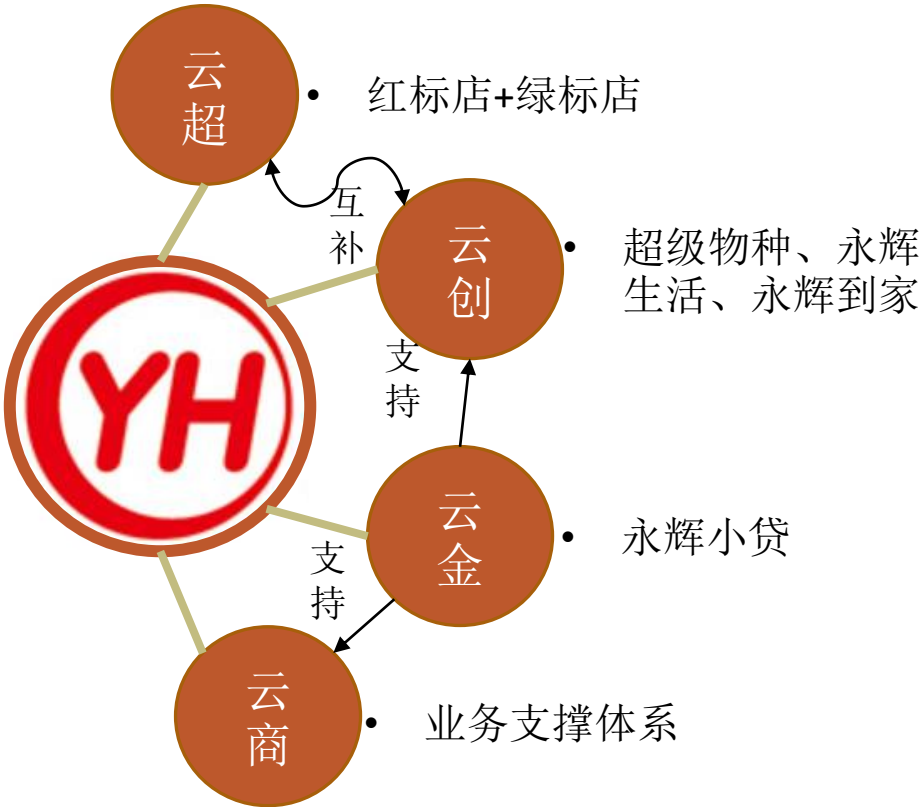


3. 1. 商业模式——战略板块布局完备，发展方向控制精准

永辉战略板块主要由“云超”、“云创”、“云商”、“云金”四大板块围绕零售核心展开，横跨生鲜、精品、生活日杂餐饮、金融业务，逐渐形成零售生态闭环，有效**缩减传统生鲜供应链中的多层中间链条，来实现品控缩减成本**，产生协同效应。

永辉精准细致地把握新发展方向。例如超级物种独创的5大工坊：波龙工坊、麦子工坊、鲑鱼工坊、盒牛工坊、生活果坊，面向年轻客群，提供给顾客全新的服务体验。

图：永辉四大业务板块



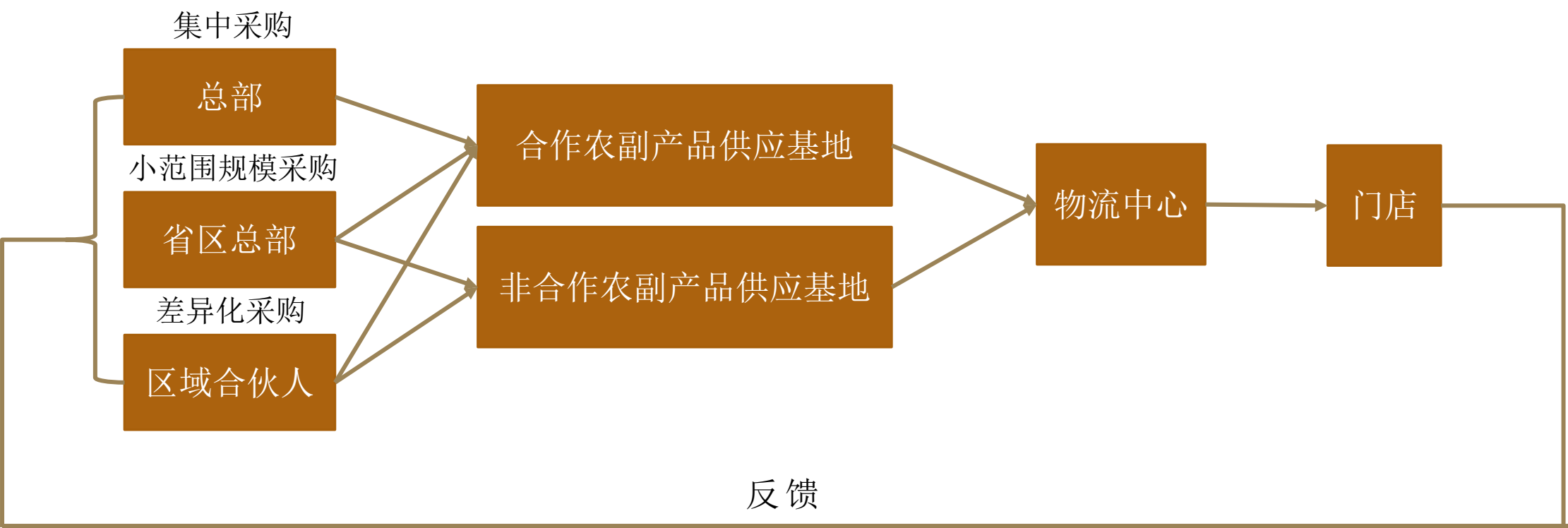
图：超级物种杭州古墩印象城店餐饮区一角



3.2. 商业模式——供应链管理：规模经济，高效精准

永辉通过大型供应链规模来降低成本，并形成封闭式链条，通过信息化传导来实现品控。在采购环节，永辉超市采用直采+统采的方式在本地+全国进行采购；物流端永辉超市自营有12家物流中心，运力保障前端占比45%的生鲜运输速度和新鲜度。

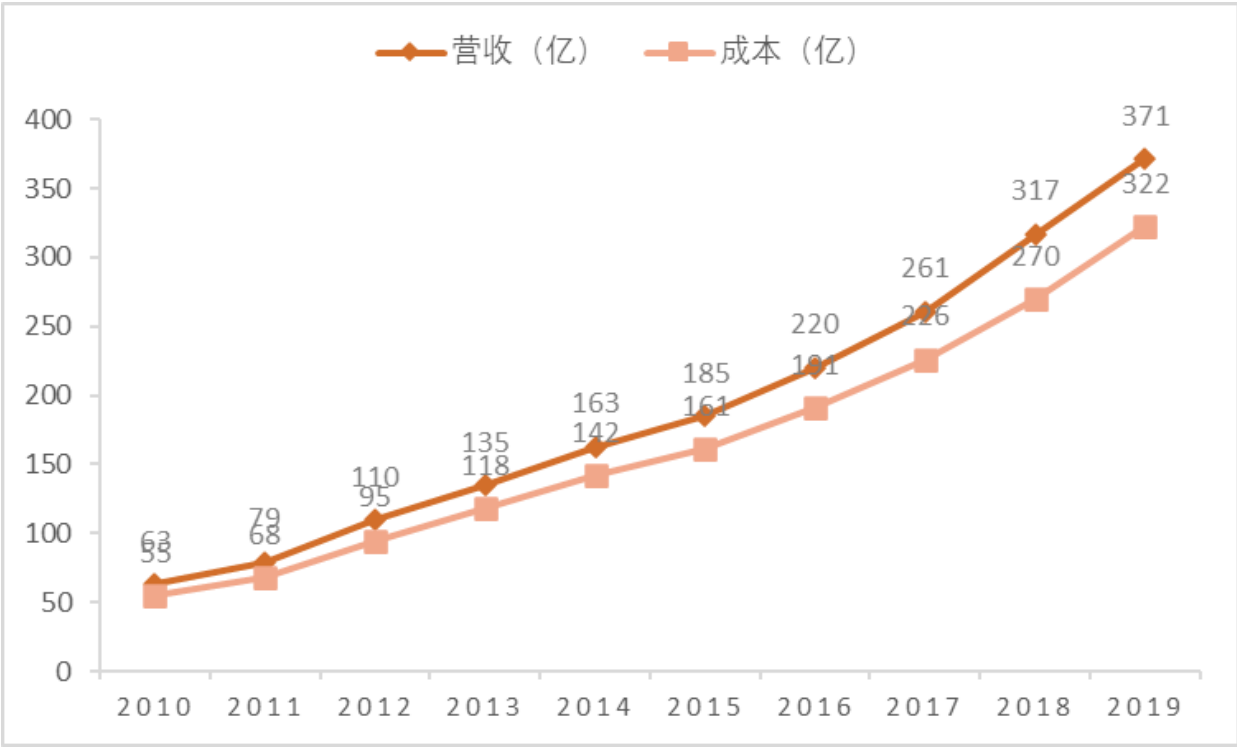
图：永辉生鲜供应链模式示意



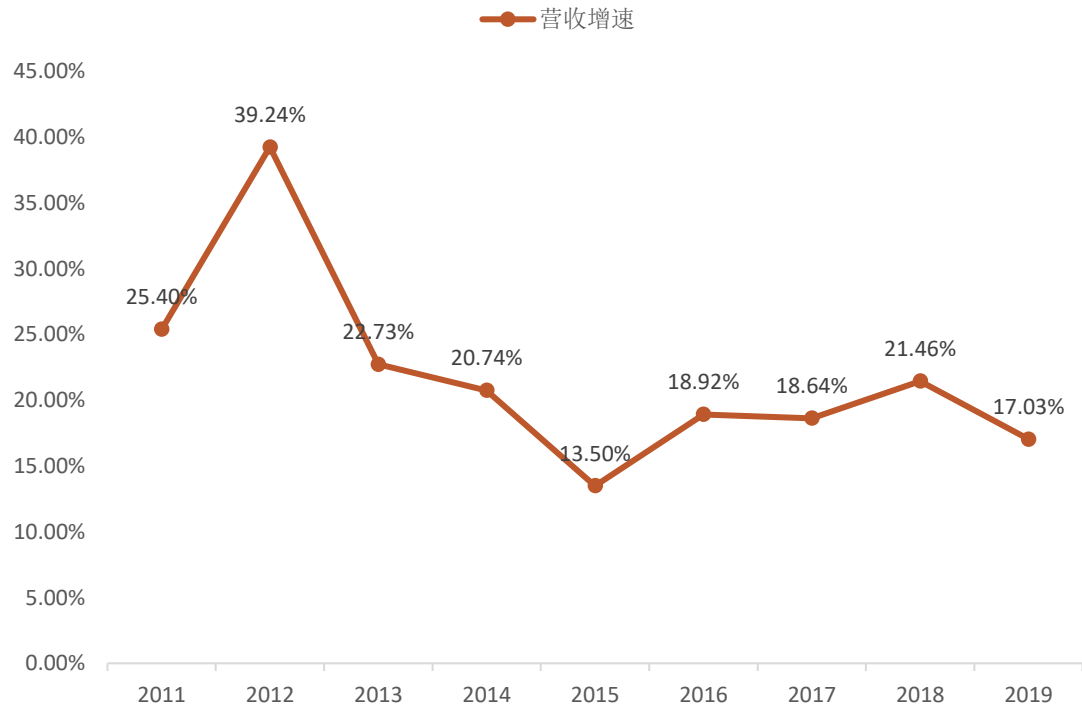
3.3. 商业模式——供应链能力：配备齐全，增速显著

得益于前瞻性的供应链布局，永辉生鲜供应链能力突出主要由于生鲜起家早，19年积淀体系完备配套齐全+一年三四百亿的生鲜采购规模。从规模上看，永辉2019年生鲜采购收入约371.2亿元，成本约为322.1亿元。供应链采购规模稳步上升，增幅较大。在生鲜收入增速上，近两年永辉为17%-21%。

图：永辉生鲜营收与成本状况



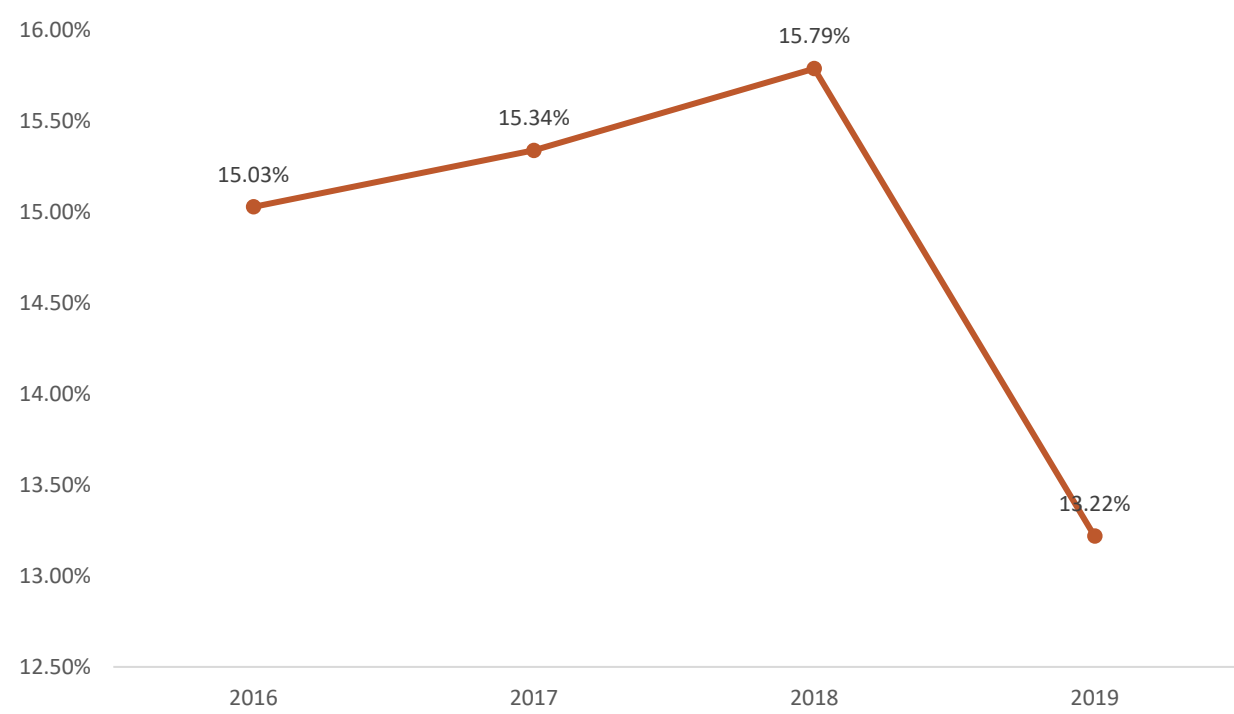
图：永辉生鲜营收增速变化情况



3.3. 商业模式——供应链能力：配备齐全，增速显著（续）

永辉的毛利率增速在2017年-2018年较快，其中生鲜品类毛利率提高是重要原因。2019年的生鲜毛利率为13.22%，比2018年下降1.64%，主要是下半年加快规模扩张增加促销活动，大力推广到家业务拉新引流导致整体毛利率下滑。综合来看，供应链规模上，采用快速扩张、全国布局的永辉在行业内优势明显。

图：永辉生鲜毛利率变化情况



3. 4. 商业模式——股权绑定供应商：把控上游货源

永辉通过股权绑定，提升把控力。永辉一般是向具备法人单位的养殖或者是种植公司采购。而在某些品类上，如水产、黑猪等，客单价较高，品类正处于消费升级通道中，永辉通过入股或并购的方式，绑定上游供应的货源，通过供应链平台彩食鲜等发力自有品牌。

图：永辉生鲜入股供应商内容简介

公司名称	入股时间	持股比例	主营业务	产地区域
福建省星源农牧科技股份有限公司	2017年3月	20%	生猪、猪肉:75.5%;蔬菜:14.7%	福建省福州市
湛江国联水产开发股份有限公司	2018年3月	10.29%	加工销售业务：92.59%	广东省湛江市
湘村高科农业股份有限公司	2018年6月	20.00%	湘村黑猪的养殖、销售 销冷鲜肉、腊制品的生产销售	湖南省娄底市
福建闽威实业股份有限公司	2018年6月	19.64%	海洋经济鱼类育苗、养殖、加工和销售 主要养殖海鲈鱼并辅以少量的大黄鱼	福建省福鼎市

3.5. 商业模式——买手培训完备，统采区采相结合

永辉的采购过程的突出优势在于完善的买手体系。永辉内部形成了842万字的采购手册，并配以数千张实物图片，内容涉及数千种商品品性描述、采购谈判、分拣技巧、保鲜维护等。在采购端，公司已经培养了全国数量最多的采购买手，2019年采购人员有1398名，在全国乃至全球寻求优质的生鲜产品。

永辉在全国24个省区设置18个采购办公室，统一向种养殖户或生鲜基地直接采购。其品类特点是大批量、易保存，如苹果、香蕉。全国采有利于集中上游订单，提升议价能力。借助流通环节，挖掘上游资源，以提高品类丰富度与性价比。

区域采购叶菜等不适宜长距离运输，具备本地化种植、本地化运营及本地化消费的特性的产品。永辉门店密集的区域，单品采购规模大，能够从资产端及成本端具备规模优势。目前永辉生鲜直采比例超过70%，通过前端、中后台运营能力提升，公司生鲜损耗率仅为3%。

方式	全国统采	区域直采	供应商	合计
母公司	36.0%	27.0%	37.0%	100.0%
福建	37.8%	24.0%	38.3%	41.2%
重庆	29.8%	32.8%	37.4%	46.6%
北京	47.6%	19.3%	33.1%	7.1%
安徽	48.9%	15.7%	35.4%	5.1%

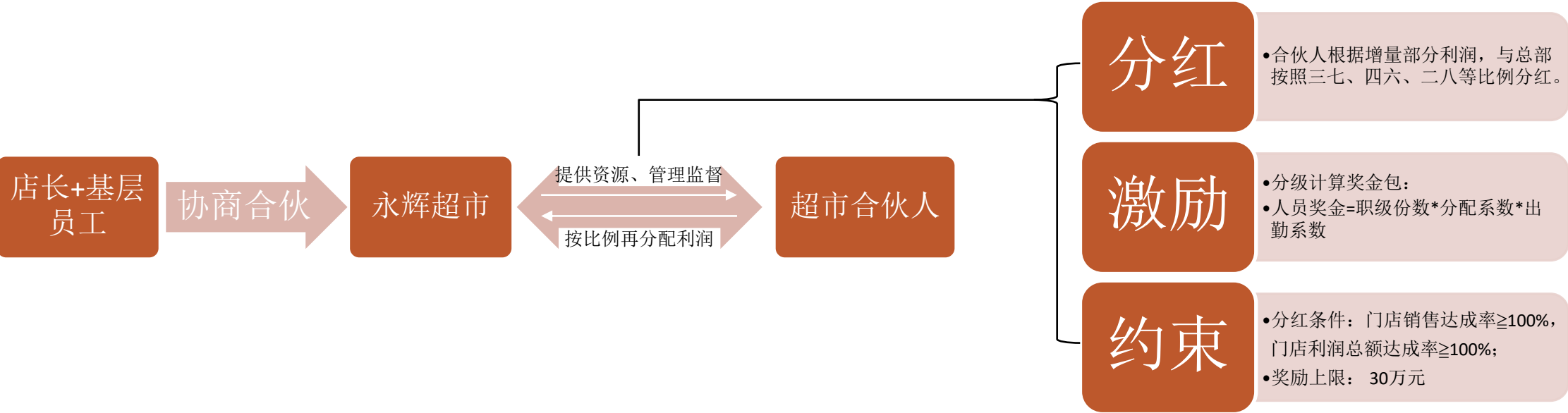
图：永辉超市采购形成全国统采+区域直采的格局（2011年）

4. 1. 管理体系——创新合伙人制度多效共赢

永辉建立的合伙人制度是管理制度的革新。2014年首次执行，人均创收有约显著增长。而后永辉对该制度持续改进，员工积极性不断提高，现已经达到行业内较高的人效。

超市合伙人制度：门店店长代表基层员工主动向总部管理层发起合伙，并商讨制定业绩标准。合伙人（店长）和参与员工自负经营责任，按商讨的比例共享利益。如果实际经营业绩超过了设立的标准，增量部分的利润按照比例在总部和合伙人之间进行分配。永辉的合伙人制度建立起一种共赢的利益共享与再分配关系。总部与小团队、个体之间共享公司完善的设备和资源，共同承担不同程度的经营风险，再按照公开透明的协议，对业绩目标的达成情况对增量利润进行再分配。

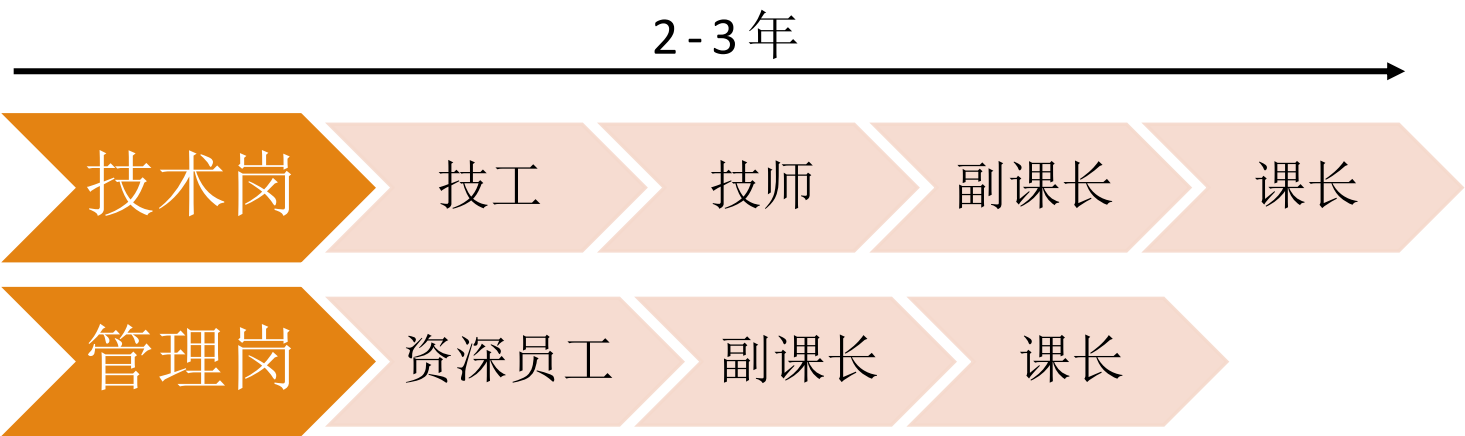
图：永辉合伙人制度



4.2. 管理体系——人才培养：周期长、系统化

永辉注重长时期培养，主抓分三级人才培养（店长级、课长级、技工）。对于技术型员工，从培养零售专业技术起，经历技工、技师考评晋升之后才成为初级课长;对于管理型人才，从二级资深员工培养成为高级课长。其培训期考核期较长，注重对管理经验和知识深度灌输。

图：三级培养模式



5.1. 财务分析——“云金”资产证券化新玩法

由于零售企业的现金流优势加持，将供应商的应收账款作为抵押贷款给供应商并向其收取利息的“供应链金融”是业内常见的操作。2019年9月，永辉超市在此基础上推出资产证券化项目，设立“山证汇通-永辉保理供应链 1-N 期资产支持专项计划”，以**发行资产支持证券的方式进行融资**。将对供应商的应付账款转为下属子公司的应收款，从而减少账面负债金额及负债率。该项目已于2019年12月26日，收到计划管理人山西证券股份有限公司转发的上交所出具的《关于山西证券“山证汇通-永辉超市供应链1-10期资产支持专项计划”符合上交所挂牌条件的无异议函》（上证函[2019]2385号）。采取分期发行方式，发行总额不超过20亿元，发行期数不超过10期。

从永辉超市披露的2019年年报来看，截止报告期末，累计注册客户数已达 39.29 万，累计支付达到 207.37 亿元，贷款余额 44 亿元，贷款余额同比增长 132%，营业收入 2.93 亿元，较去年增长 216%，实现利润 1.47 亿元，较去年增长 444%，业务发展迅速。根据2020年半年报，云金板块总资产 38.39 亿元，注册客户数 70.06 万，**营收 2.11 亿元，同比增长 98%，利润1.02 亿元，同比增长 92%**。

图：“云金”业务
板块成长概况

	19	20 (H1)	增长率
用户数（万）	39.29	70.06	78.32%
营业收入（亿）	2.91	2.11	98%
利润（亿）	1.47	1.02	92%

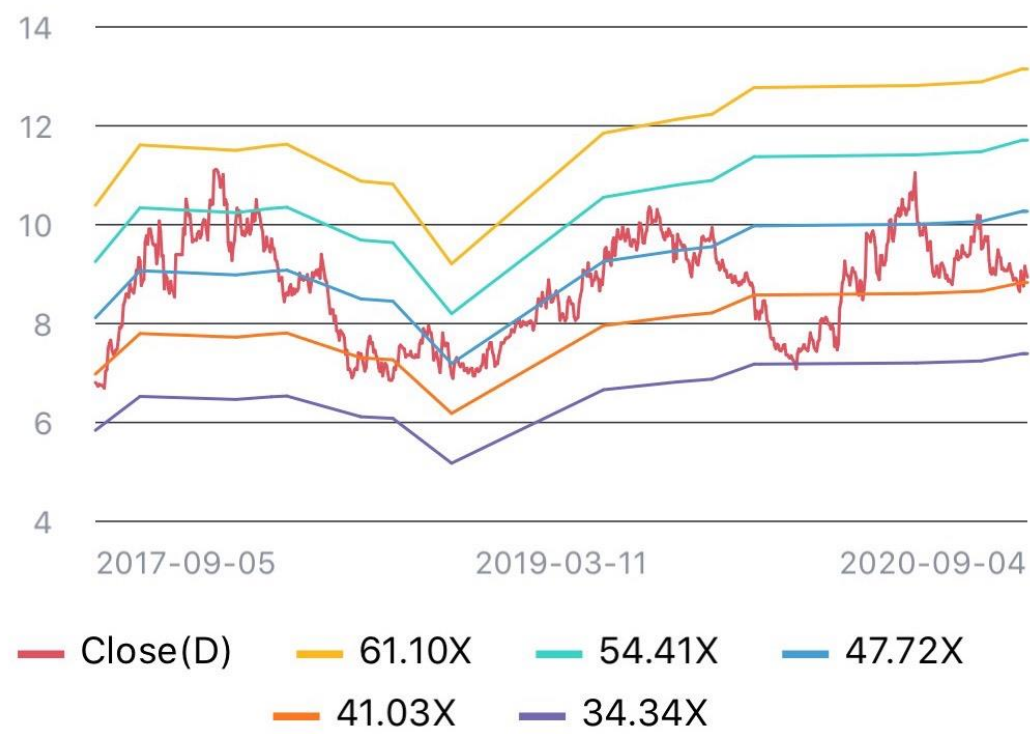
5.2. 财务分析——杠杆较高，长期看涨

表：基于2019年报
杜邦分析

ROE	净利润率	总资产周转率	权益乘数
7.10%	1.71%	1.62	2.56

根据2019年报披露数据来看，目前公司净利润率逐年变化稳定，高周转符合行业基本面态势，全年权益乘数较上半年增长19.63%，永辉超市在全国范围内的扩张与对新业态的探索使得其不得不寻求融资，财务杠杆的增加与下半年云金板块业务融资直接相关。净资产收益率较去年同期基本持平略有增长。从三年估值来看，目前永辉超市处于历史中下轨，处于低估区间，长期仍有上升空间。

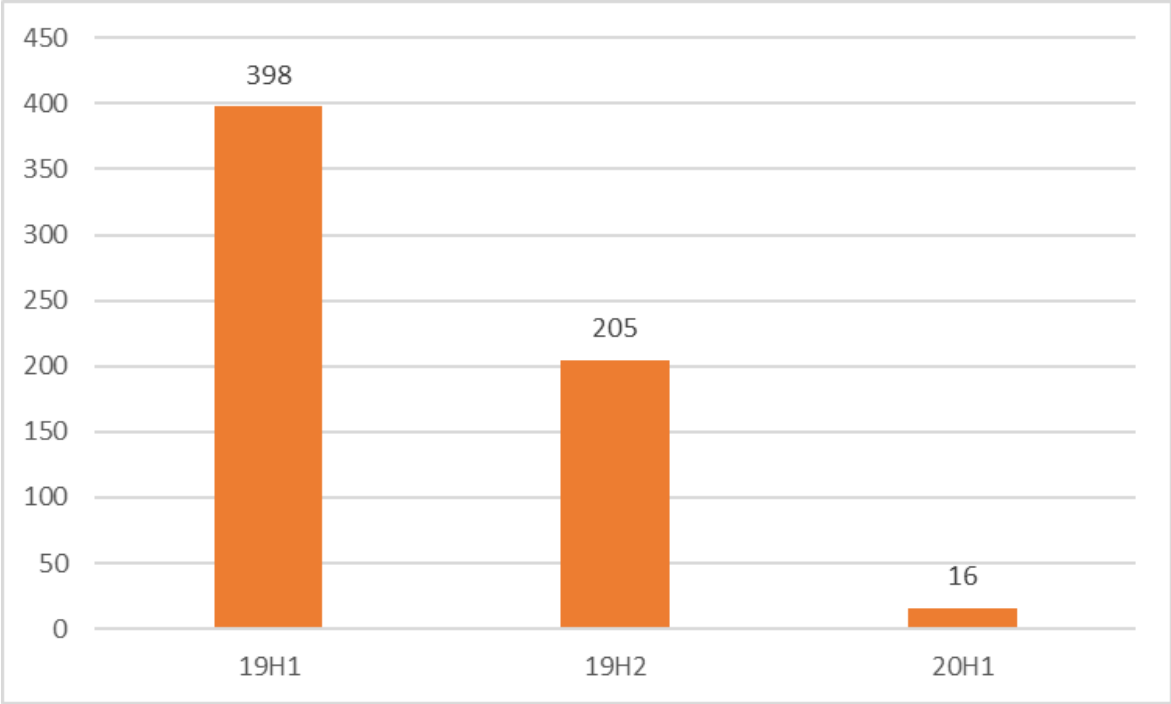
图：近三年PE-BAND



6.1. 单店模型——发展小型生态店、店铺模式多元化

永辉传统门店面积较大。在经营面积上永辉为525.25万平方米，多采用大店式布局，平均每店面积约为7418平方米。大店布局很难向社区生鲜店的模式渗透。大店对于选址要求更高，很难在社区附近布局。在当线上电商和线下生鲜店如盒马鲜生、百果园等发展社区店的攻势下，永辉开始发展小面积店铺模式，精细布局。

2018年永辉提出了加快中小业态门店布局的战略，拟新开1000家中小型店永辉MINI超市。可以看做永辉向家家悦小店式布局的学习。在永辉的版图已经扩张到全国29省的情况下，通过小型店铺精细化布局，不失为激发增长潜力的新出路。



图：永辉mini新开
门店数量变化情况

6.2. 单店模型——试验性业态拓展过快难以盈利

永辉mini店2020年上半年累计实现销售14.51 亿元，新开门店16 家，闭店88家，截至报告期末有mini店458家。其中，据2020年永辉超市一季度报显示，一季度mini店新增7家门店，闭店74家，主要原因是优化整体业态做出的结构性调整，不会影响未来mini店的发展规划，mini业态仍然是永辉发展的重点领域。

永辉在mini店的选址开发上采用自下而上的模式支撑其快速拓展的节奏，2019年永辉零售业务毛利率为16%，2020年第一季度为18.5%，考虑毛利率为19%的情况下，在走访调研的三家门店中仅有店日均销售达到75000元的印象西湖店能够盈利，其他两家若盈利则毛利率需提高至26%以上。**永辉mini店拓展速度之快未能支撑起一个仍处于试水阶段的业态。**

图：草根调研

	黎明苑店	融侨悦城店	印象西湖店
卖场面积 (平方米)	400	600	600
周边居民户数(300米)	约2000	近4000(多个出入口)	近4000
每日结单数	700	1,000	2,000
客单价		25~40元	
日平均销售	15000元	35000元	75000元
员工数量		12~18	

风险提示

- 疫情缓和、国家推进经济内循环，消费复苏仍是零售行业主旋律。疫情驱动消费渠道向线上转移，但目前永辉云创仍然处于经营亏损，受宏观经济、产业政策、行业周期与到家业务、小店经营环境等多种外部因素的影响，可能存在投资后标的公司不能实现预期效益的风险，敬请投资者注意投资风险。
- 尽管在疫情中永辉超市作为行业龙头仍能保持快速成长扩张，受农贸市场、商场餐饮分流，超市的收入环比增长已回落18.3%，敬请投资者交易时注意溢价。