

# 强化供应链优势，扩张与创新并举 ——永辉VS家家悦

宁浮洁  
ningfujie@cmschina.com.cn  
S1090518090002

周洁（研究助理）  
zhoujie10@cmschina.com.cn

2019年5月23日

# 摘要

- 永辉超市与家家悦经历十余年的扩张，在生鲜超市形成“南永辉、北家家悦”的格局，然而二者在供应链能力、业态创新、人才机制等方面各有千秋，也走出了各自独具特色的发展模式。目前需求变化影响渠道供给，生鲜渠道创新加速倒逼供应链效率提升，生鲜业态创新层出不穷，到家和社区生鲜成为主流趋势，传统超市亟需创新。一方面永辉在人才培养体系、管理机制以及异地扩张能力略胜一筹，家家悦综超的开店和管理经验则有相对优势；另一方面永辉mini店与家家悦综超有异曲同工之妙，家家悦合伙人制度也有永辉的影子，二者可相互切磋、迈向新的增长台阶。
- **家家悦VS永辉：供应链、业态布局、管理制度以及人才培养上各有千秋。** **供应链禀赋：**永辉和家家悦生鲜供应链类似，生鲜直采铭刻在公司发展基因里，但规模不同导致在品类丰富度、全国协调以及产地绑定方面存在差异。**业态：**永辉以大卖场为主，而家家悦大卖场和综超双轮驱动，具备在小店的商配系统、选址以及管理能力，家家悦小店已经跑通，而永辉MINI店尚处于打磨进阶阶段。**管理制度以及人才培育：**永辉实行“合伙人制度”，靠内部激励大大提高人均创收和员工积极性；家家悦主要是提成，合伙人制度激励程度不够。
- **永辉与家家悦的未来发展需要相互借鉴。**零售考验商品管理能力，永辉以及家家悦在**财务指标上具备较强的相似性，毛利率、净利率不分伯仲，而经营思路存在较大的交叉学习空间。**永辉可以学习家家悦的深度精耕，永辉MINI店参考家家悦综超；而家家悦也可以学习永辉的跨区域扩张战略，走出山东，并通过合伙人制度来提高公司内部的管理能力，降低管理成本，为中国的消费者提供更好的服务，降低流通无效性，生产供给与需求不匹配性，提升社会库存周转效率。

- 一、现状简析：高增长的永辉 **VS** 稳发展的家家悦
- 二、深度对比：多元业态深耕胶东**VS**大卖场+合伙制全国扩张
- 三、未来：相互学习、再铸超市业辉煌

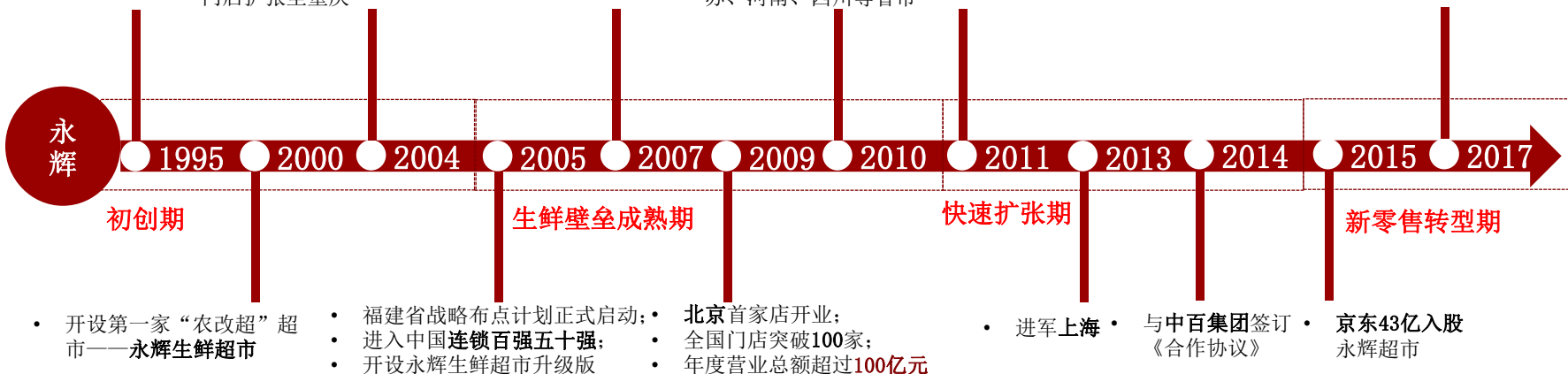
---

# 一、现状简析：高增长的永辉 VS 稳定发展的家家悦

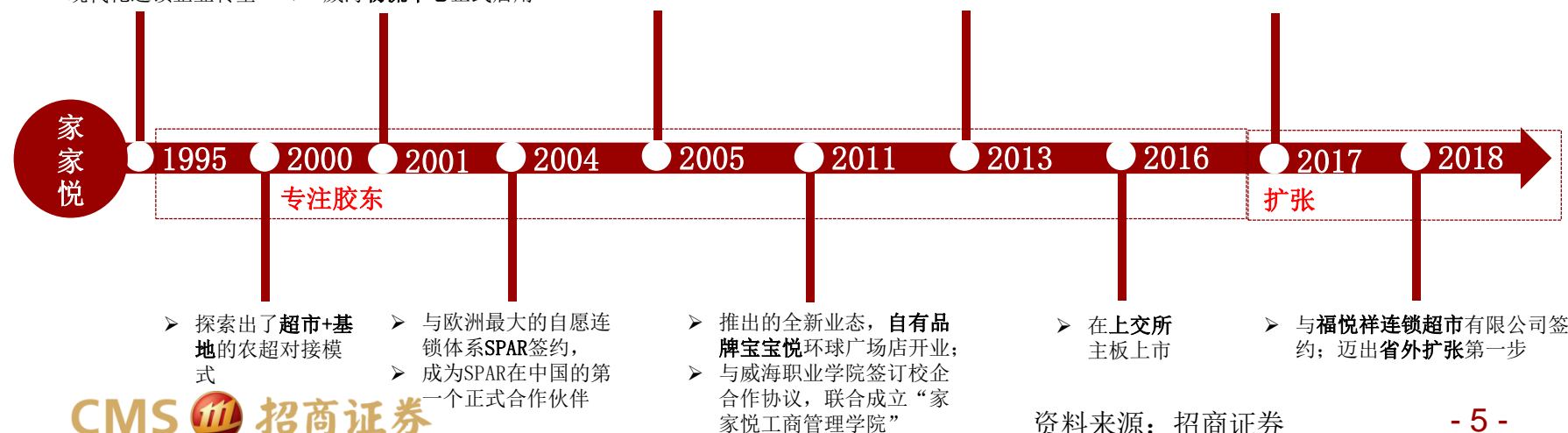
- 1.1 历史发展：十年发展，永辉体量远超家家悦
- 1.2 财务指标：高歌猛进 VS 稳中求进，发展质量两者难分伯仲

# 发展事纪：永辉的四个阶段 VS 家家悦的“两步走”

- “农改超”超市——福州屏西生鲜超市在福州开业
- 福建永辉集团有限公司成立；
- 福州配送中心成立；
- 门店总数达到 50 家，
- 集团营业额达到 20 亿元，
- 进入全国超市零售业百强；
- 门店扩张至重庆
- 与香港汇丰银行合作引入战略资金；
- 转型为中外合作企业
- 贵州首家门店开业；
- 正式启动黔北经济区扩张战略；
- A股成功上市；
- 公开披露入驻天津、江苏、河南、四川等省市
- 拓展中原经济区、东三省与“京津冀都市圈”；
- 全国含签约门店突破300家、开业店数突破200家
- 首家“超级物种”开业，
- 腾讯拟受让永辉超市股份，
- 2018年年底永辉探索MINI店



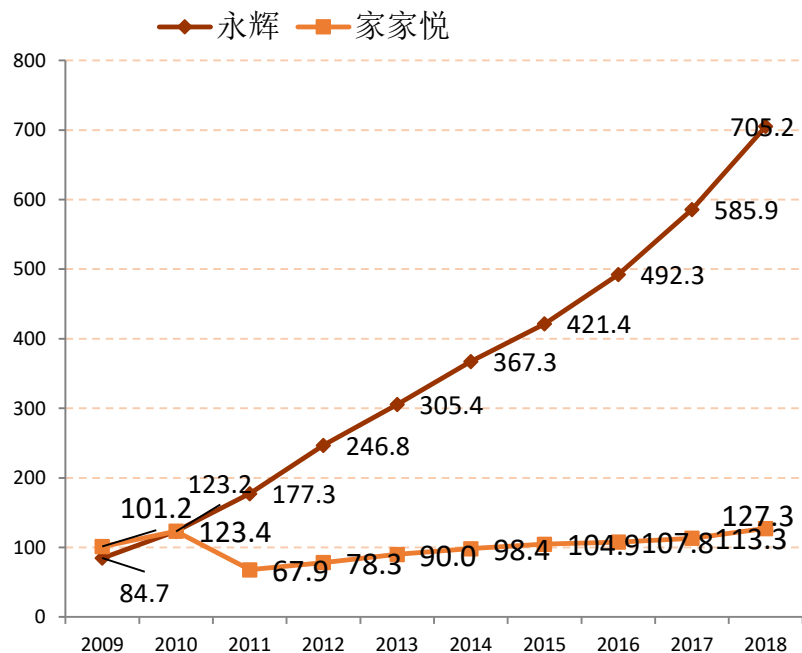
- 第一家门店正式开业，实现年销售4000万元，开始从传统批发企业向现代化连锁企业转型
- 开始跨区域经营；
- 龙口分店开业，
- 正式推出了“家家悦”；
- 威海物流中心正式启用
- 第一家大百货业态门店：家家悦海阳购广场开业，
- 标志着公司正式进军百货业态。
- Greeny's精品超市试营业，进口商品占到了50%以上
- 与青岛维客集团强强联手，签署战略合作协议



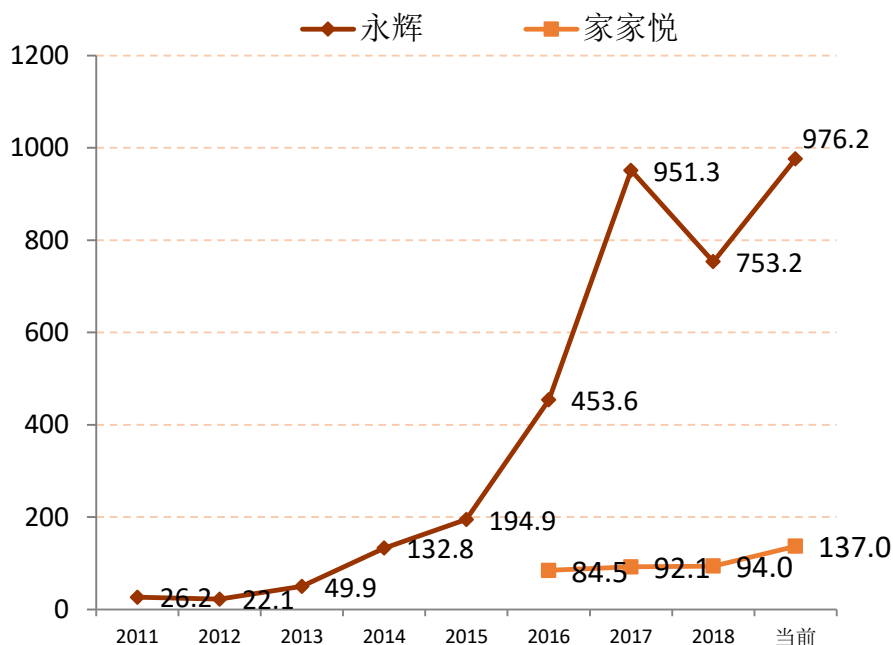
# 体量：收入规模与市场估值永辉远超家家悦

- 2009年永辉与家家悦收入体积相当，然而经历十年发展永辉收入是家家悦的5.5倍。家家悦成立于1981年，于2016年12月13日上市；永辉成立于2001年，于2010年12月15日上市。从收入上来看，家家悦在2009年为101.2亿，永辉为84.7亿元。然而十年中永辉以超高的速度增长。在2018年，永辉营业收入已经达到705.2亿，而此时家家悦仅有127.3亿元，永辉是家家悦的5.5倍。
- 永辉市值远超家家悦，倍数从2016年的5.4倍扩大至当前的7.3倍。家家悦目前市值为129.17亿元，永辉为945.56亿元，是家家悦的7.4倍。十年来永辉远超家家悦，成为全国超市行业领先的生鲜巨头。

图：家家悦与永辉收入增长对比（亿元）



图：家家悦与永辉上市以来市值变化（亿元）



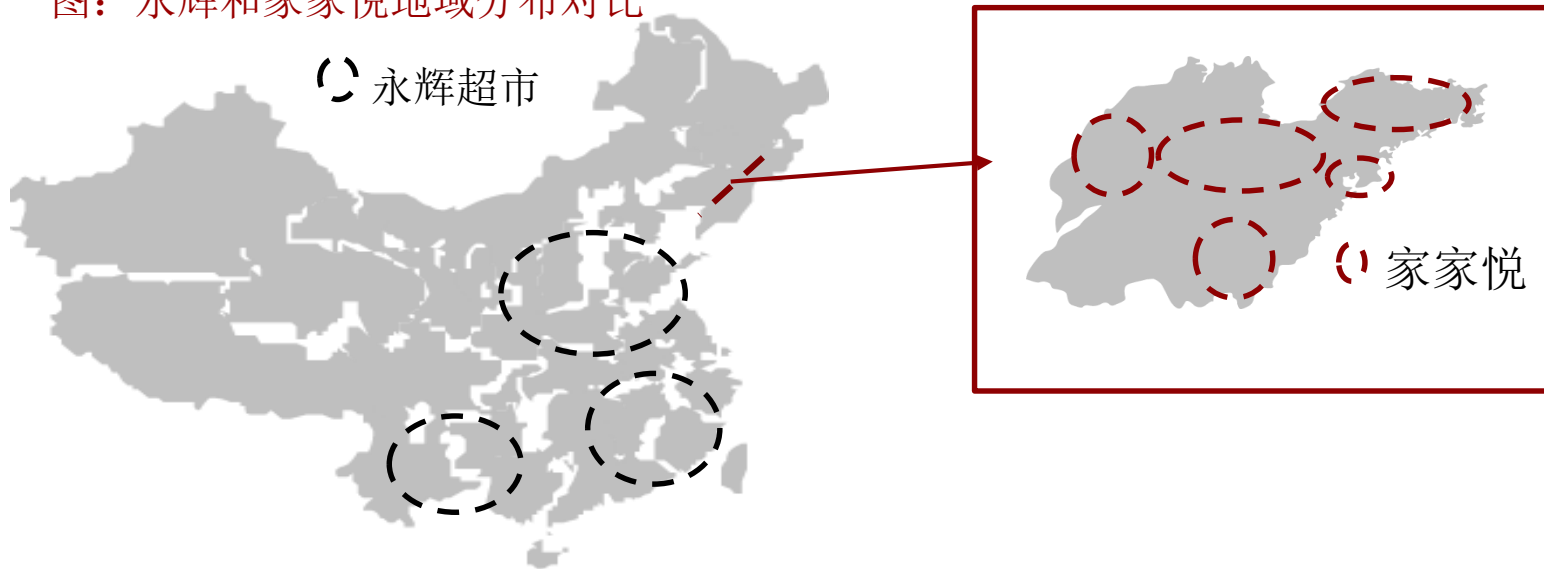
资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

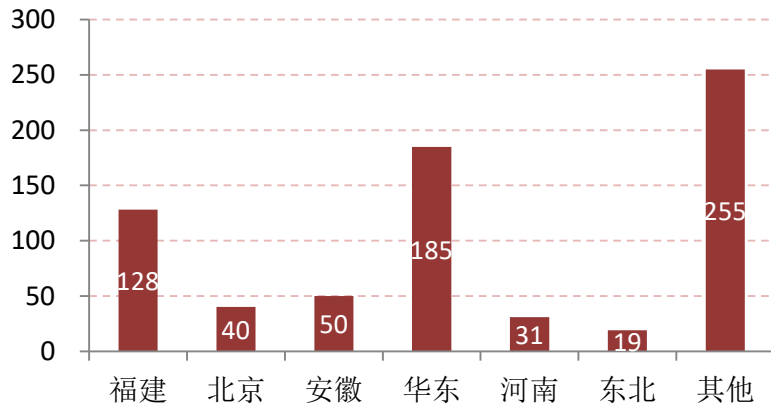
# 分布对比：全国化布局VS区域化密集

➤ 在地域分布上，有“北家家悦、南永辉”的格局

图：永辉和家家悦地域分布对比

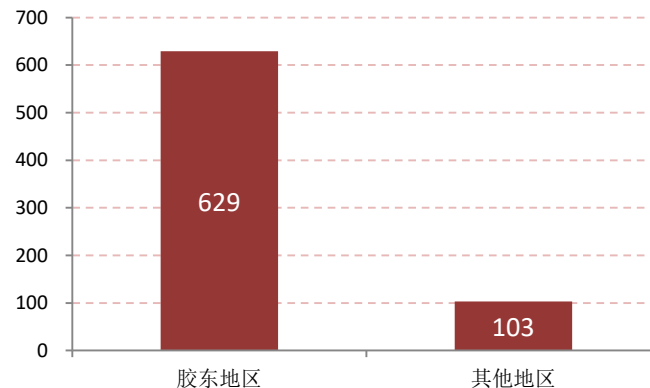


图：永辉门店布局数量



资料来源：Wind、招商证券

图：家家悦门店布局数量



资料来源：Wind、招商证券

---

## 1.2 财务分析：永辉高速增长VS家家悦稳定进取

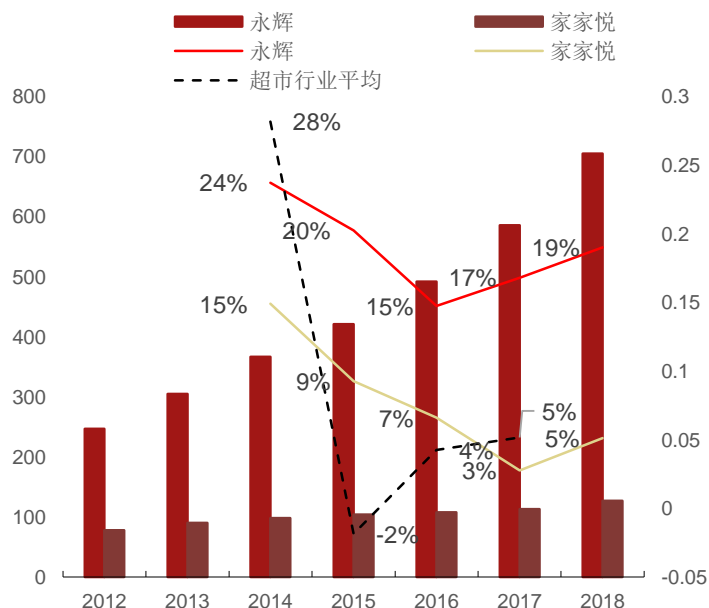
- 1.2.1 两者皆领先业界水平
- 1.2.2 高速 VS 平稳持续
- 1.2.3 预测：两家营收持续增长，永辉有望实现利润突破



# 永辉营收增速较快，并且毛利率在2018年实现反超

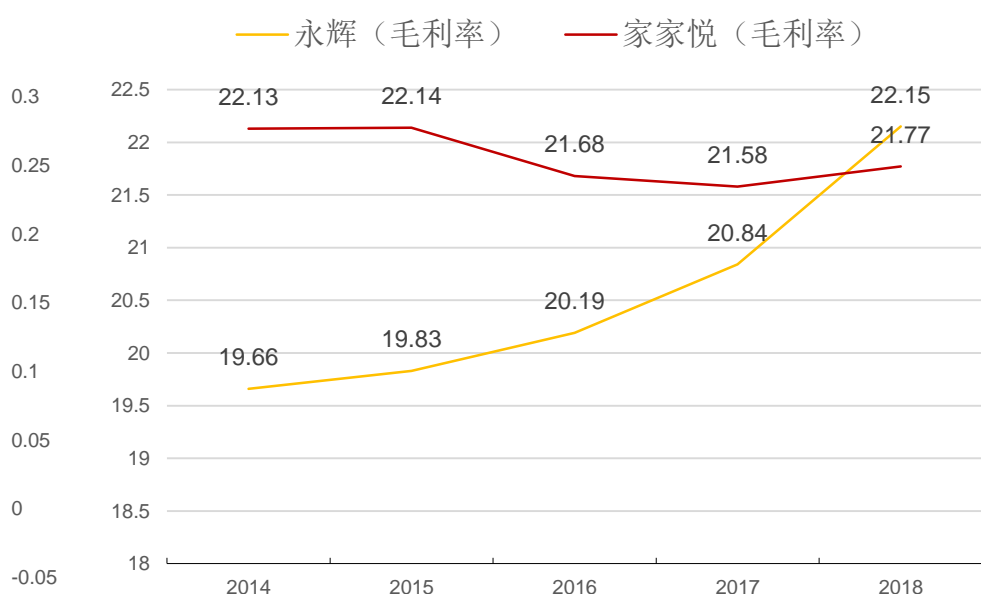
- ▶ 永辉和家家悦的营收增速高于行业平均水平，并且永辉保持两位数高速增长。家家悦增速的变化相对行业平均较为滞后；永辉的增长速度较快，持续比家家悦高出10%左右，并从2015年开始领先于行业增速，保持两位数的快速增长。
- ▶ 毛利率方面永辉历史水平低于家家悦，但2018年超过家家悦。截止2018年，永辉毛利率为22.15%，家家悦为21.77%，永辉实现0.4%的反超。由于永辉业务规模逐年增大，为零售和服务供应商的促销提供更广的服务范围，对上游议价能力更强，服务型收入带动整体毛利率提升，同时，生鲜及加工的毛利率提升非常快，2018年同比增长1.32个百分点，为综合毛利率的提升起到了重要作用。

图：永辉和家家悦营收增速超过行业增速



数据来源：wind, 招商证券

图：永辉和家家悦毛利率对比 (%)

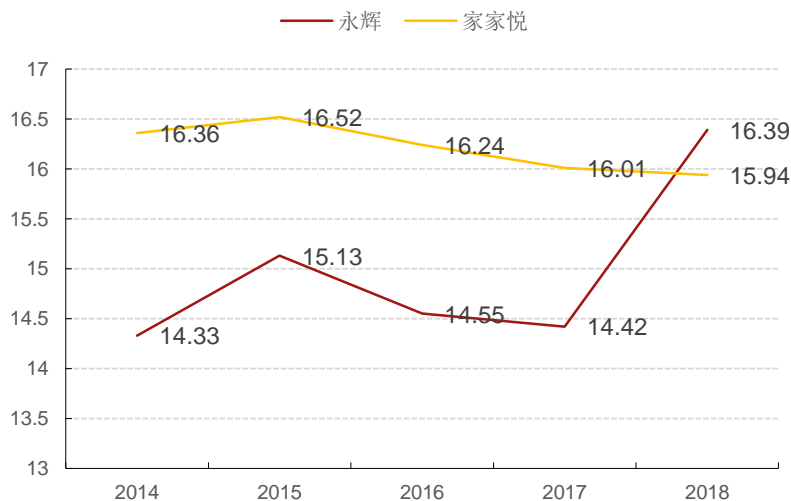


数据来源：wind, 招商证券

# 家家悦费用率变化较为平稳，永辉2018年费用率有所提升

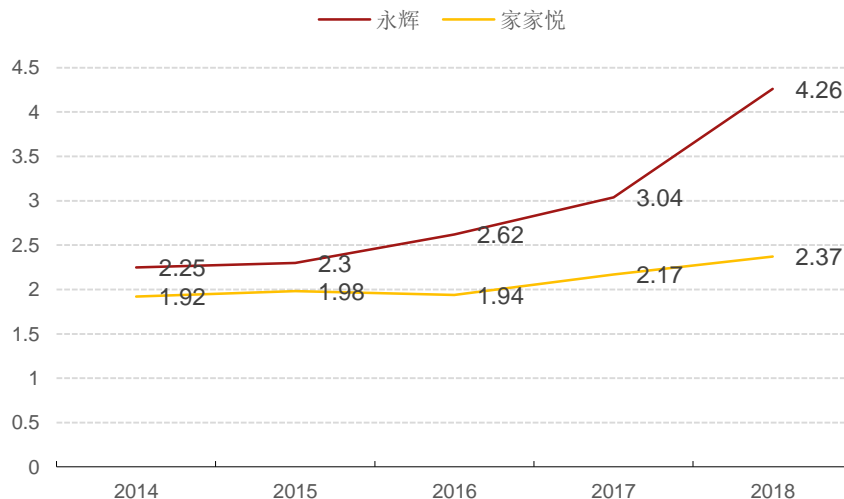
- 销售费用率：永辉历史平均低于家家悦，但近年来随着销售类职工薪酬变动，2018年销售费用率首次超过家家悦。家家悦的销售费用率保持平稳（16%左右），并且随着新管理制度的尝试，有缓慢下降的趋势；而永辉历史销售费用率略低于家家悦（14%左右），但2018年由于销售类职工薪酬的波动，销售费用率首次超过家家悦。
- 管理费用率方面，永辉高于家家悦并且2018年提升较为明显。近年来，永辉提高管理型员工的薪酬，2018年深度绑定核心骨干，授予其6.6亿元股权激励，永辉管理费用率达到4.26%，同比提升1.2个百分点。而家家悦则保持相对平稳但有略增态势，整体管理费用率水平低于永辉。

图：永辉和家家悦销售费用率对比（%）



数据来源：wind, 招商证券

图：永辉和家家悦管理费用率对比（%）

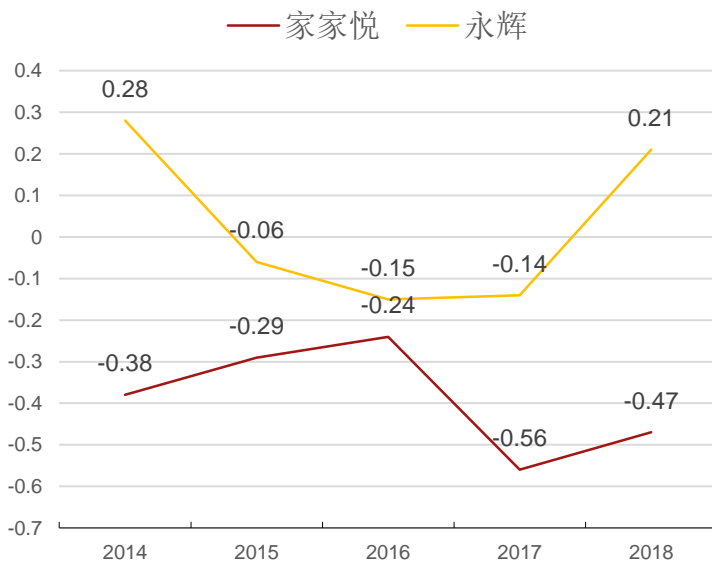


数据来源：wind, 招商证券

# 家家悦利息收入较多，永辉净利率短期下滑

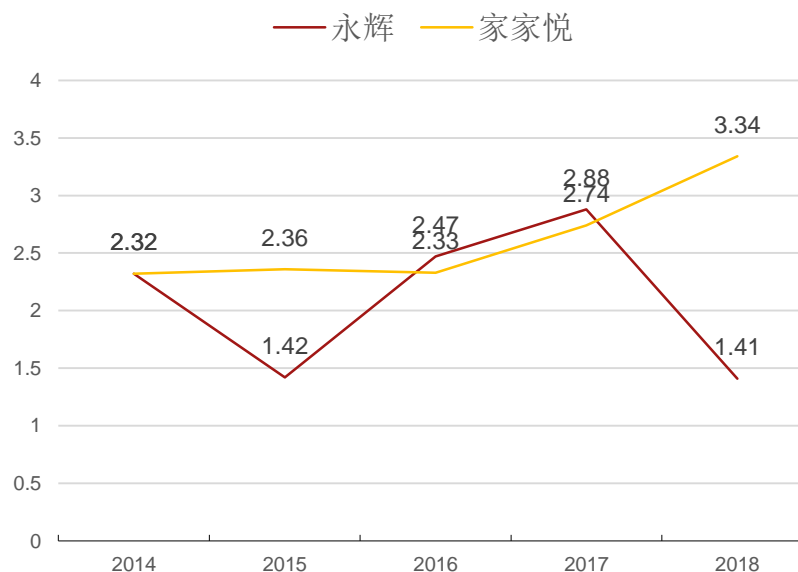
- 财务费用率方面，家家悦持续为负值，是由于其闲置资金多投放于银行定存带来大量利息收入，其中2017年银行存款利息收入增加了1.1倍；而永辉财务费用率波动较大，近年其闲置资金频繁用于对外股权、理财产品的投资，较少放在银行定存，导致利息收入少于利息支出。
- 家家悦的净利润率较永辉高，永辉净利率短期下滑。家家悦净利率一直保持在2.3%的水平，近三年更稳步上升，直至2018年提升至3.34%；而永辉的利润率波动较大，并且由于近年来管理销售费用开支增加，净利润率下降了至1.41%，同比下降1.3个百分点，净利率短期下滑。

图：永辉和家家悦财务费用率对比（%）



数据来源：wind、招商证券

图：永辉和家家悦净利率对比（%）

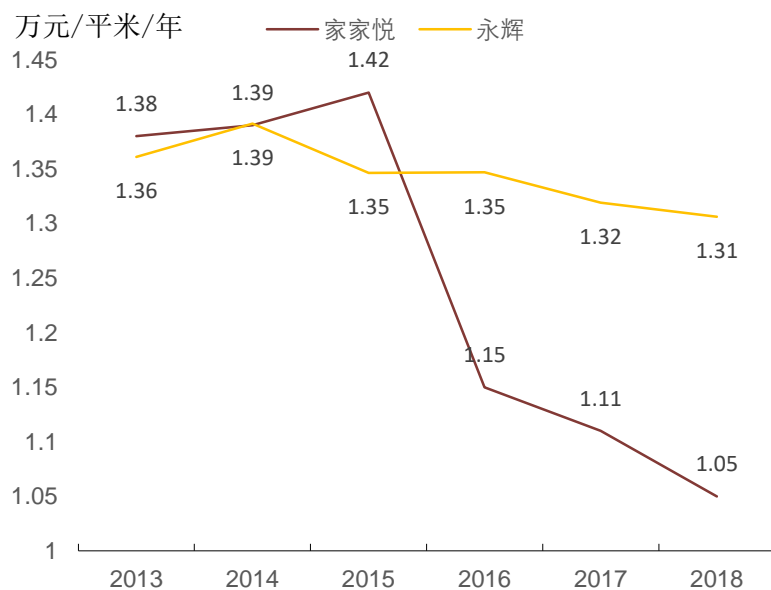


数据来源：wind、招商证券

# 永辉坪效高于家家悦，人效与家家悦扩大至10万元/人/年

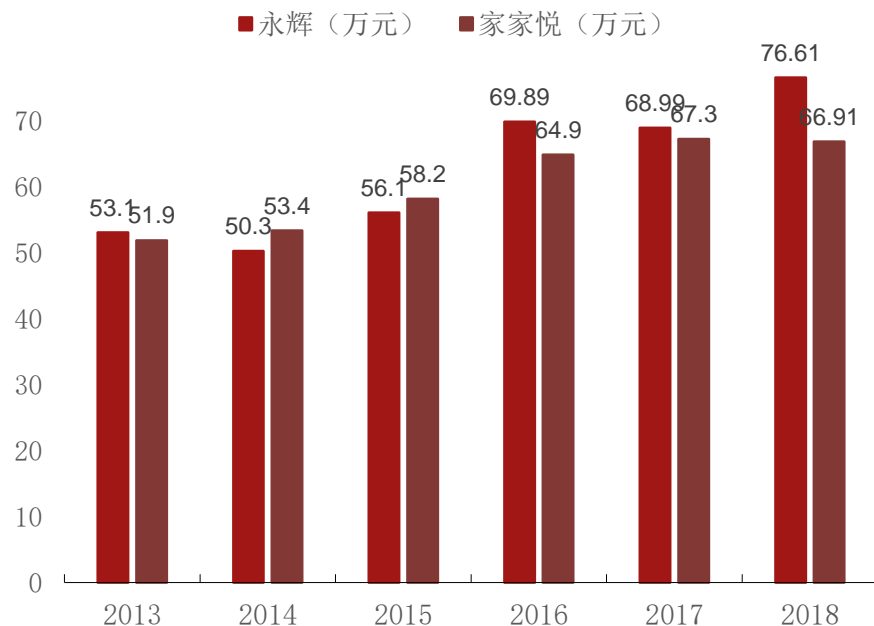
- 坪效方面永辉持续高于家家悦。稳定在1.33万元/平米左右；家家悦坪效整体低于永辉，2018年坪效仅为1.05万元/平米，受山东除胶东外其他地区拖累，这些地区的门店升级、门店成熟度仍有较大优化空间。
- 人效方面永辉从2016年开始显著高于家家悦，2018年差距扩大至10万元。由于永辉2014年推出合伙人制度，大大提高员工积极性，永辉人效从2016年开始显著提高。而家家悦的人效增长较缓慢，主要因为内部的多指标考核难以激励员工，截至2018年度已经落后于永辉近10万元/人/年。

图：永辉和家家悦坪效对比



数据来源：wind、招商证券

图：永辉和家家悦人效对比

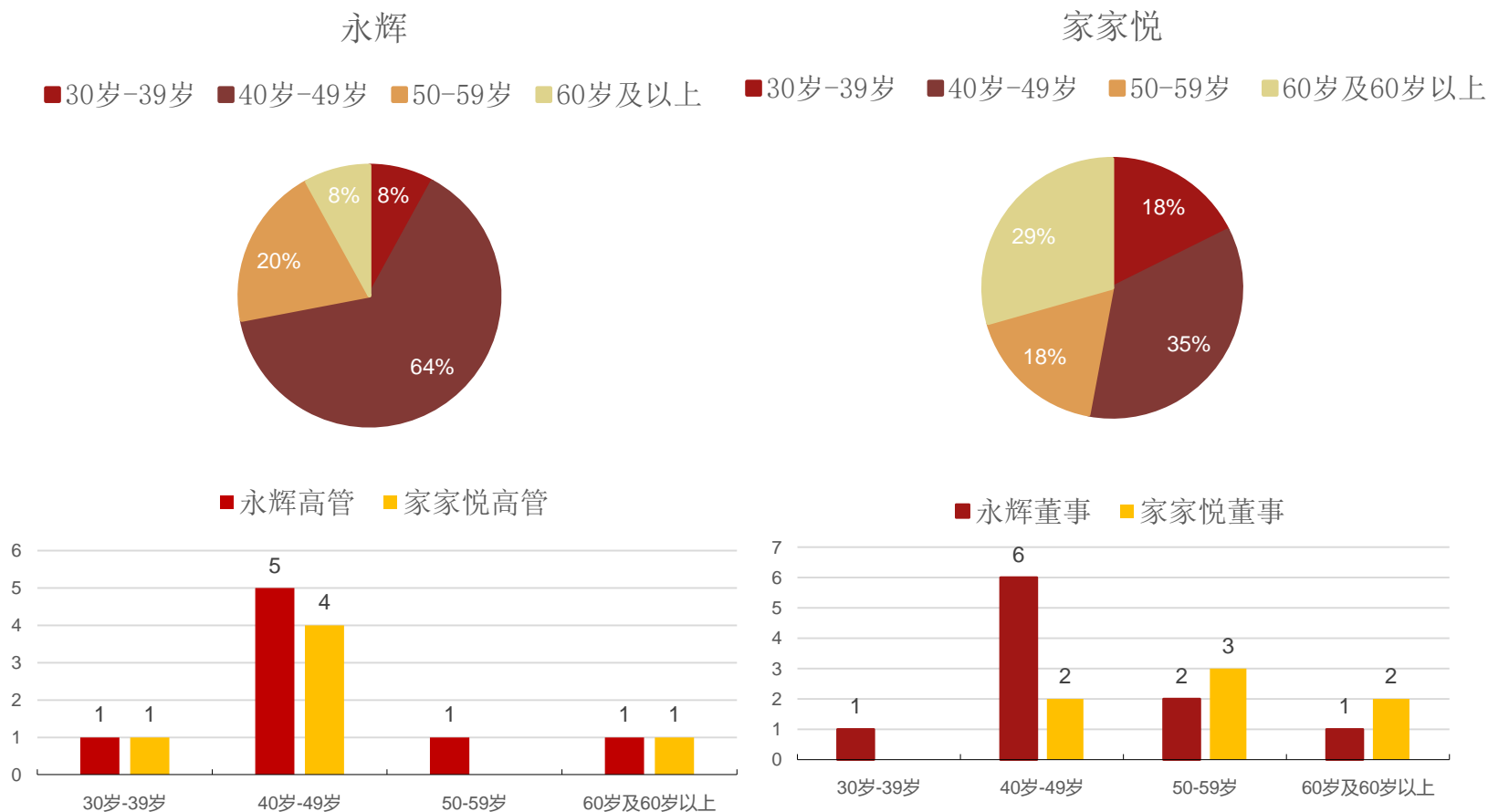


数据来源：wind、招商证券

# 永辉的管理团队更年轻化

- 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，而家家悦的多集中在60岁及以上和40-49岁两个年龄层间。
- 从职务划分，两家高级管理人的年龄结构相似；而永辉的董事团队相对更年轻化，家家悦的董事大部分在50岁及以上。

图：永辉和家家悦管理团队年龄层对比



数据来源：公司公告、招商证券

---

## 二、对比：多元业态深耕胶东 VS 大卖场+合伙制全国扩张

- 2.1 生鲜直采，减少中间环节及降低损耗
- 2.2 管理与培养制度：创新共赢VS传统指标监督
- 2.3 战略布局：纵横捭阖VS精细化

---

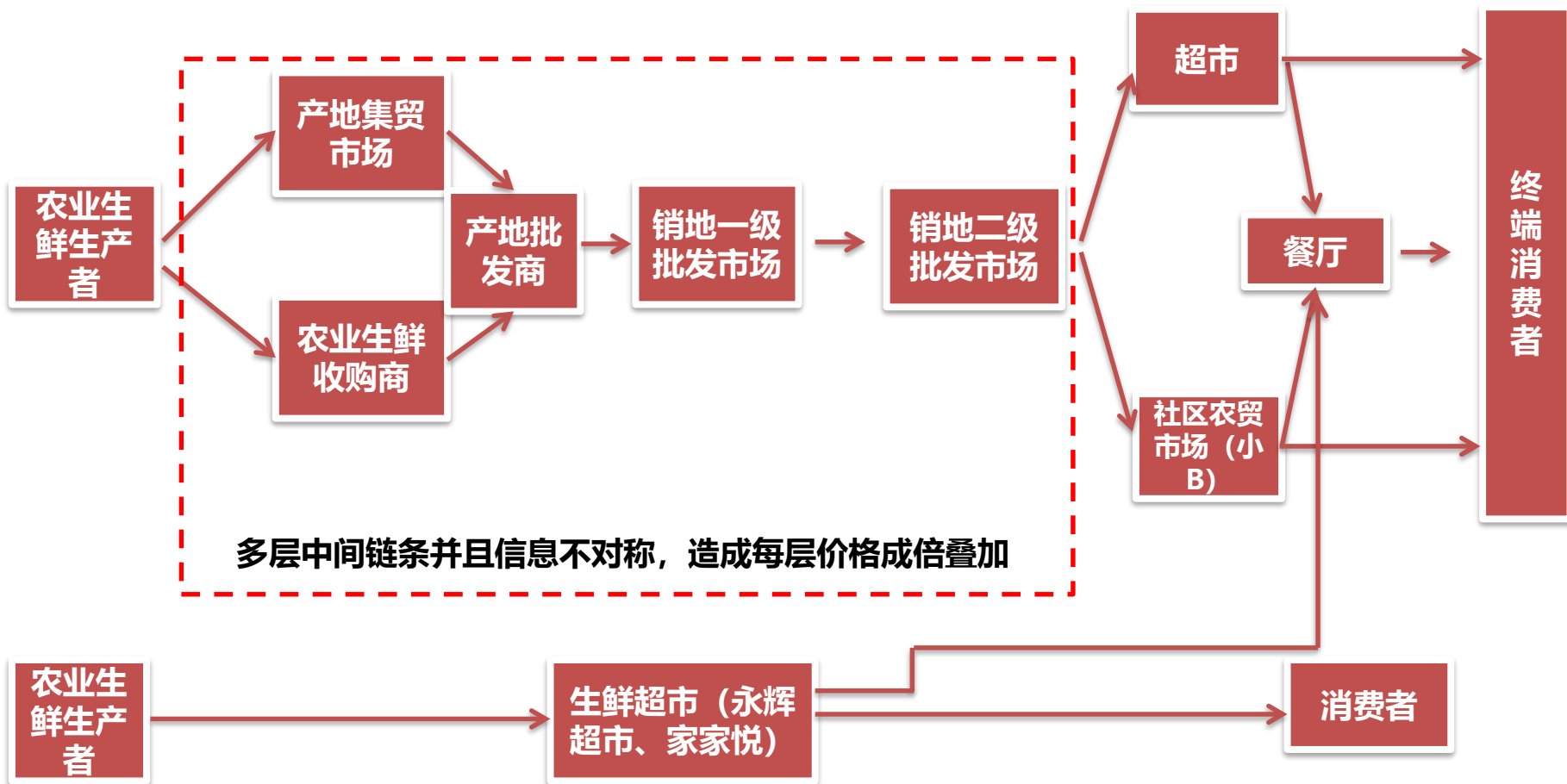
## 2.1 生鲜直采，减少中间环节及降低损耗

- 2.1.1 永辉：规模效益 VS 家家悦：加工物流一体化
- 2.1.2 永辉：完善买手培训体系 VS 家家悦：信息化辅助采购
- 2.1.3 永辉：股权绑定供应商 VS 家家悦：合同签约
- 2.1.4 永辉：统采+区采 VS 家家悦：统采
- 2.1.5 永辉：专业化物流中心 VS 家家悦：一体化物流中心
- 2.1.6 永辉：自有品牌结构仍在整合 VS 家家悦：品类丰富

# 永辉VS家家悦： 缩减生鲜供应链中间环节

- 永辉与家家悦的生鲜供应链规模虽略有差异，但逻辑上却是相同，即通过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。

图：永辉家家悦供应链与传统企业对比



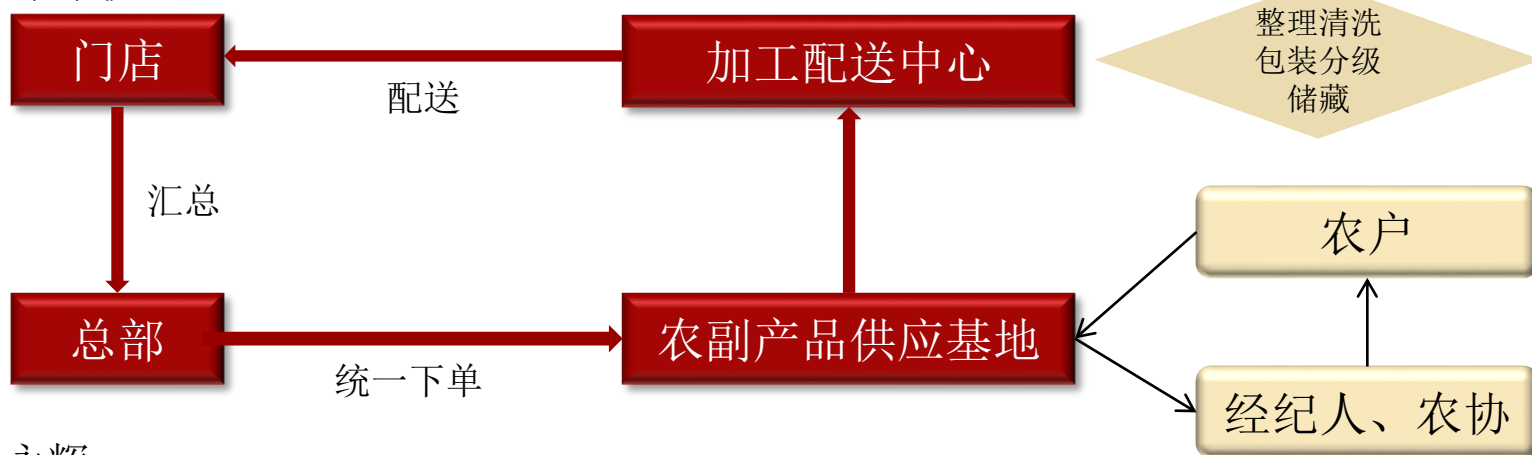
资料来源：招商证券



# 永辉VS家家悦模式对比

图：家家悦与永辉供应链模式对比图

家家悦



永辉

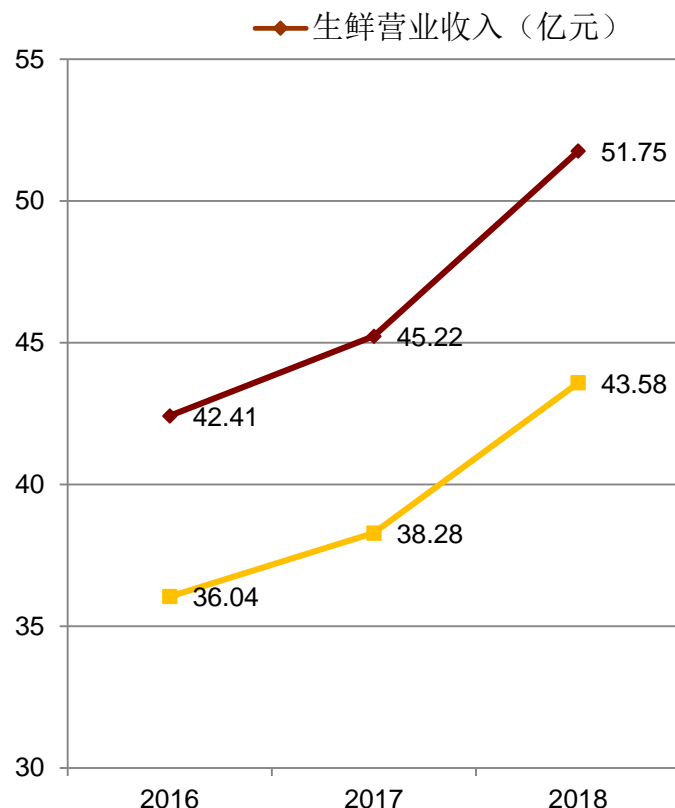


资料来源：公司公告、招商证券

# 供应链规模：永辉大于家家悦

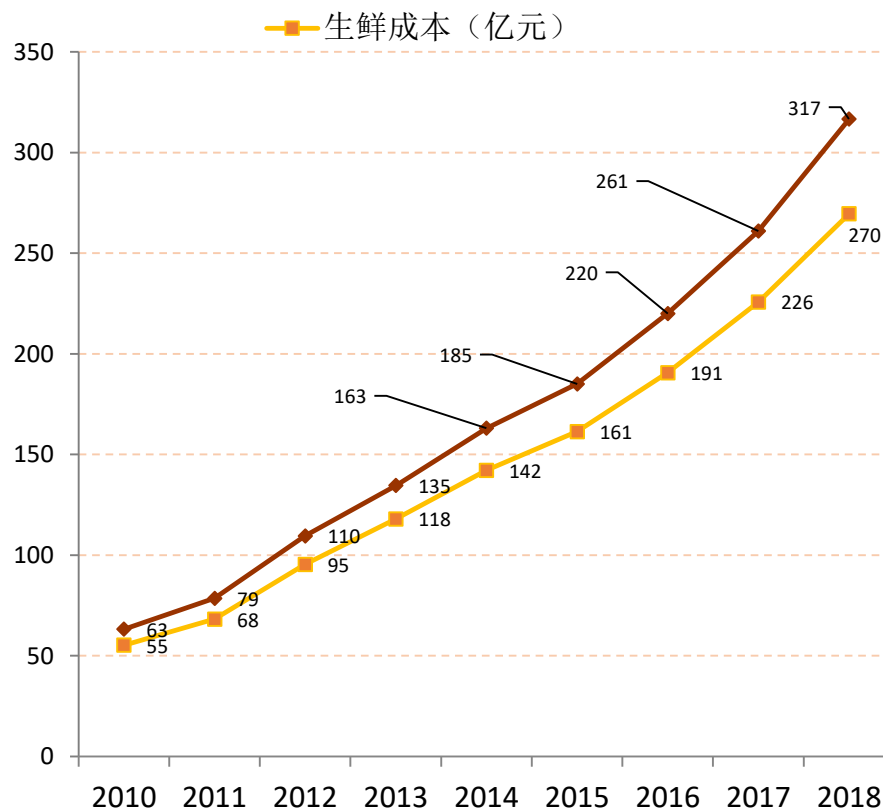
- 永辉采购规模大于家家悦。永辉生鲜供应链能力突出主要由于生鲜起家早，18年积淀体系完备配套齐全+一年三四百亿的生鲜采购规模；而家家悦的生鲜供应能力优势则来源于山东靠海、物产丰富的地理条件优势，配送里程短，物流便捷适合密集化布点门店。从规模上来看，永辉2018年生鲜采购收入约316.6亿元，成本约为269.6亿元，远高于家家悦51.8亿元的营收，43.6亿元的成本。

图：家家悦生鲜营收与成本状况



资料来源：Wind、招商证券

图：永辉生鲜营收与成本状况

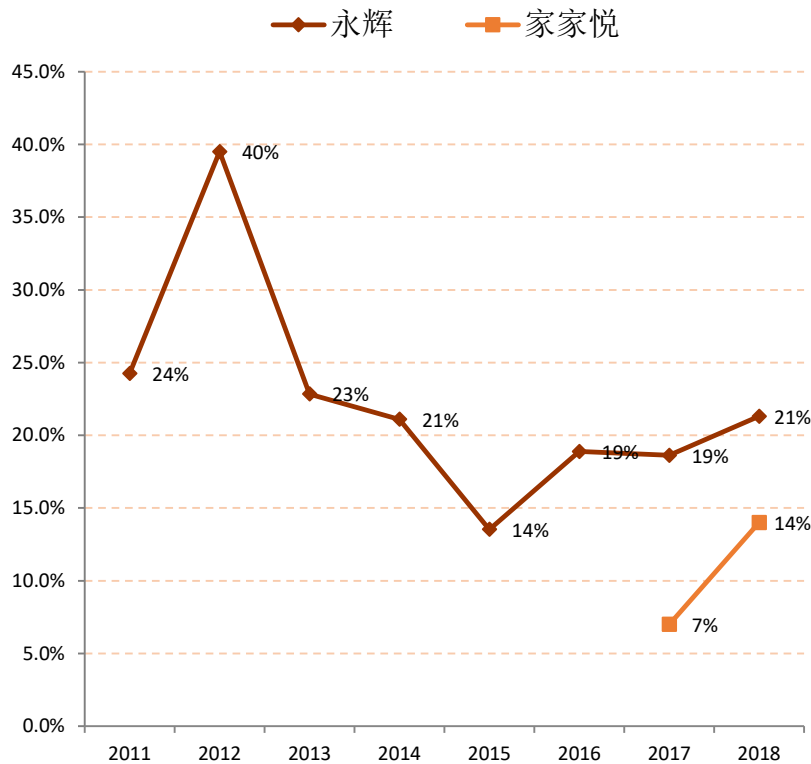


资料来源：Wind、招商证券

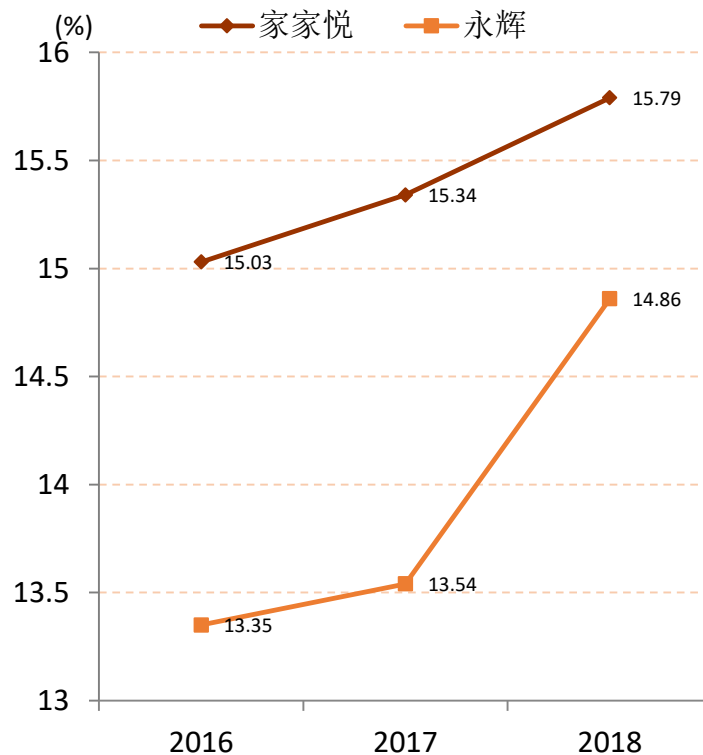
# 供应链规模增速：永辉快于家家悦

- 永辉与家家悦供应链采购规模均稳步上升，永辉增幅大于家家悦。在生鲜收入增速上，近两年永辉为19%-21%，高于家家悦7%-14%的增速；而永辉的毛利率增速在2017年-2018年也快于家家悦，其中生鲜品类毛利率提高是重要原因。因此供应链规模优势上，采用快速扩张、全国布局的永辉要胜于深耕山东市场的家家悦。

图：家家悦与永辉生鲜营收增速对比



图：家家悦与永辉生鲜毛利率变化情况对比



资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

# 永辉：规模效益 VS 家家悦：加工物流一体化

- 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；
- 家家悦虽然在业态体量上更小，但是通过深度化经营、背靠胶东物产丰富的优势，将加工配送中心合为一体来实现自己特色化的供应链竞争优势。

表：永辉与家家悦各环节对比

环节	永辉超市	家家悦
采购	直采：全国采+本地采	直采：本地采+SPAR全球
物流	自营：12个物流中心	正在募投物流中心，5个生鲜物流中心
前端——生鲜占比	45%	40%
前端——配送	门店为主，O2O为辅	门店
前端——SKU丰富度	高，1300	高，1300

资料来源：公司公告、招商证券

图：家家悦加工配送中心



资料来源：公司公告 招商证券

图：永辉货运车辆体系

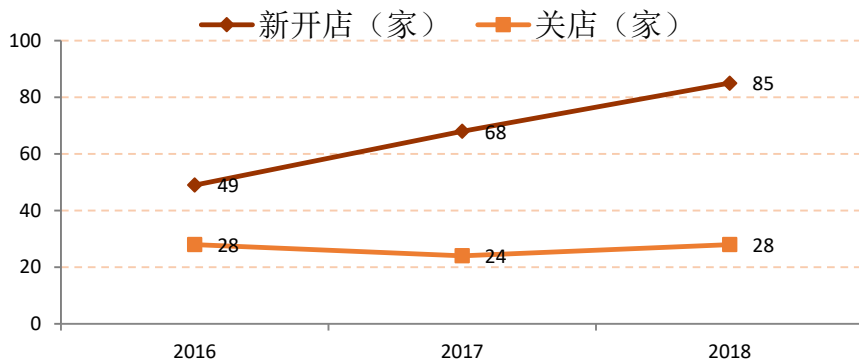


资料来源：公司公告 招商证券

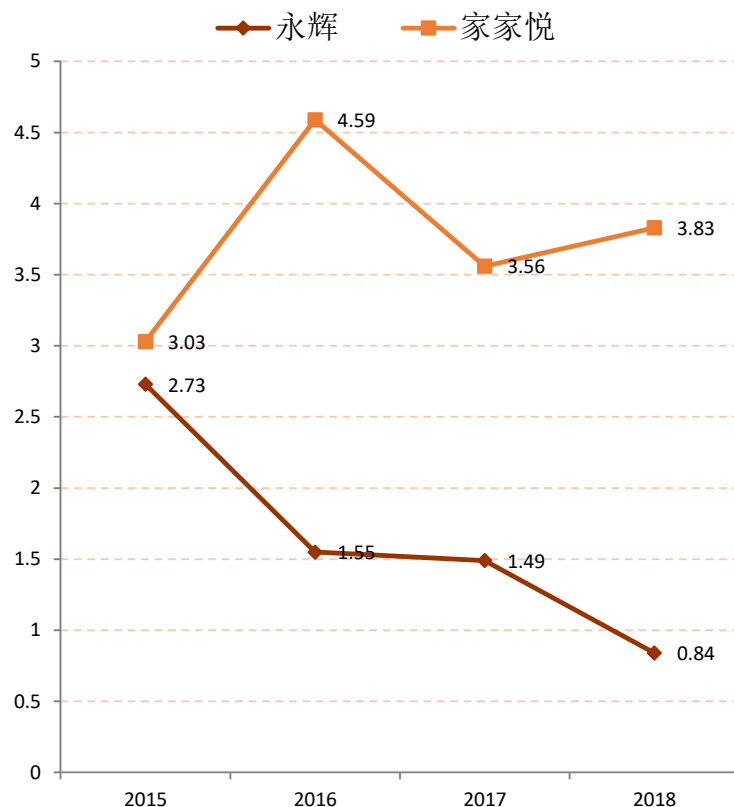
# 供应链管理能力：永辉胜于家家悦

➤ 闭店率更低，永辉目前在供应链管理能力上也更胜一筹。由于供应链管理较强的企业关店率更低，即使在布局更广、扩张速度更快的情况下，永辉的关店数在2018年关店6家，闭店率为0.84%。家家悦2018年闭店为28家，闭店率为3.83%，永辉的供应链整合能力相对更好。

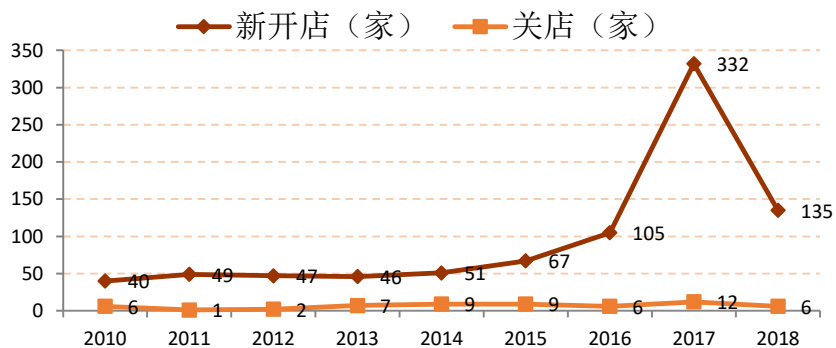
图：家家悦上市以来开关店数



图：永辉与家家悦关店率对比



图：永辉上市以来开关店数



\*永辉2017年闭店数7家，解约店有5家，总关店数12家。

资料来源：联商网、招商证券

资料来源：公司公告 招商证券

# 永辉：完善买手培训体系 VS 家家悦：信息化辅助采购

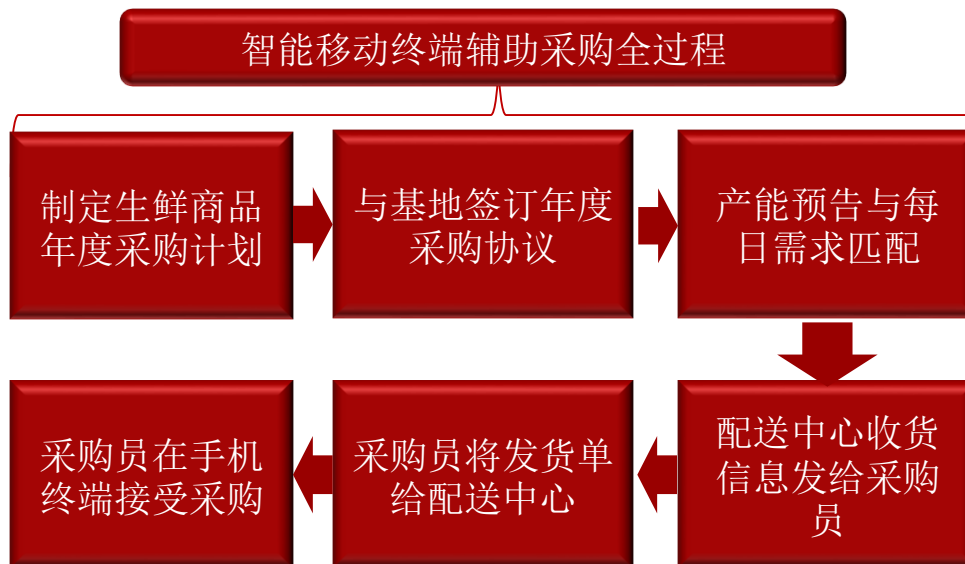
- 永辉的采购过程的突出优势在于完善的买手体系。永辉内部形成了842万字的采购手册，并配以数千张实物图片，内容涉及数千种商品品性描述、采购谈判、分拣技巧、保鲜维护等。在采购端，公司已经培养了全国数量最多的采购买手，2018年采购人员有1175名，在全国乃至全球寻求优质的生鲜产品。
- 家家悦的采购过程突出优势在于通过信息化技术辅助买手采购。2018年公司采购人员251名，在采购网络布局全国的情况下，家家悦为每个采购员配备了智能移动终端、实现全过程的精确时间控制、信息双向流动、避免仓储损失。

图：永辉的买手采购手册



资料来源：公司公告、招商证券

图：家家悦采购流程



资料来源：公司公告、招商证券

# 永辉：股权绑定供应商 VS 家家悦：合同签约

- 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。
- 家家悦则与约2500家厂商、100多处生产基地通过签订长达5年以上合同的方式，建立了稳定的合作关系。家家悦也对合作的生鲜基地提供技术支持，定期实地跟踪巡检，拥有对合作基地农产品的优先购买权。

图：永辉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	收入(万元)	净利润(万元)	与永辉的业务规模
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	13963.37 (2018A)	-3608	5478.12 (占比39.23%，第一大客户)
湛江国联水产开发股份有限公司	2018年3月	11.94%	加工销售业务:92.59%;	广东省湛江市	473777387 (2018A)	23081.49	5137.01
湘村高科农业股份有限公司	2018年6月	9.93%	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	61953.00 (2017)	10911.00	-
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	16588.31 (2018A)	1826.3	38.84

资料来源：公司公告、招商证券

# 永辉：统采+区采 VS 家家悦：统采

- 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%。
- 家家悦主要为全国统采模式。通过建立起遍布全国的直采网络，与200多个合作社及养殖场建立直接合作关系，与100多处基地签订5年以上的长期合同，超过80%的生鲜都采用直采的模式。

表：永辉超市采购形成全国统采+区域直采的格局（2011年）

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%

资料来源：公司公告、招商证券

图：家家悦全国统采来源分布图



资料来源：招股书、招商证券



# 永辉：统采+区采 VS 家家悦：统采

- 永辉自建仓储中心辐射广：公司目前自营四大物流配送中心，12个物流中心。占地面积合计1118亩，建筑面积约为37万平方米，目前正在新建东北、四川、江苏、山西等新物流中心，为拓展全国市场，降低流通成本提供物流支持。
- 家家悦自建物流中心更为密集、功能更为综合：目前已在威海、烟台、潍坊、莱芜、高密建设了8处物流配送中心，其中3个是杂货物流中心、5个为生鲜物流中心。其中宋村、威海两处生鲜配送中心兼具农产品初加工能力、威海还建有配餐中心负责农产品深加工。

表：永辉物流仓储中心

类型	名称	占地面积 (亩)	辐射范围	配送能力 (亿元)	储存能力 (万种)
全国性物流中心	福建南屿	106	福建→全国	60	100
	重庆西水	550	华西	120	200
	安徽肥东	310	安徽	50	30
	四川彭州	108	四川	50	100
区域性物流中心	北京郎各庄 (租)	50	北京	12	40
	河南郑州	50	河南	6	20
	江苏南京 (3PL)	400	华东	8	12
	上海	400	华东	5	12
	河北石家庄 (租)	50	石家庄	4	1
	辽宁沈阳 (租)	20	东三省	5	10
地方物流中心	广东东莞 (3PL)	20	广深地区	5	10
	浙江杭州 (3PL)	20	浙江	5	10

表：家家悦仓储中心

仓型	名称	建筑面积 (万m <sup>2</sup> )	日均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.10	10万件	20万件
	烟台物流中心	3.35	6万件	12万件
	莱芜物流中心	2.34	3万件	10万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.20	300吨	700吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	100吨	500吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110吨	500吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	150吨	500吨
	宋村生鲜物流加工中心	2.12	800吨	2600吨

威海生鲜物流中心有中央厨房功能  
宋村生鲜物流加工中心有农产品初加工功能

资料来源：公司公告、招商证券

# 永辉：全国性配送中心 VS 家家悦：仅覆盖山东

- 永辉物流中心全国范围内覆盖，目前已经覆盖了全国17个城市，总运作面积为37万平方米，其中定温配送中心5个，常温及集成中心17个，2017年作业额实现312亿，同比提升16.4%。
- 家家悦在山东设置物流中心向四周辐射。目前以威海物流中心为中央配送中心、以烟台物流中心及莱芜物流中心为区域配送中心的一体化杂货配送体系已经基本覆盖山东全境。宋村、威海、烟台、高密4个生鲜配送中心已经覆盖鲁东地区，而家家悦2016年通过募投“生鲜加工物流中心项目”扩大莱芜生鲜物流中心的配送能力和范围；而收购维客商业以及福悦祥将有利于仓储扩张。

图：永辉超市在全国化扩张中建立的12个物流中心



资料来源：公司公告、招商证券

图：家家悦生鲜物流中心配送范围



资料来源：招股书、招商证券

# 永辉：专业化物流中心 VS 家家悦：一体化物流中心

- 永辉的物流以配送为主。通过物流配送助力大规模订购提高议价力，同时物流掌控力高、配送及时，并随着配送门店的增加可发挥规模优势，与公司以经营生鲜产品为主且大比例采用直采的供应链体系相得益彰。同时，采购量小但又是门店必备的商品，供应商出于成本因素不愿直接配送到门店，自营的物流中心有效避免这些商品配送的外包；由于销售渠道的区域限制，某些商品只能通过当地供应商进货，此时选择直送可降低物流成本。随着永辉的全国性扩张，预计直送比例将逐步降低。
- 家家悦则致力于实现一体化物流网络。通过设置中央厨房与PC加工中心，减少门店店内制作环节，并通过生鲜配送中心对区域门店网络进行辐射，实现了生鲜按需最高一日良配的区域化高配标准。

表：配送方式及特点

方式	具体含义	特点
配送	供应商将商品送到永辉物流中心再由永辉统一配送到门店	配送及时，可以在物流中心加工，适合生鲜
直通	供应商将商品送到永辉物流中心，商品不再入物流配送中心的仓库，而是直接配送到门店	灵活，满足小采购量
直送	供应商将商品直接送到门店	供应商承担配送成本，并可以配送速冻食品、巧克力等不易保存的食品

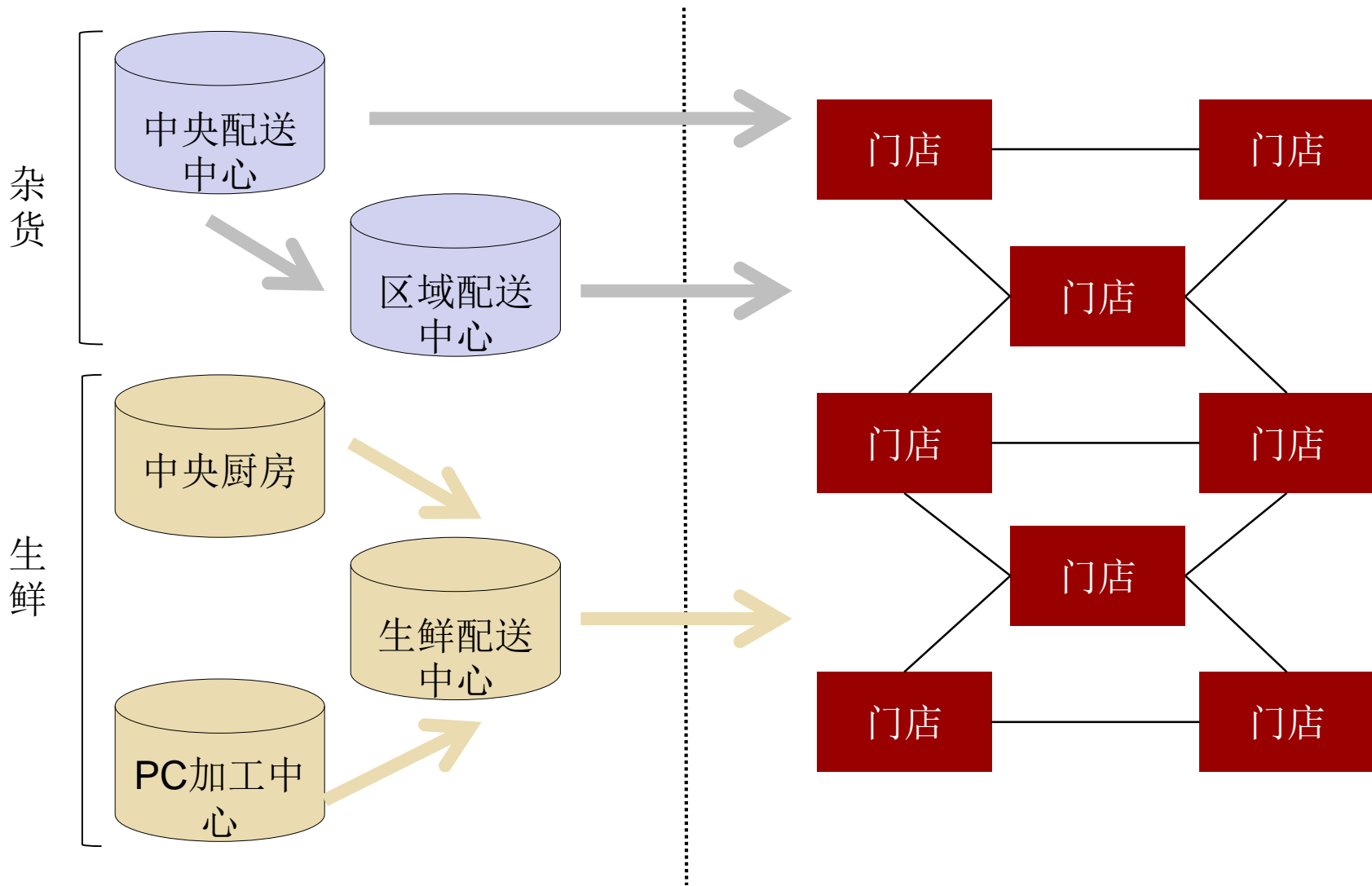
表：永辉超市物流有限公司财务状况

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入（百万元）	3011	4283	5689	6795	7669	7,552
同比（%）		42.25%	32.83%	19.44%	12.86%	-1.53%
净利润（百万元）	78	122	213	247	304	385
净利率	2.59%	2.85%	3.74%	3.64%	3.96%	5.09%
同比（%）		56.41%	74.59%	15.96%	23.08%	26.56%
总资产（百万元）	840	1297	1746	1663	2065	1,936.90
净资产（百万元）	187	250	363	400	474	548.82

资料来源：公司公告、招商证券

# 家家悦物流仓储加工一体化

图：家家悦物流仓储加工一体化网络



资料来源：招股书、招商证券

# 自有品牌：家家悦发展胜于永辉

- ▶ 永辉的自有品牌销售占比相对较小，目前自有品牌销售占比仅占3.6%。根据《2016-2020年公司战略发展纲要》，永辉在2020年自有品牌收入占比预计要达到15%左右。目前永辉将以前的自有品牌统一整合为“永辉优选”子品牌，与达曼国际合作。
- ▶ 家家悦目前自有品牌对商业零售贡献占比约为9%，拥有“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”、“半月湾”等多个自有品牌，涉及品类有食用油、食品、生鲜等。自有品牌商品收入比重高于国内同行业平均水平。

表：家家悦自有品牌销售占比

年度	2018	2017	2016	2015	2014	2013
自有品牌商品收入（万元）	125142	101520	92466	85805	85536	87079
自有品牌商品对商业零售业务的贡献	9.83%	8.96%	8.58%	8.90%	9.42%	10.39%

资料来源：年度报告、招商证券

图：永辉自有品牌



资料来源：公司公告、招商证券

图：家家悦自有品牌



资料来源：公司公告、招商证券

# 自有品牌结构：永辉：仍在整合 VS 家家悦：品类丰富

图：永辉自有品牌



馋大师  
休闲食品



优颂  
纸巾洗化



田趣  
有机农产  
品



彩食鲜  
果蔬



Ofresh  
洗手液



超级U选  
海鲜冻品



资料来源：招商证券、百度搜索

图：家家悦自有品牌



杂粮、干果蜜饯、糖、干菜、干料、干海产六大系列



食用油



大米



桃酥和月  
饼



配餐中心



佳飞悦  
服饰



卤制品



西点



干果



日用品

资料来源：家家悦、招商证券

---

## 2.2 管理制度：创新共赢VS传统指标监督

- 2.2.1 永辉：合伙人制度达成共赢
- 2.2.2 家家悦：多指标考核+试行合伙人，主旨监督
- 2.3.3 人才培养：长期三级培养 VS 师徒对接带教

# 永辉VS家家悦：创新VS传统

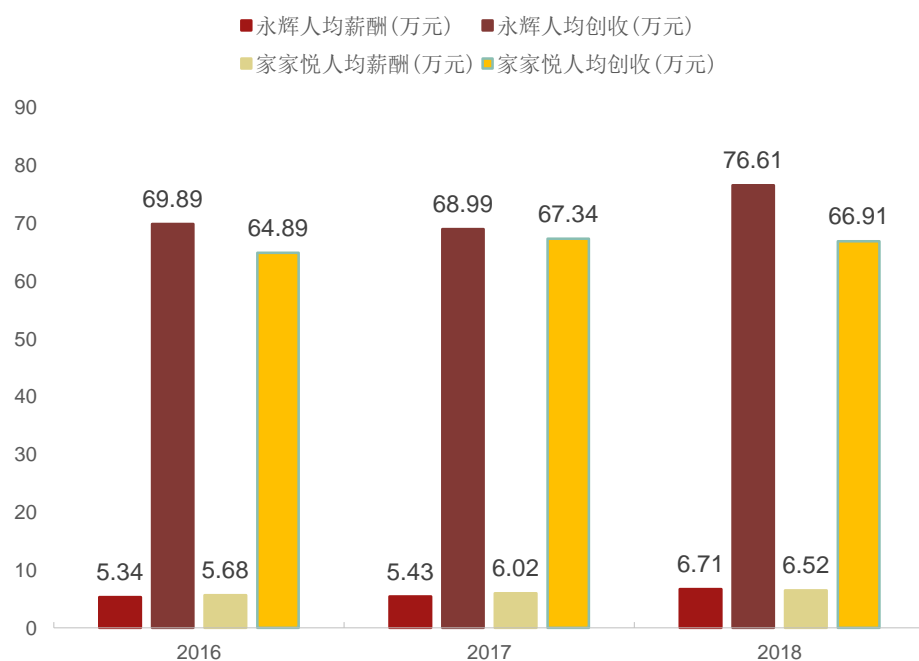
- 永辉建立的合伙人制度无疑是**管理制度的革新**。2014年首次执行，人均创收有约显著增长。而后永辉对该制度的持续改进，不断提高员工积极性。人效已经超过家家悦。
- 家家悦的**管理制度较为传统**。家家悦实行合伙人制度是正确方向，将内部利益分成激励与指标监督相结合，有望进一步提高员工积极性，降低人工成本。

图：永辉相比家家悦在管理上的革新和成效

	永辉	家家悦
管理制度	合伙人制度	多指标考核+试行合伙人
本质	利益再分配	个人与公司目标一致化
主要作用	内部激励	外部监督
人工成本	较低	较高
员工积极性	较高	一般

数据来源：公司公告 招商证券

图：2016-2018永辉和家家悦人均创收和人均薪酬对比



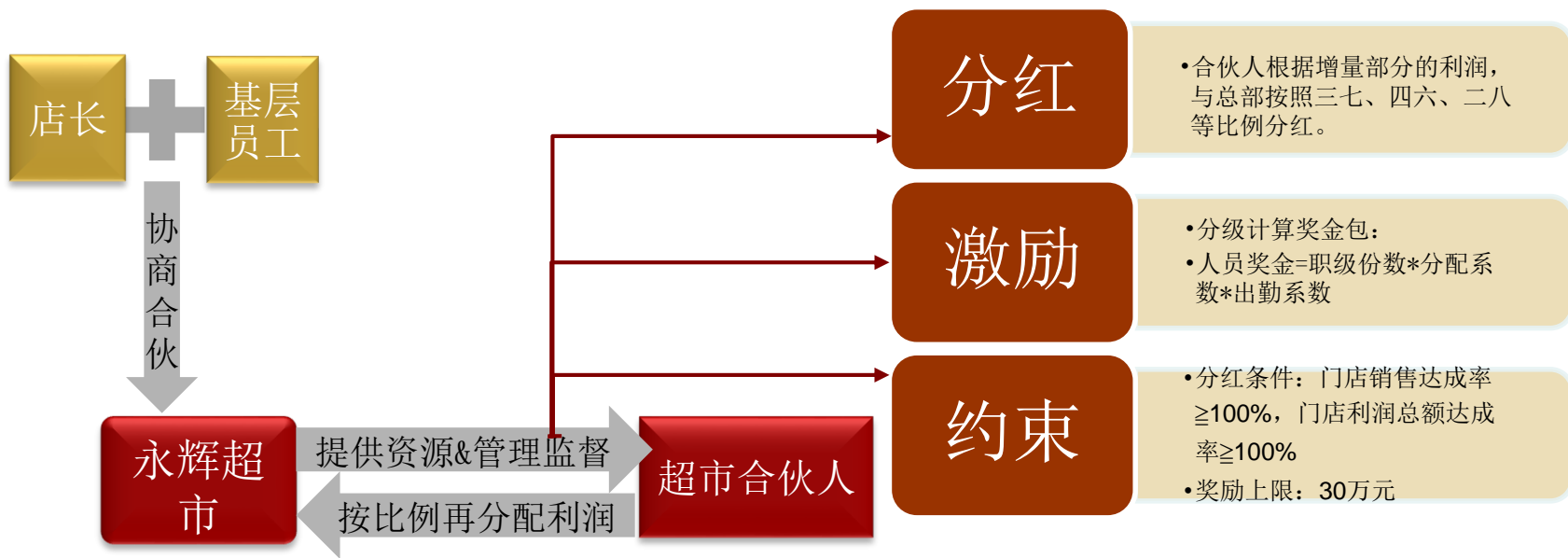
数据来源：公司公告 招商证券



# 永辉：合伙人制度达成共赢

- **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

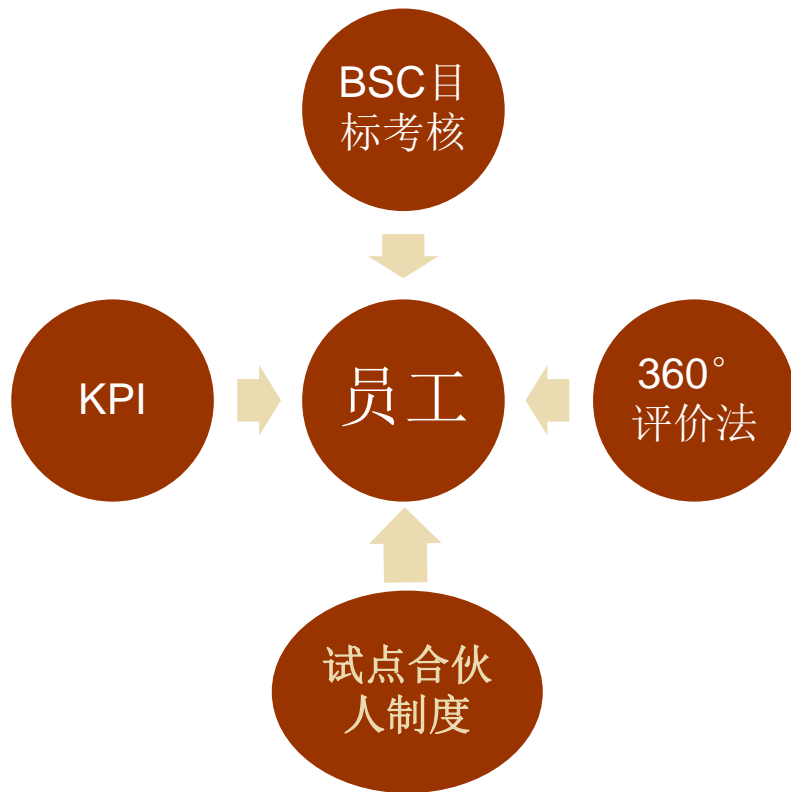


数据来源：公司公告, 招商证券

# 家家悦：多指标考核+试行合伙人，主旨监督

- **多指标考核：**家家悦坚持绩效导向来进行员工考核和激励。根据岗位不同、职务不同设立了 BSC 目标考核、KPI 关键绩效指标、360 度评价法等。将员工绩效与公司业绩挂钩，把公司目标与个人目标一致化。
- 同时家家悦也试行合伙人制度。虽尚未广泛实施，但2018年新增西部区域56个门店试行合伙人机制（门店总数89家）后，试点门店的销售超过公司可比店的平均增幅。

图：家家悦考核指标+试行合伙人制度

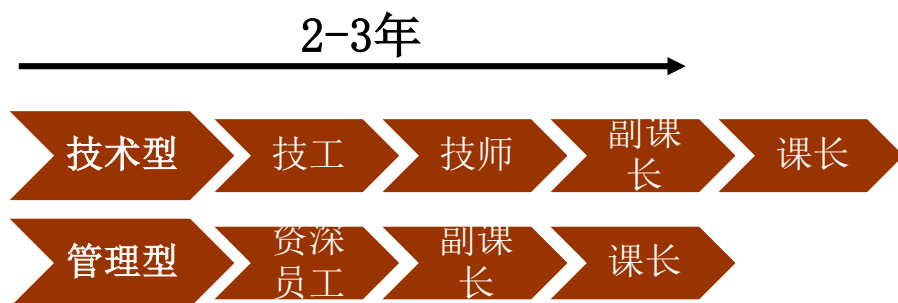


数据来源：公司公告, 招商证券

# 永辉VS家家悦：三级培养VS师徒制度

- ▶人才培养上，永辉比家家悦更注重长时期培养，而家家悦更注重分级和师徒对接。
- ▶永辉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。
- ▶家家悦主要实行师徒制度，从新晋大学生到区总团建由不同层次的教官分级培养，岗位针对性强。但培训课程注重理论，对于中高层管理人才考核期短。

图：永辉的三级培养模式



图：家家悦师徒制度培养模式

分级	培养课时	内容	评估
员工晋升主管	7日	业务技能、管理技能、创新力 + 执行力	教官评估、课堂考试
储备店长	14日	心态调整、领导力、执行力、创新力、市场营销、门店管理、商品管理、能源管控	主管评估、课堂考试
店长	14日	创新思维+开拓格局、领导力、执行力、开创思维+赢在管理	课堂考试、业绩考核、评审委员会面试
区总团建	7日	极限挑战、极限攀岩、孤岛求生	教官评估

数据来源：公司公告, 招商证券

数据来源：公司公告, 招商证券

---

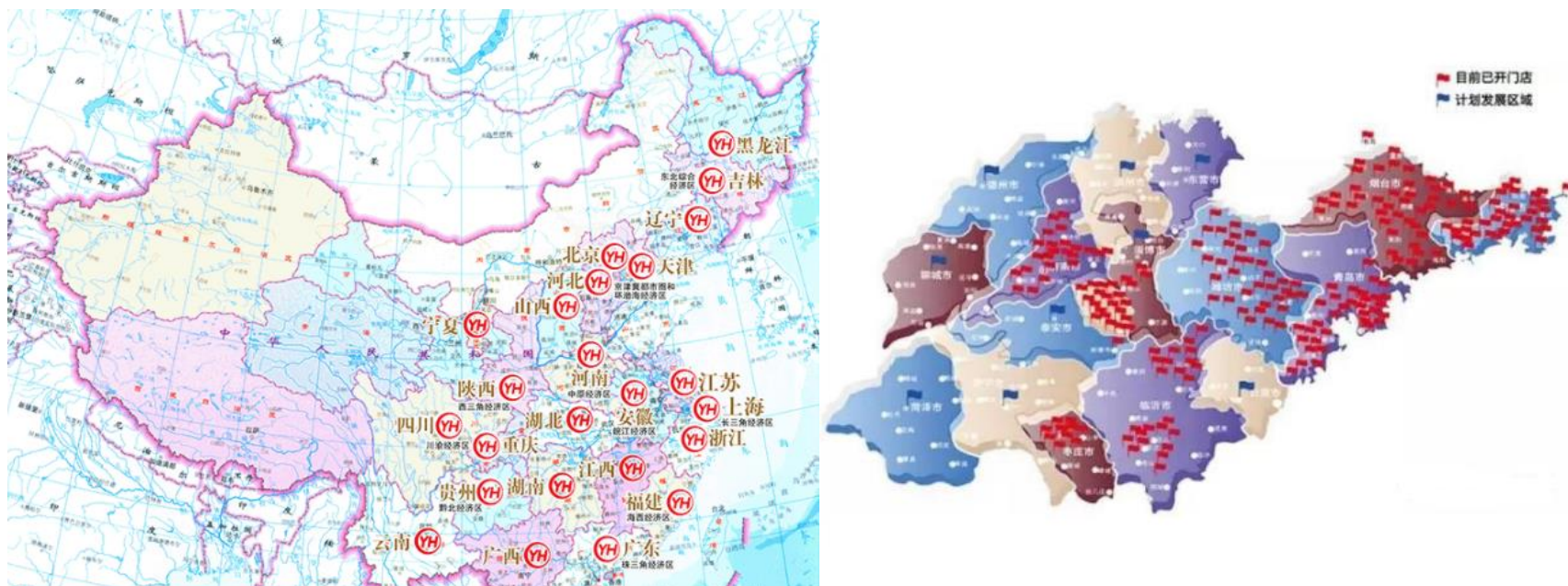
## 2.3 战略布局：纵横捭阖VS精细化

- 2.3.1 地理分布:迅速全方位扩张VS缓慢纵深发展
- 2.3.2 板块布局：全面创新VS深耕“便民”
- 2.3.3 单店模式：大卖场为主VS多元化

## 区域分布对比：偏安一隅VS纵横捭阖

- 区域密度上，家家悦远强于永辉。
- 家家悦属于地域密集型发展。732家门店主要分布在面积15.8平方公里的山东省，门店密度大。如山东省门店数732家，城镇人口6147万，门店密度0.12家/万人。
- 而永辉超市为全国广泛覆盖。在2018年度重新将业务管理分成全国十大战区。708家门店遍布全国24个省市，覆盖范围广但门店密度小。以福建省的门店密度来看，城镇人口2545万，门店数125家，门店密度0.05家/万人。

图：永辉与家家悦全国门店分布



资料来源：永辉官网、招股书、招商证券

# 扩张战略对比: 迅速全方位扩张VS缓慢纵深发展

- 扩张战略上，永辉超市的速度和业态布局都更胜一筹。
- 永辉超市**扩张势头迅猛**，加固其在全国的零售渠道优势。2018年度新增135个门店进入川渝、东南沿海和华北地区，加速实现一到六线城市全面覆盖。
- 家家悦2018年度新增店铺为57家，相比之下**扩张速度较慢**。公司坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略。

图：永辉和家家悦扩张战略对比

	永辉	家家悦
数量	708	732
新门店数（2018）	135	85
关店数	6	28
计划覆盖范围	全国	山东省、河北省、山西省

扩张战略

一到六线城市迅速扩张，加固全国渠道优势

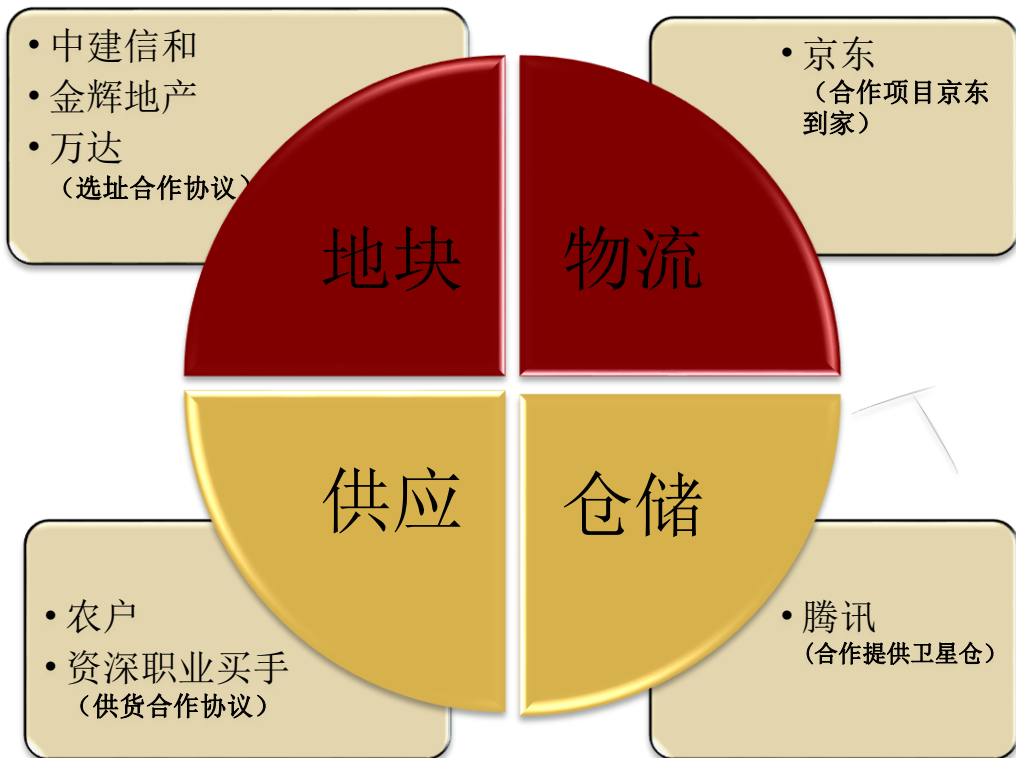
主打省内扩张，打造城乡一体的高效网络布局

数据来源：公司公告, 招商证券

# 扩张战略对比: 迅速全方位扩张VS缓慢纵深发展

- **合纵连横&全方位**: 永辉具备较强的全方位扩张能力。大店选址背后有地产、后端采购、中端物流的多方合作作为支撑。
- 而家家悦**专注于区域物流配送**，提高青岛地区的配送效率。近年连续不断对山东综合物流的投入建设，但园区在建面积的完成速度也较慢。

图：永辉扩张的支持合作方



数据来源：公开资料, 招商证券

图：家家悦区域物流发展情况

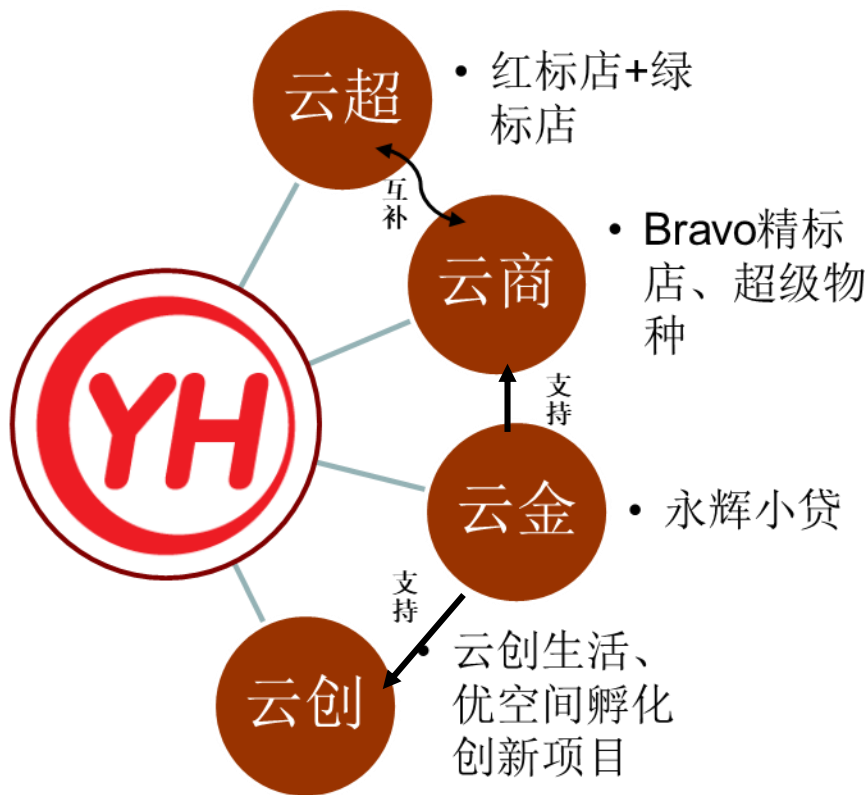
	杂货仓		生鲜仓	
年度	2017	2018	2017	2018
数量	3处 (威海、烟台、莱芜)	4处 (威海、烟台、莱芜、青岛)	5处 (威海、烟台、莱芜、青岛、宋村)	5处 (威海、烟台、莱芜、青岛、宋村)
投入使用面积	9.89万平方米	12万平方米	7.1万平方米	4万平方米 (不含PC加工)
在建面积	12.63万平方米	12.93万平方米	4.68万平方米	3.42万平方米

数据来源：公司公告, 招商证券

# 永辉：完备协同的服务板块布局

- 永辉**战略板块布局完备**，其资产版图主要以四大板块构成，即云超、云创、云商、云金。四大板块围绕零售这一核心展开。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。
- 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，提供给顾客的是全新的视觉冲击和味觉冲击，以及强烈的服务体验感。

图：永辉四大板块分布和协同



数据来源：公司公告, 招商证券

图：永辉鲑鱼工坊即煮体验



数据来源：公司公告, 招商证券



# 家家悦：深耕日用和生鲜，以便民为主旨

- ▶ 家家悦相对单一，服务和商品种类远不如永辉完备。家家悦目前的零售产品以生鲜为主、副食品和日用为辅。
- ▶ 不过家家悦尝试创新，围绕其生鲜和日用开展便民服务。进一步实现“做居民的好邻居、当家庭的好帮手”的理念。

图：家家悦和永辉超级物种商品结构对比

品类	永辉-超级物种		家家悦-生活超市	
	占比	细分品类	占比	细分品类
生鲜	30%	主打水果、蔬菜、牛肉、龙虾、鲑鱼	60%	6大品类（干货、水果、蔬菜、肉制品、水产、禽蛋）
食品饮料	51%	寿司、面包、红酒、咖啡、调味品、坚果炒货	40%	少部分非食品、包装净菜、预包装进口水果、面包、熟食等
日用杂货	19%	个人护理、清洁用品、宠物用品		

数据来源：公司公告, 招商证券

图：家家悦便民服务



数据来源：公开资料, 招商证券

# 家家悦：面积较小、多元化单店模式

- 家家悦的门店业态更多元化、面积更小。多元化的业态有利于家家悦以大卖场为主，并通过百货店、便利店向社区以及其他大型卖场难以渗透的地方辐射。而以“宝宝悦”为代表的专业店则通过提供专业化产品切入细分市场，增强盈利能力。

表：家家悦门店形态分布

地区	经营业态	自有物业门店			租赁物业门店		
		数量	建筑面积 (万平米)	平均面积 (万平米)	数量	建筑面积 (万平米)	平均面积 (万平米)
胶东地区	大卖场	18	12.97	7205.56	70	48.96	6994.29
	综合超市	25	5.17	2068	446	55.08	1234.98
	百货店	4	3.76	9400	9	16.49	18322.22
	便利店	-	-	-	11	0.14	127.27
	专业店	10	1.29	1290	41	5.38	1312.2
其他地区	大卖场	2	2.06	10300	18	12.76	7088.89
	综合超市	-	-	-	71	10.99	1547.89
	便利店	-	-	-	6	0.06	100
	专业店	1	0.10	1000	5	0.28	560
合计		60	25.34	4223.33	677	150.14	2217.73

资料来源：公司年报、招商证券

# 永辉：大型卖场为主

- 永辉目前的门店以租赁为主，卖场分散。永辉目前在全国拥有708个卖场。卖场分布超过10家的省市有13个，其中卖场最多的为福建省（122家卖场，占全国的17%），但相比之下，仍远少于家家悦在山东省的732家卖场。

表：永辉自有物业门店分布

地区	经营业态	自有物业门店		
		数量	建筑面积（万平方米）	平均面积（万平方米）
重庆	超市	4	38299	9574.75
四川	超市	1	4200	4200
河北	超市	1	26476	26476
福建	超市	6	64606	10767.67
全国店数	超市	12	133580	11131.67

资料来源：公司年报、招商证券

表：永辉租赁多于10家店铺的省

地区	经营业态	租赁物业门店		
		数量	建筑面积（万平方米）	平均面积（万平方米）
重庆	超市	114	846460	7425.089
贵州	超市	24	233003	9708.45
四川	超市	69	630895	9143.41
陕西	超市	19	161633	8507
河南	超市	31	286500	9241.94
安徽	超市	50	515185	10303.7
河北	超市	24	240396	10016.5
北京	超市	40	411769	10294.23
福建	超市	122	942925	7728.89
上海	超市	20	160899	8044.95
广东	超市	24	166454	6935.58
江苏	超市	53	496608	9369.96
浙江	超市	55	434585	7901.55
全国店数	超市	696	5989965	8606.27

资料来源：公司年报、招商证券

# 永辉VS家家悦：深度对比总结

图：永辉VS家家悦深度对比总结

深度对比	永辉	家家悦
		逻辑模式：砍去中间环节，缩减成本
供应链	自有品牌初步发展	自有品牌品种多、占比高
	供应、仓储、物流全国布局实现规模效益	纵向一体化（采购、仓储、物流）
管理制度	合伙人制度	传统指标监督+试行合伙人
	三级制度	师徒带教
战略布局	全国广布	地域密集
	完备协同	深耕日用，主旨便民
	大卖场为主	多元化店铺形态
<b>总结</b>	<b>合纵连横</b>	<b>纵向深耕</b>

数据来源：公司公告, 招商证券

---

## 未来：相互学习、再造零售业辉煌

- 3.1 永辉：纵向发展、精细化布局
- 3.2 家家悦：走出山东、扩大布局

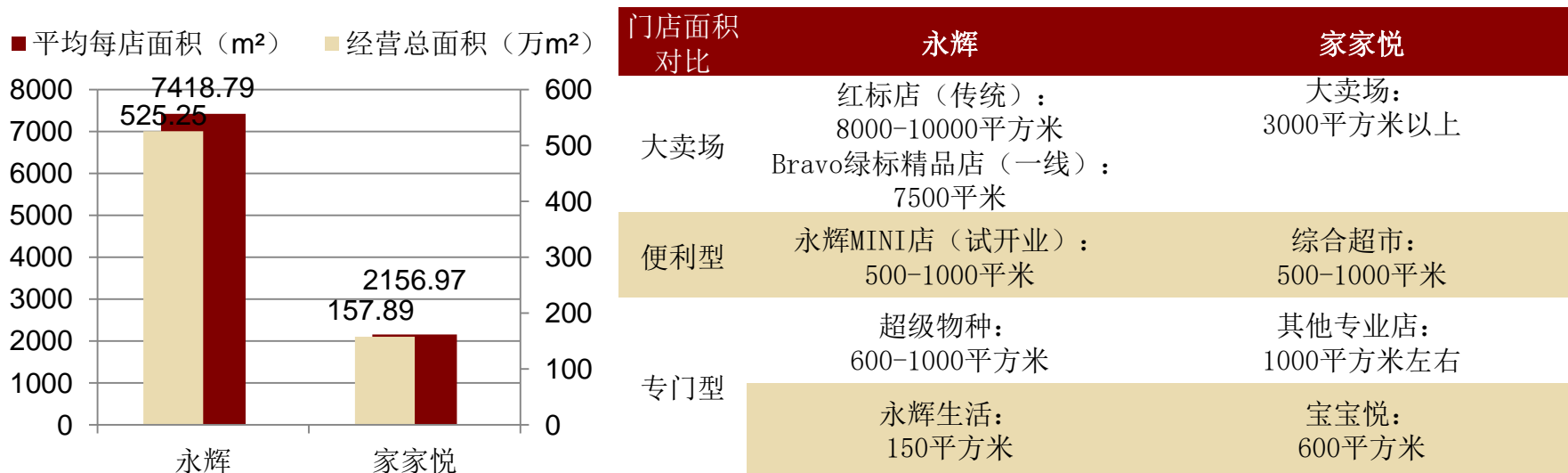
---

### 3.1 永辉：纵向发展、精细化布局

# 永辉：学习家家悦发展小型生态店、店铺模式多元化

- 永辉传统门店面积远大于家家悦。在经营面积上永辉为525.25万平方米，家家悦为157.89万平方米，永辉多采用大店式布局，而家家悦则采用小店式布局；比较永辉与家家悦的平均面积，可知永辉平均每店面积约为7418平方米，而家家悦约为2156.97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，永辉可以学习家家悦的小面积店铺模式，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模式的学习。在永辉的版图已经扩张到全国24省的情况下，永辉只有通过小型店铺精细化布局，才能激发新的增长潜力。

图：永辉与家家悦店铺面积对比



资料来源：公司公告、招商证券

# 永辉：学习家家悦发展MINI店、构建多元店铺业态

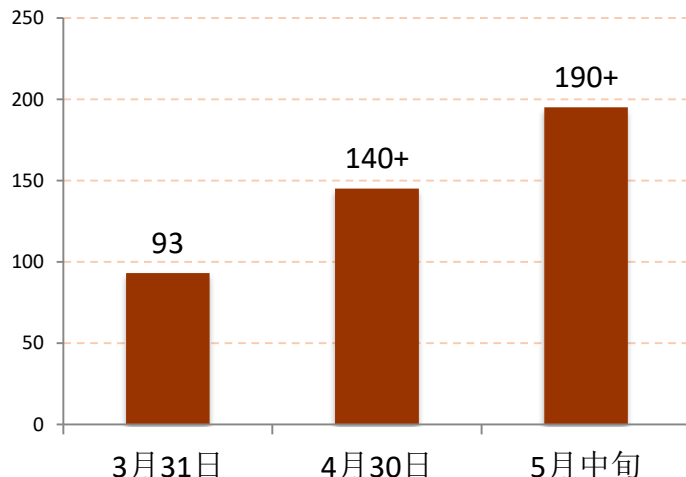
- MINI店则为永辉对店铺形态多元化的探索。相比家家悦，永辉往期在店铺业态上以大店为主，模式略显单一、扩张潜力不足。而2018年底，永辉提出试点MINI店。MINI店面积约为500-1000平方米左右，布址在社区周边计划在2019开出100家“MINI”店，形成一千家大卖场+一千家MINI店的布局。加深店铺形态多元化探索。截止5月中旬，MINI店签店400多家，已经开业191家，10%的店实现盈利。
- 永辉在发展小店模式的过程中需要调整店铺经营管理方式。由于小店的面积和库存有限，供应量会比大店小很多，有着不一样的补货次数；小店的生鲜占比会比大店也会高很多，因此在物流方面需要调整；而小店的门店的管理还是要延续大店的“狼性文化”管理制度的优势。

图：永辉新形态门店图



资料来源：草根调研 招商证券

图：永辉2019年加速布点MINI店



资料来源：公司年报、招商证券



# 单店模型对比：MINI店VS家家悦综合超市

图：永辉MINI店与家家悦单店模型对比

永辉超市mini单店模型			
日销售（元）	35000		
日收入（元）	32586.21		
毛利率	18%		
面积（平方米）	500		
每平米日租金（元/平方米）	5		
员工人数	12		
员工月工资（元）	5000		
每平年水电费（元/平方米）	500		
固定资产投入（元）	1000000		
营业收入(万)	1189.40	占收入比重	
坪效（万/平方米）	2.38		
毛利（万元）	214.09	42.82%	
员工费用（万元）	72	14.40%	
租金（万元）	91.25	18.25%	
水电费用（万元）	25	5.00%	
折旧摊销（万元）	20	4.00%	
利润总额（万元）	5.84	1.17%	净利率 0.49%

图：永辉MINI店与家家悦单店模型对比

家家悦单店模型	数据
单店客流量（人次/店）	550-650人次
人均客单价（元/人）	50-60元/人
单店营业额（万元）/天	3.29万元
单店毛利率（%）	21.50%
单店营业销售人员数量	25-30人
单个员工年平均薪酬（万元）	3.6万元
门店面积	1000-1200
租金费用	30-35元/平方米
租金费用率（%）	2.90%
薪酬费用率	8%-8.5%
单店净利率水平	2.5%-3%

图：永辉MINI店敏感性测试（根据调研数据）

净利率与营收和毛利率水平的敏感性测试							
	1万	1.5万	2万	2.5万	3万	3.5万	4万
18%	-42%	-22%	-12%	-6%	-2%	1%	3%
19%	-41%	-21%	-11%	-5%	-1%	2%	4%
20%	-40%	-20%	-10%	-4%	0%	3%	5%
21%	-39%	-19%	-9%	-3%	1%	4%	6%
22%	-38%	-18%	-8%	-2%	2%	5%	7%

资料来源：草根调研 公司公告 招商证券

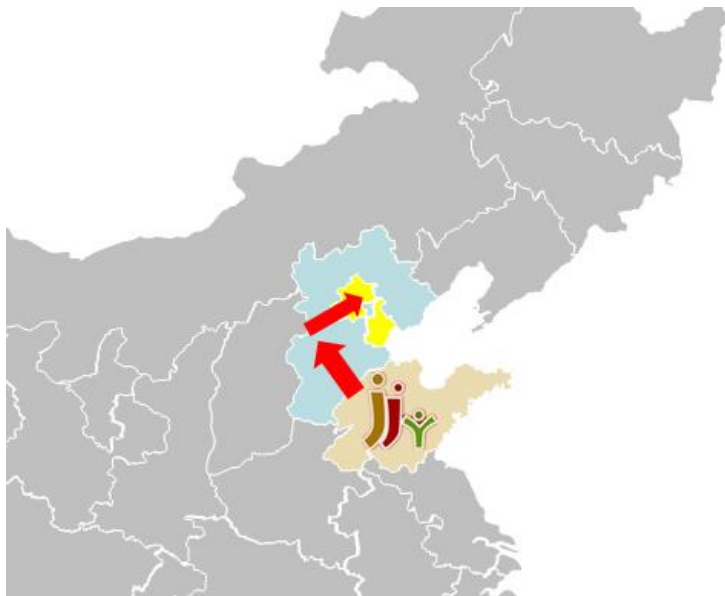
---

## 3.2 家家悦：走出山东、扩大布局

# 家家悦：学习永辉全国性布局

- ▶ 学习永辉全国性布局的体量、扩大体量有助于家家悦寻找新的经济增长点。2009年永辉与家家悦体量大致相同，而如今永辉的市值却约为7.4个家家悦，其原因在于永辉采用了全国性布局的战略。尽管家家悦的深耕山东战略也有着独到的优势，但若在做好精细化布局的同时扩大商业版图，家家悦有望能取得更大的成功。
- ▶ 永辉的供应链广阔辐射能力则是家家悦的全国扩张中需要重点学习的。通过加快门店从山东地区向全国辐射的范围、辅之以综合物流项目的建设和在全国各地建设常温物流、生鲜加工和中央厨房于一体的仓储加工中心，可以形成家家悦自己独特的供应链壁垒，实现市场的拓展。

图：家家悦未来可向津京沪地区扩张



资料来源：招商证券

# 家家悦：学习永辉全国性布局

- 家家悦近年来也在异地扩张的道路上开始探索。2018年11月26日家家悦公告，将以1.56亿元的价格收购张家口福悦祥连锁超市有限公司67%的股权，来扩大供应链规模、拓展邻省河北的业务。河北作为连接山东和京冀地区的省市，适合家家悦迈出扩张战略的第一步。
- 收购福悦祥有利于家家悦在全国扩张道路上迈出第一步。福悦祥在张家口万全区拥有物流配送公司，并计划使用13万平方米自有土地建设常温物流和生鲜加工中心以及中央厨房。而福悦祥已在张家口地区拥有11家超市（2家未开业），估值为1.63亿元。通过对福悦祥现成的供应链体系加以改造，家家悦可以快速在省外进行市场拓展，在省外10多家门店增加线上业务，探索全渠道营销模式，增强市场服务功能。

表：福悦祥连锁超市门店分布情况

区域	超市数量	面积
张家口市万全区	3	7278.12
张家口市经济开发区	2	6157.06
张家口市桥东区	2	6948.31
张家口市桥西区	1	3345.42
张家口市沽源县	2	7606.66
张家口市高新区	1	5483.00
总计	11	36818.57

资料来源：公司公告、招商证券

表：福悦祥被注入资产

物业名称	证载建筑面积 (平方米)	证载用途
沽源县桥西人民中街天元福祥购物广场地下一层商业楼	3803.19	商业
张家口沽源县桥西人民中街天元福祥购物广场1号楼14号	33.24	商业
张家口市桥西区西苑中路21号远大盛和苑小区	2879.06	商业
万全县孔家庄镇民主东街福祥世纪城	5193.48	商业
万全县孔家庄镇民主街南福祥世纪城购物广场负一层	2594.86	商业
万全县孔家庄镇民主街南福祥世纪城购物广场负一层	2562.26	商业
沽源县桥西人民中街天元福祥购物广场一层	2592.28	商业

资料来源：公司公告、招商证券

# 家家悦：试点合伙人制度、助力扩张战略

- 家家悦2016年开始试点永辉的合伙人制度助力区域扩张。截止2017年底，家家悦选择了33家门店试点合伙人机制，推动合伙人分红制度：每个门店都会有一个考核利润目标，超额完成部分的30%将分配给员工作为奖励。推行后试点门店的销售、坪效、劳效平均实现了8%以上的增长，为下一步全面推广合伙人机制打下良好的基础。
- 2018年家家悦合伙人制度进一步推广。改革重塑组织架构，减少管理层次，进一步完善内部战区架构，也将合伙人机制试点进一步推广。2018年年内，家家悦新增西部区域56个门店试行合伙人机制，试点合伙人机制的门店总数89家，试点门店的销售超过公司可比店的平均增幅15%。

图：家家悦可参考永辉合伙人制度构架思路

图：家家悦可参考永辉合伙人制度推进思路



资料来源：永辉管理制度改进计划、招商证券



资料来源：永辉管理制度改进计划、招商证券

# 投资意见

- 预计 2019-2021 年归属于母公司净利润为 29.30/35.49/42.72 亿元，当前市值 对应公司估值为32.8/27.0/22.5倍；考虑公司是生鲜供应链龙头，且长期仍有较大增长空间，维持“强烈推荐-A”。

图：永辉财务数据与估值

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	58591	70517	83863	101114	120991
同比增长	19%	20%	19%	21%	20%
营业利润(百万元)	1941	1264	5202	6456	7865
同比增长	30%	-35%	311%	24%	22%
净利润(百万元)	1817	1480	2930	3549	4272
同比增长	39%	-41%	185%	21%	20%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.31	0.37	0.45
PE	47.4	58.2	32.8	27.0	22.5

# 投资意见

- 预计 2019-2021 年归属于母公司净利润为 4.87/5.94/6.58 亿元，当前市值对应公司估值为28.1/23.1/20.8倍；考虑公司增资及提效空间，维持“强烈推荐-A”。

图：家家悦财务数据与估值

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	11330	12731	14963	17121	19185
同比增长	5%	12%	18%	14%	12%
营业利润(百万元)	414	513	583	668	773
同比增长	21%	24%	14%	15%	16%
净利润(百万元)	311	430	487	594	658
同比增长	24%	38%	13%	22%	11%
每股收益(元)	0.66	0.92	1.04	1.27	1.41
PE	38.3	27.7	28.1	23.1	20.8

# 风险提示

---

风险提示：宏观经济下行影响终端消费需求；行业竞争加剧；开店数量不及预期；创新业态持续亏损；合伙人制度推进不及预期；



# 分析师承诺

---

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

# 投资评级定义

---

## 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

## 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

## 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

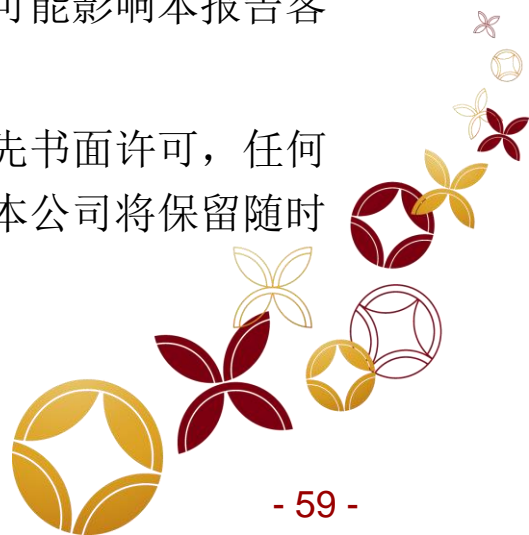
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

# 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听  
Thank You