



东兴证券
DONGXING SECURITIES

把脉生鲜之魂，领军模式化外延

——永辉超市（600584）

2010 年 12 月 2 日

建议申购

永辉超市

新股定价

摘要：

- **政策、通胀双重红利助推超市业态厚积薄发。**十二五规划对边际倾向较高的中低收入政策倾斜、流动性泛滥背景下的通胀风险，形成了内部提升、外部催化并举的温床，超市业态有望迎来前所未有的发展机遇。
- **农转超模式主导下的产业链共赢战略。**农改超的模式不仅与必选消费品健康、体验、加工等消费升级的需求相契合，也同时节约了公司外延扩张的前期成本。然而这种扁平化渠道、商业回补农业的模式实际上形成了上游供应商和中游零售商的双赢，由此带来的成本价格优势和品类差异化竞争最终实现了产业链各节点以消费为最终导向的均衡。
- **串通供应链体系有效支撑渠道下沉外延。**供应链资金流、物流、信息三大要素的有效串联对接不仅实现了永辉模式 70%直采比例对存货周转和费用规模化的正向作用，也同时形成了公司不断扩大外延半径的有效覆盖。以此为据点，结合自身优势的农业省份外延路径，进行更大范围和更深层次的外延扩张，充分分享了边际消费弹性较高的三四线地区消费升级红利。
- **业绩预测及估值：**预测公司 2010-2012 三年的 EPS 分别为 0.38、0.57、0.82 元。考虑到公司突出的核心竞争力，连锁品牌价值的高速成长，享有一定的估值溢价，给予 11 年 40 倍的 PE 水平。公司相对估值为 22.8 元。结合绝对估值价格 20.18 元，公司合理价值区间为 20.2-22.8 之间。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E
营业收入（百万元）	8,474.82	12,373.23	17,941.19
增长率（%）	49.25%	46.00%	45.00%
净利润（百万元）	254.29	291.62	435.93
增长率（%）	18.99%	14.68%	49.48%
每股收益(元)	0.33	0.38	0.57
净资产收益率（%）	24.10%	21.30%	11.38%
PE	0	0	0
PB	0	0	0

高坤

零售行业分析师

010-66507320

gaokun@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间

25-30

发行上市资料

总股本（万股）	657900
发行量（万股）	11000
发行日期	2010.11
发行方式	网下询价，上网定价
保荐机构	中信证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.60
净资产收益率（%）	27.29
资产负债率（%）	66.22

主要股东和持股比例

张轩松	24.28%
民生超市有限公司	24.00%
张轩宁	17.34%

目 录

1. 政策、通胀双重红利助推超市进入黄金时期	4
2. 农贸模式铸就强势产业链地位	5
2.1 农贸市场华丽转身的探路者	5
2.2 共赢战略下的强势产业链地位	6
3. 强大的后台体系有效支撑快速的规模扩张	7
3.1 直采主导高效后台供应链体系	7
3.2 深耕农业主产区的区域布局战略	9
4. 内外兼修的募投项目分享消费盛宴	11
4.1 开店项目彰显巩固优势、积极探索战略	11
4.2 信息化、培训建设强化后台支撑功能	12
5. 业绩预测及估值	13
6. 风险提示	13

表格目录

表 1: 农贸市场和超市优劣比较	5
表 2: 可比超市公司细分品类毛利率水平	5
表 3: 公司四大采购渠道对比分析	9
表 4: 永辉超市外延区域与竞争对手门店数量对比	10
表 5: 公司四大采购渠道对比分析（万元）	11
表 6: 公司物流配送中心体系简介	12
表 7: 绝对估值结果汇总	13

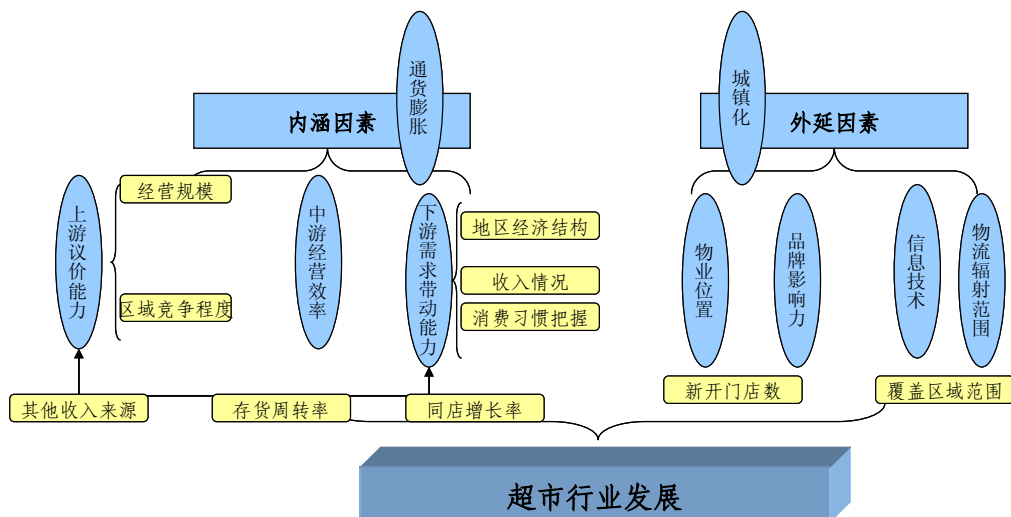
插图目录

图 1: 超市业态核心竞争力图解.....	4
图 2: 07 年以来 CPI 变化趋势.....	4
图 3: 专业连锁板块财务指标与 CPI 的相关性分析.....	4
图 4: 公司生鲜加工品类占比及净利率变化趋势.....	6
图 5: 主营卖场代表性超市毛利水平对比.....	6
图 6: 公司各细分业态占比变化趋势.....	6
图 7: 可比上市公司来源于客户和供应商的货币资金情况比较表.....	7
图 8: 连锁供应链后台体系核心要素流程图.....	7
图 9: 可比上市公司存货周转情况对比.....	8
图 10: 公司三项管理费用与可比公司对比（2009）.....	8
图 11: 公司股权关系图.....	8
图 12: 公司主营区域外延扩张速度.....	9
图 13: 公司主营区域外延扩张速度.....	10

1. 政策、通胀双重红利助推超市进入黄金时期

中国的收入分布是一个底座非常庞大的金字塔，高收入群体主要靠投资性、风险性收入，中低等收入群体则主要靠人力资本和人力资源要素获得收入。超市的终端销售品类具有相对的消费刚性，从而与城镇化引致的中低收入居民消费能力密切相关，而以自营为主的经营模式又使其盈利水平与食品终端价格的涨跌趋于一致。

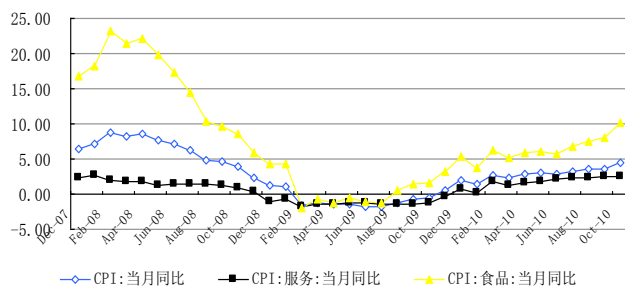
图 1：超市业态核心竞争力图解



资料来源：东兴证券研究所

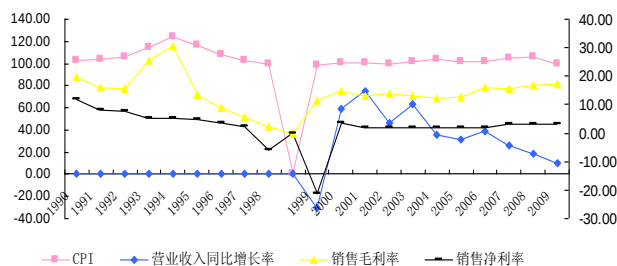
就助推超市竞争力外延动力和内涵盈利的催化剂而言，主要有政策和通胀两方面。首先，中央制定的十二五规划建议中，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，重点提出了完善收入分配制度、着力提高城乡中低收入居民收入的要求。其次，从通胀的角度来看，超市板块的毛利率水平与 CPI 指标密切相关，而收入增速和利润水平则有一定滞后，货币幻觉是存在滞后的主要原因。今年 10 月份 CPI 达到已经达到了 4.4%，供需缺口和充裕的流动性在短期内难有反转的可能，明年上半年将成为物价集中爆发的阶段，考虑到季节性因素和货币流动的滞后效应，严重通胀将在明年下半年凸显。十二五规划对边际倾向较高的中低收入政策倾斜、流动性泛滥背景下的通胀风险，形成了内部提升、外部催化并举的温床，超市业态有望迎来前所未有的发展机遇。

图 2：07 年以来 CPI 变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 3：专业连锁板块财务指标与 CPI 的相关性分析



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

2. 农贸模式铸就强势产业链地位

2.1 农贸市场华丽转身的探路者

发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店销售，其中美国和德国的农产品90%是通过这类终端销售，日本通过该类渠道销售的农产品也达到70%。目前我国农产品通过超市渠道销售的比重约30%，另外约70%的农产品通过传统农贸市场销售给消费者。随着超市企业经营网络的不断扩张及新进入者的加入，超市企业之间的竞争愈演愈烈，部分一二线城市更是进入“一公里”的竞争态势。没有独特的盈利模式和核心竞争力的超市企业将在竞争中处于劣势，以生鲜为特色的超市企业具备广阔的发展空间。

表 1：农贸市场和超市优劣比较

项目	农贸市场	超市	农改超
行业集中度	单体市场，区域垄断	较低，竞争激烈	差异化市场，竞争较小
品类丰富度	品类丰富	品类相对狭小	品类基本与农贸市场接轨
购物环境	环境较差	环境较好，适应消费升级	环境较好，适应消费升级
食品安全	管理缺失，源头产品为主安全性较好	加工食品存在一定安全隐患，对供应链要求较高	加工食品存在一定安全隐患，对供应链要求较高
价格优势	低价优势	直采比例决定价格优势	价格优势较一般超市占优
后台管理	分散化管理	分散化与集约化的过度阶段	生鲜的自营模式实现了农产品的集约化经营管理
政策扶持	地方政府扶持力度较大	无特殊政策倾向	政府鼓励模式
外延路径	跨区扩张难度较大	区域内渗透、跨区连锁	区域内渗透、跨区连锁

资料来源：东兴证券研究所

目前公司的“农改超”有三种模式：一是在原有农贸市场附近新建替代性生鲜超市；二是在农贸市场原址原建生鲜超市；三是新建超市。这实现了商业零售企业低成本扩张的捷径，至少可以节省大量的前期选址费用，但由于农贸市场具有一定的政府主导性，所以在农改超模式中，也极易产生一定的“寻租”成本。由此而引致独特的永辉模式：一是在购物环境上，率先把“生鲜区”的营业面积扩大，把3000多种农产品作为主营产品，并对陈列台、灯光照明、称量、保鲜设施、服务技术等进行全面改造升级；二是在购物习惯和商品价格上，保持对农贸市场的价格竞争优势；三是在生鲜农产品经营中，做到了“两低、两高”，即价格低、损耗低，保鲜高、质量高；四是实现商业反哺农业。目前公司在全国建立了约20个农业种植合作基地，按照“企业+农户”的对接模式和“一村一品”的指导原则，实践“包销到户”。

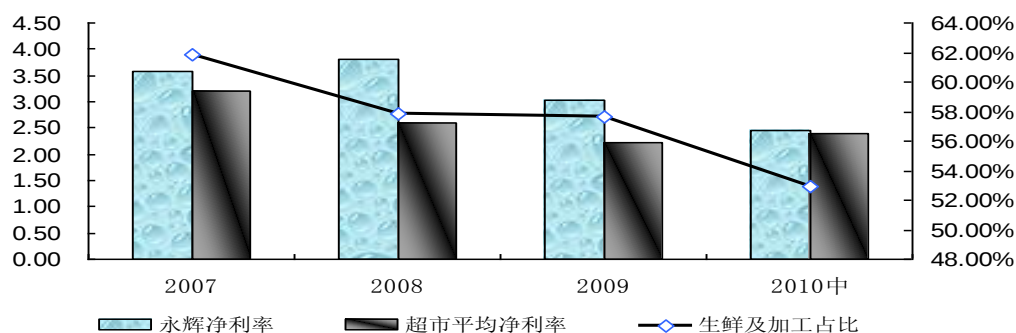
公司目前的收入构成中，生鲜加工占据了半壁江山，与此同时，扁平化的农改超模式也将这一收入特性转化为了高于行业平均的盈利优势。超市的生鲜、食品和服装百货三大基本品类中，永辉超市凭借扁平化的上游优势明显领先于可比企业，而整体综合毛利率较低的原因主要是其与上游供应商共赢战略而导致的低后台毛利水平。

表 2：可比超市公司细分品类毛利率水平

	人人乐	新华都	永辉超市
食品类(%)	9.89	12.52	18.48
生鲜类(%)	5.87	11.49	11.68
服装类(%)	—	—	30.1
百货类(%)	16.95	20.9	—

资料来源：东兴证券

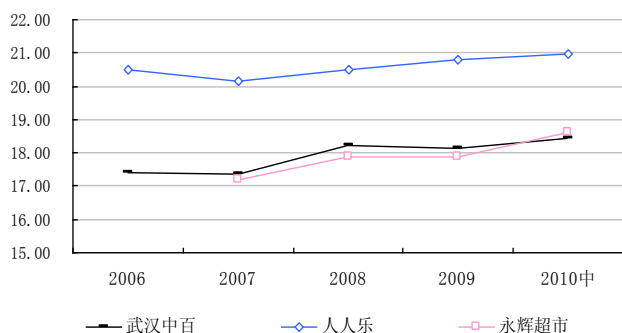
图 4：公司生鲜加工品类占比及净利率变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

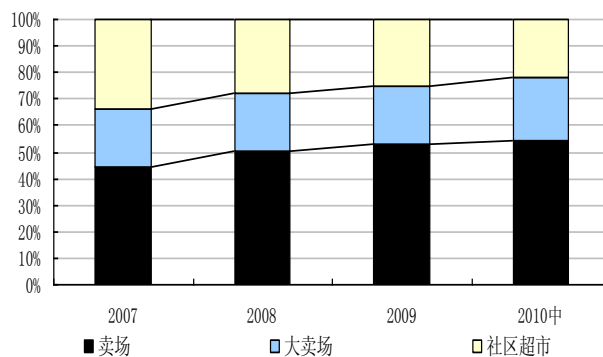
公司核心业态包括大卖场、卖场和社区超市，未来也将根据所进入市场的消费者的需求适时开设精品超市，满足不同层次消费者的需求。可比的超市上市公司中，人人乐主营大卖场为主；武汉中百是综超和大卖场并举；华联综超和步步高的细分业态较多。按照一般流程，从农民到批发商、供应商，最后到超市物流采购，通常需经过4个以上环节。而通过直采模式，原先被中间商赚得的利润可直接“转移”到农民，并最终惠及消费者。直采的农产品价格较传统模式低15%-20%。农超对接就是商品定价权的争夺，对接剔除繁复的中间环节，零售商就可获得定价自主权，这对于以价格制胜的大卖场来说是至关重要的，这同时也是永辉模式具备量价双重优势的关键所在。

图 5：主营卖场代表性超市毛利水平对比



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 6：公司各细分业态占比变化趋势



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.2 共赢战略下的强势产业链地位

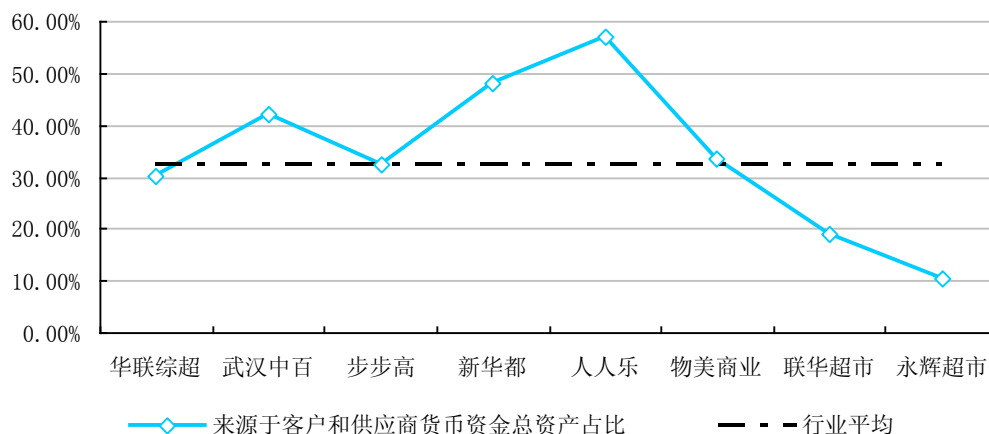
加大生鲜比例已经成为我国超市行业目前的共同举措，为了在激烈的行业竞争中提高竞争力和盈利能力，超市企业纷纷采取“农超对接”、“自有品牌”、“买断经营”

等方式，这在一定程度上反映了超市企业正在凭借其在整个产业链中的地位，尝试以流通环节去整合产业链的上游，而具备核心竞争力的、难以复制的经营模式的超市企业将在产业链的竞争中取得优势。

然而在农超对接的大背景下，如何在众多分散的农贸市场中，通过向产业链上游渗透，实现最终的共赢发展是实践农贸向超市转型的关键所在。相对于其他超市类上市公司，永辉领先的生鲜经营理念、稳定的生鲜采购基地、丰富的生鲜商品知识、超过700人的生鲜采购团队、科学的工作流程、与时俱进的内部管理体系、日趋完善的人才培养体系以及对百姓民生习俗的了解等都形成了这一细分行业的进入壁垒。

与依靠进场费、堆头费等项目繁杂的其他收入支持后台毛利率的主流超市企业不同，也与通过预收账款获取运营现金流支撑的诸多百货、超市零售企业不同，公司的货币资金来源极大程度上采取了与上下游共赢的战略，然而这并不能说明公司弱势的产业链地位，而是通过自采、自有品牌以差异化为目标打开长期成长空间的蓝海战略。

图 7：可比上市公司来源于客户和供应商的货币资金情况比较表



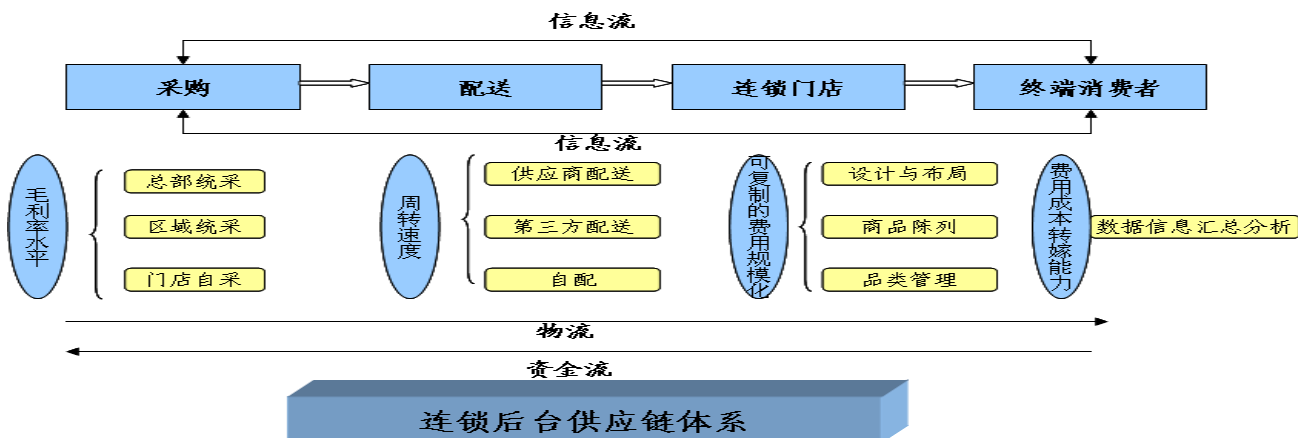
资料来源：招股说明书,东兴证券研究所

3. 强大的后台体系有效支撑快速的规模扩张

3.1 直采主导高效后台供应链体系

对于连锁超市企业而言，后台体系的建设直接决定了公司外延扩张的上限和扩张的绩效。总部后台供应链系统，尤其是统一配送是直营连锁中的中心环节，高效、标准化运行的配送中心是直营连锁体系利润的主要来源，也是直营连锁发展的基本条件，并在此基础上为加盟门店提供采购和物流服务，解决资金、人才等方面的障碍，实现基于自身品牌和核心能力等无形资产的增长。永辉超市的135家门店，其中特许经营加盟的便利店门店数量达到85家，全部在福建省福州市。

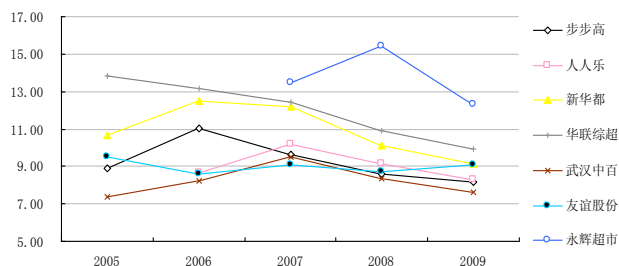
图 8：连锁供应链后台体系核心要素流程图



资料来源：东兴证券研究所

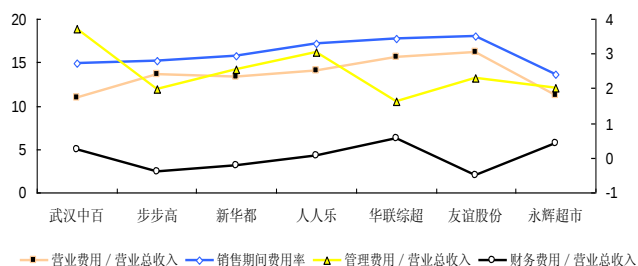
在“永辉模式”背后，是公司建立的一整套完善的全国性生鲜农产品统采和区域直采体系，再加上内部商品保鲜研发机构，极大地减少了“产地—门店—顾客”的生鲜农产品产业链的中间环节，降低了物流、仓储和损耗成本，提高了存货周转速度。公司 2009 年的损耗率为 0.27%，处于较低水平，存货周转率也明显快于可比公司同期水平。与此同时，公司三项费用率均低于同期同行业可比上市公司，这与公司在中西合璧的股权背景下，通过国际化标准和有效手段来降低商品损耗率、坏账准备，从而降低销售和管理费用不无关系。

图 9：可比上市公司存货周转情况对比



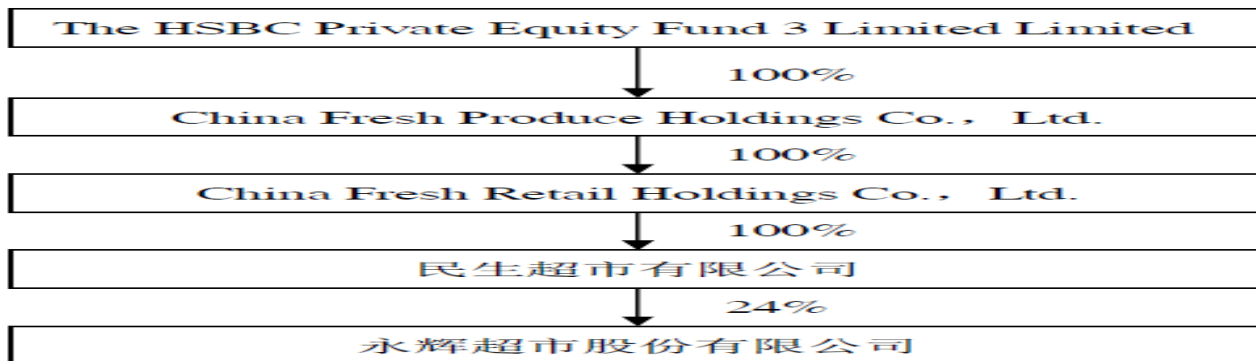
资料来源：招股说明书,东兴证券研究所

图 10：公司三项管理费用与可比公司对比（2009）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 11：公司股权关系图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

目前，按照采购渠道划分，公司的全国性生鲜农产品统采和区域直采体系分为四部分组成：基地采购、当地采购、远程采购、批发市场采购。公司在部分生鲜农产品采购中获取了比批发市场多 25-30% 的利差。公司的采购渠道是依据不同品类的产品特性而采取的“量身定做”策略：生鲜商品的全国性统采和区域直采，其中直采比例达到 70% 以上；服装商品“全国统采”“包销定制”的采购模式；食品用品区域采购为主、全国采购为辅的策略。

表 3：公司四大采购渠道对比分析

	基地采购	当地采购	远程采购	批发市场采购
特点	订单采购和预算采购	公司主动寻找当地种植农户进行合作	根据生鲜农产品生产和消费的区域差、时间差和季节差，进行调节性采购	从区域性的农产品批发市场或专业市场采购货源
优势	保证了生鲜农产品供应的稳定性和安全性	满足当地消费者特色需求的产品采购、降低采购及渠道成本	公司在品种、价格上始终保持对农贸市场的竞争优势、打破了跨地区之间信息、路程的封闭	发挥批发市场的调节和保障作用
适用品类	生鲜产品	生鲜农产品货源	各类商品	各类商品
公司现状	已有两家自建基地（福建永泰、福建闽清），同时还在六凤洲、南通、竹岐、莆田、屏南、北园等地区建立了合作基地	——	在全国各地建立采购中心，拥有了固定或季节性 30 多个远程采购点	——

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

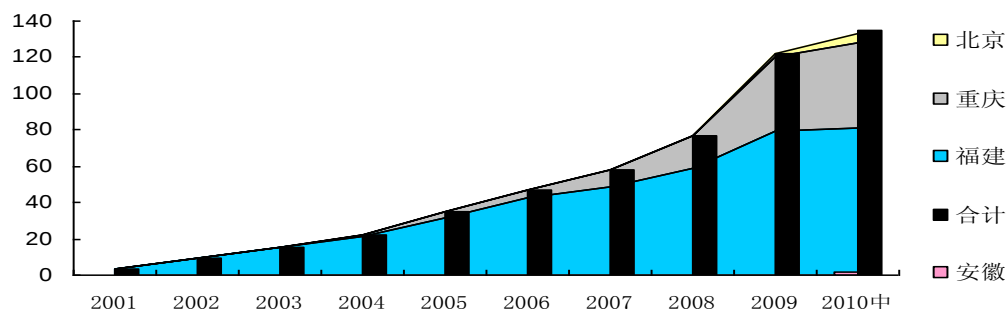
此外，公司目前已投入使用位于福州市闽侯县的现代物流配送中心，计划分别在福建福州和四川彭州建设物流配送中心，其中福建福州南屿工业区将建设覆盖福建全省的物流配送中心。

3.2 深耕农业主产区的区域布局战略

3.2.1 农业主产区的上游借力外延

截至 2010 年 6 月底，公司及其控股的子公司拥有 135 家连锁门店，主要遍布我国四大经济区域，即海峡西岸经济区的福建省（81）、成渝经济区的重庆市（47）、京津冀都市经济圈的北京市（4）以及泛长三角经济区的安徽省（2，计划 10 家）。公司特许经营加盟的便利店门店数量达到 85 家，全部在福建省福州市。从公司目前外延扩张的四大区域来看，都或多或少与农业有着不解之缘，这不仅与公司以生鲜为特色的经营模式相契合也符合公司“借助流通环节，整合上游资源”的发展战略：重庆是一个大城市与大农村的结合体，是我国重要的粮食主产区和商品猪肉生产基地；安徽省也是传统的农业大省；而背靠台湾的福建大本营在海西建设的背景下享有了海峡两岸的农业资源。

图 12：公司主营区域外延扩张速度



资料来源：招股说明书,东兴证券研究所

公司在福建和重庆的市场均处于领先地位，对供应商的议价能力较高，2009 年度公司的主营毛利率为 15.42%，高于同区域的竞争对手。截至 2010 年 6 月底，公司在北京和安徽的门店分别只有 5 家和 2 家，经营规模和品牌影响力尚处于发展初期，对当地供应商的议价能力有限。随着公司经营规模的扩大，公司对供应商的议价能力将进一步增强。

表 4: 永辉超市外延区域与竞争对手门店数量对比

	福建		重庆		安徽		北京	
	永辉超市	新华都	永辉超市	重庆百货	永辉超市	合百合家福	永辉超市	物美、京客隆
总门店	81	87	47	145	2+9	104	5+9	357/119
大卖场	10	35	6	29	—	8	2	35/7
超市	27 (卖场)	47	35 (卖场)	116	27 (卖场)	47	2 (卖场)	77/51
便利店/社区	44 (社区)	—	6 (社区)	—	44 (社区)	—	1 (社区)	245/61

资料来源：东兴证券研究所

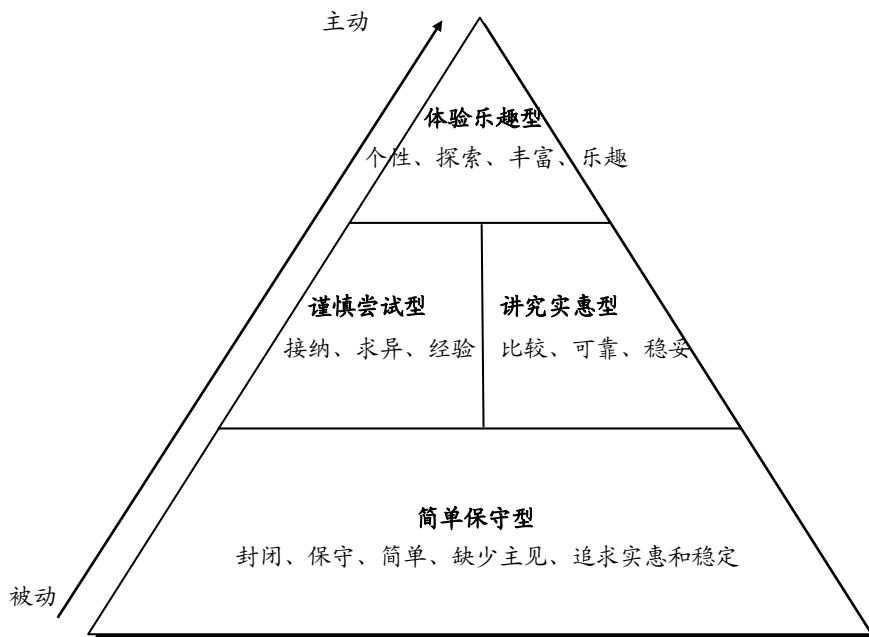
未来计划在巩固福建和重庆两大市场的基础上继续延伸海峡西岸经济区和成渝经济区的其他市场机会，适时覆盖至四川和贵州以及福建其他城市。公司未来两年内将投资开发 100 余家门店。

3.2.2 三四线城市或成为渠道下沉的主力区域

以陕西韩城这样的三四线城市为例，它们占据了我国 55%的人口，以及超过 52%的居民收入。事实上，当北京、上海、广州等一二线城市的消费市场逐渐饱和时，以县级市为代表的三四线城市逐渐成为各企业寄予厚望并试图开拓的市场。在一线城市专业化、二三线城市综合化的行业发展趋势下，三四线城市占比较大的必选消费升级将直接作用于生鲜消费的“转移”，即从农贸市场转向购物环境更好的超市业态；从农产品原料转向中后端的农产品加工和熟食、半熟食产品。

根据 AC Nielsen 2007 年的统计资料，三四线城市大卖场、超市的发展速度明显快于一线城市，且高于全国平均水平。其中，地级市大卖场销售额增长比一线城市高 13-15 个百分点；超市销售额增长比一线城市高 8-11 个百分点。

图 13: 公司主营区域外延扩张速度



资料来源：东兴证券研究所

调查显示，三四线城市与一线市场有相同的消费趋势，即趋优消费和趋低消费，但是出于完全不同的动机。三四线城市的消费者售卖的商品多是从上级城市进货的，加上运费之后导致在当地购买的商品价格较高；同时因为渠道的多元化和差异化程度逊于大城市，商品的选择也不如大城市丰富。在这两个因素的作用下，三四线消费者会利用去上级城市的机会购买小件的、重量轻的、对个性化要求较高的商品，比如服装、个人电子产品。而像同质化的日用生鲜品类则更倾向于在当地购买。

4. 内外兼修的募投项目分享消费盛宴

表 5：公司四大采购渠道对比分析（万元）

序号	项目名称	投资金额	募集资金使用金额
1	连锁超市发展项目	159788	159788
2	农产品加工配送中心项目	12000	12000
3	信息化系统升级改造项目	12600	12600
4	企业培训中心项目	5000	5000
合计		189388	189388

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

4.1 开店项目彰显巩固优势、积极探索战略

此次募投项目中的 73 家门店，建设期为 24 个月，其中 2010 年新开 38 家，2011 年新开 24 家，2012 年新开 11 家，这样的开店速度和步伐处于公司的运营能力范围之内。从地域分布来看，73 家连锁门店发展项目中重庆 30 家、福建 24 家、北京 9

家、安徽 9 家、贵州 1 家，未来 5 年将以重庆为核心，着力拓展成渝经济区，在该区域建立 150-200 家门店，体现了公司“区域领先、稳健扩张”的发展战略。

此外，对于决定外延边界的物流配送中心，公司也进行了相应的配套计划，重点集中于收入份额较大且配套空白的重庆市：公司计划对成都永辉商业发展有限公司增资，并通过成都永辉在彭州市濛阳县工业开发区建设农产品加工配送中心。项目规划用地 108 亩，预计西南物流体系需要支撑的年周转商品总金额保守估计将达 150 亿元。项目建成后预计年配送容量达到 292000 吨以上，年配送金额达 15 亿元，将直接安排就业和带动农户逾 2000 户。

表 6：公司物流配送中心体系简介

	配送中心	面积	配送范围
现有	福州闽侯配送中心	110 亩	涵盖酒水饮料、休闲食品、服装百货、家用电器等 30 多类，辐射范围逾 300 公里
	福州鳌峰配送中转站	5000 平米	主要负责福州地区生鲜品类配送
	福州金山工业区食品工业园	50 亩	设有面包、冷冻食品、肉制品等 10 多个生产车间
	重庆北碚区三溪口配送中转站	8000 平米	主要负责重庆地区生鲜农产品配送
	重庆江北区金源时代购物广场配送中转站	2 万平米	主要用于食品用品和服装配送
拟建	福州南屿工业区	2.5 万平米	覆盖福建全省的食品用品配送
	四川彭州农产品加工配送中心	108 亩	蔬菜基地，支撑成渝经济区部分生鲜仓储配送和全国分拣、储存、展示及配送任务
	重庆物流中心	350 亩	支撑重庆生鲜、食品用品和服装约 150 亿元的销售规模

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

4.2 信息化、培训建设强化后台支撑功能

超市已由传统的劳动密集行业过渡到资金、技术密集的行业。信息化程度直接决定了外延扩张的绩效和供应链信息系统的串联通畅。公司信息系统的核心业务系统包括门店业务管理系统、物流仓储及配送管理系统以及供应商服务等。公司信息系统的核心业务系统包括门店业务管理系统、物流仓储及配送管理系统以及供应商服务等。核心业务系统采用三层业务组织架构，其信息系统包括总部、地区（区域）公司、门店系统三部分。其中总部系统包括 BMS 业务管理系统（Business Management System）、BRS（数据分析系统）、VSS 供应商服务系统（Vender Service System）三大功能模块，区域分公司系统包括：物流调度系统 DMS（Distribution Management System）、仓储管理系统 WMS（Warehouse Management System）、FAS 财务辅助系统（Financial Assistant System）三大功能模块。门店系统负责门店的进销存管理。

项目目标是在项目建成后的未来 3 到 5 年内，使公司的信息化程度和管理水平达到行业先进水平，为公司参与激烈的市场竞争提供坚实的信息化后盾，又为公司未来 5-10 年快速成长，占领并巩固行业翘楚地位打下信息化基础。

此外，公司计划在三年内进一步扩大业务规模，计划新增 73 家门店，新增业务所需人员规模接近 2 万人。公司迫切需要通过建设企业培训中心，加大招聘、培训的建设投入，优化流程，强化各个模块的功能，加快员工的引进和培训速度，支撑公司的发展。培训中心的建成将有助于增强员工技能、补充中高层管理人员、增强公司员工的整体业务水平，完善企业文化的建设，提高公司内部运营和控制的效率，并可有效地整合公司各项资源，提高公司的品牌推广能力和客户服务水平，帮助管理层提高决策的质量和效率，对公司顺利实现下一步的业务发展目标有重要的作用。

5. 业绩预测及估值

作为超市红海市场中通过生鲜差异化定位的跨区企业，依托我国广泛的农业优势区域，公司有望在生鲜集客效应的基础上形成与非食、服饰相关品类的良性循环发展，从而最终实现内外兼修的发展态势。外延方面，假设 11 年和 12 年将分别新开 50 和 56 家门店，随着后台供应链体系的辐射范围的扩大和品牌效应的放大，假设未来 3 年的收入增速均维持在 40%以上；内涵方面，随着直采规模经济效应的范围经济化，扁平化的渠道将继续有助于毛利率的稳步提升，假设 10-12 毛利率水平分别为 18.5%/19%/19.2%。随着今后两年新店比例的下降，各项费用率水平将逐步下降。预测公司 2010-2012 三年的 EPS 分别为 0.38、0.57、0.82 元。

预计 2011 年 A 股零售板块的 PE 在 30 倍左右，考虑到公司突出的核心竞争力，连锁品牌价值的高速成长，享有一定的估值溢价，给予 11 年 40 倍的 PE 水平。公司相对估值为 22.8 元。结合绝对估值价格 20.18 元，公司合理价值区间为 20.2-22.8 之间。

表 7：绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	22.36	13.61-65.62	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	20.18	17.01-24.94	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	21.10	17.51-26.75	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	36.44	26.57-62.4	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

公司面临着以下风险：信息技术及仓储配送系统滞后外延扩张的风险；较大租赁门店带来的租金上涨、违约等风险；宏观经济波动带来的消费能力和消费信心下降风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,678.16	8,474.82	12,373.23	17,941.19	25,117.66
营业成本	4,662.64	6,957.99	10,084.18	14,532.36	20,345.30
营业费用	577.19	946.61	1,509.53	2,332.35	3,315.53
管理费用	108.29	171.91	272.21	394.71	552.59
财务费用	22.00	36.78	71.78	34.34	(3.55)
投资收益	(0.25)	0.00	0.08	0.08	0.08
营业利润	284.30	328.16	389.30	581.71	842.08
利润总额	283.06	331.59	392.30	584.71	843.08
所得税	66.43	74.72	98.07	146.18	210.77
净利润	216.63	256.87	294.22	438.53	632.31
归属母公司所有者的净利润	213.71	254.29	291.62	435.93	629.71
NOPLAT	234.41	282.70	345.81	462.04	628.89
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	476.28	534.61	1,113.59	1,474.25	2,009.41
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	28.60	59.71	101.70	147.46	206.45
预付款项	216.65	379.54	581.23	871.88	1,278.78
存货	377.89	752.11	884.09	1,114.81	1,449.25
流动资产合计	1,299.13	1,977.95	3,044.56	4,132.26	5,673.88
非流动资产	525.56	1,190.32	1,333.97	1,655.87	1,660.28
资产总计	1,824.69	3,168.28	4,378.52	5,788.14	7,334.16
短期借款	465.64	992.00	1,576.11	0.00	403.80
应付帐款	314.72	635.17	994.60	1,353.70	1,839.44
预收款项	59.13	131.29	242.65	404.12	630.18
流动负债合计	1,002.84	1,938.86	2,917.36	1,862.82	2,978.42
非流动负债	0.00	159.10	74.10	74.10	124.10
少数股东权益	13.11	15.28	17.88	20.48	23.08
母公司股东权益	808.75	1,055.04	1,369.18	3,830.74	4,208.56
净营运资本	296.29	39.10	127.19	2,269.44	2,695.46
投入资本 IC	811.21	1,612.71	1,849.58	2,376.97	2,676.03
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	216.63	256.87	294.22	438.53	632.31
折旧摊销	39.01	66.69	0.00	89.09	95.59
净营运资金增加	177.36	(257.19)	88.09	2,142.25	426.02
经营活动产生现金流	180.64	205.41	333.07	248.41	432.61
投资活动产生现金流	(377.88)	(692.00)	(202.92)	(302.92)	(102.92)
融资活动产生现金流	284.39	562.18	448.83	415.18	205.47
现金净增（减）	87.14	75.60	578.98	360.66	535.16

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。