

永辉超市（601933）：独领超市行业新风潮——“永辉模式”

商业

合理价：23.15-26.05 元

报告日期：2010 年 12 月 9 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8475	11908	16919	23686
(+/-)	49.25%	40.51%	42.08%	40.00%
营业利润	328	386	584	849
(+/-)	15.43%	17.63%	51.29%	45.30%
归属于母公司 的净利润	254	294	444	646
(+/-)	18.99%	15.54%	51.28%	45.32%
每股收益（元）	0.33	0.38	0.58	0.84
市盈率（倍）	72	63	41	29

公司发行新股基本情况

发行日期	2010-12-06
发行后总股本（万股）	76790
发行股数（万股）	11000
发行价格（元）	23.98
发行市盈率（倍）	73.14
发行动态市盈率（倍）	63
行业滚动市盈率（倍）	44.3
第一大股东	张轩松、张轩宁
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	41.62% / 35.66%
发行前每股净资产（元）	1.71
发行前资产负债率（%）	58.75

注：发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：天相商业组

010-66045720 shao1x@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次拟发行A股1.1亿股，发行后总股本为7.68亿股。公司第一大股东即实际控制人为张轩松、张轩宁两兄弟，合计持股2.74亿股，约占发行后总股本的35.66%。
- **致力于成为全国性优秀超市企业。**公司是继华联综超、人人乐之后A股市场上第三家定位于全国性的超市企业。公司稳坐福建省内超市龙头地位，未来公司将以福建、重庆、北京及安徽作为四大战略区域的核心，加速向海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区及周边地区扩张，实现全国性的战略布局。
- **超市行业发展趋势-规模化、精细化与自有品牌化。**目前我国超市行业已经进入发展成熟期，而内资与外资超市企业的激烈竞争令内资超市逐渐处于劣势。公司牢牢把握行业精细化的发展趋势，依托独特的“永辉模式”，抢占生鲜经营的差异化发展先机，快速扩张复制，加之公司强大的供应链管理优势，规模效应将突显，行业地位不断提升，从而具备与外资超市抗衡的实力。
- **竞争优势。**生鲜产品采购与经营模式的创新；标准化的“永辉模式”将助推公司快速扩张，未来盈利空间巨大；公司股权结构合理，管理层专业勤勉，成为公司发展的有力保障。
- **募股资金投向。**公司拟将募集资金投向四个项目：公司将在四个核心地区——福建、重庆、北京和安徽，以及贵州共新开73家超市；为配合西南市场扩张，投资兴建四川农产品加工配送中心；同时改造现有的信息技术系统及建立自有企业培训中心，从而为公司未来扩张奠定基础，保证持续的竞争优势。
- **盈利预测。**以IPO后总股本7.68亿股计算，我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.38元、0.58元和0.84元。在综合考虑了行业估值水平、公司市场地位及未来门店扩张等因素后，我们认为公司合理价格在23.15元-26.05元。
- **风险提示。**跨区域扩张带来的风险、规模扩张带来的管理风险、高速扩张对短期业绩影响的不确定性风险、对租赁物业的依赖导致的续租租金上涨风险。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主营业务——“农改超”的典范	5
2. 行业发展分析	10
2.1 我国超市行业进入发展成熟期	10
2.2 超市行业竞争格局——外资势头迅猛，行业集中度提升	10
2.3 超市行业发展趋势——规模化、精细化与自有品牌化	11
3. 募集资金项目分析	13
3.1 连锁超市扩张——保证持续的竞争力	13
3.2 农产品加工配送中心——开拓西南市场的后盾	13
3.3 信息系统改造与企业培训中心——必备的助推力	14
4. 公司竞争优势	14
4.1 生鲜产品采购与经营模式的创新	14
4.2 标准化的“永辉模式”将助推公司快速扩张，未来盈利空间巨大	14
4.3 公司股权结构合理，管理层专业勤勉，成为公司发展的有力保障	14
5. 财务分析	15
5.1 成长性分析	15
5.2 盈利能力分析	15
5.3 偿债能力分析	16
5.4 资产运营能力分析	17
6. 盈利预测与估值分析	18
6.1 盈利预测	18
6.2 估值——合理价位 18.24 元—19.76 元	19
7. 风险揭示	19

图 表 目 录

图表 1：永辉超市历史沿革及股权形成图.....	4
图表 2：此次发行前后股权结构及控制关系.....	5
图表 3：发行前公司股权结构图.....	5
图表 4：历年门店情况.....	6
图表 5：各地区收入占比及增速.....	6
图表 6：公司门店经营流程图.....	6
图表 7：公司已有和未来拟建后的物流配送体系.....	7
图表 8：公司收入结构及主营业务收入结构.....	8
图表 9：公司三大业态地区分布（2010 年 6 月底）及基本情况.....	9
图表 10：公司三大业态收入、门店数及各自占比情况.....	9
图表 11：公司各主营业务毛利率情况和综合毛利率.....	9
图表 12：连锁百强及其中超市企业占比情况.....	10
图表 13：连锁百强超市企业中外资超市占比情况.....	10
图表 14：超市行业集中度（以连锁百强中前十大超市为对象）及十大超市中外资超市情况.....	11
图表 15：未来超市行业发展趋势.....	12
图表 16：A 股市场上超市行业公司收入与净利率情况比较（2009）.....	12
图表 17：拟募集资金项目.....	13
图表 18：拟建门店情况.....	13
图表 19：拟建农产品加工配送中心项目情况.....	13
图表 20：A 股超市公司收入增速对比.....	13
图表 21：A 股超市公司净利润增速对比.....	15
图表 22：A 股超市公司综合毛利率对比.....	16
图表 23：A 股超市公司营业利润率对比.....	16
图表 24：A 股超市公司期间费用率对比.....	16
图表 25：A 股超市公司净资产收益率对比.....	16
图表 26：A 股超市公司资产负债率对比.....	16
图表 27：A 股超市公司流动比率对比.....	16
图表 28：A 股超市公司存货周转率对比.....	17
图表 29：A 股超市公司应收账款周转率对比（剔除过高的人人乐）.....	17
图表 30：公司盈利预测表（单位：万元）.....	18

1. 公司概况

1.1 公司简介

公司创立于2001年，后由福建永辉集团有限公司依法整体变更为股份有限公司而设立，发起人有张轩松、张轩宁等10位自然人、福建汇银投资股份有限公司以及民生超市有限公司。

图表 1：永辉超市历史沿革及股权形成图

公司成立	2001年4月13日福州永辉超市有限公司成立，注册资本100万元，张轩松和张轩宁分别持有60%和40%股权
股权变更	2003年2月14日公司注册资本变更为500万元，两人增资仍持有60%及40%的股权 2003年9月30日公司注册资本增至1000万元，张轩松和张轩宁和两位新增股东郑文宝和黄纪雨分别持股45%、35%、10%和10% 2004年2月23日公司再次将注册资本增至5000万元，新增六位股东 2004年6月3日公司更名为本公司的前身“福建永辉集团有限公司”
变更为中外合资企业	2007年6月15日民生超市增资，新增注册资本人民币1250万元。公司股东持股情况：张轩松28%；张轩宁20%；民生超市占20%；另多人分别占4%。
股权转让	2008年9月23日自然人股东将所持有部分股权转让给汇银投资，占公司注册资本的6.97%
外资二次增资	2008年11月17日民生超市增资。公司的注册资本由6250万元人民币增加到6579万元人民币。张轩松占公司注册资本的24.28%；张轩宁占公司注册资本的7.34%；民生超市占比24%
股份公司设立	2009年6月5日变更为股份公司，总股本6579万股。 2009年7月8日商务部同意变更为外商投资股份公司，名称变更为永辉超市股份有限公司

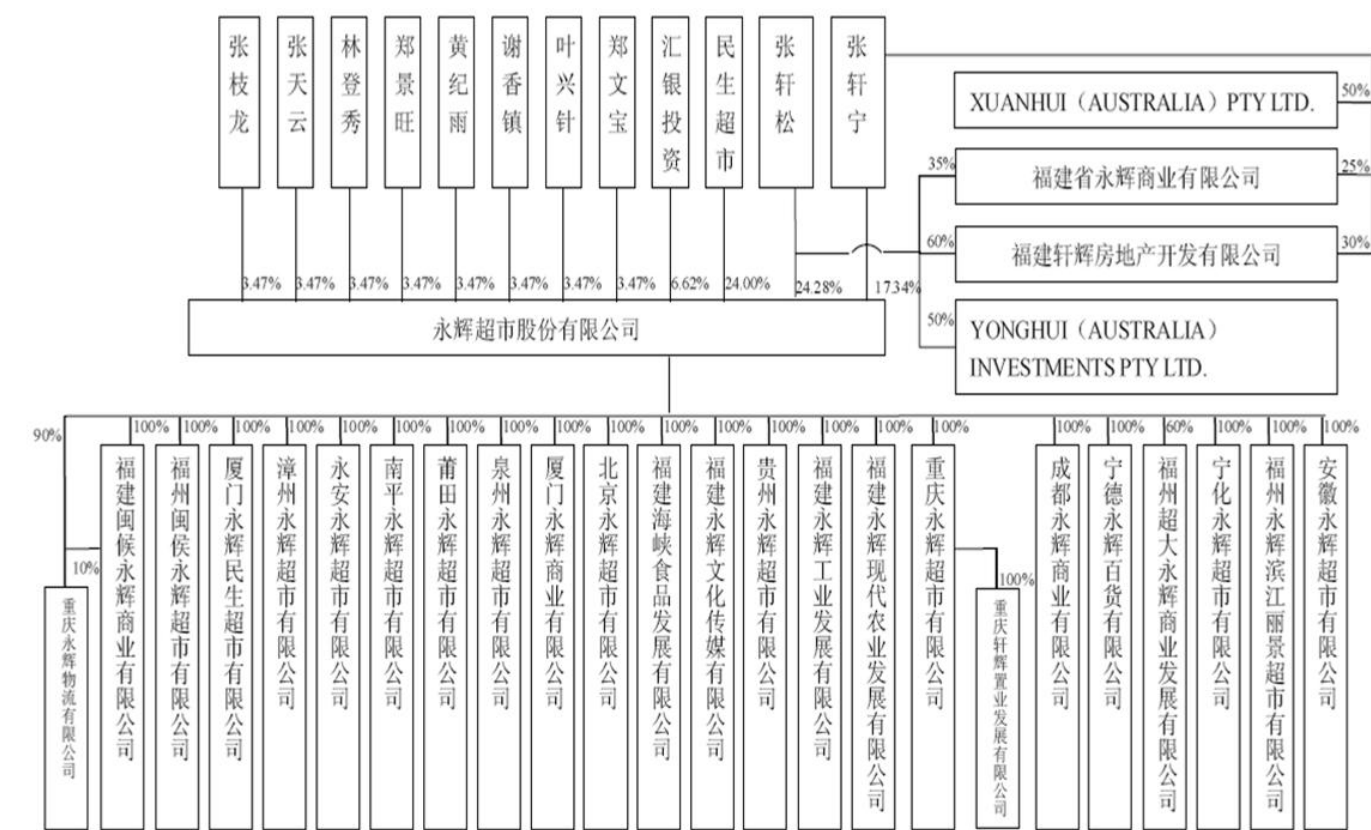
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

1.2 公司股本结构

公司发行前总股本为6.58亿股，本次发行不超过1.1亿股，占本次发行后总股本的比例不超过14.32%。以发行1.1亿股为准，发行前后公司股权结构变动如下：

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	股权比例	持股数（股）	股权比例
张轩松	159,754,750	24.28%	159,754,750	20.80%
张轩宁	114,110,540	17.34%	114,110,540	14.86%
郑文宝	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
叶兴针	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
谢香镇	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
黄纪雨	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
郑景旺	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
林登秀	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
张天云	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
张枝龙	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
汇银投资	43,557,830	6.62%	43,557,830	5.67%
民生超市	157,900,000	24.00%	157,900,000	20.56%
社会公众股	-	-	110,000,000	14.32%
合计	657,900,000	100%	767,900,000	100%

图表 3：发行前公司股权结构图



1.3 公司主营业务——“农改超”的典范

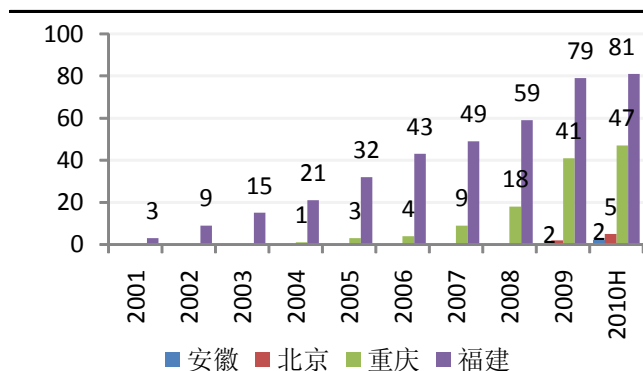
公司是福建省龙头企业，主营业务为连锁超市的经营，公司最大的优势在于开创了新型生鲜产品经营模式，将传统的农贸市场与现代连锁超市的经营形式对接，采用

全国统一采购与区域直接采购相结合的采购体系，凭借强大的直采能力和优越的供应链管理能力和，压低生鲜产品价格，提供完善的消费服务，从而吸引了巨大消费市场。公司的经营模式被国务院七部委称为我国“农改超”推广的典范。

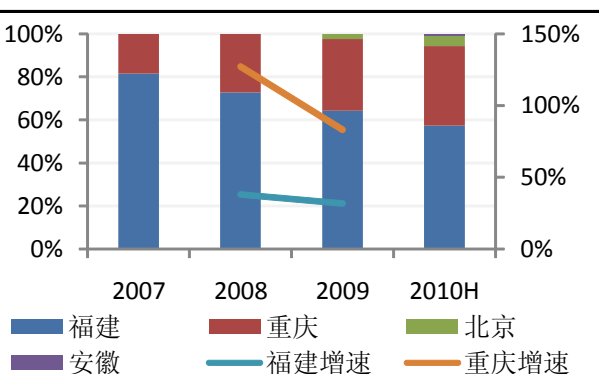
1.3.1. 发展战略——注重四大核心市场，以点带面

截止2010年9月30日，公司拥有135家自营门店和85家加盟店（加盟店全部位于福建省，只是作为业态补充），自营店分布于福建、重庆、北京和安徽等地区，未来公司将以四地为核心市场，加强和巩固与之对应的海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济区和泛长三角经济区的战略格局，并对四大区域的周边市场进行逐步扩张，从而发展成为全国性的超市企业。

图表 4：历年门店情况



图表 5：各地区收入占比及增速



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

1.3.2. 核心竞争力——强大的供应链管理优势

公司作为超市行业生鲜产品经营的典范，其成功之道在于对“农改超”模式的深刻探索与理解，并致力于打造一个全面且细致的“农改超”经营体系，提升在整个行业的不可复制的竞争力。公司已经形成一套完整、顺畅的门店经营流程，对流程中各个环节精益求精，从而掌握超市行业至为重要的优势，即需求式供应链管理优势。其中至关重要的有以下三个环节，而最为称道的就是公司独特的采购体系。

图表 6：公司门店经营流程图



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

1、采购体系：生鲜直采与服装包销

公司在生鲜经营方面具备绝对优势，这主要来自于公司强大的采购体系。截止

2010年6月，公司共有采购人员1405人，其中生鲜采购员超过了700人。公司采购优势就在于采购员的与上游供应商的关系，不仅只是就返点、账期等进行谈判，更要认真研究商品的来源和属性，从源头直接采购，将商品的价格与消费者需求紧密结合，从而形成了公司特有的采购模式。

目前公司的直采比例高达76%，远远高于行业平均水平，高直采比例与高毛利率直接相关，同时，直采规模加大也利于缩小商品与农贸市场之间的价差，因此这也成为了公司盈利能力方面无可比拟的竞争优势。另外公司服装品类的经营改变了传统的联营扣点模式，采取定制包销的方式，做到全国统采，从而进一步提升了公司毛利率。公司的采购体系成为未来发展的核心竞争力。

2、物流配送：紧跟区域扩张步伐

在全国性门店布点过程中物流配送水平更加凸显，公司也十分注重物流体系的建设，将物流配送体系与门店的扩张互相结合，进一步提升公司的作业流程效率及规模经济效应。

图表 7：公司已有和未来拟建后的物流配送体系

项目	地区	配送中心名称	占地	配送范围/能力
已有物流资源	福建	福州闽侯配送中心	110亩	配送范围涵盖酒水饮料、休闲食品、服装百货、家居日化、家用电器、南北干货等30多类，总计品种达15000多种，辐射范围逾300公里，负责向福建各地区商品交易中心进行仓储配送
		福州鳌峰配送中转站	5000平方米	主要负责福州地区的生鲜物流配送
	重庆	重庆北碚区三溪口配送中转站	8000平方米	生鲜农产品配送
		重庆江北区金源时代购物广场配送中心	20000平方米	食品用品和服装的配送
未来拟建	福建	福州南屿工业园区	25000平方米	覆盖全省的食品用品物流配送
	重庆	重庆物流配送中心	350亩	包括生鲜产品、食品用品和服装的配送，可支撑150亿元的销售规模
	四川	农产品加工配送中心	108亩	成渝经济区蔬菜配送，预计年配送容量达292000吨，年配送金额15亿元，预计2011年底完成

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3、卖场营运管理：精细化与高效的信息系统

公司在实施门店外埠扩张的战略之前，已经对门店的运营管理进行了高度标准化，不断分析、总结门店管理的经验和成功之处，力求各个环节的细致与精益求精。公司目前形成了842万字的生鲜采购手册，内容涉及各种数千种商品品性描述、产区分布、采购谈判、分拣技术、仓储环节等方面的描述；800万字的内部流程控制手册，使库存商品损耗率降至最低（2007-2009年损耗率分别为0.23%、0.25%和0.27%），远低于行业平均水平。

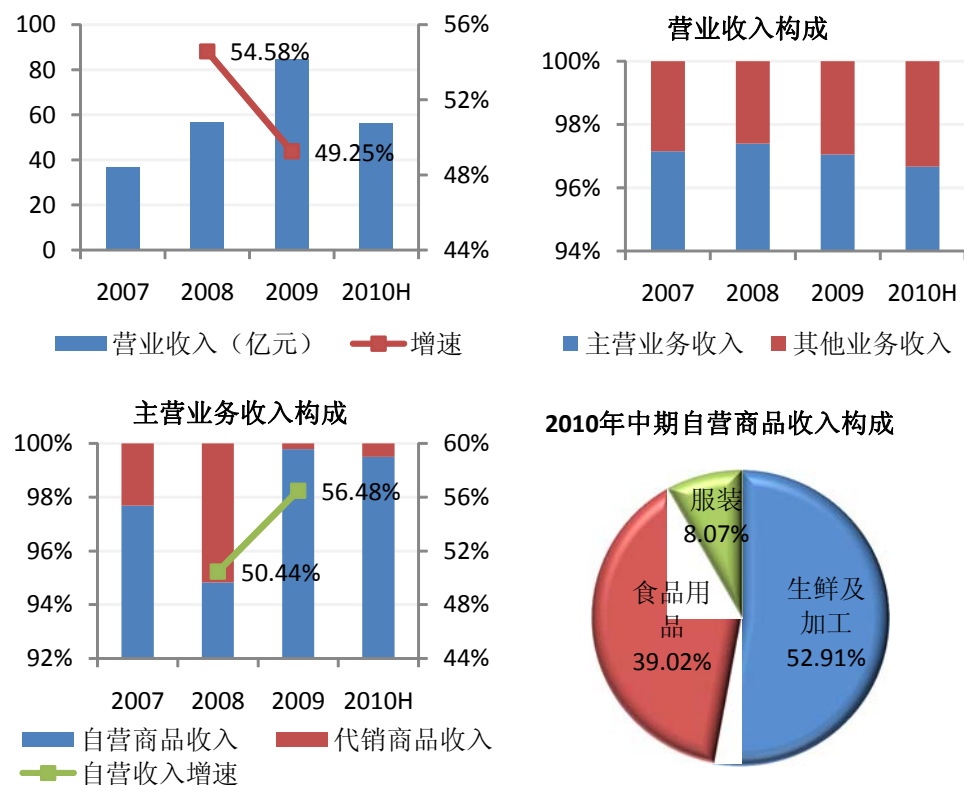
信息系统的建设方面，公司已经与多家知名软件公司合作，在采购、会员管理、物流、销售、财务辅助核算、办公自动化、员工管理等方面逐步实现了全面的信息化。未来公司将于IBM进行咨询合作，进一步规划公司的信息化系统，实现商品、资金以及信息的综合化管理，提升管理绩效，节约管理成本。

1. 3. 3. 主营业务——“永辉模式”的开拓者

公司自2001年成立以来，致力于生鲜产品的专业经营，逐渐形成了以生鲜农产品加工为主，以食品用品和服装为辅的差异化经营策略，同时以直采与自营为特色的标准化的“永辉模式”，在2004年向重庆地区的对外扩张中复制成功，一定程度上克服了区域流通体制分割的问题，公司跨区域快速扩张能力有了迅速的提升。

公司近年来收入始终保持高速增长。公司主营业务包括自营与代销，其中自营商品包括生鲜及加工品、食品用品及服装三类，而其他业务包括展示、物业出租，促销活动等等。近年来公司净利率有所下降，主要是由于公司2008年以来开店数量迅速上升所致。

图表 8：公司收入结构及主营业务收入结构

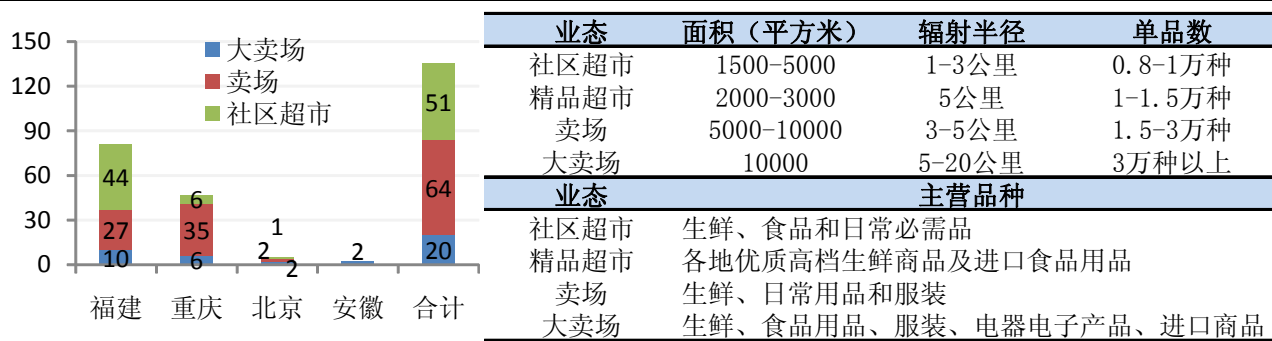


资料来源：招股说明书，天相投顾整理

目前，公司经营的超市业态可分为三类：大卖场、卖场及社区超市，未来还将开发精品超市业态。截止2010年9月底，三大业态分别有20家、64家和51家（其中福建44家社区超市，是为响应“农改超”政策而于2006年前纷纷开业）。未来公司将大力开拓卖场及大卖场业态，尤其是新进市场，通过商品品类多元化吸引客源，迅速扩大规模，占领市场。



图表 9：公司三大业态地区分布（2010 年 6 月底）及基本情况



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

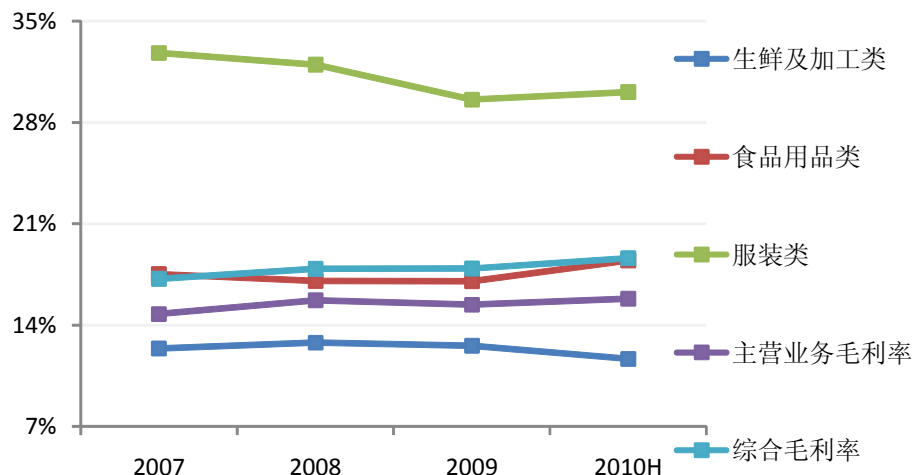
图表 10：公司三大业态收入、门店数及各自占比情况

单位： 亿元，个	2007年		2008年		2009年		2010年1-6月	
	数额	占比	数额	占比	数额	占比	数额	占比
卖场	16.20	44.5%	28.12	50.2%	44.56	53.2%	30.02	54.0%
门店数	7	12.5%	8	11.1%	15	12.9%	20	14.8%
大卖场	7.95	21.9%	12.22	21.8%	17.99	21.5%	13.51	24.3%
门店数	18	32.1%	29	40.3%	54	46.6%	64	47.4%
社区超市	12.22	33.6%	15.72	28.0%	21.19	25.3%	12.09	21.7%
门店数	31	55.4%	35	48.6%	47	40.5%	51	37.8%
合计	36.36	100.0%	56.06	100.0%	83.75	100.0%	55.62	100.0%
门店数	56	100.0%	72	100.0%	116	100.0%	135	100.0%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理（注：2009 年之前的门店数为至今存在的当年的门店，已剔除关闭的门店）

公司经营的品类主要有生鲜及加工产品、食品日用品及服装等三大类。其中，生鲜产品的经营成为公司难以复制的核心竞争力，生鲜及加工产品不仅在公司主营业务收入中占比50%以上，而且与同行业其他公司相比，业务毛利率也明显高出1-2个百分点；服装品类“定制包销”的买断自营模式也将进一步提升公司的毛利率及盈利能力。

图表 11：公司各主营业务毛利率情况和综合毛利率



资料来源：招股说明书，公司公告，天相投顾整理

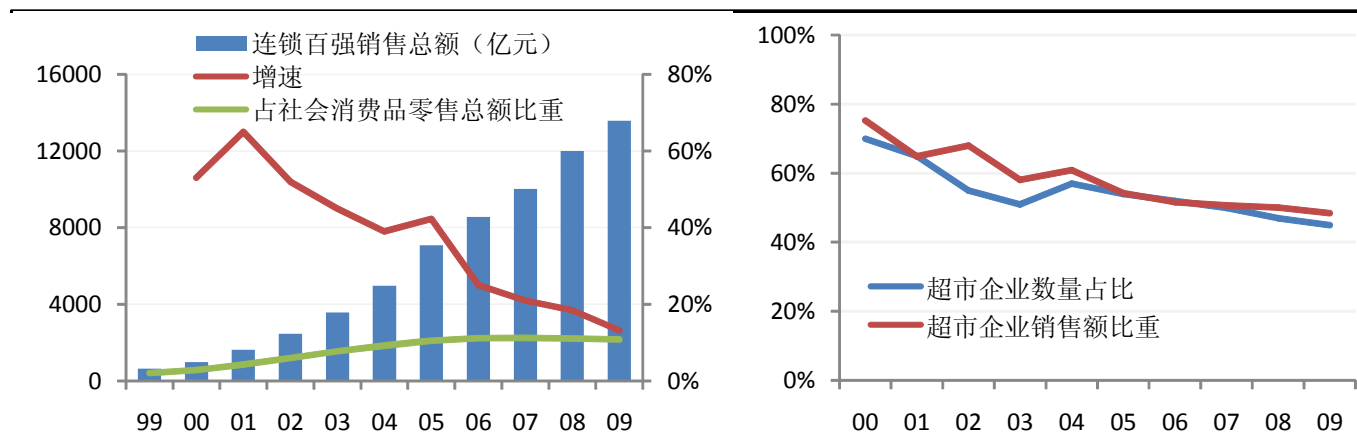
2. 行业发展分析

2.1 我国超市行业进入发展成熟期

我国超市行业起步于20世纪90年代初，国内超市企业开始纷纷设立，随着1995年第一家外资超市家乐福的入驻，超市行业迎来了高速的发展期。尤其是2001年入世之后，外资零售企业纷纷进入我国零售市场，其中进驻的零售业态又主要以大型综合超市为主，比如家乐福、沃尔玛、麦德龙等等，外资超市与内资超市企业上演了一场激烈的群雄逐鹿之战。

2004年我国对外资企业全面开放零售市场，超市行业是在内资外资的激烈竞争中成长起来的。2001年连锁百强中超市企业数量呈逐年下降趋势，与连锁百强销售额占社会消费品零售总额比重平稳上升相反的是，超市企业销售额占比是走低的，2009年维持在48%左右，表明超市行业存在激烈竞争，同时，90年代的居民增长的消费需求有所缓和，超市行业已经进入了成熟的发展期。

图表 12：连锁百强及其中超市企业占比情况

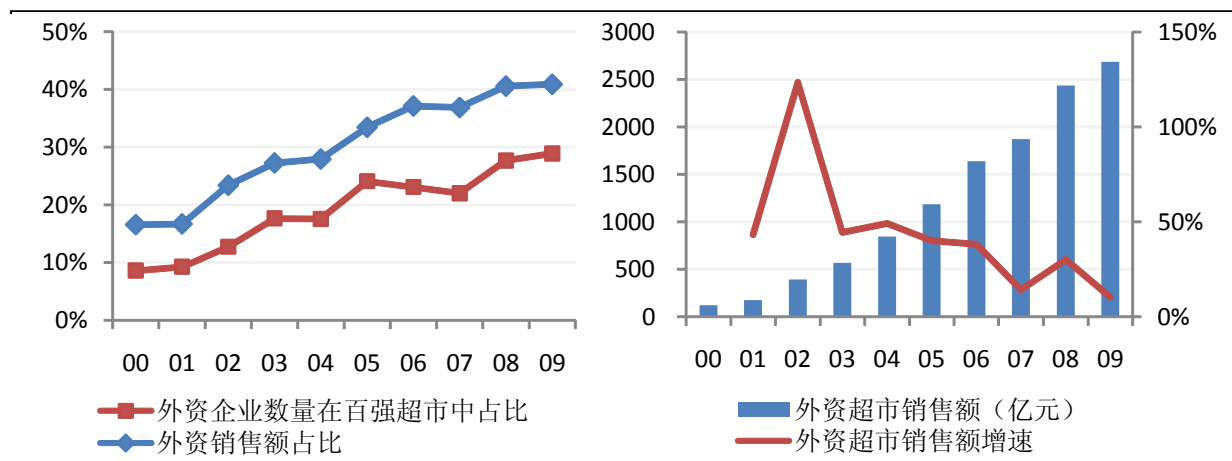


资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2.2 超市行业竞争格局——外资势头迅猛，行业集中度提升

根据连锁零售百强的数据，我们可以看出超市企业内部内资超市与外资企业的竞争格局：内资超市被外资超市挤压，外资超市无论在企业数量上还是销售额方面都在不断追赶内资企业，同时我们也发现外资超市的销售额增速在不断地下降，也反映了目前我国超市行业竞争激烈的现状。

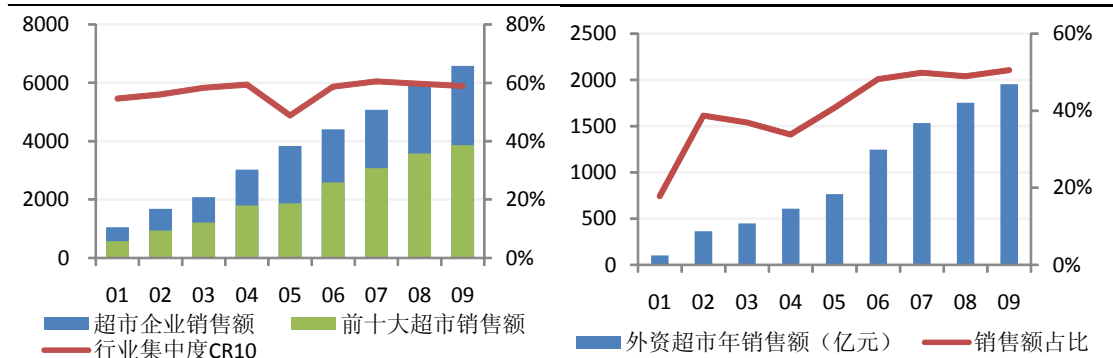
图表 13：连锁百强超市企业中外资超市占比情况



资料来源：中国连锁经营年鉴，天相投顾整理

从行业集中度的角度看，连锁百强超市企业前十大企业销售额占比由 2001 年的 54.64% 提升至 2009 年的 58.86%，呈现出平稳的上升趋势，说明超市行业本身具备一定的垄断竞争性，由地方割据形成的内资超市规模继续扩张，加上外资超市优势明显，将继续加大连锁超市行业的集中度。随着未来外资超市对中国市场的深入挖掘，预计这一比重将继续增加，本土超市面临的形势较为严峻。

图表 14：超市行业集中度（以连锁百强中前十大超市为对象）及十大超市中外资超市情况



数据来源：中国连锁经营年鉴，天相投顾整理

2.3 超市行业发展趋势——规模化、精细化与自有品牌化

与欧美发达国家相比，我们的零售行业发展晚了20-30年。目前，我国超市行业内资在与外资超市的竞争中又处于劣势。因此未来内资超市就应该牢牢把握住行业的发展趋势，才能在外资的竞争中不被淘汰。根据我们在《硝烟中突围——超市行业深度报告》中提出的观点，未来我国的超市将充分借鉴发达国家行业发展经验，形成规模化、精细化以及自有品牌化的发展趋势。

图表 15：未来超市行业发展趋势

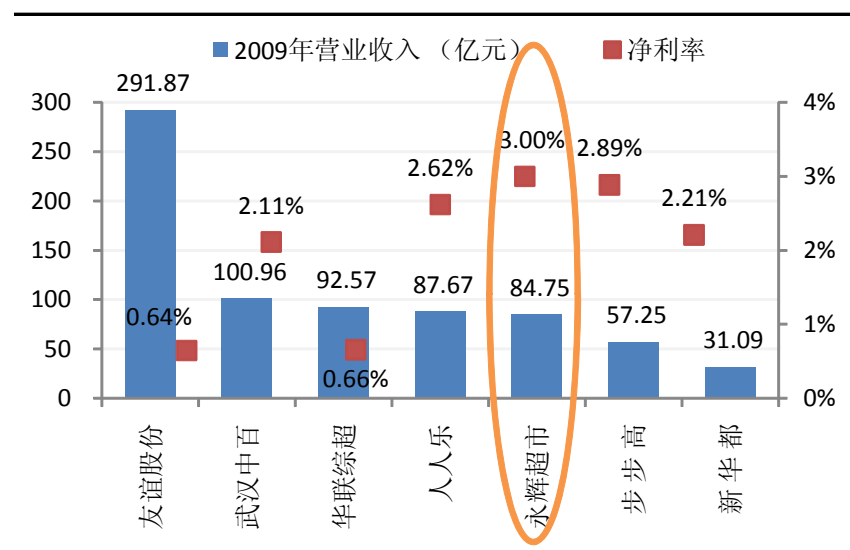
趋势	路径
1、规模化	建立以物流网络为支撑的广泛覆盖的门店网络
	收购重组是规模化的捷径
	渠道下沉——占领三、四线城市
2、精细化	业态、经营模式的创新
	关注物流供应链管理效率
	超市e时代
3、自有品牌化	

资料来源：天相投顾整理

其中值得关注的是精细化方面，由于行业经营上的同质性，如何在消费者心中树立品牌形象，提升行业地位，就需要企业自身进行各方面的不断优化和创新。从发达国家的经验来看，大型综合超市在经历了一段时期的高速增长之后，由于经济发展、消费环境和消费者消费观念的改变，发展速度趋缓，甚至有下降的趋势。回看我国消费市场，超市业态发展比较单一，仍主要以大型综合超市为主。大型综超目前仍处于高速成长期，由于我国消费人群具备多元化，大型综超的发展前景仍较为光明。而未来新的增长点将是在现有业态基础上的多业态发展，逐步满足市场的个性化、多样化需求，填补大型超市的缺口。

永辉超市正是把握住了业态创新这一关键点，成功地发展出了一套难以复制的“永辉模式”。虽然目前永辉超市的业务规模较小，但是其较高的盈利能力及快速扩张步伐，将使其在未来的发展中很大可能成为能够与外资超市相抗衡的内资超市企业。

图表 16：A 股市场上超市行业公司收入与净利率情况比较（2009）



资料来源：招股说明书，公司公告，天相投顾整理