

永辉超市 (601933) 调研报告

谨慎推荐

模式之好在于直采自销，特色之好在于生鲜加强

维持评级

零售/超市

发布时间：2011 年 1 月 16 日

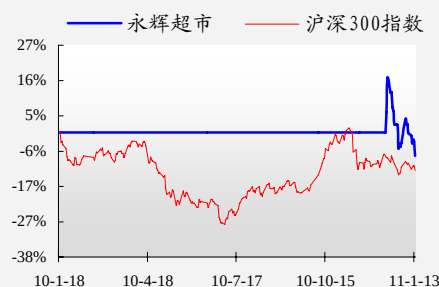
投资要点：

- 永辉超市是一家以经营生鲜农产品为主的商业零售企业。截至 2010 年底，公司在福建、重庆、北京、安徽等多个省市拥有门店 155 家和 1 个配送中心，经营面积超过 100 万平方米。
- 永辉超市区别于行业内其他超市类公司的最主要的特征是公司以生鲜为最重要的经营品类，生鲜及加工的销售占比一直维持在 50% 以上。创造了独特的“永辉模式”，成为国内生鲜经营的领导者。
- 采购是“永辉模式”中最重要的部分，公司全国统一采购的比例达到约 20%，直采比例已达 70% 以上，是公司区别于国内同行业超市企业的重要核心竞争力。较高的直采比例可以突破区域分割流通体制的限制，支持公司异地扩张，且直、统采可以缩减中间流通环节，降低采购成本，获得较高的毛利率。
- 自营是公司最主要的盈利模式，将零售的实质回归“买卖”而非通过收取进场费、促销费等损害供需关系的方式盈利，我们认为这种盈利模式有利于培养公司的核心竞争力，支持公司长期可持续发展。
- 在未来几年中，公司力争每年新增门店 50 家，实现至 2014 年门店总数超过 350 家，年销售额达到 500 亿元的目标。
- 我们认为公司的主要看点在于独特的模式及可预见的成长性。在国内超市行业竞争异常激烈及供应链区域分割的背景下，本土超市具备难以复制的特色及超越供应链的限制是在竞争中胜出的重要元素。且在未来几年中，公司将进入快速成长的良性循环，预计 3 年内门店总数有望翻番，净利润复合增长率 50% 左右，2010、2011 每股收益分别为 0.4 元、0.6 元，给予短期谨慎推荐，长期推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	847,482	49.25	25,429	18.99	0.39	24.00	76.90	
2010E	1,287,924	51.97	30,625	20.43	0.40		74.98	
2011E	1,832,307	42.27	46,414	51.56	0.60		49.98	
2012E	2,523,941	37.75	66,229	42.69	0.86		34.87	

走势图



市场数据

2011-1-16

收盘价：	29.99 元
52 周最高价：	37.71 元
52 周最低价：	29.41 元
平均持仓成本：	32.82 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股)：	76,790
流通 A 股 (万股)：	76,790
每股收益 (元)：	0.21
每股净资产 (元)：	1.60
每股经营现金流 (元)：	0.51
市净率：	18.74

分析师：周思立 联系人：罗旷怡

执业证书编号：s0550207100075

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目录

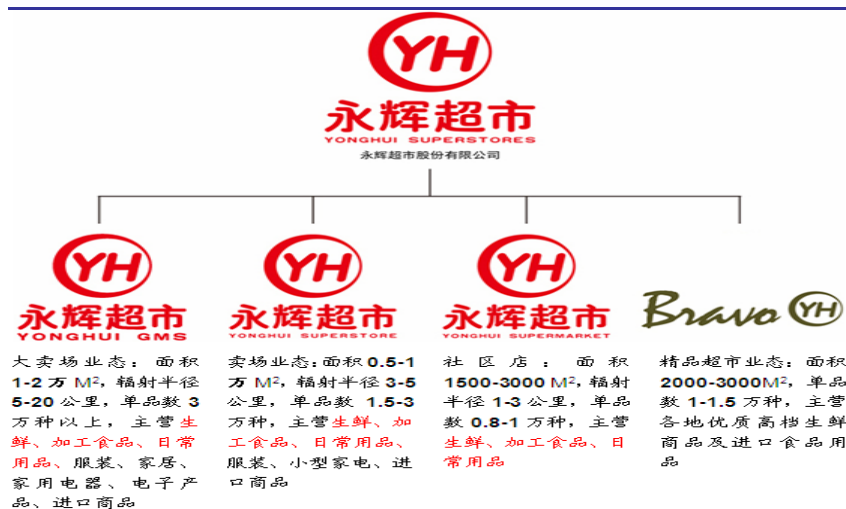
1. 公司简介——“农改超”推广典范	3
2. 永辉模式——生鲜加强，直采自销	4
2.1 生鲜加强，清晰定位	4
2.2 永辉模式之“采”	6
2.3 永辉模式之“供”	8
2.4 永辉模式之“销”	9
3. 外延增长——模式支持，快速扩张	11
3.1 门店家数和营业面积快速增长	11
3.2 跨区扩张取得成功——区域领先、稳健扩张	12
3.3 精密调研，加强合作	14
4. 内生增长——良性循环，全面提升	14
4.1 规模扩大进入良性循环	14
4.2 异地门店盈利能力提升	15
4.3 其他品类受益规模效应	15
4.4 成本控制效果良好	16
5. 盈利预测与投资建议	16
6. 风险提示	16

1. 公司简介——“农改超”推广典范

永辉超市股份有限公司创办于 2001 年，是一家以经营生鲜农产品为主，日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业。公司是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通和农业产业化企业之一，其经营模式被国务院七部委誉为中国“农改超”推广的典范。截至 2010 年底，公司在福建、重庆、北京、安徽等多个省市拥有门店 155 家和 1 个配送中心，经营面积超过 100 万平方米。

公司已有门店共分 4 种业态经营，分别为大卖场业态（GMS）、卖场业态（Superstore）、社区店业态（Supermarket）和精品超市业态（BRAVO YH），其中第一家精品超市于 2010 年 12 月 24 日在重庆南坪万达广场开业，作为新业态的尝试，短期内并不会大规模发展。

图 1：公司不同业态差别

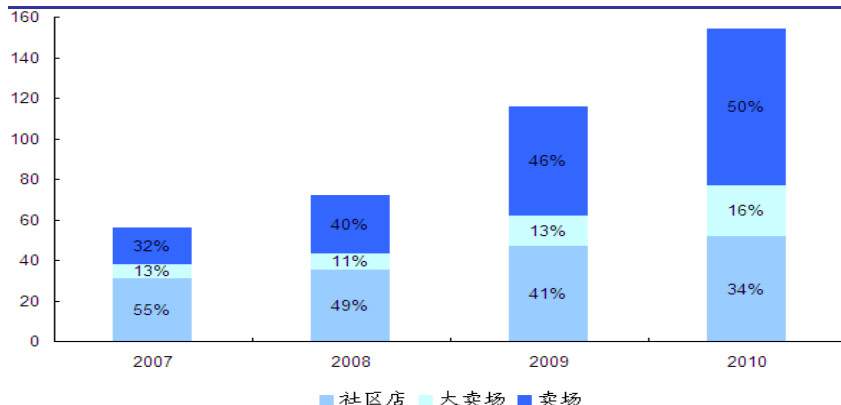


资料来源：公司网站，东北证券

注：红色部分为共同经营的品类，加粗为主要区别点

目前，公司共有大卖场 25 家、卖场 77 家、社区超市 52 家及精品超市 1 家。从近年来的发展来看，公司社区超市业态发展速度明显放缓，存量主要为公司发展初期在福州开设的门店，未来公司将主要发展卖场和大卖场。

图 2：公司不同业态门店数比例

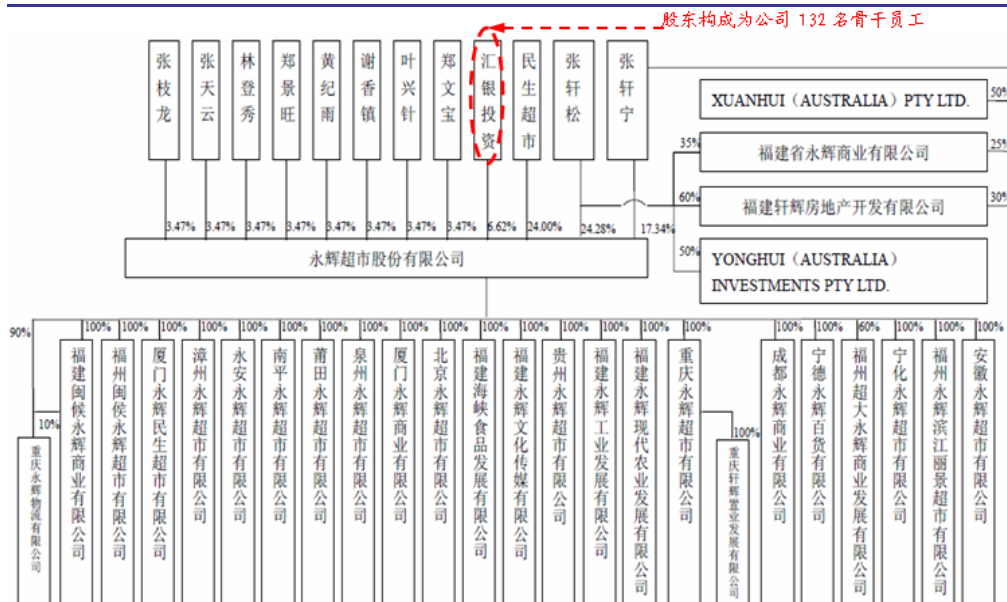


资料来源：东北证券

注：其中忽略仅有 1 家的精品超市

从股权结构上看，公司实际控制人为张轩松、张轩宁兄弟，二者合计持有公司 35.66%（发行后）股权，且于 2010 年 3 月 10 日签署了《股东一致行动协议书》。另外，汇银投资的股东构成为公司 132 名骨干员工，形成了比较充分的股权激励。

图 3：公司股东结构及子公司、参控股公司情况（发行前）



资料来源：公司公告，东北证券

表 1：公司发行前后股本情况

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%

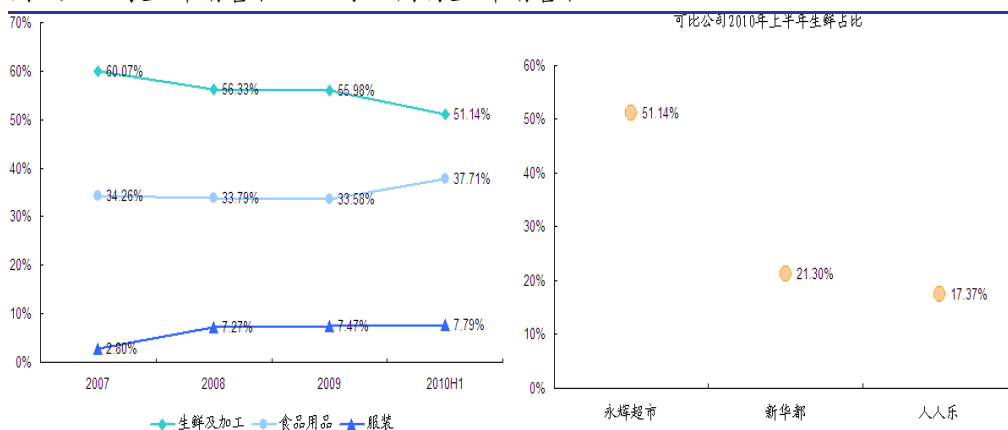
数据来源：公司公告，东北证券

2. 永辉模式——生鲜加强，直采自销

2.1 生鲜加强，清晰定位

永辉超市区别于行业内其他超市类公司的最主要的特征是公司以生鲜为最重要的经营品类，生鲜及加工的销售占比一直维持在 50% 以上。公司起步于福州第一家“农改超”超市——福州屏西生鲜超市，经过长时间的摸索和实践，在坚持自营的基础上，创造了独特的“永辉模式”，成为国内生鲜经营的领导者。

图 4：公司生鲜销售占比及可比同行生鲜销售占比

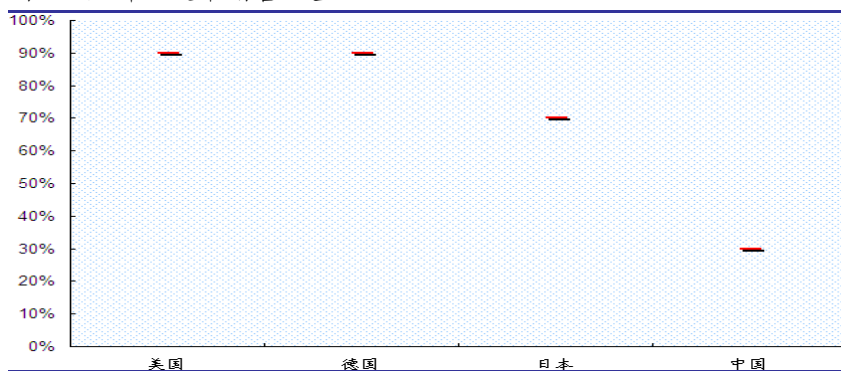


数据来源：WIND，东北证券

公司在经营过程中，率先将“生鲜区”营业面积扩大，且将超市中的最佳位置开辟做粮食、蔬菜、水果、肉禽、水产等近 3000 多种主营农产品销售，方便顾客购买，据统计，公司顾客中 40% 为每日消费，体现了生鲜强大的集客能力。公司在实现生鲜超市化的同时，还通过其较强的物流体系、保存技术和营运技巧，保证了生鲜产品的低价、新鲜、安全和可自选性，最大程度降低损耗，提升了生鲜农产品的盈利空间，并在生鲜销售的带动下，为公司其他品类的销售带来巨大的客流。

我们认为，公司以生鲜为特色的经营模式符合居民在生鲜消费过程中，对购物环境及产品品质日益提高的需求，发展空间巨大。目前，发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店售卖，其中美国和德国 90% 的生鲜农产品是通过上述渠道销售，日本通过该类渠道销售的农产品也达到 70%，而我国城市生鲜农产品通过超市渠道销售的比重为 30%，全国农产品经超市销售的比重仅为 20%（“十一五”初期为 15%），“十二五”期间，随着农超对接的进一步推进，全国农产品经由直采直销销售的比例有望翻倍，这将为生鲜超市打开更大的发展空间。

图 5：生鲜经超市销售比重



数据来源：公司公告，商务部，东北证券

与传统的农贸市场相比，以永辉为代表的生鲜超市扫除了传统农贸市场“劣、脏、乱、差”的弊端，在保留了农贸市场货品新鲜、品类齐全等优势的情况下，还拥有卫生良好的购物环境、周到的服务、放心的产品品质及优惠的价格等特点，改变了消费者对生鲜产品的购物习惯，且与传统超市相比，永辉超市在价格、品类、密集度和便利程度等方面，也具备比较明显的优势。

表 2: 公司较竞争对手的优势

	永辉超市	其他超市	农贸市场
价格	凭借直采和规模优势缩小了与农贸市场之间的价差，部分商品甚至低于农贸市场价格	不具优势	价格便宜
品类及新鲜度	超过 700 人的强大的生鲜采购团队为消费者提供了新鲜的、丰富的生鲜产品	不具优势	品种丰富、新鲜度高
便利性	经营网络的不断扩大，为消费者购物提供便利，力争实现“家门口的永辉”的目标	较分散	便利、分散
品质	品牌影响力和企业信誉是商品质量和价格的保证	品质有保证	品质无保证
服务	向消费者提供周到的服务	服务较好	个体服务
购物环境	标杆店、旗舰店的快速复制给消费者带来良好的购物体验，扫除了传统农贸市场“劣、脏、乱、差”的弊端	购物环境及购物体验好	环境脏乱
管理	生鲜的自营模式实现了农产品的集约化经营管理	连锁经营	管理难度大，弊端明显

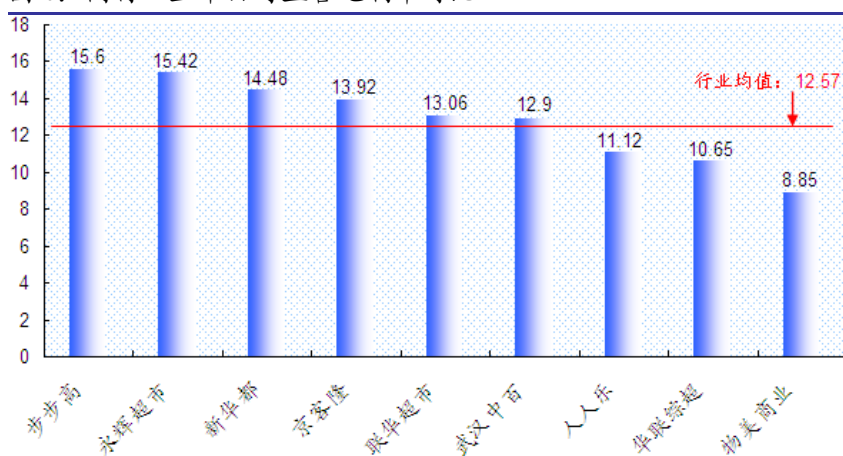
资料来源：公司公告，互联网，东北证券

2.2 永辉模式之“采”

采购是“永辉模式”中最重要的部分，目前公司对商品的采购实行全国统采和区域统采相结合的方式。对于采购量较大的商品，公司设立专门的采购机构和专职采购人员，进行全国统采，截至 2009 年底，公司全国统一采购的比例达到约 20%。而采购量较小或需因地制宜、临时性采购的商品，则通常采用区域统一采购的方式，直接向供应商、生产基地或农户采购。按采购是否有中间环节分，公司的采购模式还可分为直接采购和间接采购两类，其中直接采购是指公司直接向制造商或基地农户进行采购，目前公司直采比例已达 70% 以上，是公司区别于国内同行业超市企业的重要核心竞争力。

我国现行流通体制中存在区域分割的制约，即厂商在销售产品时，一般都会在每个省、区指定一家代理商或经销商作为该区域的流通中介，具有排他性。这种区域分割的商品流通格局在很大程度上制约着我国超市企业的跨区域发展。较高的直采比例则可以突破区域分割流通体制的限制，支持公司异地扩张。另一方面，直采可以缩减中间流通环节，降低采购成本，获得较高的毛利率。

图 6: 同行业上市公司主营毛利率对比

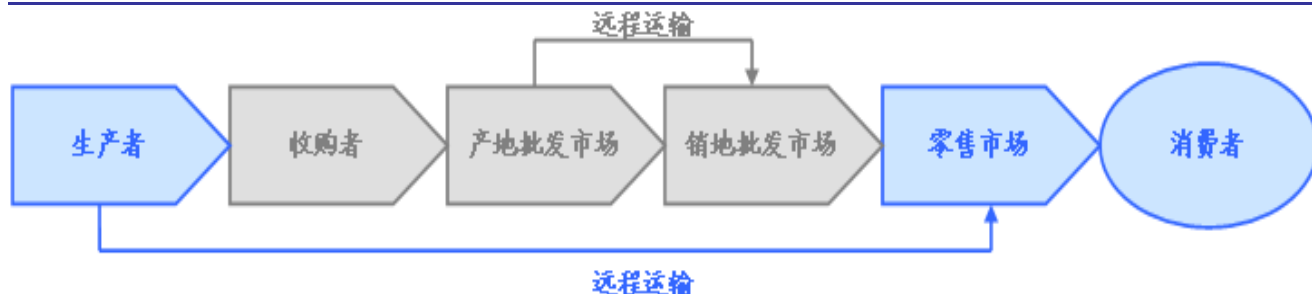


数据来源：公司公告，东北证券

生鲜采购方面，公司通过多年的生鲜经营经验及生鲜采购规模的不断壮大，形成了

全国性生鲜统采和区域直采体系，最大限度的减少了生鲜产业链的中间环节，降低物流、仓储和损耗成本，保持价格优势。目前，公司共有 77 个采购点，6 个采购区域，200 多个生鲜单品已经实现了“田间定制”、“订单农业”的采购模式。

图 7：公司采购过程环节节约



资料来源：东北证券

在采购过程中，公司充分发挥其独特的“买手制”，拥有超过 700 人的生鲜采购团队，深入田间地头，对产品的特色、季节性等方面进行详尽的研究，以相对低廉的价格为消费者提供新鲜的生鲜产品，保持了传统农贸市场产品价格低廉的特点，部分生鲜产品的价格甚至较传统农贸市场更有优势，尤其是全国统采的品类，价格优势更为明显，如大白菜。而由于产地、品质不同，有些商品与农贸市场价格差距不大，部分商品价格略高。

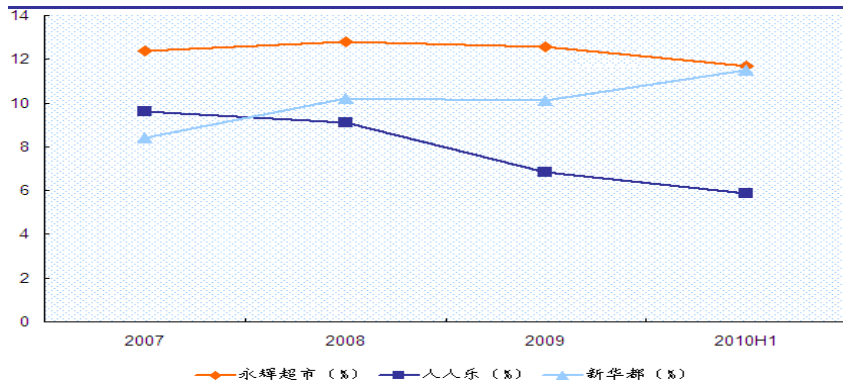
表 3：永辉超市与邻近农贸市场部分生鲜价格差距

	大白菜	菜椒	番茄	苹果	鸡蛋	花菜	黄瓜	马铃薯
永辉超市(元/斤)	0.78	2.38	2.98	5.98	5.05	2.58	2.78	2.98
农贸市场(元/斤)	1.2	3	3.5	6	5	2.5	2.5	1.8
差距	-35.00%	-20.67%	-14.86%	-0.33%	1.00%	3.20%	11.20%	65.56%

数据来源：市场调研，东北证券

目前公司北京地区已经实现区域直采，全国统采品项也在提高，公司 2010 年共经营 4000 种生鲜品项，整年度全国统采品项近 1000 种，我们认为随着公司规模扩大及直采、统采的比例进一步提高，生鲜部分毛利率仍有提升空间。

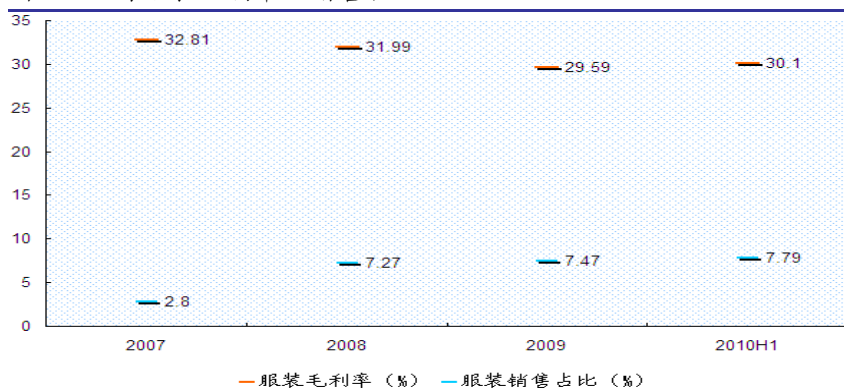
图 8：可比公司生鲜毛利率对比



数据来源：各公司年报，东北证券

服装采购方面，公司在 2009 年之前采取了视同买断的代销模式，目前，公司将生鲜采购的经验逐步运用到服装采购上，主要采取自营模式销售商品，并采取了全国统一采购和区域统一采购的模式。其中男女正装、男女休闲装等四个品类采用全国统一采购，并大量运用了定制包销的“买手”模式，鞋帽皮具和童装内衣等两个品类采用区域统一采购，且逐步实施从传统经销到定制包销模式的转型。截至 2010 年上半年，公司服装类销售占销售收入比例在为 7.79%，毛利率 30.1%，高于业内同行，我们认为随着未来公司门店面积的增大，服装销售比例会有所提高，且在采购方面更加成熟后，毛利率也有较大的提升空间。

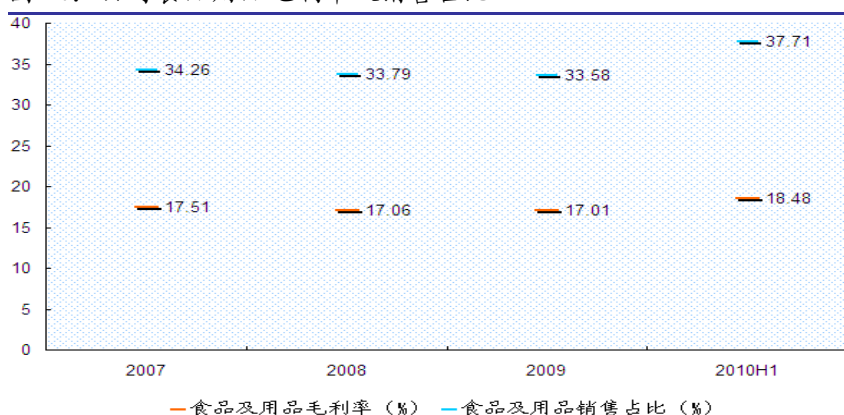
图 9：公司服装毛利率及销售占比



数据来源：公司公告，东北证券

食品用品采购方面，公司并不具备竞争优势，主要采取区域采购的方式，最大化降低物流成本，提升货品的商家和补货速度。目前，公司食品用品占销售收入的 37.71%，毛利率为 18.48%，我们认为随着公司经营区域的逐步扩大，该部分统采比例也会提高，对供应商话语权也会增强，毛利率将呈提高趋势。

图 10：公司食品用品毛利率及销售占比



数据来源：公司公告，东北证券

2.3 永辉模式之“供”

公司的商品配送采用配送、直通和直送三种方式，三者各有优势，目前采用较多的是配送方式，这与公司全国性统采和区域直采体系密切相关。

表 4：公司配送方式介绍

	配送	直通	直送
原理	供应商将商品送到公司自有的配送中心，再由配送中心统一配送到门店	供应商将商品送到公司自有的配送中心，商品不再入物流配送中心的仓库，直接配送到门店	指供应商将商品直接送到门店
优势	送货将较为及时；对于销售量较大的商品，供应商会将商品送至公司配送中心，而不会送至门店；门店距离供应商较远，供应商无法送货时，配送可发挥作用；当配送的门店数量增加，配送商品数量较大时，即可发挥规模优势，降低配送成本。	主要针对部分采购量小但又是各门店必备的商品，供应商出于成本等因素考虑不愿直接送到门店，这些商品只在配送中心作短暂的停留后将直接送到门店	当地采购供应商直送更便利，成本更低。另外，部分商品由于不易保存，也会通过直送的方式直接送到门店

资料来源：公司公告，东北证券

配送中心方面，公司目前在福州闽侯拥有一个配送中心，福州鳌峰、重庆北碚三溪口、和江北金源时代购物广场各拥有一个配送中转站。随着公司经营规模的扩大，连锁网络的拓宽现有物流配送体系已不能满足公司业务发展的需求，这是公司未来发展中重要的提升方面。目前公司已计划在福州南屿工业区、四川彭州物流中心和重庆物流中心，待发展到一定规模后，北京、安徽等地也有建设物流中心的计划，进而支撑公司经营网点的稳健、快速增长。同时，公司还在积极建设信息系统等后台运营体系，提高公司内部运营效率。

表 5：公司物流中心情况

	名称	面积	配送种类	辐射范围
已有物流中心	福州闽侯配送中心	占地约 110 亩	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，品种达 15000 多种，	逾 300 公里，福建各地区
	福州鳌峰配送中转站	面积约 5000 平方米	生鲜	福州地区
	重庆北碚区三溪口配送中转站	约 8000 平方米	生鲜农产品	重庆地区
	重庆江北区金源时代购物广场配送中转站	约 20000 平方米	食品用品和服装	重庆地区
拟建物流中心	福州南屿工业区物流配送中心	地上建筑面积约 25000 平方米	食品用品	福建
	地四川彭州农产品加工配送中心	规划用地 108 亩	生鲜农产品	成渝经济区及全国
	重庆物流配送中心	占地约 350 亩	生鲜、食品用品和服装	重庆地区及成渝经济区

资料来源：公司公告，东北证券

2.4 永辉模式之“销”

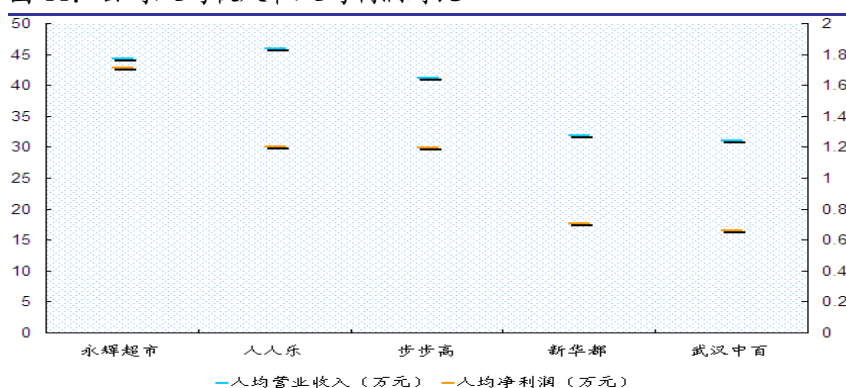
自营是公司最主要的盈利模式，即赚取进销差价。从公司特色业务生鲜产品来看，国内同行多采取联营或出租的盈利模式，这种方式不利于超市的统一管理且难以掌握真正的生鲜操作技巧和经验。公司始终坚持自行采购及销售生鲜产品，不断积累生鲜操作

技巧和经验，并最终形成以生鲜经营为特色的核心竞争力。

公司在卖场经营上，具备与采购“买手”文化相呼应的“卖手”文化，所有生鲜销售员均为公司自己的员工，进行精细化管理，指定了 800 多万字的内部流程控制手册。公司根据商品特点制定销售周期，而且依靠商品陈列、现场管理等降低顾客挑选商品时的损耗，提高公司整体的盈利水平，2009 年，公司商品的总损耗率仅为 0.27%。

公司的“卖手”文化必然导致公司员工要付出比同业竞争者更多的辛苦并投入更多的培训成本，这导致公司基层员工流动性较大，人工成本较高，2010 年，公司人工成本提高了 3000 多万，这一数字将随着规模的扩大和精细化程度的加强进一步提高。但在经验的逐渐积累下，公司盈利能力得到明显的提升，从可比公司人均收入和人均净利润看，公司均处于行业领先地位。

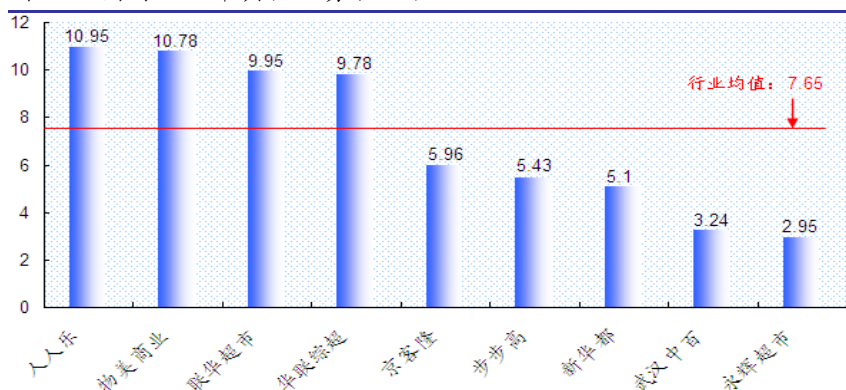
图 11：公司人均收入和人均利润对比



数据来源：各公司年报，东北证券

公司独特的销售模式将零售的实质回归“买卖”而非通过收取进场费、促销费等损害供零关系的方式盈利，其他业务收入占比始终处于行业最低水平，我们认为这种盈利模式有利于培养公司的核心竞争力，改善供零关系，支持公司长期可持续发展。

图 12：同行业上市其他业务收入占比



数据来源：公司公告，东北证券

我们认为整个“永辉模式”从采、供、销等多个方面作为一个系统而存在，采购、研发、物流、营运各团队之间相互协作，精细化管理，将科学和经验有机结合起来，颠覆了流通体制中区域分割的制约，形成了独特的经营模式和核心竞争力，且这种日积月累形成的模式很难在短时间内被竞争对手有效效仿。

3. 外延增长——模式支持，快速扩张

3.1 门店家数和营业面积快速增长

上述具有核心竞争力的“永辉模式”成就了公司近年来的快速扩张，目前，公司已从2001年的3家门店扩张到2010年底的155家，年复合增长率高达55%，其中2002-2004年平均每年新开门店6家，2005-2007年平均每年新开门店约12家。2007年以后，随着汇丰直投的成功加入、经营模式的成熟以及在福建和重庆地区领先优势的确立，公司开始加快其扩张步伐。2008-2009年分别新开门店19家、45家和33家。公司上市后，资金瓶颈将得到有效缓解，在未来几年中，公司力争每年新增门店50家，实现至2014年门店总数超过350家，年销售额达到500亿元的目标。

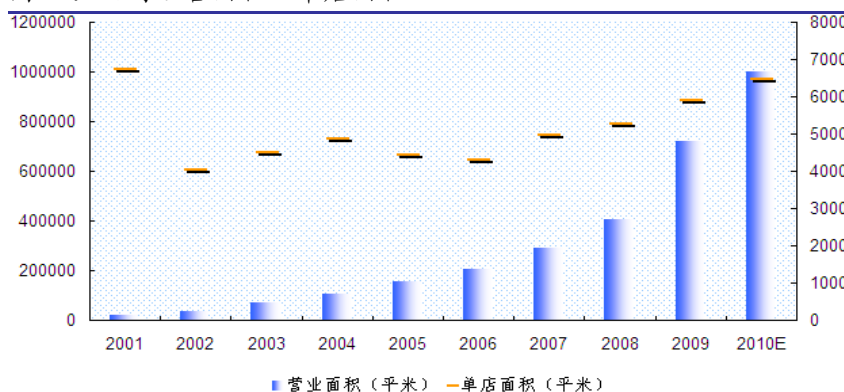
图 13：公司门店扩张情况



数据来源：公司公告，东北证券

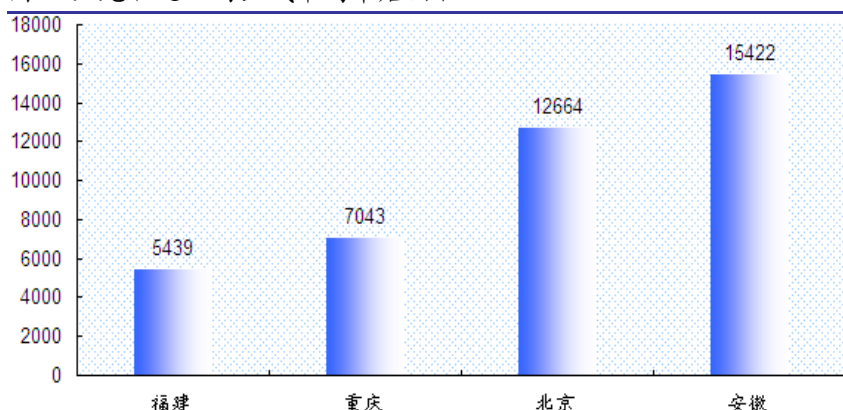
从经营面积来看，公司经营面积总数由2001年的2.02万平方米增加到2010年的100万平方米左右，年复合增长率54%左右，且单店面积呈持续上升趋势。我们预计公司未来3年单店面积增速在13%、8%、6%左右。

图 14：公司经营面积及单店面积



数据来源：公司公告，东北证券

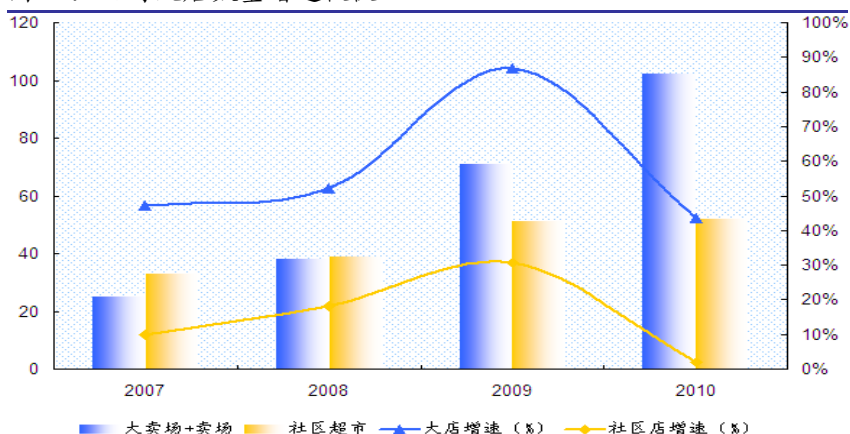
图 15: 先后进入的区域平均单店面积



数据来源: 公司公告, 东北证券

2007 年至今, 公司大卖场和卖场门店总数从 25 家增至 102 家, 净增 77 家, 增长 308%, 同期社区超市从 33 家增至 52 家, 净增 19 家, 增长 58%, 其中社区超市基本于公司发展初期设立, 发展放慢, 体现了公司大店战略的发展方向。

图 16: 公司大店数量增速较快



数据来源: 公司公告, 东北证券

3.2 跨区扩张取得成功——区域领先、稳健扩张

从地区分布看, 公司 2004 年起走出福建, 成功进入重庆, 2009 年后进入北京、安徽和贵州省市场, 目前, 公司在福建拥有 87 家门店, 重庆拥有 53 家门店, 北京、安徽各 7 家门店, 贵州 1 家门店。

图 17: 公司门店区域分布图



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 括号内为签约门店数

公司从创办开始, 便始终坚持“区域领先、稳健扩张”的发展战略, 即守住一个区域市场, 坚持成本领先和差异化的经营策略, 精耕细作, 取得该区域市场的绝对份额和核心竞争优势, 积累竞争的实力和经验。

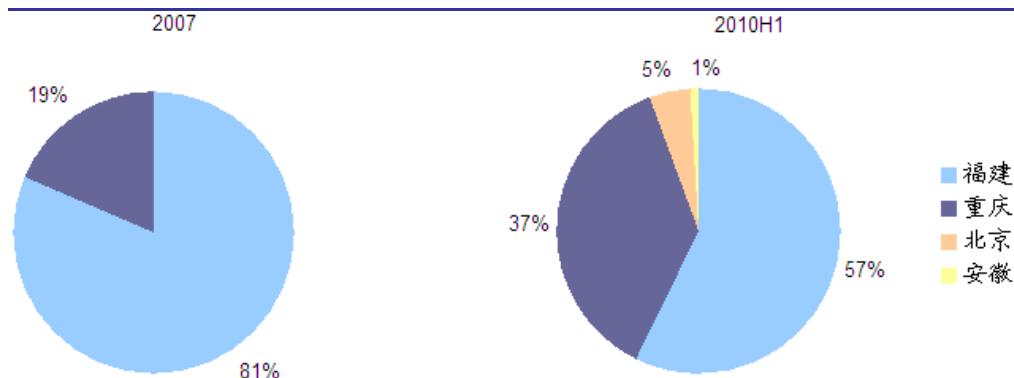
表 6: 公司各地门店拓展情况

区域	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	87
重庆				1	3	4	9	18	41	53
北京									2	7
安徽										7
贵州										1
合计	3	9	15	22	35	47	58	77	122	155

数据来源: 公司公告, 东北证券

以重庆为例, 公司 2004 年起进入重庆市场后, 从最初的 1 家门店逐步增加到 2010 年的 53 家门店, 已经形成了一定的规模效应。截至 2010 年中期, 公司重庆地区销售收入占比已由 2007 年的 18.51% 增至 36.98%。

图 18: 公司不同地区收入占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

公司未来仍会坚持这种战略，从募投项目和近期公告看，公司储备门店近 100 家（含意向项目），其中福建 21 家、重庆 33 家、北京 8 家、安徽 14 家，贵州 1 家，另外公司将新开辟河南、江苏、四川和天津市场，分别有储备门店 6 家、4 家、1 家和 1 家。从未来开店方向看，我们认为福建市场随着市场的逐步饱和，增速将有所放缓，重庆有望在 2012 年在门店数、经营面积及销售收入等多个方面全面超过福建市场，二者将成为公司立足的基础，同时，北京和安徽市场将得到快速的发展，密集布点，其他市场在强势区域的带动下，实现多点开花。

表 7：公司各地储备门店情况

区域	福建	重庆	北京	安徽	贵州	河南	江苏	四川	天津
储备门店数	21	33	8	14	1	6	4	1	1
平均单店面积 (M ²)	7184	7813	12969	11500	6195	12663	17480	21659	17680
实现后门店总数	108	86	15	21	2	6	4	1	1

数据来源：东北证券

3.3 精密调研，加强合作

公司在进入一个新市场前，会进行大量的前期调研，对客流、饮食风俗、购买力、竞争对手、超市和农贸市场的价格比等多方面因素进行综合分析，从而保证选择的科学性和开店成功率，并在进入新区域后，了解当地文化和民生需求，对季节时段特需做深入研究，快速实现本土化。在人才储备方面，公司管理团队专业、专注、创新，并以“传帮带”和“教叫交”等方式不断锻炼员工，同时，公司拟投入 5000 万元进行企业培训中心建设，使人才培养更加科学化、标准化，为公司业务规模的快速扩张做足准备。

由于公司发展势头较好，目前已得到众多地产商的青睐，与大连万达、世纪金源、万科集团、升龙集团、龙湖地产、宝龙城市广场、凯德置地、融桥集团、绿地集团、保利集团、富力集团等地产商均有合作。与地产商合作有利于公司获得优质物业，节省了公司寻找新店址的时间及精力，且在住宅区经营对以生鲜为特色的公司来说，更易度过培育期。

4. 内生增长——良性循环，全面提升

4.1 规模扩大进入良性循环

从公司历年新增门店情况看，通常 1 年之内即可度过培育期，第二年进入收入爆发式增长阶段，第二、三年净利润可保持快速增长，公司 2008-2010 三年分别增加门店 19、45 和 33 家，这些门店将在 2010-2012 年为公司贡献收入和利润双向增长。

表 8: 公司门店增长情况

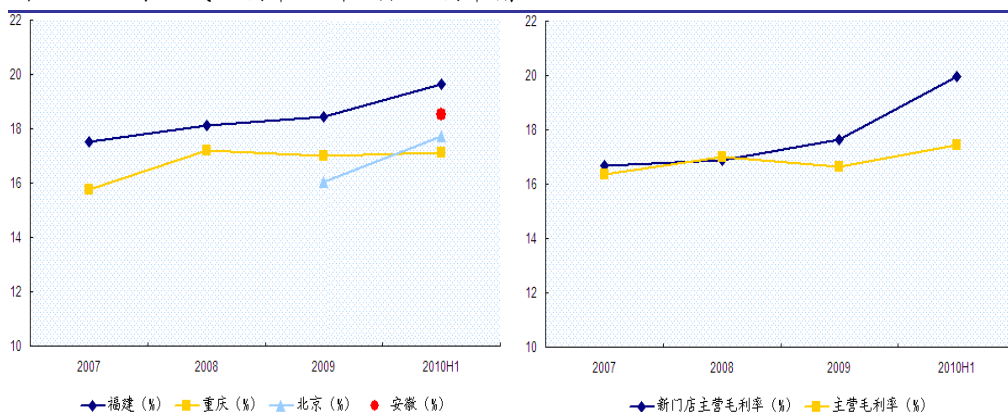
	2007	2008	2009
2007年新开门店	单店销售额 (万元)	5144	10312
	YOY (%)		200
	净利润 (万元)	1628	3147
	YOY (%)		93
	平效 (元)	5987	12001
2008年新开门店	单店销售额 (万元)		3655
	YOY (%)		98
	净利润 (万元)		278
	YOY (%)		783
	平效 (元)		5941
新增门店数	10	19	45

数据来源: 公司公告, 东北证券

4.2 异地门店盈利能力提升

分地区看, 截至 2010 年上半年, 公司福建地区毛利率为 19.65%, 重庆地区毛利率为 17.11%, 北京和安徽地区毛利率分别为 17.74%和 18.54%。目前福建地区直采比例在 70%以上, 重庆仅 30%, 这一比例仍有较大的提升空间, 且重庆地区正处于快速成长期。其他地区随着规模的逐渐扩大, 及品类的逐步调整, 毛利率也将呈上升趋势。另外, 全国直、统采比例的提高也将提升公司整体毛利率。

图 19: 公司区域毛利率及新门店毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

4.3 其他品类受益规模效应

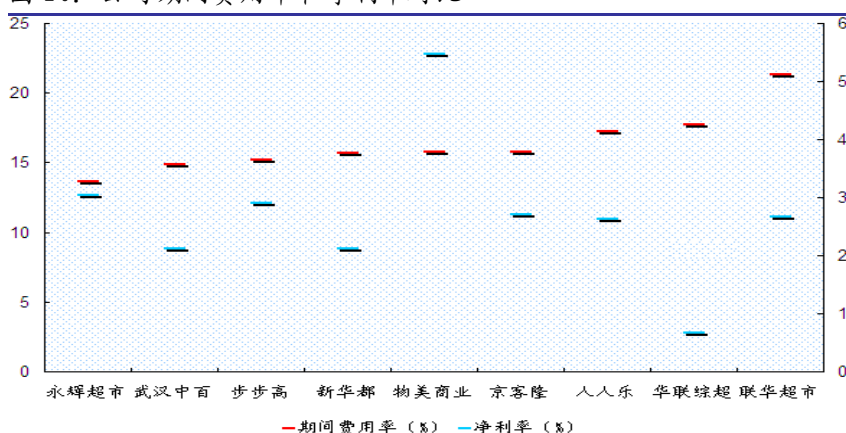
生鲜经营是公司发展的领头兵, 具有非常大的集客能力, 且公司在生鲜经营方面处于行业领先地位, 公司将始终保持生鲜经营的主导作用。另外, 公司服装业务发展也非常迅速, 全部采取自营模式, 毛利率较高, 销售额提高较快。此外, 包装食品方面一直是公司经营的短板, 今年起已有了明显的起色, 目前公司请到 4 位日本专家对公司门店进行更细致的品类管理, 未来单店效率会有更大的提升。由于生鲜经营有一定的经济面积, 随着公司门店面积的不断增长, 服装、食品等其他品类在销售占比上必然有所增加。正如前文所述, 截至 2010 年上半年, 公司生鲜及加工、食品用品和服装的主营占比分别为 51.14%、37.71%和 7.79%, 毛利率分别为 11.67%、18.48%和 30.10%, 即占比较小的后

两者毛利率较高。从未来趋势看，一方面，随着其他品类占比提高，公司整体毛利率将有所提高，另一方面，相对弱势的其他品类在规模壮大后，话语权不断增强，自身毛利率也将呈上升趋势，相应的其他收入占比也会适当提高。我们预计未来 3 年公司三大类商品销售占比将逐步调整到 46%、42.5%、11.5%左右，主营毛利率有 2 个百分点左右的提升空间。

4.4 成本控制效果良好

在成本控制方面，公司始终优于行业内其他公司，体现出公司具备完善的内部管理体系，我们认为公司在未来几年由于扩张速度加快，销售费用率和管理费用率会有所提高，但在融资完成后，财务费用率将会有所下降。

图 20: 公司期间费用率和净利率对比



数据来源：各公司年报，东北证券

5. 盈利预测与投资建议

我们认为公司的主要看点在于其独特的模式及可预见的成长性。在国内超市行业竞争异常激烈及供应链区域分割的背景下，本土超市具备自身难以复制的特色及超越供应链的限制是在竞争中胜出的重要元素，永辉超市恰恰具备这种特征，且在未来几年中，公司将进入快速成长的良性循环，预计 3 年内门店总数有望翻番，净利润复合增长率 50% 左右，2010、2011 每股收益分别为 0.40 元，0.60 元，12 个月内 27-30 元左右价格较为合理，目前估值偏高，但不影响公司作为超市行业中特色公司的长期投资价值，给予短期谨慎推荐，长期推荐评级。

6. 风险提示

扩张速度慢于预期，异地扩张受阻，其他品类占比增加后，竞争优势不明显，物业到期不能低成本续约等。

表 9：公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	847,481.58	1,287,923.70	1,832,306.93	2,523,940.85
营业成本	695,799.44	1,049,680.79	1,480,029.16	2,027,839.28
营业税金及附加	2,985.55	5,151.69	7,329.23	10,095.76
主营业务利润	148,696.58	233,091.21	344,948.55	486,005.81
销售费用	94,660.86	163,179.93	241,314.82	339,974.83
管理费用	17,190.79	25,758.47	36,646.14	50,478.82
财务费用	3,677.81	5,151.69	7,329.23	10,095.76
营业利润	32,815.67	39,194.69	59,658.36	85,456.39
营业外收支净额	342.87	169.46	0.00	0.00
利润总额	33,158.54	39,364.15	59,658.36	85,456.39
所得税费用	7,471.60	8,738.84	13,244.16	19,227.69
归属母公司净利润	25,429.29	30,625.30	46,414.20	66,228.71
每股收益 (元)	0.39	0.40	0.60	0.86

资料来源：公司公告，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。