

生鲜龙头，异地扩张见成效

买入调高

投资要点:

- 收入、利润均大涨，毛利率略有提高
- 异地扩张初见成效，北京、安徽门店开始释放业绩
- 立足生鲜特色，成功带动食品用品和服装的高增长

中报点评:

- 收入、利润均大涨，毛利率略有提高。**上半年实现营业收入 80.28 亿元，同比增长 43%。归属于母公司所有者的合并净利润 2.7 亿元，同比增长 95%。销售毛利率 19.11%，比去年同期 18.61%略有提高。
- 先遣部队熟悉地形，然后加上重点区域门店扩张，逐一区域拿下。**上半年新签约门店数量 31 家，遍及 10 个省份；新开门店 14 家，全国总计已开 169 家门店。北京、河南是公司下一步扩张的重点区域，2 季度北京新签约 6 家门店，河南新签约 3 家门店，相比 1 季度开店 4 家，2 季度开店步伐加快。
- 异地扩张见成效。**福建、重庆门店继续精耕细作，保持优势。上半年，福建、重庆营业收入分别同比增长 22.05%、44.59%。北京、安徽地区业绩开始爆发，北京门店进入盈利时代，安徽部分新店开始扭亏，收入分别同比增长 130.38%、633.72%。北京、安徽的成功再次证明了生鲜模式的成功，独特的物流管理与生鲜加工可全国复制。
- 生鲜继续集客，带动其他类商品更快增长。**上半年生鲜及加工产品同比增长 21.29%，食品用品同比增长 69.92%，生鲜同比增长 57.74%。生鲜产品继续发挥集客能力，增加了顾客忠诚度，使得食品用品和服装增长更快，从而进一步提高毛利率。
- 盈利预测。**上半年新开门店较少，调高 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.69 元、0.98 元和 1.32 元。2009 年新开的 44 家门店经过 4 年到 2012 年转成熟门店，预计将迎来业绩集中释放期，调高评级至“买入”。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,474.82	12,316.5	17,582.5	24,565.2	33,165.48
增长率(%)	49.25%	45.33%	42.76%	39.71%	35.01%
归属母公司股东净利润	254.29	305.54	529.02	755.41	1018.40
增长率(%)	18.99%	20.15%	73.14%	42.80%	34.81%
每股收益(EPS)	0.331	0.398	0.689	0.984	1.326
PE	92.04	76.61	44.24	30.98	22.98

消费服务研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	30.48
总市值(百万元)	23,405.59
流通市值(百万元)	3,352.80
总股本(百万股)	767.90

相关研究

- 1《宏源证券*2011 年 1 季报点评*永辉超市: 签约河南是亮点, 下半年开店压力大*601933*商贸零售行业*陈旭》, 2011.4
- 2《宏源证券*2010 年年报点评*永辉超市: 业绩符合预期, 静待异地扩张*601933*商贸零售行业*陈旭》, 2011.3
- 3《宏源证券*公司研究*永辉超市深度调研报告: 生鲜超市龙头, 成功异地扩张可期*601933*商贸零售行业*陈旭》, 2011.1

表 1: 2011 年 2 季度开店 10 家, 相比 1 季度 4 家, 开店速度加快

开店项目	地址	开店时间	租赁期限	总面积 (m²)
北京恒基店	北京市东城区	2011.04	12 年	9901
福州金祥店	福建省福州市	2011.04	12.5 年	11026
重庆望江店	重庆市江北区	2011.05	15 年	3100
重庆秀山店	重庆市秀山自治县	2011.05	约 20 年	7000
贵阳恒峰店	贵州省贵阳市	2011.05	15 年	6195
重庆莲花广场店	重庆市荣昌县	2011.05	15 年	5207
重庆都和广场店	重庆市巴南区	2011.06	15 年	7556.5
芜湖籍山路店	安徽省芜湖市	2011.06	15 年	6600
三明鸿图店	福建省三明市	2011.06	15 年	4293
龙海龙池店	福建省龙海市	2011.06	约 12 年	2776.52

资料来源: 宏源证券, 公司公告

表 2: 2011 年 2 季度新签约门店 16 家——大举挺进河南、北京

签约项目	地址	签约时间	物业交付时间	租赁期限	总面积 (m²)
贵阳新世界花园	贵州省贵阳市	2011.03	2013.10	20 年	17000
郑州中苑名都	河南省郑州市	2011.04	2011.10	15 年	19649.29
郑州百盛购物广场	河南省郑州市	2011.05	2011.07	8 年	9400
沁阳玫瑰城	河南省沁阳市	2011.05	2012.05	20 年	10357
重庆中渝春华秋实	重庆市沙坪坝区	2011.04	2015.06	15 年	12000
重庆好莱坞	重庆市渝北区	2011.06	2012.06	17 年	9047
盐城华府景城	江苏省盐城市	2011.05	2013.05	15 年	7000
成都国色天乡	成都市温江区	2011.06	2012.11	20 年	9295
沈阳华府新天地	辽宁省沈阳市	2011.05	2012.02	20 年	15028
漳州明发商业广场	福建省漳州市	2011.05	2012.06	20 年	16617
厦门万科金域华府	厦门市集美区	2011.06	2013.10	20 年	8196
北京华业·东方玫瑰家园	北京市通州区	2011.04	2013.04	15 年	12260
北京翠成馨园	北京市朝阳区	2011.04	2011.04	15 年	21361.78
北京长楹天街	北京市朝阳区	2011.04	2013.06	15 年	13013
北京金泰金沟河	北京市海淀区	2011.06	2011.08	15 年	7661.21
北京中粮万科长阳半岛	北京市房山区	2011.06	2013.06	15 年	15000
天津双街	天津市北辰区	2011.05	2011.06	20 年	13260

资料来源: 宏源证券, 公司公告

表 3: 门店分省情况——储备门店充足

家、万平方米	福建	重庆	安徽	北京	贵州	天津	江苏	河南	四川	辽宁	汇总
2011H1 新开店	3	7	1	3							14
2011H1 底门店合计	90	59	8	9	2	1	0	0	0	0	169
储备店合计	35	52	21	20	4	4	5	14	2	2	159
2010 年底签约家数	8	18	11	5	1	1	4	6	1	0	55
2011Q1 签约	1	2	1	1	1	2		5		1	14
2011Q2 签约	2	2		5	1	1	1	3	1	1	17
其中募投家数	24	30	9	9	1						73
2010 年签约面积	6.4	13.4	13.4	6.6	0.6	1.8	7	9.4	2.2		60.8
2011Q1 签约面积	1.5	1.8	0.7	1.5	1.0	2.8		7.8		1.6	18.7
2011Q2 签约面积	2.5	2.1		6.9	1.7	1.3	0.7	3.9	0.9	1.5	21.5
募投面积	16.9	23.1	8.5	8.5	1.6	0	0	0	0		58.6
合计	27.3	40.4	22.6	23.5	4.9	5.9	7.7	21.1	3.1	3.1	159.6
单店面积	0.78	0.78	1.08	1.18	1.23	1.48	1.54	1.51	1.55	1.55	1.00

资料来源：宏源证券、公司公告

表 4: 分季度利润表财务数据

单位: 百万元	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1	
营业收入	2,836.05	2,775.08	5611.13	4,230.76	3,797.18	8027.94	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	49.2%	36.8%	43.1%	
营业成本	2,306.32	2,260.35	4566.67	3,457.46	3,036.34	6493.8	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	49.9%	34.3%	42.2%	
销售毛利率	18.68%	18.55%	18.61%	18.28%	20.04%	19.11%	
营业税金及附加	12.12	10.05	22.17	17.67	15.27	32.94	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	45.8%	51.9%	48.6%	
销售费用	327.85	361.16	689.01	469.34	527.11	996.45	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	43.2%	45.9%	44.6%	
管理费用	58.99	68.03	127.02	78.79	67.3	146.09	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	33.6%	-1.1%	15.0%	
财务费用	12.29	17.78	30.07	6.55	3.81	10.36	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-46.7%	-78.6%	-65.5%	
期间费用合计	399.13	446.97	846.1	554.68	598.22	1,152.90	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	39.0%	33.8%	36.3%	
期间费用率	14.1%	16.1%	15.1%	13.1%	15.8%	14.4%	
投资净收益							
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	
加: 营业外收入	2.96	4.97	7.93	3.51	10.67	14.18	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	18.6%	114.7%	78.8%	
减: 营业外支出	1.17	5.08	6.25	3.22	7.89	11.11	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	175.2%	55.3%	77.8%	
利润总额	119.44	60.41	179.85	201.24	149.09	350.33	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	68.5%	146.8%	94.8%	
归属于母公司净利润	92.93	45.37	138.3	155.43	114.41	269.84	
同比增速	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	67.3%	152.2%	95.1%	
EPS	0.12	0.06	0.18	0.20	0.15	0.35	

资料来源：宏源证券、公司公告

表 5: 门店扩张分析 (按店龄测算)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	
门店数	58	77	122	156	200	250	
当年新增门店	11	19	45	34	44	50	
新开店比例	20%	22%	38%	22%	22%	20%	
大卖场	7	8	15				
卖场	18	29	54				
社区超市	31	35	47				
营业收入 (万元)	367,317	567,816	847,482	1,231,650	1,758,259	2,456,520	
yoy		55%	49%	45%	43%	40%	
营业面积 (平方米)	288,676	405,559	719,216	1,025,216	1,465,216	1,965,216	
yoy		40%	77%	43%	43%	34%	
平销 (元/每平方米)	12,724	14,001	11,783	12,014	12,000	12,500	
yoy		10%	-16%	2%	0%	4%	
门店数							
成熟门店		58	58	58	58	70	
亏损新店	-	7	8	5	8	8	
第1年盈利新店		12	44	37	47	50	
第2年盈利新店			12	44	37	47	
第3年盈利新店				12	44	37	
第4年盈利新店 (变为成熟门店)					12	44	
净利润 (万元)							
成熟门店内生性增长每年7%				16,101	17,228	22,628	
亏损新店	-50			-250	-400	-400	
第1年盈利新店	90			3,330	4,230	4,500	
第2年盈利新店	198			8,712	7,326	9,306	
第3年盈利新店	324			3,888	14,256	11,988	
第4年盈利新店 (变为成熟门店)	450			-	5,400	19,800	
归属母公司净利润	13,143	21,663	25,687	30,554	52,902	75,541	
YOY	-	65%	19%	24%	51%	41%	
净利率	3.6%	3.8%	3.0%	2.5%	3.0%	3.1%	
EPS	3.8%	3.7%	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%	
		0.33	0.40	0.69	0.98	1.33	

2012年
成熟门店
大幅度增
加

资料来源: 宏源证券

表 6: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12316.50	17582.59	24565.20	33165.48	收益率				
减: 营业成本	9961.86	14222.56	19870.79	26827.55	毛利率	19.12%	19.11%	19.11%	19.11%
营业税金及附加	47.27	66.00	92.21	124.50	三费/销售收入	15.51%	14.70%	14.61%	14.62%
营业费用	1557.71	2223.73	3106.84	4194.54	EBIT/销售收入	3.70%	3.93%	3.93%	3.93%
管理费用	281.95	364.83	509.71	688.17	EBITDA/销售收入	5.50%	6.73%	5.93%	4.37%
财务费用	70.38	-3.26	-27.19	-35.37	销售净利率	2.48%	3.03%	3.10%	3.09%
资产减值损失	5.64	3.50	3.50	3.50	资产获利率				
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	8.01%	12.29%	15.09%	17.11%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.02%	12.27%	12.50%	15.44%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	20.67%	22.27%	27.91%	42.07%
营业利润	391.70	705.24	1009.33	1362.58	增长率				
加: 其他非经营损益	7.39	5.34	5.34	5.34	销售收入增长率	45.33%	42.76%	39.71%	35.01%
利润总额	399.10	710.57	1014.67	1367.92	EBIT 增长率	26.44%	51.69%	39.61%	34.94%
减: 所得税	94.01	177.64	253.67	341.98	EBITDA 增长率	42.97%	74.47%	23.15%	-0.49%
净利润	305.08	532.93	761.00	1025.94	净利润增长率	18.77%	74.68%	42.80%	34.81%
减: 少数股东损益	-0.45	3.91	5.59	7.54	总资产增长率	111.73%	-13.17%	37.04%	9.23%
归属母公司股东净利润	305.54	529.02	755.41	1018.40	股东权益增长率	261.49%	12.88%	16.29%	18.88%
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	经营营运资本增长率	-10.88%	100.67%	18.62%	56.07%
货币资金	2525.81	2059.10	3102.61	3477.67	资本结构				
应收和预付款项	666.81	1183.86	1401.77	2089.09	资产负债率	41.17%	23.46%	34.99%	29.19%
存货	1351.17	941.21	2261.54	2062.49	投资资本/总资产	35.60%	45.78%	29.95%	35.29%
其他流动资产	20.05	20.05	20.05	20.05	带息债务/总负债	33.50%	11.35%	5.55%	6.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.87	3.83	2.74	3.42
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.31	2.96	1.82	2.49
固定资产和在建工程	997.20	871.57	745.93	620.30	股利支付率	21.53%	7.18%	7.18%	7.18%
无形资产和开发支出	239.36	214.43	189.50	164.56	收益留存率	78.47%	92.82%	92.82%	92.82%
其他非流动资产	688.73	344.36	0.00	0.00	资产管理效率				
资产总计	6489.13	5634.58	7721.40	8434.15	总资产周转率	1.90	3.12	3.18	3.93
短期借款	895.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	15.97	20.17	32.93	53.47
应付和预收款项	1551.03	1096.52	2476.56	2236.46					
长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00	应收账款周转率	254.02	152.70	216.49	169.92
其他负债	75.47	75.47	75.47	75.47	存货周转率	7.37	15.11	8.79	13.01
负债合计	2671.50	1321.99	2702.03	2461.94	业绩和估值指标	2010E	2011E	2012E	2013E
股本	767.90	767.90	767.90	767.90	EBIT	455.78	691.40	965.24	1302.53
资本公积	2435.31	2435.31	2435.31	2435.31	EBITDA	677.95	1182.83	1456.67	1449.60
留存收益	610.68	1101.72	1802.92	2748.22	NOPLAT	342.05	514.54	719.93	972.89
归属母公司股东权益	3813.88	4304.93	5006.12	5951.43	净利润	305.54	529.02	755.41	1018.40
少数股东权益	3.74	7.66	13.25	20.78	EPS	0.398	0.689	0.984	1.326
股东权益合计	3817.63	4312.59	5019.37	5972.21	BPS	4.967	5.606	6.519	7.750
负债和股东权益合计	6489.13	5634.58	7721.40	8434.15	PE	76.61	44.24	30.98	22.98
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
经营性现金净流量	696.31	443.08	1044.30	378.76	PB	6.14	5.44	4.68	3.93
投资性现金净流量	-941.80	4.00	4.00	4.00	PS	1.90	1.33	0.95	0.71
筹资性现金净流量	2530.20	-913.79	-4.79	-7.71	PCF	33.61	52.82	22.41	61.80
现金流量净额	2284.67	-466.71	1043.51	375.05	EV/EBIT	48.05	31.36	21.46	15.69

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 4 年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和山东大学, 金融系。2010 年8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010 年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团, 提出欧亚三部曲, 给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、st 秋林、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。