

专业连锁

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 樊俊豪

S0960111080472

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.20元

当前股价: 30.35元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2224.84
总股本(百万)	767
流通股本(百万)	494
流通市值(亿)	149
EPS	0.40
每股净资产(元)	4.97
资产负债率	42.25%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
永辉超市	-5.57	6.75	30.76
商业贸易	-18.01	-20.70	-24.30
沪深300指数	-12.92	-12.42	-19.34



相关报告

永辉超市

601933

强烈推荐

得“民心”者得天下，成就中国“沃尔玛”

本报告的独到之处在于：(1) 详细分析了生鲜产品的经营特点及其对于超市的重要价值，提出了未来生鲜超市的市场空间至少有 7000 家；(2) 阐述了永辉的核心竞争力，以及同行难以模仿成功三大原因；(3) 指出公司未来的业绩增长点应看外延扩张、内生增长以及毛利率提升，其中门店的内生增长情况得出了具有大量数据支持的结论。

我们认为：永辉是国内最具成长潜力的超市领军企业，目前正处于门店快速扩张、规模迅速成长时期，其主打的安全、新鲜、低价、便利的生鲜定位成功抓住了老百姓的“民心”，具备成长为中国“沃尔玛”的实力与潜质。

投资要点:

◇ **公司概况: 最具成长潜力的超市领军者。** 公司是一家以经营生鲜产品为特色，以大卖场、卖场及社区超市为核心业态的全国性连锁超市企业。截至 2011 年 9 月末，公司共拥有直营连锁门店 180 家，经营面积 130 万平米，门店遍布中国“东西南北中东北”六大经济区域，其中南部福建、西部重庆是公司最核心的两个区域。

◇ **生鲜超市发展前景: 空间巨大、市场容量至少有 7000 家。** (1) 消费者习惯改变+政策支持，生鲜超市逐渐替代传统农贸市场成为发展趋势；(2) 中国目前通过超市采购生鲜的比例仅有 30%，未来提升空间大；(3) 巨大的国土面积+广阔的消费群体。

◇ **独特的永辉模式:** (1) **生鲜领先的产品结构:** 集聚客流、差异化竞争、带动高毛利率商品销售的“杀手锏”；(2) **直采为主的采购体系:** 价格优势、产品品质、跨区域扩张的“发动机”；(3) **自营为主的盈利模式:** 使公司的发展更稳健、持续、可复制。

◇ **核心竞争力:** (1) **优秀的供应链管理能力和** 体现在强大的“买手”团队、高效的库存管理、日益完善的配送体系、标准化的门店管理、独特的“卖手”文化以及不断优化的信息系统建设等各个环节；(2) **先发优势,** 体现生鲜经营经验、议价能力以及品牌。

同行为何难以模仿成功: 永辉的核心竞争力是公司长期以来不断总结、创新形成的，是具备一定的门槛要求，需要长期的经验积累以及巨额投入才能实现的。

◇ **未来业绩增长点:** (1) **门店的外延扩张:** 大店开店、全国布局，未来三年每年新开门店 45-50 家；(2) **门店的内生增长:** 开业第 3-5 年，每年 30% 左右的增长；开业第 6-8 年，每年 15% 左右的增长；开业 8 年以后，每年 5%-8% 的增长；(3) **毛利率提升:** 做大销售规模、调整商品结构、开拓新品类。

◇ **盈利预测及投资建议:** 预计公司 2011-2014 年 EPS 分别为 0.62、0.88、1.21 和 1.65 元，以 2010 年为基期，**未来 4 年复合增速 43%**。我们认为公司在成长性及核心竞争力上大幅领先同行，可以给予一定程度的估值溢价，目标价 35.2 元，对应 2012 年 PE 40 倍。给予公司“强烈推荐”评级。

◇ **风险提示:** (1) 食品安全风险；(2) 门店扩张、新店培育不及预期；(3) 租金风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12317	16918	23802	31987
收入同比(%)	45%	37%	41%	34%
归属母公司净利润	306	474	674	930
净利润同比(%)	20%	55%	42%	38%
毛利率(%)	19.1%	19.3%	19.4%	19.5%
ROE(%)	8.0%	11.3%	13.8%	16.0%
每股收益(元)	0.40	0.62	0.88	1.21
P/E	76.28	49.19	34.58	25.06
P/B	6.11	5.53	4.77	4.01
EV/EBITDA	32	27	20	16

资料来源: 中投证券研究所

目 录

核心投资逻辑.....	3
一、公司概况：最具成长潜力的超市领军者.....	4
1.1 公司简介：以生鲜为特色的全国性连锁超市.....	4
1.2 股权结构：管理层持股，激励充分.....	5
1.3 企业文化：和谐、共享.....	6
二、生鲜超市发展前景：空间巨大，市场容量至少有 7000 家.....	7
2.1 生鲜产品对于超市的重要意义：集聚客流的最佳武器.....	7
2.2 生鲜超市的发展空间：市场容量至少有 7000 家.....	10
三、独特的“永辉模式”：生鲜领先的产品结构+直采为主的采购体系+自营的盈利模式.....	11
3.1 生鲜领先的产品结构：集聚客流、差异化竞争、带动高毛利率商品销售的“杀手锏”.....	11
3.2 直采为主的采购体系：价格优势、产品品质、跨区域扩张的“发动机”.....	12
3.3 自营为主的盈利模式：使公司的发展更稳健、持续、可复制.....	13
3.4 经营效益好，财务指标领先同行.....	15
四、核心竞争力：优秀的供应链管理能力和先发优势.....	16
4.1 优秀的供应链管理能力和先发优势：体现在公司供应链上的“采购、仓储、物流、销售”以及信息系统等各个环节.....	17
4.2 先发优势：体现在生鲜经营经验、议价能力以及品牌.....	20
4.3 为什么核心竞争力同行难以模仿成功：“冰冻三尺，非一日之寒”.....	21
五、未来业绩增长点：外延扩张、内生增长、毛利率提升.....	22
5.1 门店的外延扩张：大店开道、全国布局，未来三年每年新开门店 45—50 家.....	22
5.2 门店的内生增长：开业第 3—5 年，每年 30%左右的增长；开业第 6—8 年，每年 15%左右的增长；开业 8 年以后，每年 5%—8%的增长.....	24
5.3 毛利率提升的三个方式：做大销售规模、调整商品结构、开拓新品类.....	25
六、盈利预测及投资建议：目标价 35.2 元，“强烈推荐”.....	27
6.1 盈利预测：2011—2014 年 EPS 分别为 0.62 元、0.88 元、1.21 元和 1.65 元.....	27
6.2 估值分析与投资建议.....	29
6.3 风险提示.....	29

核心投资逻辑

1、超市，诞生巨型零售企业的摇篮，中国的市场空间足够大！

从国际经验来看，连锁超市行业所销售的商品大都属于快速消费品，是消费者每天都要消费的，相比家电、IT 连锁以及百货等其他零售细分行业，**连锁超市行业市场空间更大、更容易孕育出巨型零售企业**。2010 年全球前 10 强零售企业中，超市占据了前 4，分别为沃尔玛、家乐福、麦德龙和 Tesco。

以永辉为代表的生鲜超市，将显著受益于(1) **消费者习惯改变+政策支持**，生鲜超市逐渐替代传统农贸市场成为发展趋势；(2) 相比国外，**中国目前通过超市采购生鲜的比例较低**（仅有 30%，而发达国家这一比例在 90%以上），未来提升空间巨大；(3) **巨大的国土面积+广阔的消费群体**等利好驱动，成长空间巨大。

以中国的 661 个城市（4 个直辖市，283 个地级市，374 个县级市）进行保守估计，则未来生鲜超市的市场容量至少有 7000 家店，如果再考虑我国 41636 个乡镇，则空间更加广阔。

2、为什么永辉超市可以在激烈的市场竞争中最终胜出？

(1) **生鲜是超市经营的精髓所在**。由于超市提供的商品同质化程度较高，消费者对于去哪家超市消费是缺乏忠诚度的，因此超市经营的关键在于能否吸引到足够的顾客。而**生鲜就是超市诸品类商品中集聚客流的最佳武器**，一方面由于生鲜产品的需求面最广；另一方面由于生鲜产品的购买具有多批次、少批量等特点，具有价格优势且生鲜种类齐全的超市更容易吸引消费者。

(2) **多数超市的经营重心在食品用品，生鲜超市是超市中的“新大陆”**。尽管生鲜是超市经营的精髓所在，但由于其具有采购难、毛利率低、对食品安全要求高、易损耗且管理要求细致等特点，因此多数超市只是把生鲜作为吸引顾客的一种手段，它们的重心在食品用品领域，而永辉则是将生鲜产品作为主业来经营的。此外，主打生鲜牌，还可以实现与外资超市巨头的差异化竞争。

(3) **公司以经营生鲜见长，借生鲜打天下**。公司能成为国内最具成长潜力的超市企业，其独特的“永辉模式”功不可没：**(1) 生鲜领先的产品结构**：集聚客流、差异化竞争、带动高毛利率商品销售的“杀手铜”；**(2) 直采为主的采购体系**：价格优势、产品品质、跨区域扩张的“发动机”；**(3) 自营为主的盈利模式**：使公司的发展更稳健、持续、可复制。

3、永辉的“护城河”在哪里？

(1) **优秀的供应链管理及整合能力**，体现在强大的“买手”团队、高效的库存管理、日益完善的配送体系、标准化的门店管理、独特“卖手”文化以及不断优化的信息系统建设等供应链的各个环节；

(2) **先发优势**，体现在①**生鲜经营经验优势**，同行难以模仿；②**规模优势**，对商品的议价能力越来越强；③**品牌优势**，更易获得优质物业。

4、永辉的“护城河”为何同行难以跨越？

(1) **整套的供应链管理体系难以模仿**，由于同行的经营重心一直在食品用品领域，而生鲜与食品用品在具体的供应链管理上是完全不同的，里面涉及到生鲜的一系列独特运营流程及管理技术，且随着公司经验的不断积累、资金的不断投入以及规模的不断成长，这条“护城河”将越来越宽；

(2) **先发优势将越来越明显**，永辉的“护城河”是公司长期以来不断总结、创新形成的，对于想跨越的同行来说，是具备一定的门槛要求，需要长期的经验积累以及巨额资金投入的。

一、公司概况：最具成长潜力的超市领军者

1.1 公司简介：以生鲜为特色的全国性连锁超市

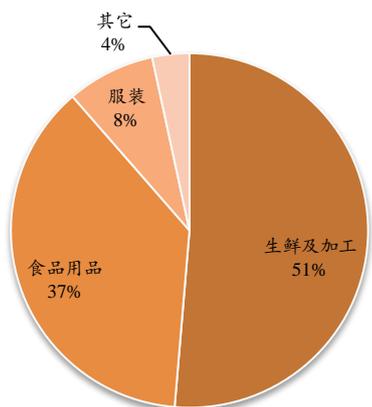
永辉超市成立于 2001 年，总部位于福州，是一家以经营生鲜产品为特色，以大卖场、卖场及社区超市为核心业态的全国性连锁超市企业。尽管成立时间较晚，但公司凭借以生鲜为特色的差异化竞争策略以及高超的供应链管理能力和成功实现了后来居上，其独特的经营模式被国务院七部委誉为中国“农改超”推广典范。

1.1.1 生鲜领先，成长迅速

主打生鲜产品是公司最明显的特色，2010 年公司总收入中生鲜产品的销售占比高达 51%，而国内大部分同行的生鲜销售占比仅在 20% 左右。

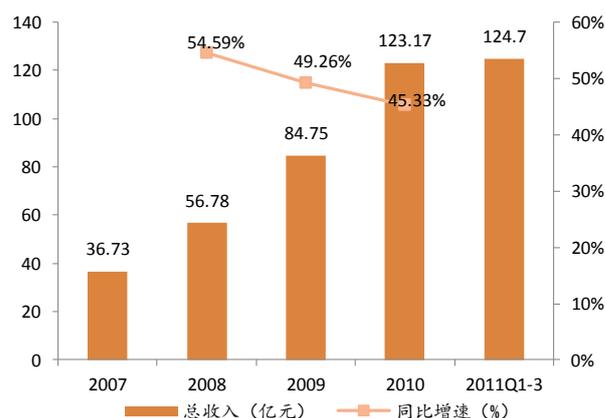
正是凭借以生鲜为特色的经营模式，公司成功抓住了福建和重庆地区的“农改超”改革契机，实现了营业收入的快速成长。2010 年，公司实现营业收入 123.17 亿元，在所有 A 股上市超市公司中位居前列，其营业收入 2007—2010 年年均复合增速高达 50%，成长性优异。

图 1 公司的产品结构以生鲜为主（2010）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司的营业收入成长迅速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.1.2 门店分布在全国“东西南北中东北”六大经济区

截至 2011 年 9 月末，公司共拥有直营连锁门店 180 家，经营面积 130 万平米，门店主要分布在中国“东西南北中东北”六大经济区域的 13 个省市，其中南部的福建区域与西部的重庆区域是公司最核心的两个市场，公司在这两个市场分别做到了当地第一大和第二大超市零售企业。

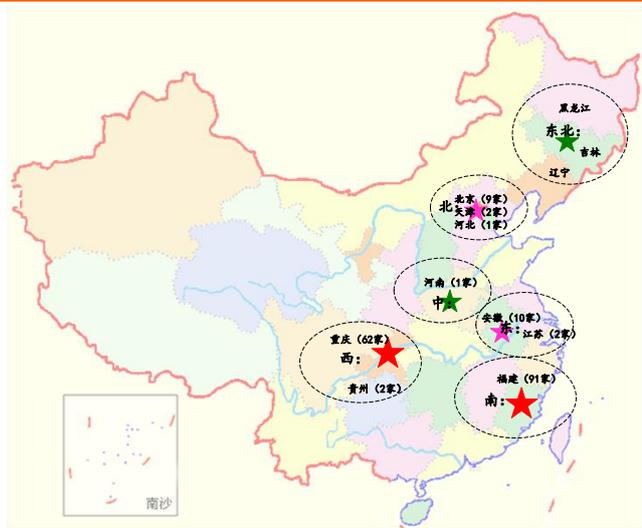
我们预计公司未来将分别以“东西南北中东北”这六大区域里的福建、重庆、安徽、北京、河南、辽宁为中心，不断向周边城市渗透。目前公司储备的已签约门店数量有 107 家，分布在福建、重庆、北京、安徽、河南、贵州、天津、江苏、河北等 13 个省市。

表 1 公司门店分布在中国“东西南北中东北”六大经济区域

经济区域	省、市	进入时间	门店数量 (家)	2010 年销售收入 (亿元)	销售收入占比	目前已签约未开业门店数量 (家)
南部 (海峡西岸经济区)	福建	2001	91	65.20	54.78%	22
	重庆	2004	62	44.24	37.17%	27
西部 (成渝经济区)	贵州	2010	2	0.36	0.30%	3
	四川	-	-	-	-	3
东部 (泛长三角经济区)	安徽	2010	10	2.42	2.03%	8
	江苏	2011	2	-	-	7
北部 (京津冀都市经济圈)	北京	2009	9	6.80	5.71%	10
	天津	2011	2	-	-	2
	河北	2011	1	-	-	4
中部 (中原经济圈)	河南	2011	1	-	-	16
东北 (东北三省)	辽宁、吉林、黑龙江	2011	-	-	-	5 (3 辽宁、1 吉林、1 黑龙江)

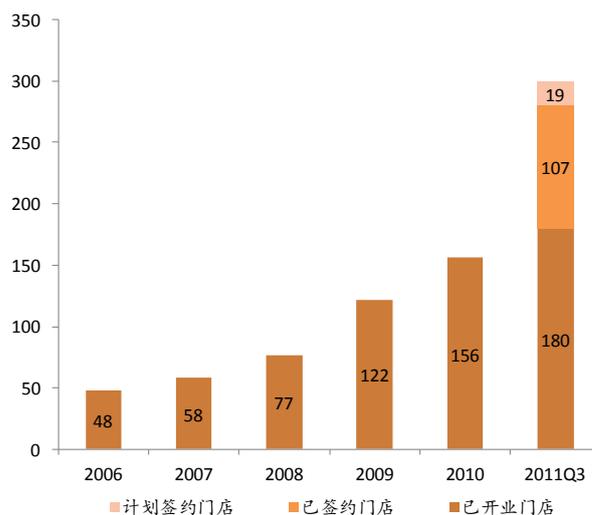
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 永辉超市门店分布图



资料来源：中投证券研究所

图 4 永辉超市门店扩张历程 (2006—2011Q3)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 股权结构：管理层持股，激励充分

公司实际控制人为张轩松、张轩宁兄弟（一致行动人），两人合计持有 2.74 亿股公司股票，占比达 35.66%。此外，公司的主要股东还有民生超市（汇丰直投旗下）、汇银投资（公司 132 名骨干员工组成的持股公司）以及郑文宝、谢香镇等 8 名自然人股东。

公司的股权结构特点：

1、实际控制人张氏兄弟胸襟博大，愿意分享股权。公司原本是由张轩松、张轩宁两兄弟出资成立，后为了公司能取得更好的发展，兄弟两人先后引入汇丰直投、核心骨干及管理层入股，一方面充实了公司发展所需的资金，另一方面也有效的改善了公司治理结构；

2、外资参股有利于改善公司的管理水平及运营理念。汇丰直投曾先后两次通过民生超市进行增资，目前持有公司 20.56%的股权，是公司的第二大股东，外资的入驻给永辉在营运标准、财务系统、绩效考核机制等方面带来一些新观念的碰撞，目前其在公司董事会和监事会各有 1 人。

3、对公司高管及骨干员工激励充分，增强了团队的凝聚力和战斗力。一方面公司的 8 名自然人股东涵盖了公司生鲜、食品用品和服装三大核心事业部的负责人及主要高管，且这些人大部分与实际控制人具有亲戚关系，公司对他们具有较强控制力；另一方面由公司 132 名核心骨干组成的汇银投资也持有公司 5.67%的股权。充分到位的激励机制，增强了团队的凝聚力和战斗力，也使得管理层利益与上市公司利益一致。

表 2 永辉超市的股权结构情况

股东名称	持股数 (万股)	股权比例	解禁日期	备注
张轩松	15975	20.80%	2013.12.15	董事长
民生超市	15790	20.56%	2011.12.15	汇丰直投旗下的股权投资公司
张轩宁	11411	14.86%	2013.12.15	总经理
汇银投资	4356	5.67%	2011.12.15	由公司 132 名骨干员工组成
郑文宝	2282	2.97%	2011.12.15	亲戚，副总经理兼生鲜事业部总经理
谢香镇	2282	2.97%	2011.12.15	亲戚，食品用品事业部总经理
叶兴针	2282	2.97%	2011.12.15	副总经理兼服装事业部总经理
郑景旺	2282	2.97%	2011.12.15	亲戚，生鲜事业部副总经理
黄纪雨	2282	2.97%	2011.12.15	亲戚，生鲜事业部食品加工采购经理
林登秀	2282	2.97%	2011.12.15	亲戚，工程部经理
张天云	2282	2.97%	2011.12.15	生鲜事业部营运标准部经理
张枝龙	2282	2.97%	2011.12.15	生鲜事业部采购部负责经理
社会公众股	11000	14.32%	无限售条件	-
合计	76790	100.00%	-	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.3 企业文化：和谐、共享

和谐：公司崇尚“融合共享、成于至善”的核心价值观，自创办以来，一直把与员工、供应商、消费者、合作伙伴建立和谐关系作为公司发展的基本点，并借此使实现了跨越式发展。

共享：一是与员工在权益上共享，公司管理层及骨干员工均持有公司股份；二是与供应商在发展中共享，公司的账期是 33 天（同行平均是 54 天），此外公司占有上游供应商的资金比例在所有超市中也是最低的。

表 3 公司“和谐、共享”的企业文化

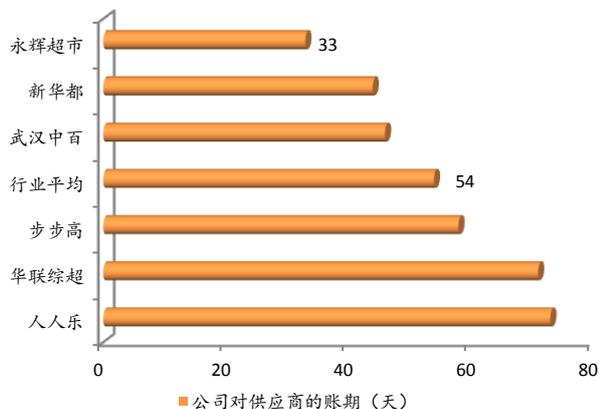
对象	细则
员工	对从一线员工成长起来的中高层管理人员给予股权激励，使公司的股权结构多元化；工会还建立了员工互助基金、助困金，并举办各类文体比赛或文艺表演，使员工把企业当成自己的家，持续保持了公司的创业激情和创新动力。
供应商	公司始终坚持周结、月结的货款结算制度，保证了供应商的合法利益，与供应商之间形成了战略合作伙伴关系，差异化的经营策略也日益成为公司与合作伙伴共同坚持的方向。
消费者	公司建立完善了投诉制度，及时为消费者排忧解难，并多次组织消费者免费参观公司生鲜农产品基地，增加消费者对永辉品牌的认同度。

合作伙伴

公司和知名房地产开发商采取共担风险、共享利益的长期联合与合作模式，共同创造商圈繁荣，提升商圈地位，同时，也节省了公司寻找新店址的时间及精力，缩短了新店培育期。目前公司与国内外知名的房地产商（如绿地、保利、万科、凯德、龙湖、金源等）均建立了良好的合作关系，公司的经营前景和行业地位获得了房地产商较高的认可。

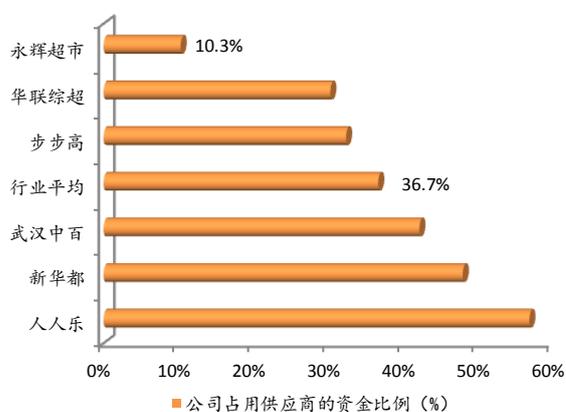
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司对供应商的账期低于同行



资料来源：中投证券研究所

图 6 公司占用供应商的资金比例低于同行



资料来源：中投证券研究所

二、生鲜超市发展前景：空间巨大，容量至少有 7000 家

2.1 生鲜产品对于超市的重要意义：集聚客流的最佳武器

2.1.1 什么是生鲜产品

超市的生鲜产品种类繁多，一般按照加工程序以及保存方法的不同，将生鲜产品分为初级生鲜商品、冷冻冷藏生鲜商品和加工生鲜商品三大类。

表 4 生鲜产品的分类

分类	具体介绍
初级生鲜商品	蔬菜、水果、家禽、家畜、水产品等只需做简单处理即可销售的商品
冷冻冷藏生鲜商品	(1) 冷冻食品：以农、畜、水产原料经加工调理，急速冷冻及严密包装在-18℃以下储存及贩卖的食品； (2) 冷藏调理食品：以农、畜、水产原料经加工调理，急速冷却及严密包装在7℃以下储存及贩卖的食品。
加工生鲜商品	(1) 熟食调理食品：农、畜、水产原料经油、脂烹煮，经烟熏或注入特殊原料配方腌渍之各种即食品； (2) 面包、糕点食品：经面粉制造的面包、蛋糕、馒头、面条等主食及糕点等食品。

资料来源：中投证券研究所

对于超市来说，生鲜产品具有两面性：正面是天使，反面是魔鬼

正面：生鲜是超市诸品类中需求面最广、也最能聚集人流的领域，因而是超市经营的精髓所在；

反面：生鲜经营存在的采购难、对食品安全要求高、易损耗、管理要求细致等特点，使得生鲜成为超市中最难经营的品类。

表 5 对于超市来说，生鲜经营的正反两面

	原因
正面：最能集客	(1)需求面广：“民以食为天”，生鲜产品是人民生活必需品，需求面最广； (2)能聚集人流：消费者对生鲜产品的购买具有多批次、少批量的特点，具有价格优势且生鲜品类齐全的超市更容易吸引消费者。
反面：最难经营	(1)采购难：生鲜产品的上游极为分散，普通超市通常从批发市场采购或者以联营、租赁的方式进行经营，难以获得丰富的产品种类以及较低的价格； (2)对食品安全要求高：人命关天； (3)易损耗：生鲜产品保质期短；运输、存储、消费者挑选环节容易造成生鲜产品的损耗；生鲜产品的价格往往由新鲜度决定，如果存货控制能力不足，容易导致跌价损失； (4)管理要求细致：生鲜具有的易损耗、不易保存等特点，对公司的采购、物流、后台建设以及门店经营管理等方面均提出了很高的要求。超市对生鲜产品的经营管理能力集中体现在损耗率上。

资料来源：中投证券研究所

生鲜产品的经营特点：生鲜超市 Vs 传统超市

生鲜超市：专业从事生鲜经营并结合现代超市经营理念的专卖店、连锁店，是一种新兴的超市形式

由于生鲜产品具有采购难、对食品安全要求高、易损耗、管理要求细致等特点，因此**传统超市通常以联营、出租模式经营生鲜产品**，其利润主要来源于销售扣点或租金，超市企业并不参与实际采购及店内运营，因此对商户的生鲜产品价格、品质及陈列布局均没有太大的控制力，而生鲜的价格、品质正是消费者所关心的。

而**生鲜超市则通常以自营的方式经营生鲜产品**，并在产品的价格、品质及毛利率等方面优于传统超市。

表 6 在经营生鲜产品上，生鲜超市与传统超市的各自特点

项目	生鲜超市	传统超市
经营模式	自营为主	联营或出租
盈利模式	进销差价	销售扣点或租金
存货管理者	超市	供应商或承租方
生鲜价格	生鲜通常是直采，价格低于传统超市	价格较高
生鲜毛利率	高于传统超市，约为 12%—13%	相对于其它商品种类，毛利率较低，约为 8%—10%
品质	源头控制，品质较高	较难控制，有好有坏
客流量	能聚集较大客流，从而带动其它商品销售	生鲜种类少，聚集的客流量不及生鲜超市
选址	要求较低	对区位要求较高

资料来源：公司招股书、中投证券研究所

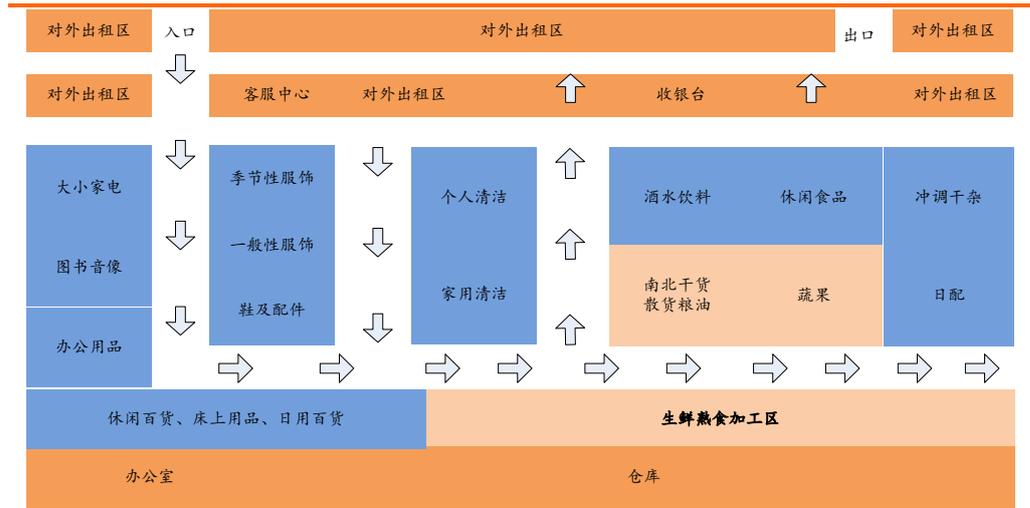
2.1.2 生鲜产品对于超市的重要价值

1、集聚客流，带动食品、日化及服装的销售

相对于超市的其它品类商品，**生鲜产品具有最强的集客能力**，而能否吸引足够的顾客是超市经营成败的关键(消费者对于去哪家超市消费是几乎没有什么忠诚度的，关键看其能否给消费者提供最便利舒适的购物体验，以及能否提供最丰富便宜的购物产品)。

超市通常将生鲜产品放在门店的里面，以此来引导客流走过其他产品场地，促进食品、日化等其他商品的销售。

图 7 超市的动线设计图



资料来源：中投证券研究所

2、以生鲜为特色，可以突破超市外延扩张的天花板

本土超市多年来一直希望进行跨区域扩张，发展成为中国的沃尔玛或家乐福，但受制于以下二个因素，成功的并不多：

一、区域分割流通体制限制。超市里主要销售的食杂、日用品等商品，其上游供应商基本都是以省为单位，实行严格的区域分割流通体制，这给本土超市的跨区域扩张带来了较大阻碍（在不同省份需要跟不同的区域经销商谈判，连锁超市企业在一个区域的采购优势不能在新扩张区域继续发挥，从而制约了连锁超市企业的跨区域扩张）；

二、外资超市不断下沉网点所带来的竞争加剧。本土超市大多模仿自沃尔玛、家乐福，虽然在门店布局、商品组合、运营流程上差异不大，但在关键的供应链管理、资金实力上仍无法与外资超市进行正面竞争，面对外资超市不断往三四线城市下沉网点，本土超市面临越来越大的竞争压力与份额流失。

我们认为，以生鲜为特色的超市可以突破这两个因素的限制：

一、突破区域分割的流通体制限制。生鲜产品的供应链不像食杂、日用品那样，其上游极其分散，超市可以直接向当地的农户、生产基地或农贸市场进行大规模采购，因而其外延扩张不受区域分割流通体制的限制；

二、差异化竞争。生鲜产品并不是沃尔玛、家乐福等外资超市的主打商品，本土超市可以以生鲜为特色，进而实现与外资超市巨头的差异化竞争。

3、生鲜超市既是传统农贸市场的发展趋势，又是被市场空缺出来的金矿

发展趋势：我国的生鲜产品，70%通过传统的农贸市场进行销售，只有30%经由超市渠道销售，随着人们生活消费水平的提高，传统农贸市场“散、杂、乱、差、脏”的购物环境已经无法满足人们日益增长的生鲜农产品消费需求。

消费者对购物环境的舒适性、购物时间的便利性、经营品种的多样性、产品质量的安全性、服务与价格的竞争性等各方面提出更高的要求。国内已经出现了传统农贸市场向生鲜超市转型的尝试，“农改超”就是这一趋势的具体体现。

以生鲜为特色：

1、突破区域分割的流通体制限制，
打开跨区域扩张的天花板；

2、实现与外资超市巨头们的差异化竞争

发展趋势：

体现在传统农贸市场已经无法满足消费者对环境、购物时间以及食品安全等的更高需求，超市取代农贸市场已经成为趋势

市场空白： 生鲜超市是目前超市中的“新大陆”

市场空白： 目前国内除了永辉外，几乎没有出现定位为满足人们每日购买新鲜便宜生鲜产品需求的超市企业，多数超市将其销售重心放在了食品用品、服装百货方面，生鲜这一具有巨大发展空间的市场被空缺了出来。

表 7 生鲜超市与传统农贸市场的优劣势比较

项目	生鲜超市	传统农贸市场
购物环境	环境好	“劣、脏、乱、差”
营业时间	几乎全天营业，方便购物	营业时间较短，通常集中在早上或晚上的某一段时间
产品种类	丰富	丰富
食品安全	源头控制，安全性高	管理较为混乱，鱼龙混杂
生鲜价格	低，与传统农贸市场价格差不多	低于传统超市
购物体验	一站式购物	只能购买生鲜产品
外延扩张	可以进行跨区域连锁	跨区域扩张难度大

资料来源：公司招股书、中投证券研究所

2.2 生鲜超市的发展空间：市场容量至少有 7000 家

1、相比国外，中国目前通过超市采购生鲜的比例较低

根据联商网数据，发达国家居民在超市采购生鲜的比例非常高，其中美国和德国的生鲜产品 90% 通过超市销售，日本这一比例也达到 70%，而我国目前通过超市采购生鲜比例不高，仅为 30% 左右，因此市场空间很大。

据中国农产品市场协会估计，2015 年通过超市销售生鲜产品的比例将达 50% 以上。

2、消费者习惯改变+政策支持，推动生鲜超市的发展

随着人们对购物环境、食品安全、服务质量等方面要求的提升，消费者已经更习惯于在超市进行消费，而非传统的农贸市场。农贸市场将更多的承担批发业务或大宗农产品流通的职能。

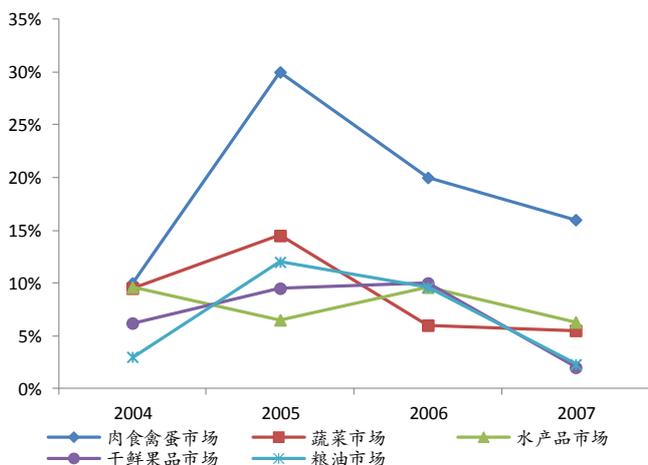
此外，超市企业在经营规模不断扩大的基础上，议价能力也随之增强，与农贸市场的价格差距不断缩小，从而大大提高了相对农贸市场的竞争力。各级政府也不断出台相关政策，鼓励推动农贸市场向生鲜超市转型，“农改超”就是具体体现。

3、刚性的消费需求+广阔的消费群体，保守估计生鲜超市的市场容量为 7357 家店

生鲜产品是人民生活必需品，每天的消费量巨大，随着人们对食品安全、新鲜和便利性要求的提升，生鲜超市将面临巨大的刚性消费需求及广阔的消费群体。

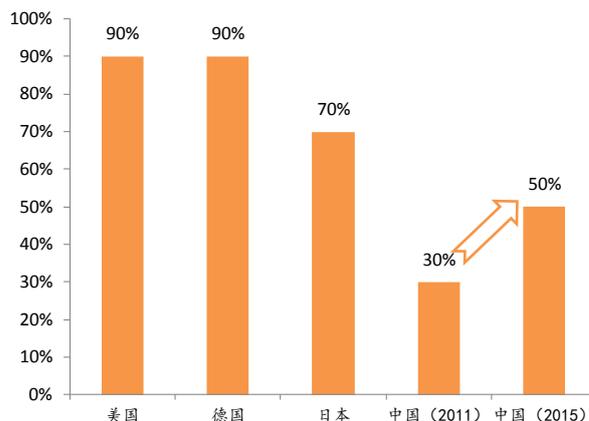
中国目前共有城市 661 个，其中直辖市 4 个，地级市 283 个，县级市 374 个，即使我们保守的按照直辖市 30 家店，地级市 15 家店、县级市 8 家店的比例进行估计，未来生鲜超市的市场容量也有 7357 家店，如果再考虑我国 41636 个乡镇，则即使按 5 个乡镇 1 家生鲜超市的比例来算，其空间也有 1 万家之巨。

图 8 我国亿元以上农产品专业市场的零售额占比呈现下降趋势



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 9 主要国家通过超市销售的生鲜比例



资料来源：农产品市场协会、中投证券研究所

三、独特的“永辉模式”：生鲜领先的产品结构+直采为 主的采购体系+自营的盈利模式

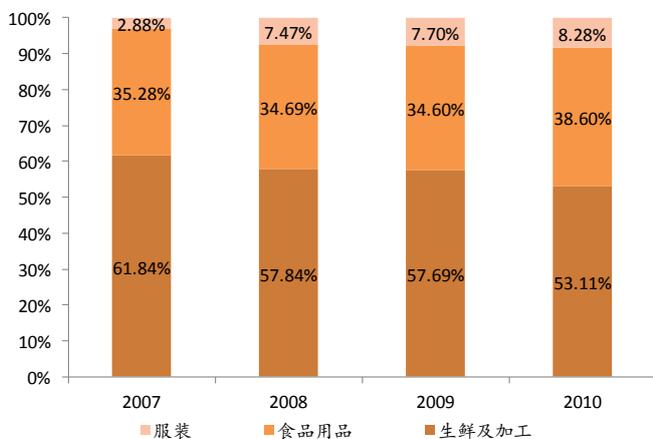
公司之所以成立以来取得了飞速的发展，有赖于其独特的“永辉模式”：即生鲜领先的产品结构+直采为主的采购体系+自营的盈利模式。接下来我们将详细分析这三大特色，以及公司的财务指标情况。

3.1 生鲜领先的产品结构：集聚客流、差异化竞争、带动高毛利率商品销售的“杀手锏”

这一特色是公司同行最鲜明的区别，体现在两个方面：

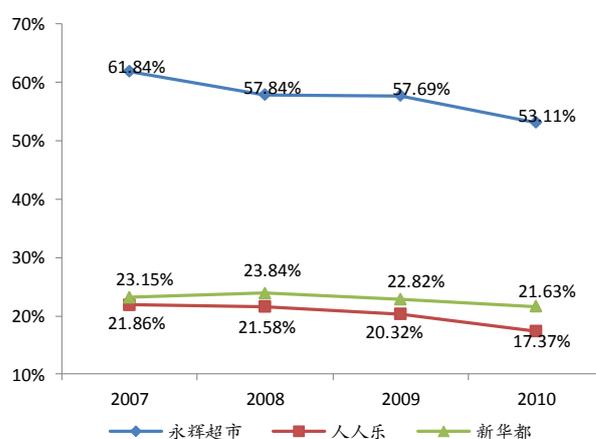
一是公司的生鲜产品占比较高，常年维持在 50% 以上，而国内大部分超市（如人人乐、新华都）的生鲜产品占比不足 30%；

图 10 公司生鲜产品的销售占比常年维持在 50% 以上



资料来源：公司公告、中投证券研究所

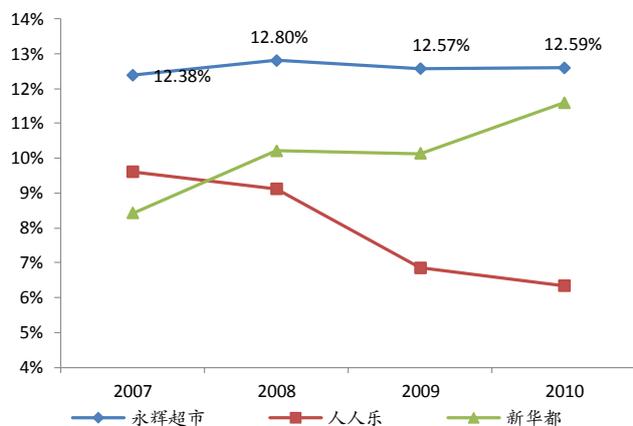
图 11 公司生鲜产品的销售占比高于同行



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

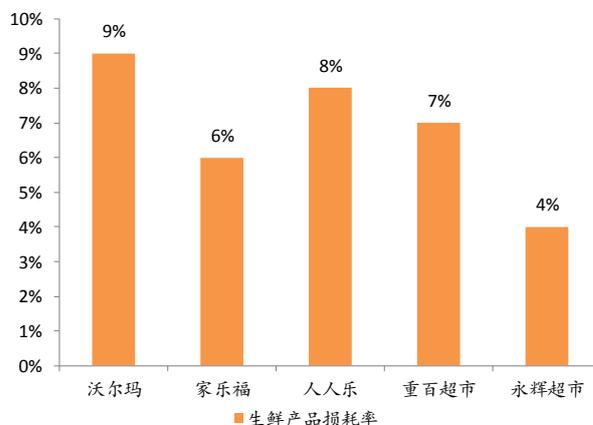
二是公司生鲜产品的经营效益要好于同行，体现在公司生鲜产品的毛利率高于同行，同时损耗率低于同行。

图 12 公司生鲜产品的毛利率高于同行



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 公司生鲜产品的损耗率低于同行



资料来源：公司调研、中投证券研究所

对永辉超市来说，以生鲜为特色的产品结构：

一方面，可以进行差异化竞争，通过专注于内外资超市难以做深做透的生鲜产品，避免激烈的直接竞争，实现自身的快速发展；

另一方面，通过生鲜集聚的客流，带动食品、日化、服装等高毛利率商品的销售；

最后，还可以突破区域分割的流通体制限制，更易于实现跨区域扩张。

目前公司的生鲜经营具有经营面积大、品种丰富、购物环境舒适以及“两低两高”（即价格低、损耗低，保鲜高、质量高）的特点：

表 8 公司生鲜产品的经营特点

经营特点	内容
经营面积大	率先把“生鲜区”的营业面积扩大，生鲜产品经营面积通常占卖场总面积的 40%
品种丰富	把粮食、蔬菜、水果、肉禽、水产等近 3,000 多种农产品作为主营产品
购物环境舒适	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，营造干净、有序、舒适的购物环境
“两低两高”	即价格低、损耗低，保鲜高、质量高。 全国统一采购与区域统一采购相结合，并建立一整套营运与管理标准进行成本控制，使公司生鲜产品的价格较传统超市便宜； 组建专业团队，专门负责农产品种植辅导、采购、保鲜、冷藏、配送、售卖，实现了对生鲜农产品的单品类管理，降低生鲜农产品在“购、运、储、销”等环节的损耗率，提升生鲜农产品的盈利空间，推动区域生鲜农产品流通一体化； 公司建立了冷链系统，拥有恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链设施；建立了生鲜农产品质量认证体系和防控体系，保证了生鲜农产品的质量安全

资料来源：公司招股书、中投证券研究所

3.2 直采为主的采购体系：价格优势、产品品质、跨区域扩张的“发动机”

公司的采购体系实行全国统一采购和区域统一采购相结合，直接采购与间接采购相结合的方式，其中直接采购是公司最主要的采购方式，也是公司区别于国内

同行的主要体现。目前公司生鲜产品的直接采购比例高达 76% 以上，高于国内平均 10%—20% 的直采比例。

以直采为主的采购模式，有助于公司（1）免除中间环节的加价及不必要的物流、仓储成本，降低了商品的采购成本；（2）优选供应商，保证了产品品质；（3）突破区域分割流通体制限制，提高跨区域扩张能力。

表 9 公司各品类商品的采购特点及意义

商品	采购体系	采购方式	特色	意义
生鲜	全国统采与区域直采相结合	1、基地采购； 2、当地采购； 3、远程采购； 4、批发市场采购	1、直采比例高（高达 76%）； 2、200 多个生鲜单品的“订单农业”采购模式； 3、拥有丰富经验的生鲜买手组成的研发中心； 4、700 多人的庞大采购队伍	1、凭借无中间环节的直接采购和规模优势降低采购成本； 2、优选供应商，在保证商品质量、食品安全； 3、能够突破区域分割的流通体制限制
食品用品	区域采购为主，全国采购为辅	1、公司目前 80% 以上的食品日用品通过福建、重庆、北京等区域的省级品牌代理商进行批发采购； 2、另有少部分产品向上游厂商直接采购。	与传统超市的采购模式相似	1、最大化降低物流成本，提升货品的上架和补货速度； 2、有效整合各地供应商渠道，最大化降低公司的采购成本
服装	全国统采、包销定制	1、对于男女正装、男女休闲装，公司实行在全国范围内定制包销的“买手”制度； 2、对于鞋帽皮具、童装内衣，公司以区域采购为主	自营模式、定制包销	超市的价格、百货或专卖店的品质

资料来源：公司招股书、中投证券研究所

3.3 自营为主的盈利模式：使公司的发展更稳健、持续、可复制

3.3.1 超市的两种盈利模式：“沃尔玛”模式 or “家乐福”模式

超市的盈利主要来自于商品价差，但由于行业激烈的竞争，多数超市企业还通过向供应商收取进场费、堆头费、促销费等来降低运营成本、提高自身盈利，部分超市甚至出现大部分利润来自于这些通道费。

因此超市的盈利模式分为两种：一种是“沃尔玛”模式，即以供应链管理见长，通道费收入占比很小；另一种是“家乐福”模式，即以通道费作为重要的盈利来源，目前本土超市大多采用此种盈利模式。

表 10 超市企业的两种盈利模式比较

盈利模式	简介	特点
“沃尔玛”模式	又称“供应链”模式，强调成本控制能力，通过对商品的“采购—仓储—物流—销售”这一供应链进行整合优化，降低流通成本，提高毛利率	(1) 商品价格低； (2) 通道费收入占比很小； (3) 与供应商关系比较和谐，相对轻松
“家乐福”模式	又称“通道费”模式，该模式下超市以向供应商收取各种通道费（如进场费、堆头费、促销费等）和返利作为主要的盈利来源，商品进销差价常常不足以弥补其经营成本和费用。目前国内超市多采用此种盈利模式	(1) 通道费收入占比较高，通常在 20% 以上； (2) 与供应商关系较为紧张

资料来源：中投证券研究所

永辉的盈利模式更像“沃尔玛”

永辉超市的盈利模式更接近于“沃尔玛”，即盈利主要来源于商品的进销差价。目前公司旗下生鲜、食品用品和服装三大品类商品均采用自营模式，提高销售毛利率和商品周转率是公司提高盈利的主要途径。

2007—2010年公司通过自营模式获得的收入占营业收入的比重平均为97%，高于同行84%的平均水平。

表 11 永辉超市与传统超市的盈利模式比较

	盈利模式	利润来源	毛利率	收入占比	存货风险	
永辉超市	生鲜	自营，产品以自采为主	进销差价	12%-13%	50%以上	大，公司承担存货损耗风险
	食品日化	自营	进销差价、通道费	17%-18%	35%左右	风险与传统超市相似，由公司承担
	服装	自营，包销定制	进销差价	30%-33%	8%左右	大，公司承担存货风险
传统超市	生鲜	以联营、物业出租为主	扣点佣金、租金	8%-10%	25%以下	几乎没有，供应商承担存货损耗风险
	食品日化	自营	进销差价、通道费	15%-18%	50%左右	不大，由公司承担存货风险
	服装	代销、联营、出租	扣点佣金、租金	18%-22%	20%左右	几乎没有，供应商承担存货损耗风险

资料来源：中投证券研究所

表 12 公司自营模式的收入占比高于同行

	2007	2008	2009	2010
永辉超市	97.15%	97.40%	96.83%	96.64%
新华都	94.91%	95.06%	94.90%	94.65%
武汉中百	93.06%	93.74%	94.13%	93.42%
步步高	86.69%	83.93%	66.41%	60.44%
华联综超	74.63%	77.34%	80.22%	80.21%
人人乐	69.76%	68.61%	66.31%	64.72%
行业平均	86.03%	86.01%	83.13%	81.68%

注：新华都数据包含其百货业务收入；步步高、武汉中百仅包含超市业务

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.3.2 自营为主盈利模式的价值所在：使公司的发展更稳健、持续、可复制

1、模式更稳健、可持续。这一模式强调通过提高商品的周转而非收取更多的通道费用来获取更高的毛利，有利于超市与供应商建立和谐共荣的良好关系，且这种模式需要长期的经验积累以及较高的商品经营能力，优势一旦形成，竞争对手短时间内难以模仿成功。

2、控制成本，提高商品毛利率。便于对商品的“采购—仓储—物流—销售”等全供应链进行成本控制，降低损耗，提高毛利率。

3、门店可复制性强，利于异地扩张。这种模式有利于增强公司对商品和门店的统一管理，利于门店的迅速复制与扩张。

3.4 经营效益好，财务指标领先同行

公司独特的生鲜领先的产品结构+直采为主的采购体系+自营的盈利模式，使得公司的财务指标也具有明显的特点，并在关键的主营业务毛利率、期间费用率、净利率及存货周转率方面优于同行的平均水平。

特点 1：盈利能力优秀

1、主营业务毛利率高于同行

主营业务毛利是指来源于商品进销差价的毛利，体现的是一个超市核心的市场控制能力与商品经营能力。

永辉超市由于（1）在核心业务区福建、重庆两地具有极强的市场控制能力（福建地区排名第一，重庆地区排名第二），对供应商的议价能力强；（2）直采比例高导致的采购成本低于同行；（3）经营管理能力优秀导致的商品损耗率低于同行等原因，使得公司三大类商品生鲜、食品日化、服装的毛利率均高于同行，因此主营业务毛利率高于同行。

由于公司收入中高毛利率的通道费收入占比仅有 3%，因此综合业务毛利率略低于同行，意味着公司未来的毛利率还有较大的提高空间。

表 13 公司主营业务毛利率高于同行，综合业务毛利率低于同行

	主营业务毛利率				综合业务毛利率			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
步步高	14.56%	14.60%	15.60%	16.63%	19.50%	19.73%	19.61%	20.48%
永辉超市	14.78%	15.71%	15.42%	16.33%	17.20%	17.88%	17.90%	19.12%
新华都	14.60%	14.80%	14.48%	15.48%	18.95%	19.01%	18.86%	20.07%
行业平均	13.45%	13.52%	13.36%	14.03%	18.95%	19.15%	19.14%	19.70%
武汉中百	12.61%	13.10%	12.90%	13.78%	17.35%	18.23%	17.95%	18.70%
人人乐	12.08%	11.84%	11.12%	11.13%	20.15%	20.50%	20.62%	20.81%
华联综超	12.06%	11.05%	10.65%	10.84%	20.52%	19.54%	19.91%	18.99%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、期间费用率低于同行

作为一家民营企业，公司管理层在费用方面精打细算，严格控制，一方面通过建立完善的内部管理制度与精细的运营管理流程来减少不必要费用的产生，另一方面又在员工人数与薪酬水平上不断优化，控制销售及管理费用的快速增长。

2011 年前三季度，公司的期间费用率为 15.13%，相比 A 股上市超市公司 16.57% 的平均水平低 1.44 个百分点。

表 14 公司期间费用率低于同行

	2007	2008	2009	2010	2011Q1-Q3
永辉超市	11.54%	12.46%	13.63%	15.51%	15.13%
武汉中百	14.68%	15.00%	14.90%	15.70%	15.78%
步步高	14.76%	15.89%	15.18%	16.41%	15.81%
新华都	15.06%	15.21%	15.71%	17.23%	16.38%
行业平均	14.42%	15.09%	15.73%	16.70%	16.57%
人人乐	14.63%	14.72%	17.20%	17.28%	17.09%

华联综超	15.82%	17.28%	17.76%	18.06%	19.20%
------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、净利率高于同行

较高的毛利率以及较低的费用率,使得公司的净利率一直在 A 股中保持领先地位,显示了公司在独特经营模式下较强的盈利能力。

2011 年前三季度,公司净利率高达 2.98%,在 A 股上市超市公司中处于领先地位,超过行业平均水平 0.85 个百分点。

表 15 公司净利率高于同行

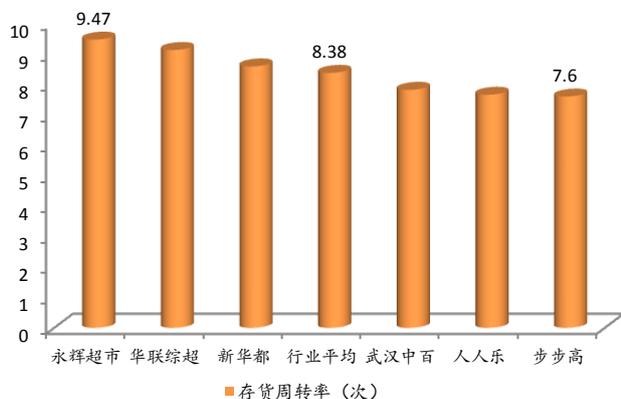
	2007	2008	2009	2010	2011Q1-Q3
永辉超市	3.58%	3.82%	3.03%	2.48%	2.98%
步步高	2.98%	3.14%	2.90%	2.52%	2.95%
新华都	4.43%	2.85%	2.11%	1.48%	2.56%
行业平均	3.30%	2.74%	2.24%	1.91%	2.13%
武汉中百	1.82%	1.98%	2.12%	2.11%	1.85%
人人乐	4.26%	3.30%	2.62%	2.36%	1.81%
华联综超	2.73%	1.36%	0.66%	0.53%	0.65%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

特点 2: 运营能力好于同行

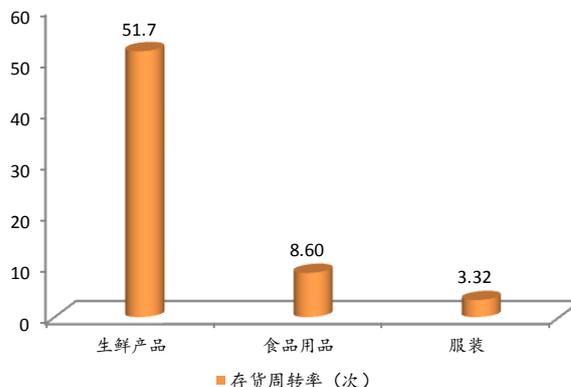
得益于公司主要经营高周转率的生鲜产品,公司的存货周转率一直显著高于同行的平均水平,体现了公司较高的运营效率。

图 14 公司的存货周转率高于同行



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 公司三大类产品的存货周转率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、核心竞争力：优秀的供应链管理+先发优势

超市行业基本无产业政策准入障碍、且进入的资本门槛较低,小到便利店,大到卖场,行业参与者数量众多,竞争十分激烈。永辉超市作为国内少数几家在外资超市大举进入中国后仍能取得快速发展的本土超市企业,其在行业激烈的竞争中胜出的关键是什么? 这些因素为什么难以被竞争对手模仿成功?

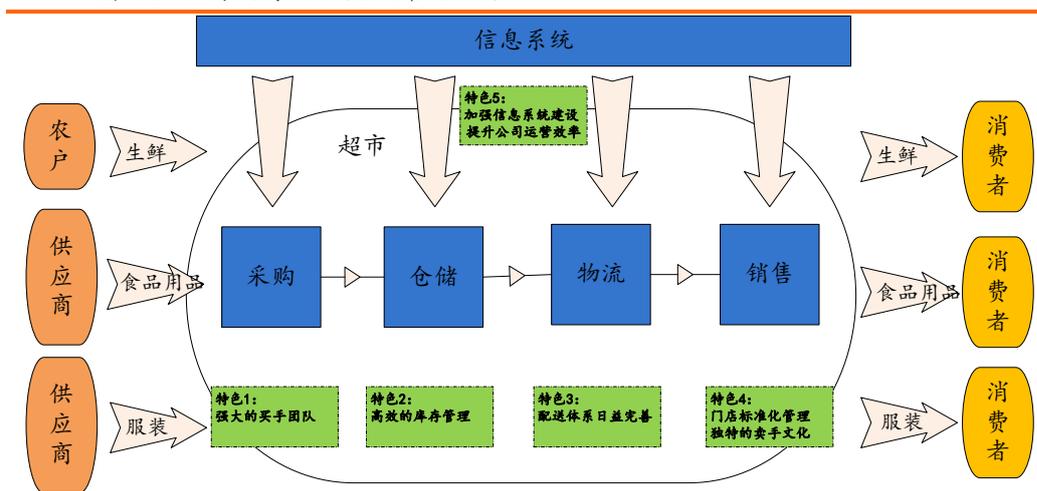
我们认为，公司的核心竞争力并不是其独特的“永辉模式”，因为以生鲜领先的产品结构、直采为主采购体系以及自营的盈利模式，都是可以竞争对手所模仿的，因此并不是其核心竞争力。公司最终能够在市场中胜出的关键的应该是这些表象背后的东西，即公司优秀的“采购—仓储—物流—销售”等整套流程的供应链管理 & 整合能力，以及形成的先发优势。

4.1 优秀的供应链管理：体现在公司供应链上的“采购、仓储、物流、销售”以及信息系统等各个环节

目前我国本土超市企业主要是借助经营网点优势来出售同质化的商品，零售技术水平较低，体现在商品“采购—仓储—物流—销售”等整套供应链流程上的管理精细化程度不够，成本较高，另外在信息系统建设上也较为滞后，而这些往往是国外超市企业核心竞争力之所在。

永辉超市近几年能取得飞速发展，除了依赖其生鲜领先的“永辉模式”，更重要的是公司多年培育起来的支撑“永辉模式”成功实施的优秀的供应链管理 & 整合能力，即强大的买手团队、高效的库存管理、日益完善的配送体系、标准化的门店管理与独特卖手文化、不断优化的信息系统建设。

图 16 公司优秀的供应链管理流程



资料来源：中投证券研究所

1、采购环节：强大的买手团队，保障公司直采的顺利实施以及自营的高毛利率

强大的买手团队是公司区别于同行的最明显特征，也是公司采购环节的最核心竞争力。公司在商品采购上实施以直接采购为主的采购体系，直采比例高达 70%，公司庞大的由 1400 多人组成的买手团队，正是保证直采能顺利实施的关键力量。

买手团队强大在：

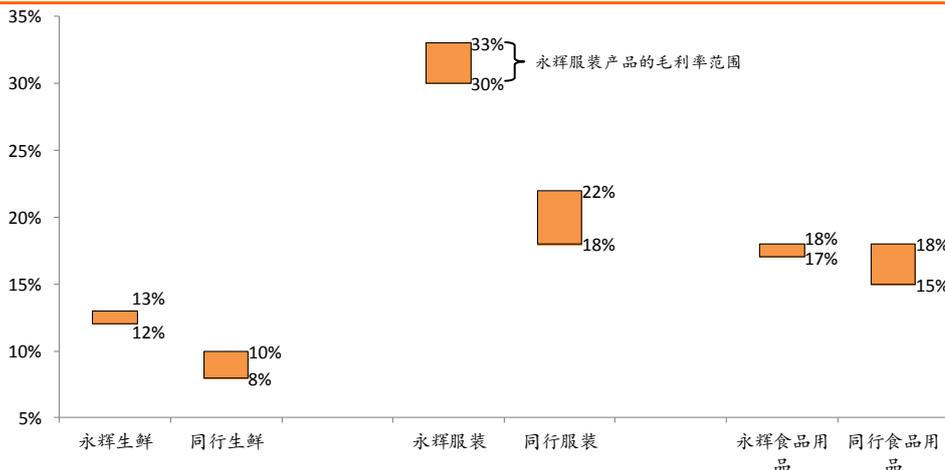
- 1、人数众多，有 1400 多人
- 2、经验丰富，均是采购方面的老手
- 3、对公司无比忠诚，人员流失率低

公司的买手团队都是由经验十分丰富，且异常忠诚、勤劳的员工组成，依据各自负责产品的不同，公司将其分在生鲜、食品用品和服装三个事业部进行管理，其中买手可以充分发挥自身价值的两个领域是生鲜和服装。

例如公司的生鲜买手团队有 700 多人，它们能随时掌握全国各地生鲜产品市场的价格、产期、质量等信息，并能够在第一时间在全国范围内获得价格低、品质好、受消费者欢迎的生鲜产品。

强大的买手团队支持，使得公司在生鲜、服装产品上的毛利率远高于同行！

图 17 公司在生鲜、服装产品上的毛利率高于同行



资料来源：中投证券研究所

2、仓储环节：高效的库存管理技术，保证商品的低损耗、高周转

公司对不同类别的库存商品实行分类管理，并采取高效的库存管理措施来降低库存商品的滞销或跌价风险，提高存货周转率。

公司高效的库存管理技术有：

- a. 各采购品类负责人每月定期对所管辖供应商商品进行销售分析和分类，针对商品的生命周期和市场上商品的更新换代速度，定期对销售不佳的商品进行降价试销。
- b. 采购员和门店员工每月跟踪库存周转慢的商品，并反馈给供应商进价降价试销，对试销效果较好的单品继续保留，对销售不好、库存周转慢的商品立即进行清场和清退。
- c. 对重大节庆、重大促销活动销售期间的商品促销，与供应商签订促销期结束后立即退货的合作协议，减少因促销活动原因造成库存积压商品。

3、物流环节：日益完善的配送体系，提升前台门店的运营效率及加速后续门店的扩张

物流是超市企业供应链管理的重要组成部分，具有提升前台门店的运营效率及加速后续门店扩张的重要功效，高效的物流配送体系是超市企业核心竞争力的重要体现。

永辉目前在物流环节主要采用配送的方式，即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，这与公司以经营生鲜产品为主且大比例采用全国性统采和区域直采体系密切相关。通过这种方式，公司能够有效控制和降低生鲜产品的库存量和损耗率，有利于保证生鲜产品的质量和分类管理。

目前，公司已在福州闽侯、鳌峰、重庆北碚、江门等 4 个地区建立了配送中心或中转站，公司还计划在重庆、安徽、北京、沈阳等地也建立与公司发展战略相配套的物流配送中心，以提升公司的竞争力，降低运营成本，进一步提高效率。

物流对超市的作用非常大，虽然没有开店对利润的影响那么直接，但是物流中心的建设成败将制约和促进超市门店的发展。

例如，沃尔玛到中国首先建的就是物流体系。

表 16 公司已有的与在建的物流配送中心情况

	名称	位置	面积	简介
已有物流 基金 (共4个)	闽侯配送中心	福州	110 亩	主营配送商品涵盖酒水饮料、休闲食品、服装百货、家居日化、家用电器、南北干货等 30 多类, 品种达 15,000 多种, 辐射范围逾 300 公里, 负责向福建各地区进行仓储配送
	鳌峰配送中转站	福州	5000 平米	负责福州地区的生鲜物流配送
	北碚区三溪口配送中送站	重庆	8000 平米	负责重庆地区生鲜产品的配送
	江北区金源时代购物广场配送中转站	重庆	20000 平米	负责重庆地区食品用品与服装的配送
在建物流 基地 (共5个)	福建南屿工业区配送中心	福州	25000 平米	覆盖福建全省的食品用品物流配
	彭州农产品加工配送中心	成都	108 亩	支撑起公司在成渝经济区的部分生鲜仓储配送和全国生鲜分拣、储存、展示、配送任务
	重庆物流配送中心	重庆	350 亩	生鲜、食品用品和服装, 可以支撑 150 亿元的销售规模, 支撑起公司在重庆地区的仓储配送, 为公司未来在成渝经济区的快速发展奠定良好的物流基础
	安徽华东商贸物流园	合肥	300 亩	辐射安徽、河南、江苏及整个华东地区的物流配送
	东北交易物流中心	沈阳	770 亩	作为永辉超市在东北地区的采购中心、配送中心以及加工中心, 同时将承担南货北运、北货南调的调控枢纽职能。永辉超市计划该物流中心的年吞吐规模达到 100 亿元

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

4、销售环节: 门店的标准化管理及独特的卖手文化, 保证公司快速复制与扩张

门店的标准化管理:

一方面: 公司对现有门店实施标准化管理, 不断总结门店在采购、排列、促销、管理等各个环节中的成功之处, 形成了自身的标准化运营模式, 并予以成功复制扩张。如公司目前已经形成了 842 万字的采购手册, 配以数千张实物图片, 内容涉及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、上架要点、保鲜维护等方面的描述;

另一方面: 公司还成立了标杆管理部门, 作为支撑营运标准部门的研发机构, 该部门由公司内部优秀员工组成, 外国专家挂帅, 形成的门店营运标准会被快速复制推广到全国各门店, 不断提升现有门店的整体营运水平, 提高公司的营运效率。

独特的卖手文化:

与多数同行的超市里派驻有大量厂家促销员不同, 永辉超市里的营业员大都是自己的员工, 其中的卖手具有较大的权利, 可以自主决定商品的摆放、组装及促销, 如生鲜卖手可以随时随地根据生鲜的新鲜度、客流量等实际情况, 决定蔬菜的售价。**这种独特的卖手文化也是公司经营十几年的积累所形成的核心竞争力之一。**

卖手在降低损耗率方面作用巨大

例如生鲜每时每刻都在发生变化, 卖手需要不停的进行维护, 并根据生鲜的实际情况, 决定合适的售价, 以最大化公司利益

5、信息系统环节: 不断加强信息系统建设, 提升公司运营效率

信息系统是连锁零售企业供应链整合的基础, 随着销售规模的不断壮大, 公司近年来逐渐加强了信息系统的建设, 如公司已与金蝶等知名软件公司合作, 建设了适应战略发展、安全稳定、覆盖全国门店的财务信息管理系统(金蝶 EAS), 实现了对公司经营中的关键控制点的数据监控。

此外，公司还积极采取自主开发与外部委托相结合的方式，借鉴 IBM、贝恩、韬睿惠悦等咨询机构的经验，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，提高了公司的运营效率。

4.2 先发优势：体现在生鲜经营经验、议价能力以及品牌

超市是一个“马太效应”十分明显的行业，公司的规模越大，其优势也将越明显。永辉超市凭借自身在生鲜经营方面积累的丰富经验，实现了成立以来规模的快速扩张。

我们认为，公司在生鲜经营经验、议价能力以及品牌方面形成的先发优势，将是竞争对手短时间内难以追赶的，亦是公司核心竞争力的具体表现：

一、生鲜经营经验优势，同行难以模仿

将生鲜作为主打产品进行销售并不困难，难点在于如何把生鲜产品经营好，传统超市通常是把生鲜产品以联营或出租方式进行经营，因此在生鲜方面的经营经验有限，而生鲜的低毛利、高损耗特点，使得经验不足的超市有可能在生鲜上做亏本买卖。

而永辉超市的生鲜经营技术及经验，是在过去十几年的自营模式基础上不断积累、总结、反思所形成的，如公司目前已经形成了 800 万字的生鲜经营手册，涵盖 4000 多种生鲜产品的采购、仓储、排列、促销、管理等一系列环节，这种先发优势不是同行一朝一夕能够模仿成功的。

二、规模优势，对商品的议价能力越来越强

销售规模在一定程度上决定超市企业的竞争力和盈利能力，销售规模越大，超市向上游供应商的议价能力也将越强，商品的采购价格也会越低。公司已经在福建和重庆处于市场领先优势，向当地供应商的议价能力较高。

2010 年永辉超市的销售规模为 159.8 亿元，在所有在中国经营的超市中排名第 12 位，公司计划 2014 年销售规模突破 500 亿元，跻身中国连锁企业前列，届时公司在议价能力上的先发优势将愈加明显。

图 18 中国超市企业销售规模排名前 12 强（2010）



资料来源：中国连锁经营协会、中投证券研究所

先发优势体现在：

- 1、生鲜经营经验优势；
- 2、规模优势带来的对上游供应商议价能力越来越强；
- 3、品牌优势带来的优质物业越来越易于获取

三、品牌优势，更易获得优质物业

超市企业目前外延扩张的一大瓶颈就是优质物业难寻，而优质的物业具有稀缺性与排他性，超市企业通常都处于被选择地位。商业地产商在选择超市企业时，重点考察的是其品牌价值、行业地位及经营实力。

近些年，公司凭借自身越来越明显的品牌优势及行业地位，获得了诸多地产商的青睐，许多新商圈或住宅区都将公司的入住或毗邻作为推介的卖点之一。目前公司已与保利、万科、凯德、龙湖、绿地、金源等国内外知名房地产商建立了良好的合作关系，在门店选址上实现了从“被选择”到“选择”的跨越。

4.3 为什么核心竞争力同行难以模仿成功：“冰冻三尺，非一日之寒”

1、永辉对生鲜更重视、更专注、更专业

核心竞争力的较难复制，其关键之处在于公司比外资超市更懂得百姓生活习俗；比内资超市更重视、更专注、更专业。生鲜产品具有低毛利率、高损耗率以及对管理的精细化水平要求高等特点，是超市所有品类商品中经营难度最大的，因此多数超市只是把生鲜作为吸引顾客的一种手段，他们的重心是在食品用品方面。

永辉则是将生鲜产品作为主业来经营的，为此投入了大量的人力、物力、财力，形成了自己独特的生鲜经营技术及供应链管理体系。由于生鲜与食品用品在经营技术与供应链管理上是完全不同的，因此竞争对手想在短期内成功模仿永辉的核心竞争力是较为困难的。

2、整套的供应链管理体系难以模仿

我们认为，永辉以生鲜领先的产品结构、直采为主的采购体系以及自营的盈利模式，可能都较易被竞争对手所模仿，但支撑“永辉模式”顺利发挥作用的公司**优秀的供应链管理及整合能力，则不是竞争对手能轻易模仿的**。如竞争对手可能模仿公司生鲜的自营模式，但由于缺乏在生鲜“采购—仓储—物流—销售”等整套供应链管理上的经验与技术，可能实际经营效益反而不如当初的联营或出租方式。

另外，**竞争对手在一两家门店上模仿“永辉模式”容易，但模仿 50 家门店并发挥其规模效应就难了**，里面涉及到一系列独特的运营流程及管理技术，这些实际上也是公司长期积累所形成的“护城河”。

3、先发优势将越来越明显

永辉的核心竞争力是公司长期以来不断总结、创新形成的，对于想模仿的同行来说，是具备一定的门槛要求的，如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 人的生鲜采购团队以及对百姓民生习俗的深入了解等，这些都不是竞争对手一朝一夕能够建立的。

总之，竞争对手要想在生鲜领域树立像永辉这样的品牌、规模优势，除了需要多年的经验积累，还需要大量的人力、物力和财力的支持保障。

一句话概括：

永辉的核心竞争力是公司长期以来不断总结、创新形成的，是具备一定的门槛要求，需要长期的经验积累以及巨额投入才能实现的

五、未来业绩增长点：外延扩张、内生增长、毛利率提升

公司未来的业绩增长点主要看三个方面：**外延扩张、内生增长、毛利率提升**。其中外延扩张主要是指开店；内生增长则指单店销售额的提升，包括产品销售量及价格的上涨，这部分受门店经营年限及CPI的影响较大；毛利率提升也将给公司未来业绩带来显著影响。

5.1 门店的外延扩张：大店开道、全国布局，未来三年每年新开门店 45-50 家

5.1.1 扩张战略：大店开道；全国布局、蜂窝式开店

目前永辉的门店扩张战略呈现两个明显的特点：

1、大店开道

公司目前的门店从业态上分为四类：大卖场、卖场、社区超市与精品超市，旨在满足不同层次消费者的需求。其中：

大卖场和卖场：公司目前门店扩张的主要方式，表现为 2008 年以来的新开门店中，大卖场与卖场的占比持续提升以及单店的经营面积不断增加。鉴于大店良好的盈利前景、强大的辐射力与渗透力，**公司计划在所有新进入区域均以大店（卖场和大卖场）开道**，之后视情况再进行全业态经营；

社区超市：由于面积的受限，除了必配的生鲜外，难以有多余的空间来经营高毛利的快速消费品及服装，因此社区超市并不是公司未来发展的重点；

高端超市“Bravo”：公司目前只有 2 家，一家位于重庆，一家位于贵州，该类超市通常被设于在高档百货楼下，目前仍处于摸索阶段，短期内不是发展重点。

表 17 公司的各门店业态介绍

业态	面积 (m ²)	辐射半径	单品数	主营产品
大卖场	≥10000	5-20 公里	3 万种以上	生鲜、日常用品、加工食品、服装、家居、家用电器、电子产品、进口商品
卖场	5000-10000	3-5 公里	1.5-3 万种	生鲜、日常用品和服装
社区超市	1500-5000	1-3 公里	0.8-1 万种	生鲜、食品和日常必需品
精品超市	2000-3000	5 公里	1-1.5 万种	各地优质高档生鲜商品及进口食品用品

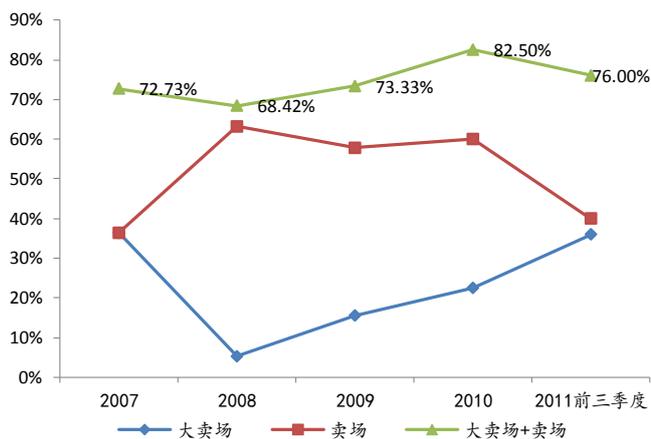
资料来源：公司招股书、中投证券研究所

表 18 公司近五年新增各业态的门店数

业态	2007	2008	2009	2010	2011 前三季度
大卖场	4	1	7	9	9
卖场	4	12	26	24	10
社区超市	3	6	12	6	5
高端超市	-	-	-	1	1
合计	11	19	45	40	25

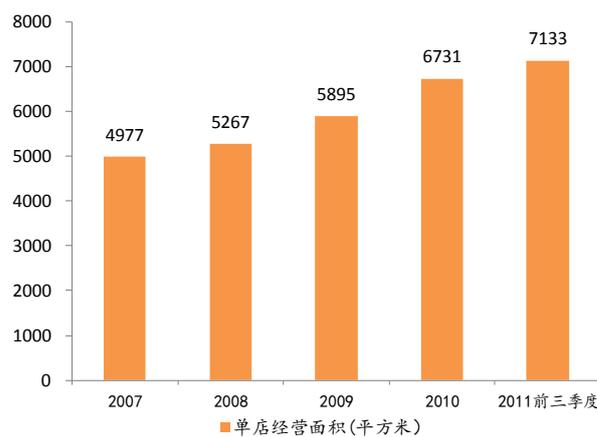
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 19 公司新开门店中大卖场与卖场的占比持续提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 20 公司单店经营面积不断增加



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、全国布局、蜂窝式开店

作为一家致力于成为全国性连锁的超市企业，公司始终**坚持区域核心扩张的战略**，坚持以每个发展区域的核心市场为发展重点，先以大门店树立良好形象，再以蜂窝状向周边城市进行密集开店，以取得该区域市场的绝对份额和核心竞争优势。

截至 2011 年 9 月 30 日，公司经营的 180 家门店遍布我国“东西南北中东北”六大区域，且这六大区域按公司开发的程度已经形成了合理有序的“**已成熟一次成熟一新进军**”三个层次。

表 19 公司的“已成熟一次成熟一新进军”三个层次介绍

层次	区域	核心省市	进入时间	已开业门店数	已签约门店数	未来门店扩张情况	
						2011—2013	2014—2015
已成熟	南部：海峡西岸经济区	福建	2001	91	22	市场已经较为成熟，门店扩张速度将放缓，每年 5—8 家	
	西部：成渝经济区	重庆	2004	64	33	市场潜力大于福建，虽然开店速度将放缓，但仍快于福建，每年 8—12 家	
次成熟	北部：京津冀都市经济圈	北京	2009	12	16	已过摸索期，开店加速，每年 8—15 家	
	东部：泛长三角经济区	安徽	2010	12	15	已过摸索期，开店加速，每年 8—15 家	
新进军	中部：中原经济圈	河南	2011	1	16	小规模摸索 每年 2—5 家	加速扩张 每年 8—15 家
	东北：东北综合经济区	辽宁	2011	-	5	小规模摸索 每年 2—5 家	加速扩张 每年 8—15 家

资料来源：中投证券研究所

5.1.2 未来的扩张计划

根据公司的发展战略，我们认为 2011—2014 年，公司每年将新开门店 45—50 家，其中福建、重庆等成熟区域的门店扩张速度将有所放缓，北京、安徽、河南等新进入区域的门店扩张速度将开始加快。

截至 2011 年 9 月末，公司已签约待开业的门店数量达到 107 家，足够支持公司未来 2 年门店快速扩张的需要。

我们预计到 2014 年末，公司将在福建、重庆 2 大核心区域分别实现销售收入 120—180 亿元，北京、安徽等快速发展区域分别实现销售收入 40—90 亿元，再加上河南、辽宁等新进入区域的销售收入，预计整体营业收入规模将达到 400—500 亿元，门店数量将超过 320 家。

表 20 公司未来三年的门店扩张计划

区域	2011 年 9 月底		门店扩张计划 (家)				2014 年预计营业收入 (亿元)
	已开业门店	已签约门店	2011	2012	2013	2014	
1 福建区域	91	22	7	6	6	5	120—160
2 重庆区域	64	33	13	12	10	8	140—180
3 北京区域	12	16	8	13	14	12	60—90
4 安徽区域	12	15	9	10	12	10	40—70
5 河南区域	1	16	3	5	6	8	15—30
6 辽宁区域	-	5	3	2	2	5	8—15
合计	180	107	43	48	50	48	400—500

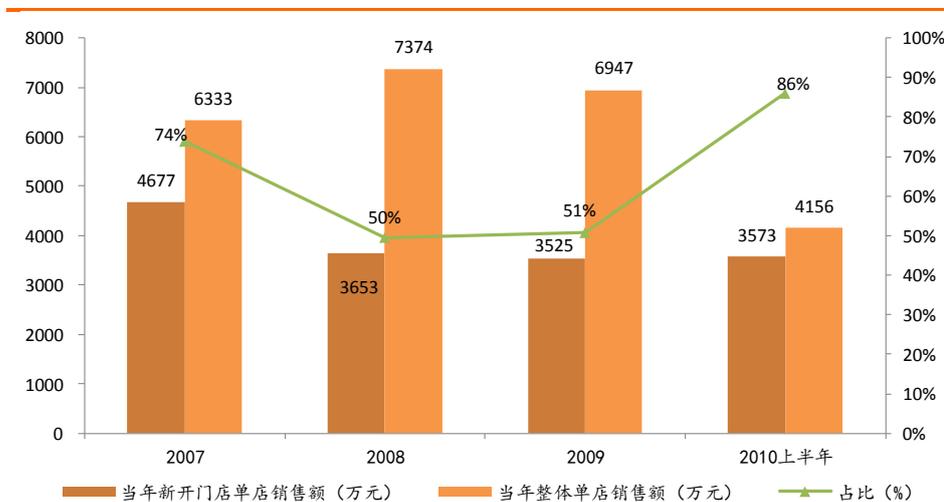
资料来源：中投证券研究所

5.2 门店的内生增长：开业第 3—5 年，每年 30% 左右的增长；开业第 6—8 年，每年 15% 左右的增长；开业 8 年以后，每年 5%—8% 的增长

不同经营年限的门店，其门店的内生增长情况各有不同：

1、开业第 1 年：新开门店的单店销售额大约为当年整体单店销售额的 50%—80%，主要原因是经营年限不到 1 年。

图 21 门店开业当年的平均单店收入情况



资料来源：中投证券研究所

2、开业第 2 年：经营年限满 1 年，收入将取得大幅增长，同比增加约 100%。

表 21 门店开业第二年，收入往往增加较多

门店开业时间	属性	2007	2008	2009	2010 上半年
2007 年	单店销售收入 (万元)	4677	9375	10363	5544
	YoY		100.46%		
2008 年	单店销售收入 (万元)		4338	8592	4619
	YoY			98.08%	

资料来源：中投证券研究所

3、开业第 3—5 年，保持每年 30% 左右的增长；

4、开业第 6—8 年，保持每年 15% 左右的增长；

5、开业 8 年后，增速会降低至 5%—8%，此后也将保持这么一个增速。

表 22 门店开业 2 年后的内生增长情况

门店开业时间	门店经营期限	属性	2007	2008	2009	2010 上半年
2004—2006	开业第 3—5 年	单店销售收入(万元)	5971	7776	8397	4247
		YoY		30.22%	7.99%	
2001—2003	开业第 6—8 年	单店销售收入(万元)	13754	16126	17064	8738
		YoY		17.25%	5.82%	
2001 年以前	开业 8 年以上	单店销售收入(万元)	7875	8897	9836	4971
		YoY		12.97%	10.55%	

资料来源：中投证券研究所

5.3 毛利率提升的三个方式：做大销售规模、调整商品结构、开拓新品类

5.3.1 公司的毛利率分析

1、生鲜、食品用品与服装的主营业务毛利率水平高于同行

2007—2011 年上半年，公司的生鲜、食品用品、服装三大品类商品的毛利率水平基本维持在 12.65%、17.57%、30.44%，高于同行相应品类商品的平均毛利率水平。

表 23 公司各类商品的主营业务毛利率情况

单位：%	永辉超市的毛利率						同行的平均毛利率
	2007	2008	2009	2010	2011H1	平均	
生鲜及加工	12.38%	12.80%	12.57%	12.59%	12.92%	12.65%	8%—10%
食品用品	17.52%	17.06%	17.02%	18.63%	17.64%	17.57%	15%—18%
服装	32.82%	31.99%	29.60%	29.60%	28.17%	30.44%	18%—22%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

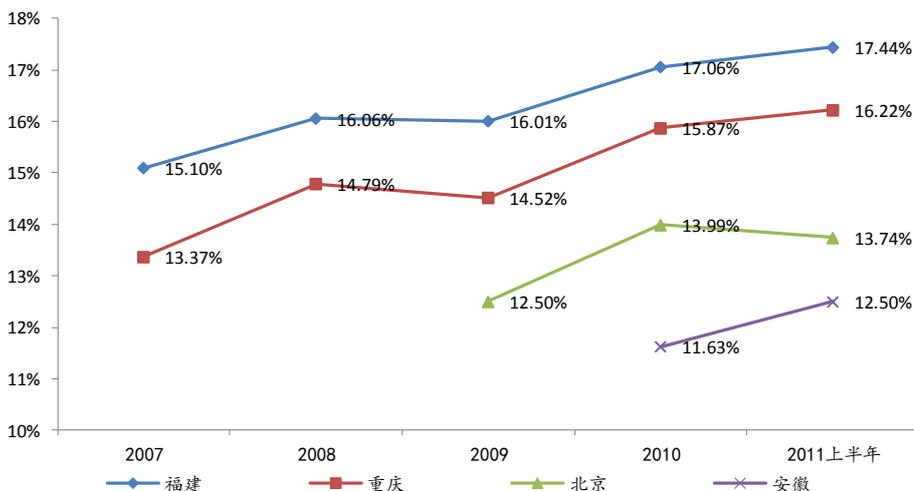
2、成熟区域的主营业务毛利率水平高于非成熟区域

从区域看：福建区域的主营业务毛利率水平最高，依次分别为重庆区域、北京区域和安徽区域。

从原因上分析：公司在成熟区域（如福建区域、重庆区域）具有领先的市场地位（销售规模福建排名第一、重庆排名第二），规模优势明显，对上游供应商的议价能力较强，因而商品的采购成本较低。

北京区域、安徽区域属于非成熟区域，一方面公司进入这些区域的时间较短，销售规模较小，对供应商的议价能力较弱；另一方面在非成熟区域，公司通常会采取打折促销等方式来扩大知名度，抢占市场，因此非成熟区域的主营业务毛利率较低。

图 22 公司成熟区域的主营业务毛利率高于非成熟区域



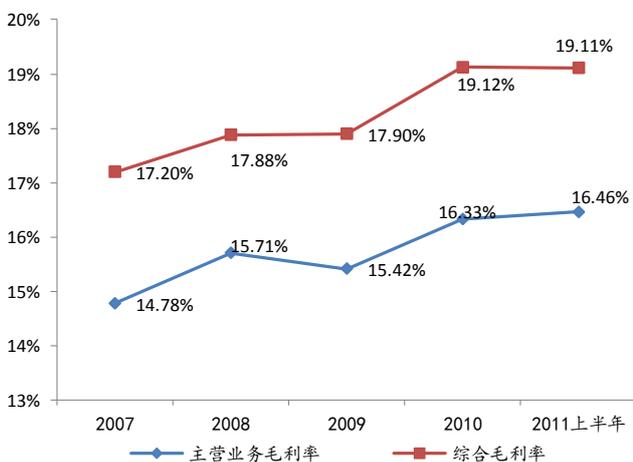
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、公司的主营业务毛利率随时间呈稳步上升趋势

销售规模扩大所带来的议价能力提升，以及高毛利的服装、食品用品等商品销售占比的提高（营业面积扩大后，可以有更多的地方销售服装、食品用品商品），是公司主营业务毛利率稳步上升的重要原因。

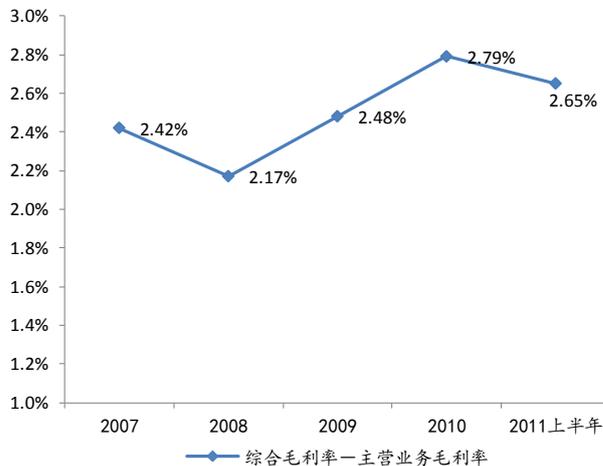
此外，随着销售规模的扩大，公司从上游供应商中收取促销费、广告费等通道费的能力也越来越强，表现为公司“综合毛利率—主营业务毛利率”稳中有升，公司的盈利能力越来越好。

图 23 公司的毛利率呈现稳中有升态势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 24 公司收取通道费的能力也稳中有升



资料来源：中投证券研究所

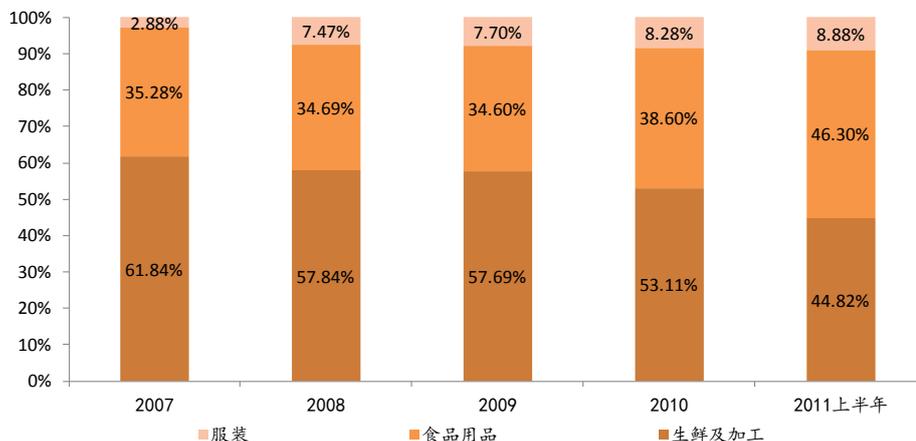
5.3.2 提高公司毛利率的三种方式：做大销售规模、调整商品结构、开拓新品类；

(1) 做大销售规模，提高议价能力。随着公司销售规模与门店网点的扩大，与供应商的议价能力逐渐增强，规模效应不断显现，公司的毛利率有望继续得以稳步提升。

(2) **调整商品结构，提升高毛利率商品的销售比重。**公司现在新开的门店多数都是大店，较大的面积有利于公司提升高毛利率的食品用品和服装类商品的销售占比，从而进一步提高公司的主营业务毛利率和综合毛利率。

(3) **开拓新品类，销售更高毛利率的商品。**公司目前开始在化妆品、红酒方面尝试自营买断，未来也将成为提高毛利率的一种方式。

图 25 高毛利率的食品用品、服装销售占比稳步上升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、盈利预测及投资建议：目标价 35.2 元，“推荐”

6.1 盈利预测：2011-2014 年 EPS 分别为 0.62 元、0.88 元、1.21 元和 1.65 元

关键假设：

1、**门店数目保持较快的扩张速度。**预计公司 2011—2014 年每年新开门店 43 家、48 家、50 家、48 家，其中已成熟的福建地区、重庆地区开店速度有所放缓；次成熟的北京地区、安徽地区开店速度逐渐加快；新进军的河南、辽宁区域依然处于摸索阶段，开店速度较慢。

2、**门店的内生增长情况如先前分析。**在开业后的第 3—5 年保持每年 30% 以上的增长；开业后的第 6—8 年保持 15% 左右的增长；在开业 8 年后，增速会降低至 5%—8%，此后也将保持这么一个增速。

3、**各区域毛利率呈稳中有升态势。**随着公司在各区域网点的加密以及收入的增长，公司在各区域的谈判能力将显著增强，毛利率将呈稳中有升态势，其中成熟区域的毛利率将高于非成熟区域。

4、**销售费用率略有增长，管理费用率略有下降。**公司未来几年仍将保持较高的开店速度，且进入的河南、辽宁等地为新区域，预计营销费用增加较快，销售费用率将呈增长态势；管理费用的增速预计将慢于营业收入的增速，因此管理费用率将略有下降。

表 24 公司 2011—2014 年的新开门店情况预测

区域	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
1 福建区域	6	10	20	9	7	6	6	5
2 重庆区域	5	9	23	13	13	12	10	8
3 北京区域			2	5	8	13	14	12
4 安徽区域				7	9	10	12	10
5 河南区域					3	5	6	8
6 辽宁区域					3	2	2	5
合计	11	19	45	34	43	48	50	48

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 25 2011 年以前新开门店的内生增长情况预测

区域	2010 年平均单店销售收入 (万元/家)	2011E	2012E	2013E	2014E
1 福建区域	7409.84	20%	15%	10%	8%
2 重庆区域	8259.42	30%	25%	20%	15%
3 北京区域	9717.56	50%	30%	25%	20%
4 安徽区域	3455.10	120%	30%	25%	20%

资料来源：中投证券研究所

表 26 2011 年以后 (含 2011 年) 新开门店的内生增长情况预测

区域	门店开业时间	2011E	2012E	2013E	2014E
福建区域、重庆区域	2011 年新开门店		100%	30%	25%
	2012 年新开门店			100%	30%
北京区域、安徽区域	2013 年新开门店				100%
	2014 年新开门店				

资料来源：中投证券研究所

表 27 公司各区域的综合毛利率预测

区域	2011E	2012E	2013E	2014E
1 福建区域	20.35%	20.70%	21.05%	21.40%
2 重庆区域	19.20%	19.60%	20.00%	20.40%
3 北京区域	16.60%	17.10%	17.60%	18.10%
4 安徽区域	15.40%	15.90%	16.40%	16.90%
5 河南区域	14.71%	15.51%	16.11%	16.61%
6 辽宁区域	14.71%	15.51%	16.11%	16.61%
综合毛利率	19.28%	19.37%	19.51%	19.70%

资料来源：中投证券研究所

表 28 公司 2011—2014 年的期间费用率预测

费用率	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
销售费用率	9.15%	10.16%	11.17%	12.65%	13.05%	13.15%	13.25%	13.35%
管理费用率	2.02%	1.91%	2.03%	2.29%	2.07%	2.05%	2.03%	2.01%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

结论:

我们预计公司 2011—2014 年营业收入分别为 169 亿元、238 亿元、320 亿元和 414 亿元，同比分别增长 37.4%、40.7%、34.4%、29.5%；

预计公司 2011—2014 年 EPS 分别为 0.62 元、0.88 元、1.21 元和 1.65 元，同比分别增长 55.1%、42.2%、38.0%和 36.1%，以 2010 年为基期的未来 4 年复合增速为 43%，以 2011 年为基期的未来 3 年复合增速为 39%。

6.2 估值分析与投资建议

我们用**相对估值法**对公司的合理价值进行评估：

目前 A 股超市公司 2011 年的动态 PE 为 29 倍，区间为 [18, 47]；2012 年动态 PE 为 22 倍，区间为 [15, 33]；2011 年的平均 PS 为 0.7，平均 PEG 为 1.17。

我们认为，永辉作为国内超市行业中当之无愧的领军企业，经营管理能力突出，核心竞争力同行难以模仿，目前正处于门店快速扩张、规模迅速成长时期，具备成长为中国“沃尔玛”的实力与潜质。

考虑到公司在成长性以及未来的发展空间上大幅优于同行，我们给予其一定程度的估值溢价，目标价 35.2 元，对应 2011—2014 年 PEG=1，对应 2012 年 PE 40 倍，首次给予公司“强烈推荐”评级。

表 29 A 股可比超市公司的估值比较

股票	股价 (元)	EPS (元)			PE			PS	PB	CAGR	PEG
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E				
永辉超市	29.14	0.62	0.88	1.21	47	33	24	1.3	5.3	39.70%	1.18
武汉中百	8.40	0.42	0.53	0.64	20	16	13	0.4	2.2	23.49%	0.85
步步高	21.97	0.91	1.23	1.64	24	18	13	0.7	3.6	34.67%	0.70
新华都	11.71	0.44	0.59	0.74	27	20	16	0.7	5.5	29.68%	0.90
人人乐	14.75	0.66	0.81	1.00	22	18	15	0.5	1.7	23.46%	0.95
华联综超	5.89	0.13	0.21	0.30	44	28	19	0.4	1.3	50.16%	0.87
友谊股份	12.76	0.72	0.84	0.87	18	15	15	0.5	2.0	10.13%	1.76
三江购物	10.55	0.37	0.42	0.48	29	25	22	0.9	3.2	13.49%	2.12
均值	-	0.53	0.69	0.86	29	22	17	0.7	3.1	28.10%	1.17

资料来源：wind、中投证券研究所

6.3 风险提示

1、食品安全风险

永辉的商品结构中，生鲜+食品的占比超过 70%，在消费者对食品安全问题高度敏感和重视的今天，一旦出现食品安全上的问题，将对公司的品牌与销售造成十分严重的后果。

2、门店扩张及新店培育不及预期风险

尽管公司目前有 107 家储备门店，但仍存在着人才供应及资金匹配不能跟上的风险，从而影响公司的门店扩张速度。此外，由于公司未来的扩张集中在北京、河

南、辽宁等新区域，当地激烈的竞争以及消费者的消费习惯可能使公司新店的培育期延长。

3、租赁物业到期后不能续租或租金大幅上升风险

公司目前的现有门店严重依赖租赁，自有物业占比还不到 3%，如果租约到期后不能续租，或租金属时有较大幅度的提升，将会给公司的业务经营带来一定的影响。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4677	5953	7622	9471
现金	2639	3000	3300	3600
应收账款	48	93	128	175
其他应收款	220	405	618	861
预付账款	399	553	871	1161
存货	1351	1879	2679	3646
其他流动资产	20	23	26	29
非流动资产	1934	2177	2445	2736
长期投资	0	0	0	0
固定资产	771	865	896	896
无形资产	239	309	405	484
其他非流动资产	924	1003	1144	1355
资产总计	6611	8130	10068	12207
流动负债	2568	3612	4801	5932
短期借款	895	1201	1332	1075
应付账款	1148	1639	2399	3347
其他流动负债	524	772	1069	1510
非流动负债	225	299	369	442
长期借款	150	225	295	368
其他非流动负债	75	74	74	74
负债合计	2793	3911	5170	6373
少数股东权益	4	8	13	19
股本	768	768	768	768
资本公积	2435	2435	2435	2435
留存收益	611	1008	1682	2612
归属母公司股东权益	3814	4211	4885	5815
负债和股东权益	6611	8130	10068	12207

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	683	279	349	712
净利润	305	478	679	936
折旧摊销	222	158	163	166
财务费用	70	14	17	10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	89	-369	-532	-416
其他经营现金流	-4	-2	22	16
投资活动现金流	-942	-208	-234	-218
资本支出	930	22	22	22
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-12	-186	-211	-195
筹资活动现金流	2530	291	185	-194
短期借款	-97	306	131	-257
长期借款	65	75	70	73
普通股增加	110	0	0	0
资本公积增加	2409	0	0	0
其他筹资现金流	43	-91	-16	-10
现金净增加额	2271	361	300	300

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12317	16918	23802	31987
营业成本	9962	13656	19191	25746
营业税金及附加	47	65	90	120
营业费用	1558	2208	3130	4238
管理费用	282	350	488	649
财务费用	70	14	17	10
资产减值损失	6	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	392	622	883	1220
营业外收入	19	0	0	0
营业外支出	11	0	0	0
利润总额	399	622	883	1220
所得税	94	144	204	284
净利润	305	478	679	936
少数股东损益	0	4	5	6
归属母公司净利润	306	474	674	930
EBITDA	684	794	1063	1396
EPS (元)	0.40	0.62	0.88	1.21

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	45.3%	37.4%	40.7%	34.4%
营业利润	19.4%	58.8%	42.0%	38.1%
归属于母公司净利润	20.2%	55.1%	42.2%	38.0%
获利能力				
毛利率	19.1%	19.3%	19.4%	19.5%
净利率	2.5%	2.8%	2.8%	2.9%
ROE	8.0%	11.3%	13.8%	16.0%
ROIC	12.2%	14.0%	16.2%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	42.3%	48.1%	51.3%	52.2%
净负债比率	37.41%	36.47%	31.48%	22.64%
流动比率	1.82	1.65	1.59	1.60
速动比率	1.29	1.13	1.03	0.98
营运能力				
总资产周转率	2.52	2.30	2.62	2.87
应收账款周转率	204	215	193	190
应付账款周转率	11.17	9.80	9.51	8.96
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.62	0.88	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.36	0.45	0.93
每股净资产(最新摊薄)	4.97	5.48	6.36	7.57
估值比率				
P/E	76.28	49.19	34.58	25.06
P/B	6.11	5.53	4.77	4.01
EV/EBITDA	32	27	20	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士，通过 CFA 二级考试，1 年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011 年加盟中投证券。

徐晓芳，百货零售行业分析师，中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所，3 年机构销售从业经验，1 年行业研究经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434