

高效外延 共赢后台铺就红海突围之路

——永辉超市（601933）与高鑫零售的对比分析

2012年5月21日

推荐/维持

永辉超市

深度报告

报告摘要:

- **集中化、精细化内外转型兼顾模式创新突围超市红海。**超市作为最成熟的业态已经进入了白热化竞争阶段，集中度提升、业态创新式的间接外延和以信息化导向供应链管理为趋势的精细化全面转向是突围的基石，大润发模式的产业链共赢导向和永辉模式的生鲜核心定位必然能够在市场集中度挖掘的同时屏蔽电商的强势冲击，从而异军突起于红海市场。
- **动静结合后台、比例绩效维持形成高速外延两大重要支柱。**以工业化起家并发挥严格标准化复制优势的高鑫零售以独特的双品牌运作高速外延，永辉则在双品牌、双业态的战略导向下步入快车道；松紧灵活适度的大润发模式精髓为永辉外延跨区幅度太大、太快的问题做出了全面解读：后台配套无疑是支撑其外延上线的重要基准，同时公司在巩固“4+1”核心区域发展的前提下对不同区域的发展战略因地制宜；公司生鲜、低价核心为据点的强大集客能力、高效的人员激励以及良好的费用掌控力则形成了其高达80%以上当年盈利门店占比，从而支撑了高速外延的可持续性。
- **品类管理、人力优化打造终端运营效率典范。**单个网点的竞争力和盈利是与整体规模良性循环的关键所在。高鑫以品类管理最为复杂的大卖场业态为主，高效的终端运营无疑是其制衡对手的杀手锏，永辉则以生鲜品类集客、服装品类盈利的组合有望创造出与之匹敌的高效门店绩效。独特模式下的永辉均凭借基地直采和生鲜专业化、精细化的物流配送、门店管理谱写了独占鳌头的供应链量化优势，同时其买手模式使得高人力成本不可避免，而高效的终端运营引致的人均劳效优势实现了人力成本的最小化；此外，供应链共赢的开放模式下，永辉前台为主后台为辅的盈利模式有望成就其规模、品牌优势的马太效应。
- **业绩预测与投资建议。**独特的生鲜模式、高效的外延扩张、灵活标准化的供应链管理使得永辉在超市红海市场中实现了自身内外兼修的发展。预计公司12-14的EPS分别为0.76、1.01、1.27元，维持“推荐”的评级。

财务指标预测

| 指标 | 10A | 11A | 12E | 13E | 14E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 12,317 | 17,732 | 23,876 | 31,773 | 40,130 |
| 增长率（%） | 45.33 | 43.97 | 34.65 | 33.07 | 26.30 |
| 净利润（百万元） | 305.54 | 466.92 | 579.84 | 771.90 | 977.57 |
| 增长率（%） | 20.15 | 52.82 | 24.18 | 33.12 | 26.65 |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.61 | 0.76 | 1.01 | 1.27 |
| 净资产收益率（%） | 8.01 | 11.48 | 8.61 | 10.49 | 12.00 |
| PE | 69 | 52 | 42 | 31 | 24 |
| PB | 6.39 | 5.99 | 3.62 | 3.31 | 2.99 |

高坤

执业证书编号：S1480511110001

零售行业分析师

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

资产负债表数据

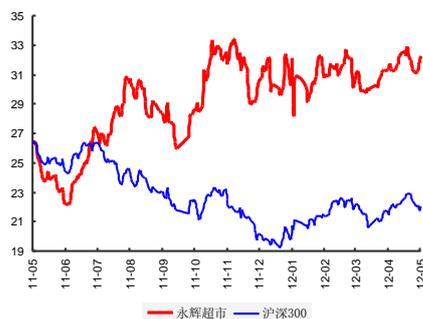
(3.30)

| | |
|-----------|-------|
| 总资产（百万元） | 9803 |
| 股东权益（百万元） | 4191 |
| 每股净资产（元） | 5.45 |
| 市净率（X） | 5.89 |
| 负债率（%） | 57.25 |

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 52周股价区间（元） | 22.1-33.3 |
| 总市值（万元） | 2465000 |
| 流通市值（万元） | 1585981 |
| 总股本/流通A股 | 7.68亿股/4.94亿股 |
| 流通B股/H股 | — |
| 52周日均换手率 | 1.00 |

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.《永辉超市调研快报：多层次布局 内部模式趋利性调整》
2012.2.12
- 2.《永辉超市（601933）2011 年年报点评：全国布局态势显现 模式红利下的成本压力犹存》
2012.04.12

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 成熟红海市场的结构性机遇犹存..... | 4 |
| 1.1 集中度提升重塑红海格局..... | 4 |
| 1.2 精细化管理成就核心供应链..... | 5 |
| 1.3 模式、业态转型满足多元化需求..... | 7 |
| 2. 跑马圈地竞赛下的动静结合..... | 10 |
| 2.1 全面开启跨区扩张之路..... | 10 |
| 2.2 与大润发的市场空间差距与机遇并存..... | 11 |
| 2.3 高效的外延是支撑可持续圈地的重要基础..... | 14 |
| 3. 大浪淘沙中的转型突围红海..... | 17 |
| 3.1 生鲜是精细化将成为主流..... | 17 |
| 3.2 高效单店运营造就星星之火燎原态势..... | 19 |
| 3.3 前主后辅共赢模式大势所趋..... | 21 |
| 4. 盈利预测与投资建议..... | 23 |
| 5. 风险提示..... | 24 |

表格目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 外资超市入华时间..... | 4 |
| 表 2: 超市细分业态汇总..... | 7 |
| 表 3: 农贸市场和超市优劣比较..... | 10 |
| 表 4: 代表性超市企业过去三年外延速度对比（2011）..... | 10 |
| 表 5: 2011 年主要外资超市在华门店布局..... | 11 |
| 表 6: 可比公司规模对比..... | 12 |
| 表 7: 大润发及可比公司主要食品价格对比表..... | 15 |
| 表 8: 公司各项费用明细表..... | 16 |
| 表 9: 公司财务费用明细..... | 16 |
| 表 10: 供应链指标对比（2011）..... | 18 |
| 表 11: 高鑫零售收入明细变化趋势..... | 20 |
| 表 12: 可比公司毛利率分解对比..... | 22 |
| 表 13: 相对估值比较..... | 24 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 我国大卖场 CR3 及 CR5 情况..... | 5 |
| 图 3: 沃尔玛核心物流操作系统..... | 6 |
| 图 4: 2010 年超市主要细分业态份额分布..... | 7 |
| 图 5: 2000 年—2010 年按板块统计的家庭百货零售市场复合增速..... | 8 |
| 图 6: 2010 年—2015 年按板块统计的家庭百货零售市场复合增速..... | 8 |
| 图 7: 2011 年电子商务市场品类构成..... | 9 |
| 图 8: 公司门店扩张趋势图..... | 10 |
| 图 9: 公司区域收入及毛利率占比 (2011)..... | 10 |
| 图 10: 2011 年可比公司收入及利润规模对比..... | 13 |
| 图 11: 我国大卖场主要运营商市场份额..... | 13 |
| 图 12: 可比公司收入相对门店复合增速对比 (2008-2010)..... | 17 |
| 图 13: 可比公司营业利润相对收入复合增速对比 (2008-2011Q2)..... | 17 |
| 图 14: 公司期间费率横向对比 (2011)..... | 16 |
| 图 15: 公司三项费率年度变化趋势..... | 16 |
| 图 16: 可比公司零售租金收入占比..... | 19 |
| 图 17: 公司单店销售及面积变化趋势 (2007-2011)..... | 20 |
| 图 18: 可比超市类企业单店销售对比..... | 20 |
| 图 19: 按品类划分收入占比变化趋势..... | 21 |
| 图 20: 按品类划分毛利率变化趋势..... | 21 |
| 图 21: 可比超市类企业人均劳效、人力成本占比对比..... | 21 |
| 图 22: 2011 年可比公司其他业务收入占比对比..... | 23 |

1. 成熟红海市场的结构性机遇犹存

1.1 集中度提升重塑红海格局

从零售行业的各业态来看，我国的超市行业起航于 1995 年，全面领先百货业态近 10 年。全球强势龙头企业的较早进入、地方政府物业税收等方面的优惠、相对于百货较低的进入壁垒都使得超市已经进入了白热化的红海市场。在增量市场相对有限的背景下，存量市场的整合或者新模式对于传统模式的替代就取而代之的成为外延的重要途径。

从外资大卖场进入的时间来看，实际上是我国超市内外兼修发展尚处于萌芽期的时候就被外资大卖场的强势入驻而遏制。近两年以家乐福、沃尔玛为代表的跨国企业更是利用自身强大的信息体系和全球供应链体系在我国进行了高速的外延扩张，速度远高于本土区域型超市。但随着外资卖场政策红利及信息、管理等先发优势的逐步消退，以食品安全事件为导火索的外资零售企业整体下行态势在近两年越发凸显。从目前外资卖场的门店区域布局来看，真正全面渗透至三四线地级市尤其是县镇及地区的企业为数不多，而区域型企业经过学习曲线的积累，其先发优势及地缘优势无疑具备逆市扩张的良好机遇和潜质，对于尚处于内资超市类企业而言，修炼内功基数上的蓄势待发，在弱势外围环境的背景下则能更加的有的放矢。

表 1：外资超市入华时间

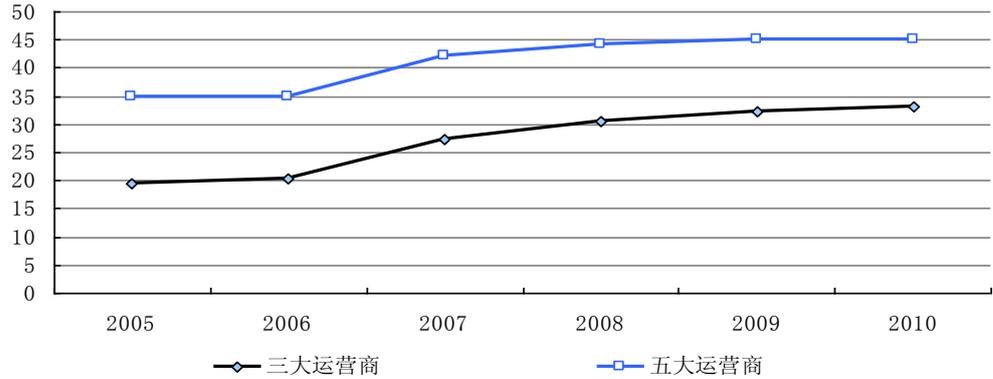
| 公司 | 进入中国时间 | 2011 门店数量及分布 |
|------|--------|----------------------|
| 大润发 | 1997 年 | 185 家 主要分布在华东及华南区 |
| 沃尔玛 | 1996 年 | 267 家 主要分布在华东、华南及西南区 |
| 家乐福 | 1995 年 | 203 家 主要分布在华北、华南及西南区 |
| 乐购 | 1998 年 | 103 家 主要分布在华东及东北区 |
| 麦德龙 | 1996 年 | 54 家 主要分布在华东及华南区 |
| 欧尚 | 1997 年 | 45 家 其中 39 家分布在华东区 |
| 乐天玛特 | 2007 年 | 95 家 主要分布在华东及华北区 |

资料来源：东兴证券研究所

Euromonitor 估计，在整体家庭百货零售行业 2010 年五大运营商的综合市场份额仅为 8.3%，而十大运营商为 10.9%及二十大运营商为 13.0%。我们对比百货、超市、电商 CR3（自主销售式 B2C）的水平可以看出：电商的集中度位居首位，截至 2012 年 Q1 的 CR3 到了 43.9%，其中淘宝占比 31.4%，京东商城占比 10.2%，亚马逊中国占比 2.3%，苏宁易购占比 1%；超市行业的 CR3 也已经超过了三分之一的市场份额；百货行业的集中度仅在 5%左右，远低于前两者。而百货业态基于国资控股、流通渠道长期形成的区域割治等历史原因，难以在短时间内提升行业整体的集中度。电子商务和超市则是集中度提升相对容易的业态，尤其对于资本依赖较小的后者而言虽然目前很难说是否可以出现一家中国的沃尔玛公司，但具备模式壁垒、后台及资金壁垒先发优势的企业，有望借助资本力量实现规模的快速扩张和市场份额的抢占，从而

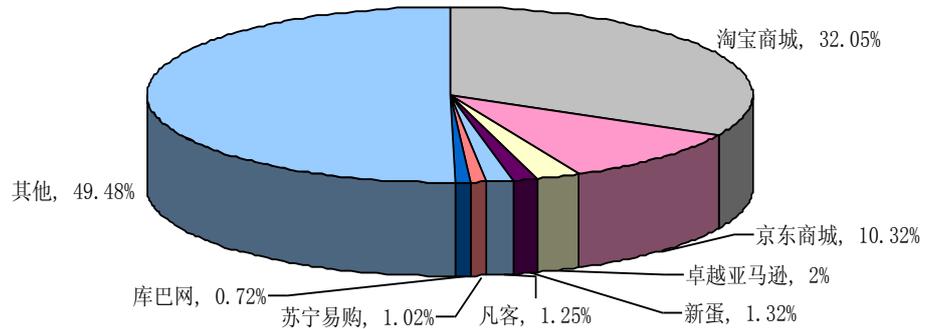
步入市值成长的高速发展期。特别在行业景气度下行的阶段，强者恒强的马太效应对于龙头企业而言恰恰是全面出击的绝好机会。

图 1：我国大卖场 CR3 及 CR5 情况



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

图 2：2012Q1 我国 B2C 市场份额分布情况



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

1.2 精细化管理成就核心供应链

超市这一业态本身就是精细化管理的集结平台，而信息化建设、供应链管理、现金流管理等又是近年来零售行业发展趋势下的精细化体现，借助的第三方资源和手段也越来越多。随着消费升级衍生的品质生活需求，超市不仅成为中高收入阶层基于食品品质、安全的主流购买渠道，质量也已成为仅次于价格的次优选择，这对超市的前后台精细化管理提出了更高的要求：在品质、丰富度、补货速度等需求新要素层面升级的同时，唯有通过自身的后台供应链体现、信息平台开放系统跟随甚至是引导消费升级之路。以超市供应链其中的重要一环损耗为例，每年全球零售业货品损失总额高达 1.7 万亿多美元，美国零售企业平均损耗率为 1.8%，中国虽然在所有国家中损耗程度位于第 17 位，但其实际却严重的多，通常被供应商补货所掩盖，诸如防损例外报告管理系统、自助收银机等软硬件系统的投入空间仍然巨大。以此类推，在全供应链流程的每个节点均有改善的巨大空间和手段，主要分为源头控制、物流软硬件开放式优化和终端数据挖掘三个步骤。

精细之信息化——企业代表苏宁电器、沃尔玛

·苏宁的整体发展愿景是打造智慧苏宁和科技苏宁，发展方向则是产品+渠道+经营模式：随着产品价格竞争的越发激烈，要从做产品转向依托渠道做服务，甚至是增值服务加强的转变，从而最终实现物流网+客户体验服务网+多媒体交易网的三网合一，其中供应链和物流是公司可以自己控制的核心资产也即核心竞争力。供应链的本质实际上是与产业链各节点的有效协同，公司通过与 SAP、IBM 等专业化软件供应商的战略合作，实现了 B2B 信息系统和上游 2 万多家供应商实现了库存、单据、销售等全方位的对接，而对下游各门店也通过实时监控实现了精细化管理。

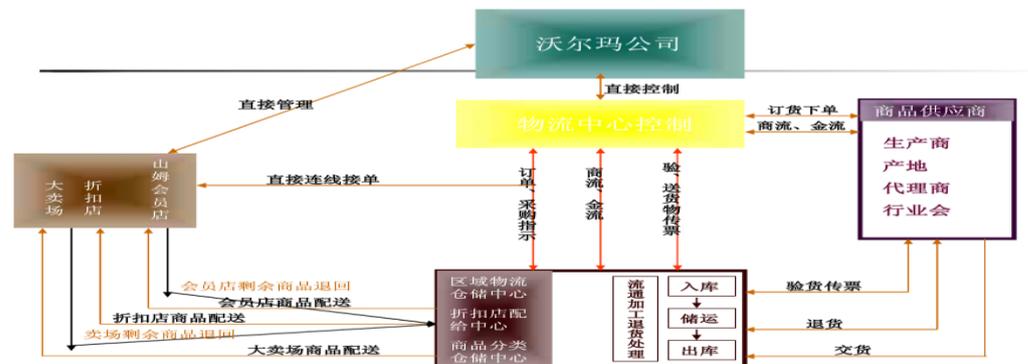
·沃尔玛之所以成功，很大程度上是因为它至少提前 10 年（较竞争对手）将尖端科技和物流系统进行了巧妙搭配。（中国的超市企业虽做不到在信息系统上超越，但本土化追赶则是应有之义）

20 世纪 70 年代沃尔玛建立了物流的管理信息系统（MIS），负责处理系统报表，加快了运作速度。20 世纪 80 年代初，沃尔玛与休斯公司合作发射物流通讯卫星，物流通讯卫星使得沃尔玛产生了跳跃性的发展；1983 年的时候采用了 POS 机，全称 Point Of Sale，就是销售始点数据系统。1985 年建立了 EDI，即电子数据交换系统，进行无纸化作业，所有信息全部在电脑上运作。1986 年的时候它又建立了 QR，称为快速反应机制，对市场快速拉动需求。20 世纪 90 年代，采用了全球领先的卫星定位系统（GPS），控制公司的物流，提高配送效率，以速度和质量赢得用户的满意度和忠诚度。

精细之供应链——利丰集团、沃尔玛

·利丰集团是以香港为基地的跨国商贸集团，但是，该集团没有一个工厂，被称在“平的世界里竞争”的楷模，是一个建立在无边界世界上的企业，称为“全球网络整合者”。其核心能力是供应链管理，其核心业务是贸易出口、经销、零售。利丰集团的供应链管理包括：（1）优化供应链；（2）将正确的产品在最低定价、在最短时间和在正确的地点交付给终端用户；（3）供应链管理的好处：可以以最大值效率减少总成本。利丰集团的供应链管理被哈佛大学收为精典案例。

图 3：沃尔玛核心物流操作系统



资料来源：东兴证券研究所

· 沃尔玛“无缝”供应链的运用：在衔接上游客户上，沃尔玛有一个非常好的系统，可以使供货商们直接进入到了沃尔玛的系统，沃尔玛称之为“零售链接”。通过零售链接，供货商们就可以随时了解销售情况，对将来货物的需求量进行预测，以决定生产情况，这样他们的产品成本也可以降低，从而使整个流程成为一个“无缝”的过程。也就供应链上的各个节点，相互合作，形成了一个多方共赢的体系而不是互相压制的格局。

1.3 模式、业态转型满足多元化需求

1.3.1 业态细分成为主流

2010年中国连锁经营协会已完成对《零售业态分类》国家标准的修订，此次是对2004年版本的一次修订。此次修订最大的亮点是对超市业态进行了细分。超市业态被划分为便利超市、社区超市、综合超市和大型超市，并且此次修订对这四类超市的营业面积和目标顾客也作了具体规定。而根据超市的目标客户群不同，我们又可以把超市业态进一步划分为大卖场（平价大众人群）、精品、社区、综合超市（白领上半族）、高端超市（高收入人群）。目前超市及大卖场仍占据我国终端零售的主要市场。

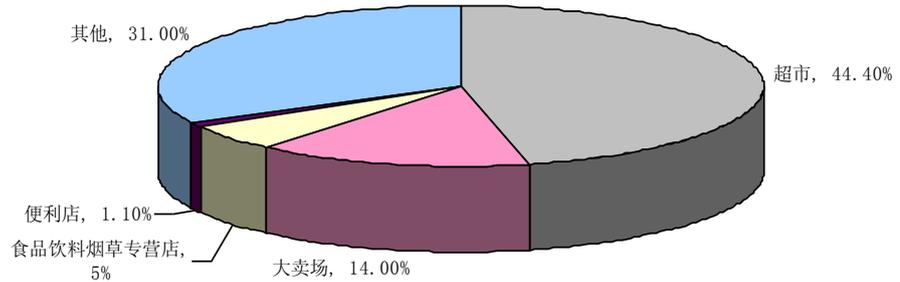
表 2：超市细分业态汇总

| 商圈要求 | 面积特点 | 产品组合 | 盈利特点 | 市场格局 | 代表企业 |
|--------------------------------------|------------|----------------------|--|------|---------------|
| 大卖场 核心商圈，交通要道 | 6000 以上 | 全品类 | 低价策略、通道费为主的盈利模式 | 外资主导 | 家乐福、沃尔玛 |
| 综合、社区超市 围绕各类社区 | 500-6000 平 | 除家电、服装外的刚需品类 | 生鲜和包装食品为主 | 内资主导 | 各区域零售龙头 |
| 便利店 对商圈的要求较低 | 200-500 平米 | 以速食、快消、服务产品为主 | 商品品种在 3000 以上，售价较高 | 台资主导 | 7-11、全家、红旗 |
| 高端超市 大城市商业繁华地段、高档商务区或高档住宅区附近——高租金 | 4 千-6 千 | 2 万左右国际化商品组合、专业化星级服务 | 前期投入高，1 平米 1 万元，高于一般超市 20 倍到 30 倍；毛利率高于一般超市 20% 左右；依靠高附加值商品盈利而非通道费 | 内资主导 | 华润 OLE、华联 BHG |

资料来源：东兴证券

在城镇化引致的消费升级浪潮下，便利性、情感性、体验性等个性化诉求正变的日趋重要。简单的标准化连锁复制难以满足这一趋势。依据不同层次消费者不同方面的诉求而产生的大业态衍生品，即业态创新应运而生。以超市为例，便利店的产生实际上满足了居民、商务人士的便利性需求；而大卖场则成为了价格敏感消费者的主要消费场所；近年来以华润 OLE、华联 BHG 为代表的高端超市的兴起，更是商业地产大潮之下，高端写字楼、购物中心的重要匹配业态。

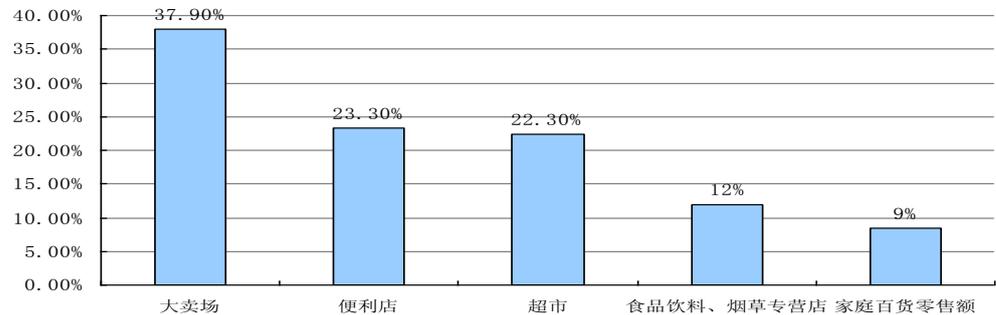
图 4：2010 年超市主要细分业态份额分布



数据来源：东兴证券研究所

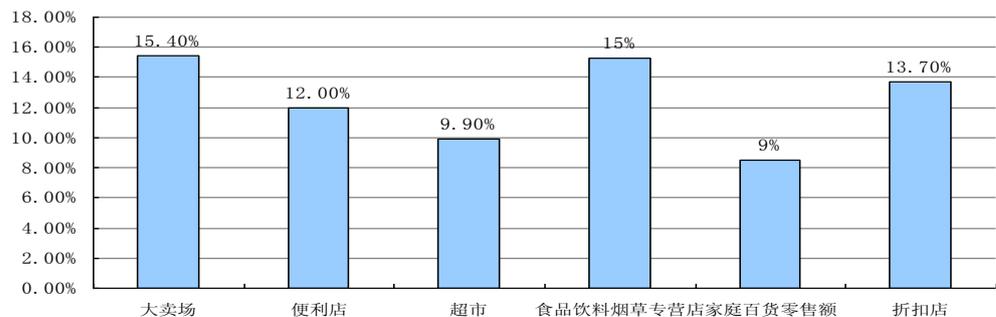
从超市各细分业态的发展前景来看，**大卖场**是目前外资涉足最深的行业，但在硬币的另一面也同时是其最难以下沉的一个业态，沃尔玛在渠道下沉的过程中通过HYPERMART这一新兴业态来实现本土化。农村消费人口的**进城和渠道下沉深度加强**引致的目标消费者价格敏感度提高使得以**低价为卖点的大卖场成为城镇化进程的主要受益者**。截至2010年底，我国概念股有**3222家大卖场**。根据Euromonitor估计**大卖场在未来5年有望成为复合增速最高的一个细分业态**；而便利店、高端超市虽然基于我国各区域经济发展水平的较大差异而难以在短时间内成气候，仅在上海、深圳等地具备一定市场基础，相对而言，我们较为看好后住宅地产、后商业地产时代，**综合、社区超市三四线市场和便利店一二级市场的配套潜力**。

图 5：2000 年—2010 年按板块统计的家庭百货零售市场复合增速



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

图 6：2010 年—2015 年按板块统计的家庭百货零售市场复合增速



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

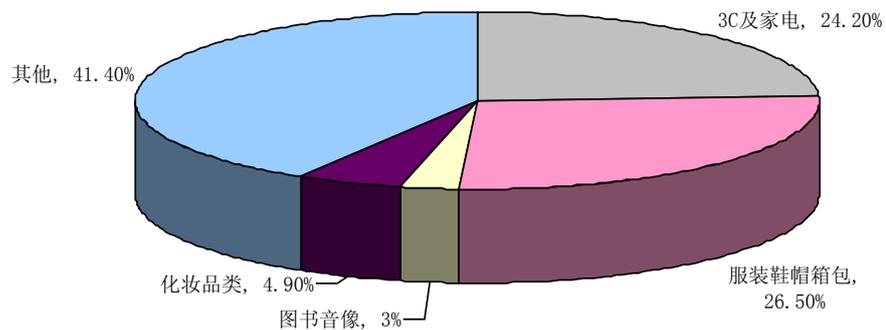
永辉适时推出第四代永辉超市大卖场旗舰店向国际化的大卖场看齐，并以 BRAVO 品牌探索全新的高端超市品牌。从而实现了从大卖场、综合超市到便利店、高端生活超市各细分业态的全覆盖。华润也通过多品牌的组合实现了超市细分业态的全覆盖，该类大而全的企业将获得全周期均衡发展的平台。

1.3.2 电子商务的分流下的模式创新机遇

电商亏损式的价格战略在一定时期内对于传统的零售渠道确实有一定冲击，但其一旦进入盈利期，线上与线下的竞争将转变为各取所需的和平期。基于超市所主营的品类而言，受冲击程度略好于百货业态，生鲜基于运输半径的有限和冷链等第三方配套的缺失很难大规模转移至线上；而百货日用品类则由于较低的单价，使得单位商品的物流配送成本占比过高，以京东为代表的免费配送红利的逐渐消失，更加促使了该品类消费的线下化；而以家电、玩具、奶粉为代表的三大日用品类则受到网购的冲击最大，超市类企业也通过品类管理及组合不断的动态调整而趋利避害。

从品类分析来看：2011 年中国网络购物市场中，“服装、鞋帽、箱包类”占比居首，市场份额为 26.5%，排名其次的是“3C 及家电类”，占比为 24.2%。与 2010 年相比，服装、鞋帽、箱包类份额上升 3.7 个百分点，3C 及家电类份额上升 7.5 个百分点，各品类中 3C 及家电类增速显著。而在护肤品和化妆品方面，中国电子商务的渗透率已经超过了美国、英国和日本，达到零售总额的 10% 以上，未来 5 年有望继续保持二位数的增长。

图 7：2011 年电子商务市场品类构成



数据来源：艾瑞，东兴证券研究所

超市业态经营的品类大都为标准化程度较高的日用品，甚至包括同样以低价为竞争力的服装品类，唯有生鲜有望异军突起成为应对电商壁垒最高的品类。除了生鲜产品特有的运输半径小、损耗率高、易变质等特性，冷链配套、第三方物流、农产品流通区域割据等方面的弊端也使得生鲜品类难以实现跨区的电子商务模式。

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%。在外资大

卖场生鲜品类相对弱势的背景下，以生鲜为核心竞争力，并具备独特的盈利模式的超市企业将具备广阔的发展空间。

表 3：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 |

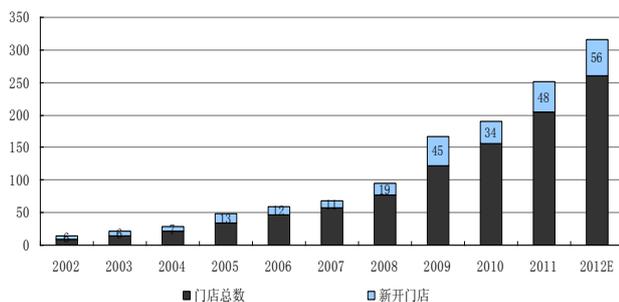
资料来源：东兴证券研究所

2. 跑马圈地竞赛下的动静结合

2.1 全面开启跨区扩张之路

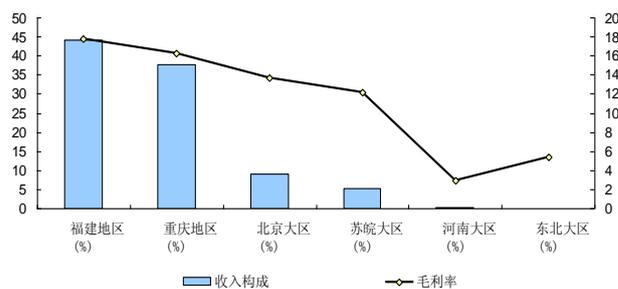
2011 年公司共新开门店 49 家，关闭 1 家，门店总数达到了 204 家。另外，公司尚有已签约未开业门店 104 家。继 2010 年重点巩固了福建、重庆、安徽、北京四大优势区域后，在 2011 年开启了全面战略布局新区的旅程，新进驻江苏、河南、河北、天津以及东北等新地区。12 年公司的外延速度将超过 50 家，总门店数达到 260 家左右。

图 8：公司门店扩张趋势图



资料来源：东兴证券研究所

图 9：公司区域收入及毛利率占比（2011）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

外延增速对比来看，家乐福 2011 年的新开门店数仅为 29 家，跌出了年度市场拓展第一阵营，而沃尔玛、大润发以新开 43 家和 42 家的门店数，位居外资大卖场 2011 年市场开拓第一阵营。另外，大润发去年新开门店中约有八成开在二三线城市。永辉超市去年开店 49 家（单店规模较小），还有华润万家 400 家，华润苏果 300 家。

表 4：代表性超市企业过去三年外延速度对比（2011）

| 公司 | 门店数 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------|--------|------|------|------|------|
| 合肥百货（超） | 百 16+超 | 30 | 17 | 36 | 20 |
| 中百集团 | 775 | 57 | 35 | 36 | 87 |
| 步步高 | 113 | 8 | -3 | 25 | 22 |
| 永辉超市 | 156 | 19 | 45 | 40 | 49 |
| 新华都 | 100 | 14 | 23 | 25 | 15 |
| 人人乐 | 115 | 16 | 20 | 8 | 26 |
| 沃尔玛 | 267 | 35 | 38 | 33 | 43 |
| 家乐福 | 203 | 22 | 22 | 19 | 29 |
| 乐购 | 103 | 16 | 14 | 26 | 16 |
| 高鑫零售 | 229 | 16 | 24 | 28 | 45 |

资料来源：公司公告，东兴证券

从区域布局看，公司在福建、重庆、北京及安徽的地位已经得到确立，后两者有待进一步深耕。我们结合超市第一梯队企业的区域覆盖来分析永辉未来重点发展的河北、东北、四川等地的竞争格局：东三省区域中基于本土超市发展的相对滞后，外资超市尤其是以沃尔玛、乐购为代表的一线企业已经全面布局，但基于当地相对较强的消费能力，永辉模式的全面铺开将在不拉低公司整体毛利的同时实现量能的释放；而河北地区的竞争则处于另一个极端即竞争相对平缓，这有利于公司迅速建立自身的品牌和模式优势。今年的区域布局战略将仍以同城加密为主，跨区比例将小于去年，此外有望在上海、深圳等一线城市首次试水，但以战略性进入为主。

表 5：2011 年主要外资超市在华门店布局

| 区域 | 沃尔玛 | 家乐福 | 大润发 | 乐购 | 欧尚 | 永辉门店 |
|------|-----|-----|-----|----|----|------|
| 安徽区 | 15 | 8 | 10 | 3 | 3 | 12 |
| 江苏区 | 22 | 25 | 46 | 16 | 21 | 5 |
| 河北区 | 4 | 10 | 2 | 3 | 0 | 1 |
| 河南区 | 6 | 4 | 2 | 0 | 0 | 3 |
| 北京区 | 8 | 18 | 1 | 4 | 4 | 13 |
| 天津区 | 2 | 5 | 2 | 6 | 0 | 2 |
| 福建区 | 17 | 5 | 6 | 3 | 0 | 97 |
| 贵州区 | 6 | 1 | 0 | 0 | 0 | 4 |
| 辽宁区 | 10 | 14 | 9 | 19 | 0 | 1 |
| 吉林区 | 5 | 2 | 5 | 0 | 0 | 1 |
| 黑龙江区 | 5 | 8 | 6 | 0 | 0 | 1 |
| 重庆区 | 10 | 6 | 0 | 0 | 0 | 64 |
| 西川区 | 14 | 14 | 1 | 0 | 3 | 0 |

资料来源：联商网，东兴证券

2.2 与大润发的市场空间差距与机遇并存

在市场环境及外资卖场相对优势下行的双重格局下，为拥有强大后台支撑和跨区整合能力的内资卖场崛起提供了契机。跨区扩张成为衡量超市企业后台效率和管理能力的重要因素。中国的超市业态，以沃尔玛、大润发、乐购为代表的**第一阵营**已经基本巩固，无论从网络优势还是后台支持方面均具备绝对优势；而国内以步步高、中百集团、新华都、红旗为代表的超市类企业仍以区域下沉渗透为主，而人人乐、华联综超的跨区效果较差且布局稍显凌乱，以家乐福及日韩超市为代表的衰落阵营又释放出的三四线地区纵向开拓为主导。从区域布局看，虽然港股的联合超市及物美商业等均为跨区经营企业，但从业态可比性来看，高鑫零售与永辉超市的大卖场经营最具可比性。

高鑫零售——截至 2011 年 12 月 31 日，高鑫集团新开 46 家综合体大卖场，其中大润发品牌新开门店 42 家，欧尚品牌新开门店 4 家，在全国共开有 **230 家综合性大卖场**，其总建筑面积约为 650 万平方米，单店面积在 **2.8 万平米**，共覆盖全国 **24 个省、自治区及直辖市**，约 13% 的门店位于一线城市，17% 的门店位于二线城市，44% 的门店位于三线城市，20% 的门店位于四线城市，6% 的门店位于五线城市。同时，约 68% 的门店为租赁门店，**32% 的门店以自有物业经营**。

永辉超市——而与此同时永辉 2011 年公司新开门店 49 家，门店总数达到了 **204 家**。已开业门店遍及 **12 个省份**，经营面积 157 万平方米，比 2010 年净增加 52 万平方米，单店面积在 **7696 平米**，平效 1.13 万，公司自有物业的占比在 3% 左右。虽然在门店绝对数量上两者差距不大，但永辉在单店面积、横向省份覆盖及纵向渠道下沉与高鑫零售的差距均在一倍左右，这也是导致两者收入差别的主要原因。

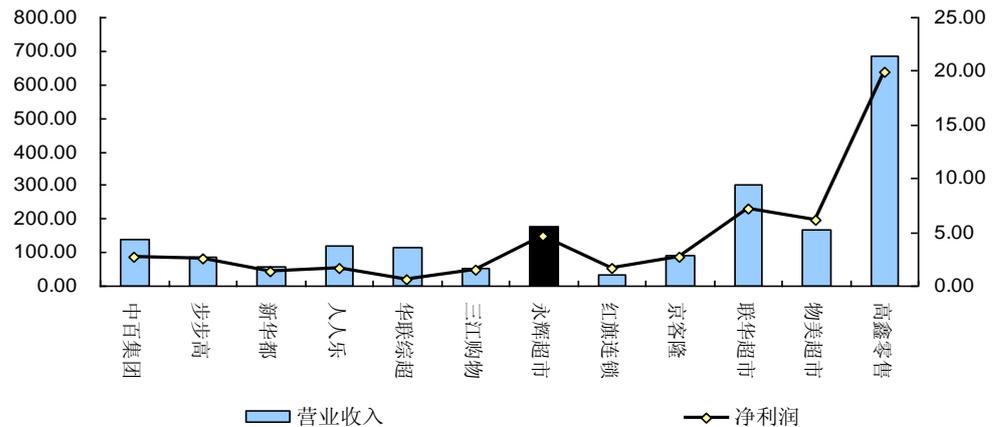
表 6：可比公司规模对比

| 企业 | 门店及业态 | 占比 | 覆盖区域 |
|------|--|---|----------------------|
| 中百集团 | 仓储超市：154 家；便民超市：520 家（其中：直营店 464 家）；百货：5 家 | 仓储超市 77.49%；便民超市 17.28%；百货 5.07% | 湖北销售约占 96%；重庆销售约占 4% |
| 三江购物 | 社区平价超市：145 家，平均单店面积 3044m ² | 食品 56.53%；生鲜 22.60%；日用百货 20.87%；针织服装 6.32% | 浙江省、上海 |
| 京客隆 | 百货商场 2 家；大卖场 8 家；综合超市 76 家（其中：直营店 74 家）；便利店 150 家（其中：直营店 62 家） | 大卖场 31.15%；综超 59.72%；便利超市 8.21%；百货商场 0.93%； | 以北京地区为主 |
| 联华超市 | 大型综合超市 143 家；超级市场 3,014 家（其中：加盟店 2,336 家）；便利店 2,015 家（其中：加盟店 1,081 家）。 | 大型综超 56.32%；超级市场 36.37%；便利店 6.75% | 全国 |
| 物美超市 | 大型超市 118 家（其中：直营店 116 家）；便利超市 374 家（其中：直营 255 家）。 | —— | 北京、天津、浙江 |
| 红旗连锁 | 直营门店 958 家，经营面积 21.52 万 m ² ，平均单店面积约 225m ² | 便利超市 95.62% 中型超市 4.438。 | 四川地区 |

资料来源：东兴证券研究所

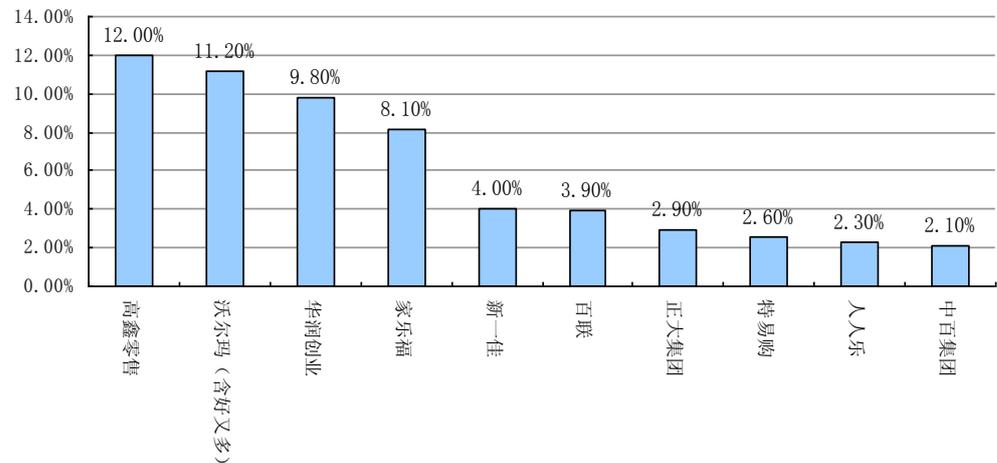
从 2011 年的收入规模对比来看，公司目前的收入规模仅次于华联超市和高鑫零售，净利润规模也处于同样地位，而我们类比可比公司的市场份额可以推算出永辉目前的市场份额在 5%左右，无论是追赶软性后台支撑和物流仓储体系的硬性配合、工业化起家的高鑫零售而言，还是一线及省会份额下行的外资卖场而言，都有巨大的空间。

图 10：2011 年可比公司收入及利润规模对比



数据来源：WIND, 东兴证券研究所

图 11：我国大卖场主要运营商市场份额



数据来源：高鑫零售招股书, 东兴证券研究所

永辉目前在全国东西南北四大区域的布局已经逐步建立。此外，公司优势+次核心区域的物流配套已经全面建立，有望支撑北京、安徽、东北等区域的内外兼修发展。今年一季度启动的 ERP 项目也有望在引领门店精细化管理的同时降低远程门店的经营风险。

同时，随着公司远程店比例不断提升，采购体系也略有调整：即加强统采、强化生鲜地采、培育大型直采商户。统采比例由之前的 20% 提升至 40%，这一方面降低了远程店现金采购的比例以及其所产生的风险；另一方面也提高了公司门店的标准化运

作和快消品份额扩大趋势下的议价能力，统采品类及产品的确定与公司的物流配送能力息息相关。而直采的模式则由之前的单一农户主导转变为培养一些大供应商，在实现品质源头控制的同时也提高了相关产品毛利及货源的稳定性。另外，物流配套建设方面，安徽华东商贸物流园有望最快投入使用，重庆西部物流园一期基于招拍挂流程的滞后争取在今年完成以支持重庆今年 100 亿的销售计划。公司将坚持 2014 年实现销售额 500 亿元人民币、门店 350 家的三年目标不变。

2.3 高效的外延是支撑可持续圈地的重要基础

永辉外延跨区幅度太大、太快的的问题虽然一直存在分歧，但我们认为：一方面，公司的区域布局在坚持巩固“4+1”核心区域发展的前提下（河北或东北有望于 2012 年成为公司的第五大重点区域），对于不同区域的发展侧重点不尽相同。其中，重庆、福州作为成熟区要深耕细作重点在于纵向下沉；而安徽基于较低的消费水平稳步推进；北京地区则在良好的口碑效应基础上能快则快的推进；河南地区因为地产商的批量供低，今年初步预期开 10 家店左右；对于河北石家庄，常州等目前以区域单体店存在的，则在允许低毛利的基础上主要发展大店，大店的好处一是自身有中转功能、二是品牌影响力大；而对于东北、江苏、天津等消费能力较好的区域，公司已经与百盛、新世界、茂业等百货企业和以万达为代表的部分地产企业达成战略合作，以 BROVE 的业态进入。

另一方面，高效的开店绩效实际上是支撑公司高速外延可持续性的重要基础，已开的门店中有 20% 是四个月内实现盈亏平衡，最差的占比 10% 也在 12 月以后就盈利，而 60% 以上的门店则是 1 年内盈利。只要盈利门店的整体占比不出现较大幅度下滑，公司外延的有效性就能够保证。

对于永辉和高鑫零售而言，两者高效外延即新店培育期最小化的核心要素主要归结为以下三点：生鲜、低价核心为据点的强大集客能力；高效的人员激励以及良好的费用掌控力。公司内生的壁垒有效保证了外延的绩效性，从而在现金流、人员、业绩多方面对进一步的外延形成了支撑。此外，正如我们年度策略报告判断，商业地产的在 09 年之后的井喷式供给为专业连锁企业的外延扩张提供了较好的契机，前者优势商业资源的相对稀缺与后者优势物业的稀缺形成了匹配。永辉目前也已经与保利、万达、恒隆等地产企业形成了合作，以河南为例，与地产商“被动”的前期合作在提前落实公司区域战略规划的同时，为进一步其它区域的合作开发奠定了基础。未来进入和巩固各区域的方式也将不断的多元化，除了 BROVE 这一高端业态外，3-4 万平米的旗舰店也在尝试，以实现外延的低成本、高效性。

2.3.1 松紧适度管理打造低价人气

大润发就产品价格方面赋予店长的权力可谓松紧有度。一方面统一采购和标准化管理使得门店不具有正常商品的调价权，但在部分敏感性产品，其内部将之称为“堡垒商品”上，店长却拥有业内最自主的竞争性调价权。而在此基础之上，人气集聚则顺理成章，如果大润发在开店三年以上的沃尔玛或家乐福门店 2 公里内开设新店，现在大约可以抢走其一半的客流；而家乐福或沃尔玛在大润发的老店周围 2 公里范围内开店，则只能带走约 1/4 至 1/3 的客流量。

表 7：大润发及可比公司主要食品价格对比表

| 产品 | 2011年4月9日上海 | | | 2011年5月29日北京 | | |
|------------------|-------------|------|------|--------------|------|------|
| | 大润发 | 联华 | 折扣 | 大润发 | 沃尔玛 | 折扣 |
| 猪肉 | 49.6 | 59.6 | 17% | 35.6 | 43.6 | 18% |
| 鸡蛋 | 19 | 21 | 10% | 16.4 | 14.8 | -11% |
| 蔬菜 | 14.8 | 12 | -24% | NA | 7.96 | NA |
| 食用油 (COFCO) | 57.8 | 62.4 | 7% | 56.6 | 58.8 | 4% |
| 康师傅红烧牛肉面 | 3.1 | 3.3 | 6% | 3.4 | 3.6 | 6% |
| 康师傅酸菜牛肉面 | 3.1 | 3.6 | 15% | 3.2 | 3.6 | 11% |
| 康师傅果汁 (500ML) | 2.3 | 2.5 | 8% | 2.5 | 2.4 | -4% |
| UPC (450ML) | 2 | 2.6 | 23% | 2.4 | 2.5 | 4% |
| 可口可乐 (450ML) | 3 | 3.3 | 9% | 2.5 | 3.1 | 19% |

资料来源：Goldman Sachs Research, 东兴证券研究所

2.3.2 基层激励奠定标准化、集约化管理基础

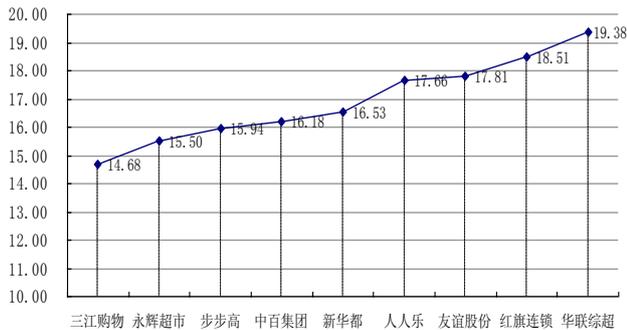
大润发模式中最值得赞许的是全民享有的“分红计划”。只要正式入职 6 个月的员工，大润发就会将每年利润 10%的“股份”予以分享，这股份实际上是一份基金理财产品，员工可按其持股比例享有分红。此外，大润发还为员工提供较为完善的培训计划，去年提供了 500 万人次的培训，从而通过软性的升值通道规避了部分人才流失。与此同时，永辉也通过各项激励绑定高端人才，2008 年 9 月，创始人张氏兄弟和其他 8 位创始股东将所持有的 6.97%股权转让给 132 位核心骨干及管理层成员持股的汇银投资。此外，根据我们重庆地区的实地调研情况，外聘店长与公司自己培养店长比例为 1:3，在永辉单个店长的能力未必很强，主要是通过标准化的管理体制和较强的执行力实现门店的高度可复制性，从而避免了家乐福式店长英雄主义的过高风险。2009 年，永辉聘请全球最大的人力资源管理咨询机构—韬睿惠悦 (Towers Watson)，进一步帮助其提升管理的精细化、科学化、制度化水平，进行全方位的人力资源管理体系建设与优化。

2.3.3 有效费用控制启动高效外延

横向对比看公司的期间费用水平处于超市类企业的前列，一方面生鲜品类引致的劳动密集性特点使得永辉超市的绝对人力成本占比略高于其他超市类企业，另一方面，公司上市前后密集跨区开店的速度及幅度远高于同行水平。但基于公司物业选址的非核心性和接受“烂尾”物业的两大特质，后者以北京市场的物业选取为代表，一线城市的物业空间相对有限，公司在收购易买得几处物业后，也在西直门等社区商圈通过整合原有失败超市物业实现自身的低成本涅槃重生，从而使得其整体的租金费用占比具备相对优势；此外，财务费用的高企是其今年一季度业绩承压的重要因素之一。2012 年计划 50 家新开门店的资金需求大约在 10-20 亿之间，包含新增门店、物流配套及公司总部大楼征地在内，不含募投项目预计 2012 年投资规模将达 24.37 亿元。为获取优质的商业物业预留 8 亿元投资额度，较 2011 年计划减少 2 亿元。预计 2012 年度

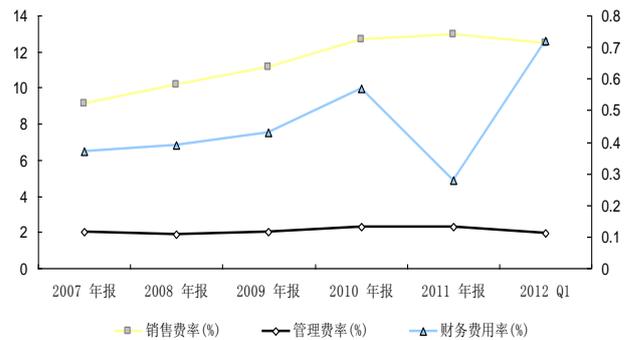
营业现金净流入 10 亿元，计划 2012 年新增贷款（含银承敞口）、发行短期融资券、发行公司债券等新增债务融资总额控制在 22 亿元以内。

图 14：公司期间费率横向对比（2011）



资料来源：东兴证券研究所

图 15：公司三项费率年度变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

表 8：公司各项费用明细表

| 公司 | 2010 | | | 2011 | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 人力 | 租金 | 折旧摊销 | 人力 | 租金 | 折旧摊销 |
| 中百集团 | 4.75% | 2.23% | 0.86% | 3.40% | 2.23% | 0.25% |
| 步步高 | 4.27% | 2.97% | 2.51% | 5.00% | 2.69% | 2.47% |
| 新华都 | 4.88% | 3.96% | 1.08% | 5.29% | 3.51% | 0.93% |
| 人人乐 | 4.53% | 4.43% | 0.46% | 6.19% | 4.43% | 0.52% |
| 华联综超 | 5.15% | 3.86% | 1.59% | 6.78% | 3.62% | 1.58% |
| 永辉超市 | 5.70% | 2.21% | 1.47% | 6.32% | 2.30% | 1.45% |

资料来源：东兴证券研究所

表 9：公司财务费用明细

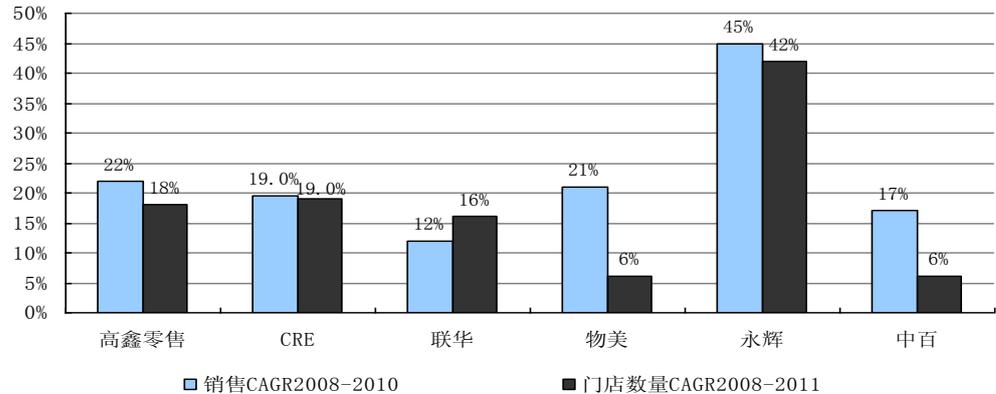
| | 金额、百万 | 2012 年支付利息、百万 | 到期日 |
|--------------------|-------|-------------------------|------------------------|
| 短期借款 | 300 | 16.5 | 2012 年 11 月 24 日 |
| | 250 | 5 | 2012 年 4 月 6 日 |
| | 250 | 4 | 2012 年 3 月 4 日 |
| | 100 | 4 | 2012 年 8 月 8 日 |
| | 90 | 3 | 2012 年 7 月 14 日 |
| 短期融资券 | 800 | 51 | 2011 年 11 月发行 利率 6.97% |
| 一年内到期的长期贷款 | 47 | 3 | 2012 年 12 月 25 日 |
| 长期借款 | 105 | 6 | — |
| 2012 计划新增债务融资：2200 | | 2012 剩余融资：2200-700=1500 | |

资料来源：东兴证券研究所

我们将超市类企业 2008-2010 年的销售复合增速和其开店复合增速对比，前者高后者越多，说明新店的相对收入效率越高，也同时为未来作为成长期门店的利润杠杆

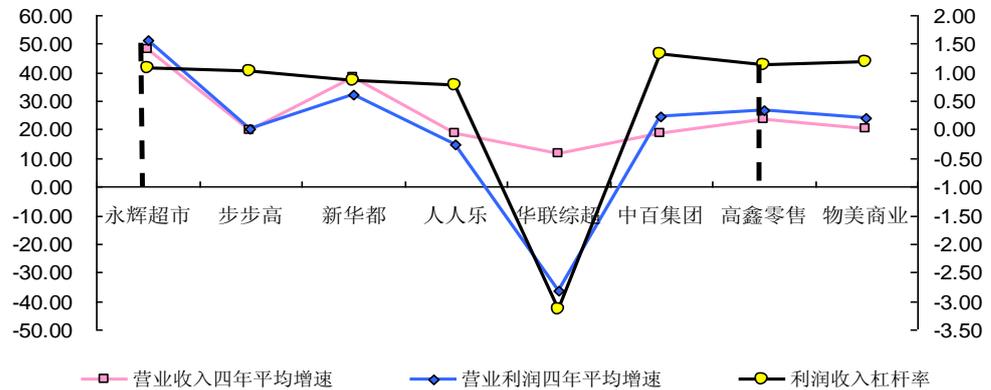
释放奠定了基础。从中可以发现高鑫两者的正落差为4个百分点，永辉为3个百分点，均略好于同行，联华两者为负落差，而物美和中百集团则因大店占比较小及开店区域集中而使得两者的落差较大。我们进一步将两者的经营性利润增速与收入增速进行对比来衡量外延门店的扩张绩效，可以看出永辉过去四年利润及收入的复合增速绝对值均位居首位，而杠杆水平略低于高鑫零售和物美商业，与公司11年全面开启的跨区战略扩张有关，前两者的跨区扩张已经步入成熟期，未来有望随着同城加密比例的提高而逐渐释放利润杠杆。

图 12：可比公司收入相对门店复合增速对比（2008-2010）



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

图 13：可比公司营业利润相对收入复合增速对比（2008-2011Q2）



数据来源：WIND，东兴证券研究所

3. 大浪淘沙中的转型突围红海

3.1 生鲜是精细化将成为主流

公司核心品类的两大阵营目前还是生鲜和服装，以生鲜品类集客、以服装品类盈利的组合创造出了高效的门店业绩，也一定程度上屏蔽了电商的冲击。永辉生鲜的核心竞争力主要基于基地直采和生鲜类产品专业化、精细化的管理。我们从源头采购、物流配送和门店管理等三个环节来分析：

首先在源头采购方面（直采）——永辉有超过 300 人的采购团队常年驻扎在全国 20 余个农村基地，他们同当地农民打成一片，具有丰富的专业知识，在跟农民订货时能非常准确地给出单价。通过源头直采，不仅能够通过减少中间环节、加强人为管控等方面的优势，形成品种、品质方面的优势，而且还可以在拥有低价这一核心产品竞争力的同时获取最大的利润空间。**比如在香蕉这一个单品的经营上**，就充分体现了永辉的经营优势：在源头以较低价格采摘未成熟的香蕉，通过调节香蕉的外部储藏温度，利用大型冷库进行人工温度控制，通过简单的制作工艺使香蕉由生变熟，再统一配送到各门店进行销售，在价格和品质上占据市场绝对优势，其利润空间较为可观。

其次在物流配送方面（后台支持）——在直采的同时，永辉又开始打造一条自身完整的后台供应链。永辉建立了自己的蔬菜基地，其生产的自有品牌的蔬菜通过各卖场的风冷柜进行销售；在当地的水果批发市场设立两个摊位，30 人的采购队伍除了定点采购全国水果外，还对其他商家进行批发销售；在永辉，还有大型专业的豆制品生产加工厂、熟食生产加工、活鱼配送基地、冷冻品中转配送中心、水果储存配送中心、蔬菜种植基地、香蕉培育中心等。

最后在终端门店管理方面（降损）——以永辉重庆观音桥门店为例，目前的 290 名员工中有 110 人都负责生鲜相关工作，而在 300 人的家乐福门店，仅有 10-70 人组成生鲜管理团队。**损耗控制无疑是门店的管理的核心要素**：永辉的蔬菜水果陈列是平摊式的，需要补充的菜和水果就在货架的下面，理货员几乎随时可以补货。永辉生鲜部分的理货员无疑是全国卖场中人数最多的，（**大润发**：大润发采取了一种将损耗率与奖金挂钩的制度。每个门店发放季奖金前，总部会检视该门市的损耗率与目标值的差距，来判断奖金加发或扣除。仅此一招，大润发的损耗率就一直控制在 2%~3%，远低于同业 10%的水平。而这每年就可节省上亿元。）

永辉虽然目前已从南至北覆盖了 11 个省市，但其作为每个区域零售市场的外来户，并没有大范围的广告，低价优质生鲜形成的口碑效应构成了一张坚不可摧、壁垒极高的营销网，从而在保证新店人气的同时，实现了销售费率的最小化。

在生鲜领域，价格品质双轨运行的优势企业大润发，为供应庞大的日常生活用品和食物，大润发大胆采取买断策略，大米、猪肉、水果等，直接从源头上确保商品的品质和价格符合自己的竞争战略。大润发成功的另一个关键，还在于打造了一条与供应商利益休戚相关的供应链。结合供应链各节点的关键要素，我们拟订了生鲜供应链指标来衡量各超市企业的生鲜核心竞争强弱，**供应链指标=直采比例*20%+生鲜毛利*15%+存货周转率*15%+人均劳效*25%+现金周转率*25%**。永辉的供应链整体指标平均是其他 A 股超市类公司的一倍以上，充分体现了其生鲜主打品类精细化、流程化管理的相对优势。

表 10：供应链指标对比（2011）

| | 直采比例 | 生鲜毛利 | 存货周转 | 人均劳效 (万元/人) | 现金周转率 | 冷链投入 | 供应链指标 |
|-----|------|------|------|----------------|-------|------|-------|
| 步步高 | 28 | 10 | 6.75 | 4.69 | 0.51 | 冷藏投入 | 9.41 |
| 人人乐 | 30 | 5.93 | 6.75 | 4.07 | 0.13 | 无 | 8.95 |

| | | | | | | | |
|------|----|-------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|
| 新华都 | 4 | 11.86 | 8.06 | 3.63 | 0.82 | 开始规划 | 4.90 |
| 中百集团 | 6 | 11 | 6.63 | 2.99 | 0.47 | 基本完成净 菜冷链经营 | 4.71 |
| 华联综超 | 3 | 6.5 | 7.08 | 3.39 | 0.21 | 较弱 | 3.54 |
| 三江购物 | 6 | 10.65 | 6.52 | 4.29 | 0.46 | 建设中 | 4.96 |
| 永辉超市 | 76 | 13.18 | 7.64 | 4.49 | 0.29 | 相对完善 | 19.52 |

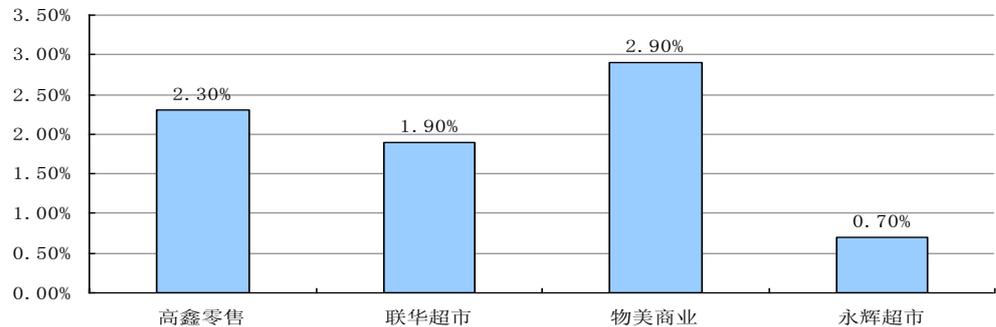
资料来源：东兴证券研究所

3.2 高效单店运营造就星星之火燎原态势

零售业的竞争本质上是单个网点在同一商圈内的抗衡，单店经营，提高每一个网点的竞争力和盈利是与公司整体规模良性循环的关键所在。我们从收入、毛利率、费用方面分析单店的盈利情况。

永辉和大润发均定位于大卖场，而永辉的单店面积仅为高鑫平均单店面积的二分之一不到。大润发综合性大卖场的楼面面积通常介于 3.5—4.5 万之间，大卖场售货区面积额介于 6000 平米至 1.7 万，平均面积为 8800 平米。而以租金收入为主的商业街面在 4000—6000 平米之间。租金收入占比在提高整体利润率的同时，也确保了整体收入的“抗通胀周期性”。高鑫零售高达 3.23 亿的单店销售已经远超过了外资超市巨头，并连续三年保持了 3 亿以上的领先规模，沃尔玛和家乐福单店大约只能达到大润发的 60-80% 的销售业绩；

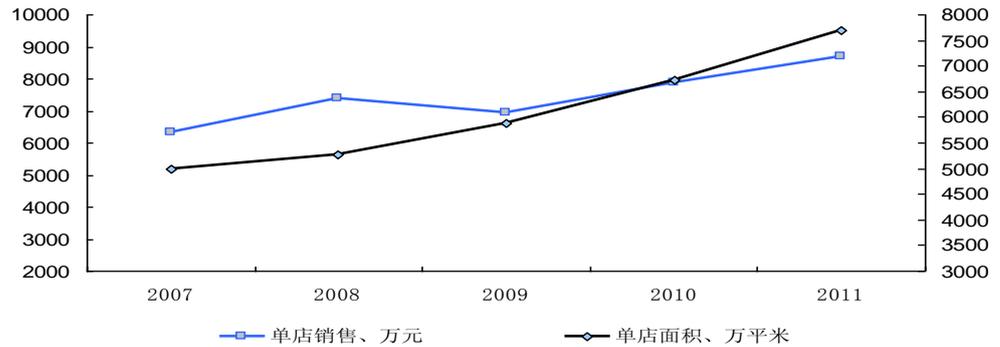
图 16：可比公司零售租金收入占比



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

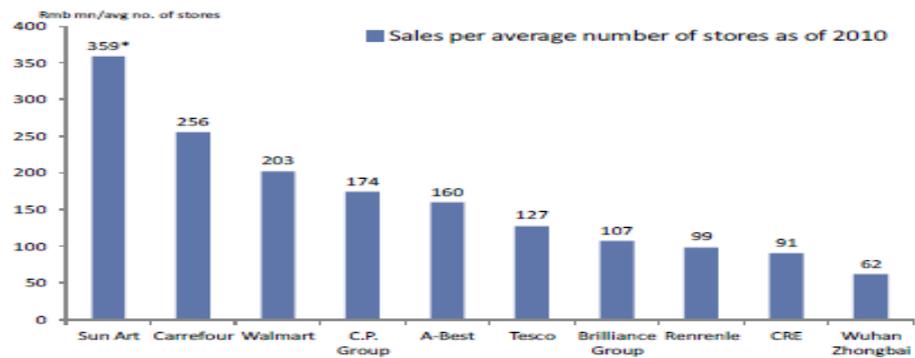
永辉的单店面积从 07 年的平均 6300 平米已经提升至 11 年的 7696 平米，单店销售也提升至 8700 万元，四年提升了近 1.5 倍。此外，“BRAVO YH”是永辉超市股份有限公司精心打造的高端品牌超市 2010 年 12 月 24 日，永辉超市旗下第一家“BRAVO 永辉”店在重庆南坪万达广场开业。上市后知名度上升加上之前品牌的积累永辉超市也开始跟万科、万达、龙湖等全国性地产商达成战略联盟，这也有助于其高端超市在“白领阶层”品牌影响力的建立。未来公司 BRAVO 这一高端品牌将主要集中于优势区域 MALL 的配套业态；而在新区域则主要以面积超过 1 万平米的大卖场业态开拓市场。

图 17: 公司单店销售及面积变化趋势 (2007-2011)



数据来源: 高鑫零售招股书, 东兴证券研究所

图 18: 可比超市类企业单店销售对比



数据来源: 高鑫零售招股书, 东兴证券研究所

我们从收入分拆 (客流、客单) 毛利率、费用率来分解卖场的单店经营情况:

首先, 大卖场的品类、产品组合无论对于销售还是毛利率的提升都起到了决定性的作用, 前者主要通过客单价和客流量而后者则主要通过产品的关联效应实现。生鲜品类往往是集聚人气即客流量的主要品类; 而服装、家电及部分日用品则是依托人气效应提高客单价的重要品类。从大卖场的客单价对比来看, 大润发的客单价目前已经提升至百元以上, 而永辉重庆地区的客单价在 50 元左右、北京和安徽地区的客单价也均在百元以下。通过生鲜主导的品类组合对于单店的人气、收入起到了重要推动作用: 永辉单店的平均日均销售在 50 万左右, 以其收购的北京易买得为例, 北京马家堡店已经由收购之前的日均 10 万销售提升至目前的日均 50 万, 实现了这一商圈的共同繁荣和良性循环。

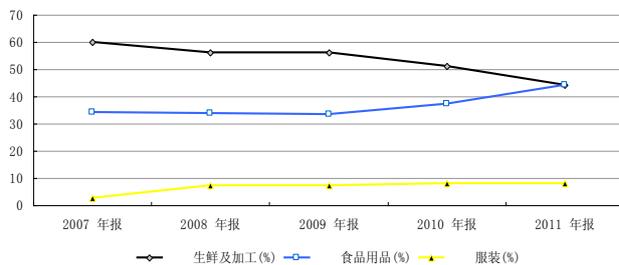
表 11: 高鑫零售收入明细变化趋势

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2010Q1 | 2011Q1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 客户人数 (百万) | 521.43 | 599.15 | 670.30 | 186.47 | 188.43 |
| 平均客单价 | 71.18 | 74.18 | 81.94 | 82.36 | 103.22 |
| 商品销售营业额 | 37115 | 44445 | 54924 | 15358 | 19450 |

资料来源: 东兴证券研究所

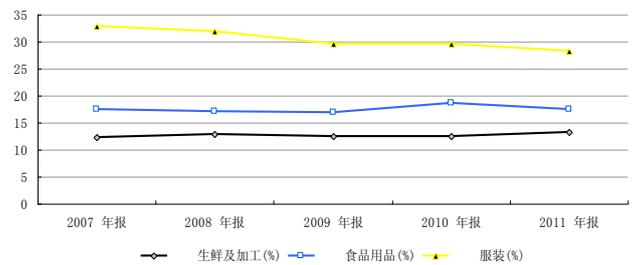
其次，随着永辉单店面积的扩大，品类的扩充是大势所趋：公司核心品类的两大阵营目前还是生鲜和服装，虽然随着公司卖场单店面积扩大所需的品类扩充而引致了生鲜占比的下降，但两大品类阵营的合计份额仍然在 50% 以上，其中服装的占比在公司的大力扶持下逐年提升，买断模式使其毛利率也维持了 29% 左右的高位水平。2011 年公司服装毛利率下降 1.38% 至 28.22%，收入同比增长 45.78%，占公司全部主营业务收入 8.4%，占比较上一年度略有提升，毛利占比 14.44%，跨区扩张、优势男装向女装的适度转向、及自营品牌的高库存压力或是服装品类毛利率较大幅下降的主因。但整体来看，服装的占比在公司的大力扶持下逐年提升，买断模式使其毛利率也维持了 29% 左右的高位水平。服装中男正装做的最好，该品类目前已经做到 15-16 亿的规模，未来的议价空间将有望进一步提升。以生鲜品类集客、以服装品类盈利的组合创造出了高效的门店业绩。对比两者的人均劳效和单店平均销售可以看出，大润发无论是在“壁垒产品”的设定上，还是在同品类间产品组合、品类组合之间都略胜一筹。同时高鑫的人均劳效更是内资超市平均水平的 1.2 倍左右，无疑在基层劳动力成本骤增和流失率较高的双重背景下，实现了人力成本的最小化，在保持单店销售强势地位的同时获得了单店利润的最大化。

图 19: 按品类划分收入占比变化趋势



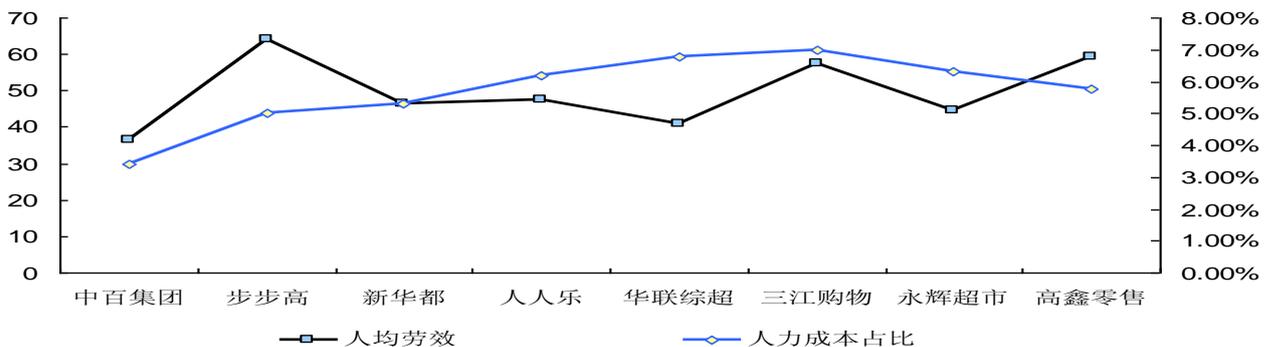
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 20: 按品类划分毛利率变化趋势



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 21: 可比超市类企业人均劳效、人力成本占比对比



数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 前主后辅共赢模式大势所趋

后台通道费一直是内资大卖场业态被“诟病”的主要原因。2006 年商务部等五部委专门发布《零售商供应商公平交易管理办法》，用来整治“渠道费”。2012 年 1 月 10 日，商务部、发展改革委、公安部、税务总局、工商总局联合召开电视电话会议，

部署清理整顿大型零售企业向供应商违规收费工作。此次清理整顿主要针对利用市场优势地位向供应商违规收费的超市、百货店、电器专业店等大型零售企业及其下属门店，其最大单店营业面积超过 6000 平方米（含），门店数超过 20 家（含），同时 2010 年销售额超过 20 亿元人民币（含）。

家乐福 30%-40%的收入来自进场费。在中国市场，家乐福不仅是最先实现赢利的洋超市，而且在 2005 年前一直是唯一赢利的外资零售企业，但这种“剥削”式盈利的可持续性已经受到了威胁和质疑。以苏宁、天虹、永辉等新业态龙头为代表的零售企业近年来已经开始向供应链开放式共赢的模式逐步转型。供应链共赢模式的大势所趋背景下，通道费的规范无疑对进一步巩固了具备规模、品牌优势的零售企业的马太效应。

从我国的情况来看，后台费用与零售门店不同区位的供需不匹配有合理的市场关系，后台费用的合同化和阳光化有望取代原先的不合理收费，而不是完全消失，该项费用占比的大小取决于零售商和供应商的议价能力博弈和经营品类配比。我们从其他收入占比和主要毛利率与综合毛利率的差值来衡量后台收入的量与价，综合毛利率与主营业务毛利率的差，即后台毛利率是反映公司产业链议价能力的主要指标，也是大卖场业态的重要盈利来源之一：与 A 股及港股的可比超市类企业对比，从价的因素来看，物美商业的后台毛利率水平为同行最高，高于行业平均 6.46%近 4 个百分点；永辉由于快消品的占比相对较小，所以进场费的占比也相对较低，（快消品的上游供应商通常具备较强的议价能力），2.84%的水平为同行最低；从量的因素来看，人人乐和华联综超其他业务收入的占比相对处于高位，从而对综合毛利率起到了推动作用，以人人乐为例，其其他业务毛利率均在 99%以上，其他业务毛利率占比 50%。也即其他收入占比越高，其综合毛利与主营毛利率的差异就越大，两者呈现正比关系。

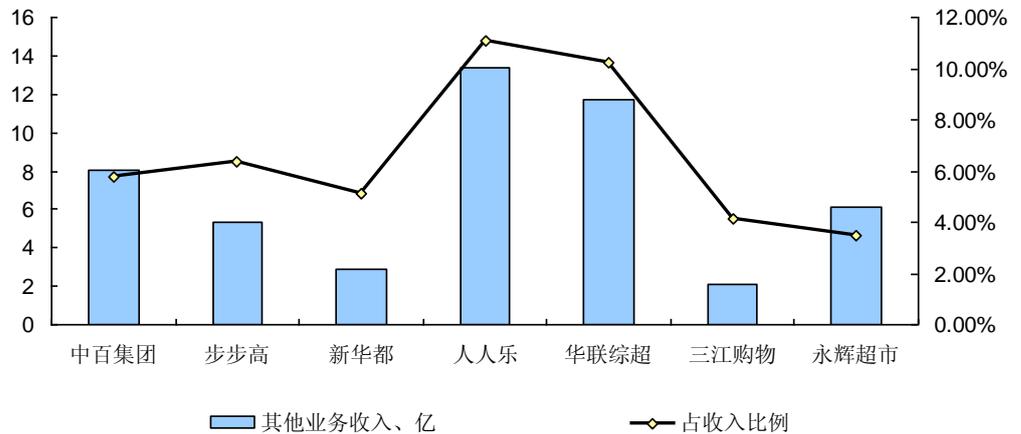
表 12：可比公司毛利率分解对比

| 公司 | 项目 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------|---------|--------|--------|---------------|
| 中百集团 | 主营业务毛利率 | 12.94% | 13.32% | 14.47% |
| | 综合毛利率 | 18.15% | 19.02% | 19.42% |
| | 差异=①-② | 5.21% | 5.70% | 4.96% |
| 京客隆 | 主营业务毛利率 | 13.92% | 14.00% | 14.46% |
| | 综合毛利率 | 19.05% | 19.37% | 20.34% |
| | 差异=①-② | 5.13% | 5.37% | 5.89% |
| 三江购物 | 主营业务毛利率 | 13.07% | 13.67% | 14.47% |
| | 综合毛利率 | 16.44% | 17.14% | 18.58% |
| | ③差异=①-② | 3.37% | 3.47% | 4.11% |
| 联华超市 | 主营业务毛利率 | 13.06% | 13.95% | 14.38% |
| | 综合毛利率 | 20.06% | 21.29% | 21.57% |
| | ③差异=①-② | 7.54% | 7.34% | 7.19% |
| 物美商业 | 主营业务毛利率 | 8.85% | 8.95% | 9.06% |
| | 综合毛利率 | 18.68% | 19.66% | 19.22% |
| | ③差异=①-② | 9.83% | 10.71% | 10.17% |

| | | | | |
|------|---------|--------------|--------------|--------------|
| 同行平均 | 主营业务毛利率 | 12.37% | 12.78% | 13.37% |
| | 综合毛利率 | 18.58% | 19.3% | 19.83% |
| | ③差异=①-② | 6.22% | 6.52% | 6.46% |
| 红旗连锁 | 主营业务毛利率 | 17.46% | 18.05% | 18.72% |
| | 综合毛利率 | 23.53% | 23.82% | 24.58% |
| | ③差异=①-② | 6.07% | 5.77% | 5.86% |
| 永辉超市 | 主营业务毛利率 | 15.42% | 16.33% | 16.41% |
| | 综合毛利率 | 17.90% | 19.12% | 19.25% |
| | ③差异=①-② | 2.48% | 2.79% | 2.84% |

资料来源：招股书，东兴证券研究所

图 22：2011 年可比公司其他业务收入占比对比



数据来源：东兴证券研究所

随着电商对于母婴及日用品类冲击的加大和政策监管的进一步加强，回归商业本质即通过存货差价和轻资产流转形成的收入和现金流入是供应链共赢背景下的大势所趋。大润发目前是国内为数不多的向供应商提供服务与收取费用直接挂钩的零售企业。大润发一旦供应商和总部达成协议，不会存在门店再以各种名目收取费用的问题，因此供应商认可大润发的收费行为。大润发的供应商政策的优势有三。一不“压榨”供应商，与之订立共同成长计划书式的购销合同，批量培养有实力的供应商。二不“拖欠”供应商，有别业界两三个月的账期，大润发尽量以最快速度给贷款。三不“为难”供应商，供应商不用考虑腐败成本。高鑫零售其他收入相对占比仅为 0.6% 左右，远低于可比公司平均水平。

4. 盈利预测与投资建议

- 外延方面，假设 11 年和 12 年将分别新开 50 和 52 家门店，新店平均面积分别在 7700、8100 平米，新店坪效在 5500 万左右；
- 假设成熟门店 12-13 年的同店水平为 6% 和 10%；

· 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 12-13 毛利率水平分别为 19.35%/19.48%；

· ERP 项目的启动和流程化管理的规范将促使公司管理费用水平稳步下降；但通城加密为主，新区拓展为辅的快速外延战略仍将促使销售费率水平呈上升态势。

从其他相对估值的指标看，永辉的 PS、PB 仅略高于高鑫零售及物美商业。独特的生鲜模式、高效的外延扩张、灵活且标准化的供应链管理使得永辉在超市的红海市场中抵御了电商的边缘化威胁并最终实现自身内外兼修的发展态势，其一直处于高位的 PE 水平充分体现了公司依托上述优势的发展潜力。我们预计公司 12-14 年 EPS 为 0.76、1.01 和 1.27 元，对应的 PE 分别为 42 倍、31 倍和 24 倍；综合考虑到公司融资预期，6 个月目标价 35 元，距当前价格仍有 12% 的涨幅。维持公司“推荐”的投资评级。

表 13：相对估值比较

| | PE (TTM) | PB | PS | 市值、亿 |
|------|----------|------|------|--------|
| 高鑫零售 | 47 | 5.02 | 1.12 | 762.02 |
| 物美商业 | 30 | 5.31 | 1.17 | 181.56 |
| 永辉超市 | 56 | 5.83 | 1.24 | 243.89 |
| 联华超市 | 12 | 2.34 | 0.28 | 77.87 |

资料来源：东兴证券研究所

5. 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） | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 12,316.50 | 17,731.56 | 23,876.29 | 31,772.90 | 40,130.32 |
| 营业成本 | 9,961.86 | 14,318.21 | 19,256.23 | 25,583.54 | 32,312.93 |
| 营业费用 | 1,557.71 | 2,294.51 | 3,094.37 | 4,124.12 | 5,297.20 |
| 管理费用 | 281.95 | 403.63 | 543.19 | 714.89 | 890.89 |
| 财务费用 | 70.38 | 49.40 | 139.97 | 225.79 | 239.63 |
| 投资收益 | 0.00 | 21.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 391.70 | 588.39 | 743.04 | 992.46 | 1,259.57 |
| 利润总额 | 399.10 | 602.79 | 753.04 | 1,002.46 | 1,269.57 |
| 所得税 | 94.01 | 135.22 | 173.20 | 230.57 | 292.00 |
| 净利润 | 305.08 | 467.57 | 579.84 | 771.90 | 977.57 |
| 归属母公司所有者的净利润 | 305.54 | 466.92 | 579.84 | 771.90 | 977.57 |
| NOPLAT | 353.23 | 494.72 | 679.91 | 938.06 | 1,154.38 |
| 资产负债表（百万元） | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金 | 2,638.58 | 2,019.06 | 7,162.89 | 7,307.77 | 8,026.06 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收帐款 | 48.29 | 109.58 | 196.24 | 261.15 | 329.84 |
| 预付款项 | 398.51 | 649.41 | 841.97 | 1,097.81 | 1,420.94 |
| 存货 | 1,351.17 | 2,395.41 | 3,165.41 | 4,205.51 | 5,311.71 |
| 流动资产合计 | 4,676.60 | 5,984.93 | 12,459.20 | 14,332.18 | 16,937.18 |
| 非流动资产 | 1,934.21 | 3,482.01 | 2,647.06 | 2,894.37 | 3,011.18 |
| 资产总计 | 6,610.82 | 9,466.93 | 15,106.27 | 17,226.55 | 19,948.36 |
| 短期借款 | 895.00 | 1,190.00 | 4,762.00 | 4,932.34 | 5,308.70 |
| 应付帐款 | 1,148.34 | 2,118.87 | 2,848.87 | 3,855.05 | 4,957.60 |
| 预收款项 | 244.18 | 446.36 | 720.94 | 1,038.67 | 1,439.97 |
| 流动负债合计 | 2,567.72 | 5,214.17 | 8,435.80 | 9,931.07 | 11,811.27 |
| 非流动负债 | 225.47 | 179.82 | 179.65 | 179.44 | 229.20 |
| 少数股东权益 | 3.74 | 4.39 | 4.39 | 4.39 | 4.39 |
| 母公司股东权益 | 3,813.88 | 4,068.55 | 6,732.42 | 7,357.66 | 8,149.49 |
| 净营运资本 | 2,108.88 | 770.76 | 4,023.40 | 4,401.11 | 5,125.91 |
| 投入资本 IC | 2,015.05 | 3,186.38 | 4,231.42 | 4,882.13 | 5,591.02 |
| 现金流量表（百万元） | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 305.08 | 467.57 | 579.84 | 771.90 | 977.57 |
| 折旧摊销 | 112.54 | 172.27 | 0.00 | 163.69 | 183.19 |
| 净营运资金增加 | 2,069.79 | (1,338.13) | 3,252.64 | 377.71 | 724.80 |
| 经营活动产生现金流 | 682.61 | 579.12 | (113.31) | 652.20 | 1,020.54 |
| 投资活动产生现金流 | (941.80) | (2,554.16) | (198.45) | (305.00) | (303.00) |
| 融资活动产生现金流 | 2,530.20 | 917.88 | 5,455.59 | (202.32) | 0.76 |
| 现金净增（减） | 2,271.01 | (1,057.17) | 5,143.83 | 144.88 | 718.30 |

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、未来也将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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。