



提毛利，控费用，同比有所改善

增持 首次

报告摘要：

- **中报摘要。**13年上半年实现营业总收入 65.34 亿元，同比下降 0.84%；归属母公司净利润 1014 万元，同比扭亏。扣非后归母净利润 2658 万元，同比大幅扭亏。上半年实现 EPS0.0254 元。
- **改进促销方式，加强会员管理，大幅提升毛利率至 21.51%。**公司改变以往粗放式的统一降价，发放传单等促销方法，转而加强会员管理，更加有针对性地提供会员优惠政策，从而避免了促销向粘性较差客户的渗漏，减少了毛利无谓牺牲，大幅提高毛利率。分季度看，2 季度单季公司毛利率同比增长 0.97 个百分点到 21.51%，在超市行业中处于较高水平。此外毛利率提升也与公司加大了场地转租比例相关。
- **费用管控力度大幅增强，销售和管理费用分别下降 46.72% 和 49.85%。**公司进一步加强费用管控力度，减少无谓促销费，2 季度销售费用率大幅下降 1.9 个百分点至 16.55%，管理费用率下降 0.56 个百分点至 3.91%。公司销售费用率在同行业中仍然偏高，未来通过新店分流员工，加强绩效考核等，销售费用率仍有较大下降空间。
- **新开门店趋于谨慎，扩张进度有所放缓。**上半年公司新开设 5 家门店，面积 88,469 平方米，关闭了 1 家门店，截至期末共有 124 家门店，由于新店培育期的变长，竞争激烈程度加剧，公司新开门店选址更加谨慎，同时动态调整扭亏无望门店（三年以上亏损）。
- **同店增速普遍下降，主因客流明显减少。**公司主要收入贡献区域华南区上半年同店下滑 6.14%，虽然客单价有所提升但超过 10% 的客流量下滑仍然带来负面同店增长，这一方面按时华南地区超市业态接近饱和，新开门店将挤占原有门店份额，同时，由于华南地区务工人口回流至三四线城市也产生一定影响，预期短期内同店难有表现。
- **盈利预测和投资建议。**我们看好公司提毛利，控费用，谨慎扩张的经营策略，2 季度单季虽然仍有亏损，但（1）较去年同期明显改善，（2）剔除关店损失实际上已经盈利，13 年有望扭亏，预计 13-15 年 EPS 分别为 0.10、0.19 和 0.31 元，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	12,091.92	12,913.44	13875.171	15290.44	16681.87
增长率 (%)	20.43%	6.79%	7.45%	10.20%	9.10%
归母净利润(百万)	169.41	-89.61	42.03	76.45	125.11
增长率 (%)	-28.52%	-152.90%	N	81.90%	63.65%
每股收益	0.424	-0.224	0.105	0.191	0.313
市盈率	21.16	-40.00	85.27	46.88	28.65

消费服务研究组

分析师：

陈炫如 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

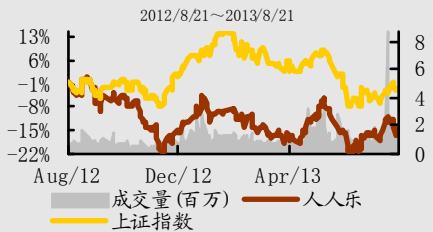
研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

表1：损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2013Q1	Q1 变动	2012 Q2	2013Q2	2013Q2 相对 2012Q2 变动
营业收入	3,598.83	3,548.54	-50.29	2,990.83	2,985.46	-5.37
营业收入增速 YOY	8.71%	-1.40%	-10.11%	7.36%	-0.18%	-7.54%
营业成本	2,907.74	2,832.34	-75.40	2,376.62	2,343.37	-33.25
综合毛利率(左)	19.20%	20.18%	0.98%	20.54%	21.51%	0.97%
综合毛利率变动幅度	-0.47%	0.98%	1.45%	-0.73%	0.97%	1.70%
营业税金及附加	31.01	31.40	0.39	24.18	24.74	0.55
销售费用	523.90	530.52	6.62	551.95	494.17	-57.78
销售费用增速	24.67%	1.26%	-23.41%	36.25%	-10.47%	-46.72%
管理费用	116.83	124.86	8.03	133.80	116.81	-16.99
管理费用增速	29.49%	6.87%	-22.61%	37.15%	-12.70%	-49.85%
财务费用	-7.11	-4.64	2.47	-6.74	-2.68	4.06
期间费用率	17.61%	18.34%	0.73%	22.70%	20.38%	-2.33%
销售费用率	14.56%	14.95%	0.39%	18.45%	16.55%	-1.90%
管理费用率	3.25%	3.52%	0.27%	4.47%	3.91%	-0.56%
财务费用率	-0.20%	-0.13%	0.07%	-0.23%	-0.09%	0.14%
资产减值损失	3.75	3.76	0.01	-3.18	-1.72	1.46
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	22.71	30.30	7.59	-85.82	10.77	96.59
加：营业外收入	3.29	4.91	1.62	23.93	10.48	-13.45
减：营业外支出	4.46	1.91	-2.55	7.60	34.77	27.18
其中：非流动资产处置净损失	3.40	0.51	-2.89	4.33	23.90	19.57
利润总额	21.55	33.31	11.76	-69.48	-13.52	55.96
减：所得税	1.64	10.00	8.35	8.19	-0.34	-8.53
净利润	19.90	23.31	3.41	-77.67	-13.17	64.49
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	19.90	23.31	3.41	-77.67	-13.17	64.49
归母净利润增速	-77.69%	17.15%	94.84%	-221.01%	-83.04%	137.97%
销售净利率(右)	0.55%	0.66%	0.10%	-2.60%	-0.44%	2.16%

资料来源：公司公告，宏源证券



表2：分行业收入和毛利率情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上 年同期增减(%)	营业成本比上 年同期增减(%)	毛利率比上年 同期增减(%)
食品区	2143.89	1919.20	10.48%	-2.12%	-2.92%	0.74%
生鲜区	1037.26	965.51	6.92%	-1.40%	-3.15%	1.68%
洗化区	868.40	782.24	9.92%	1.09%	-0.13%	1.10%
家电区	415.59	397.21	4.42%	-3.86%	-4.27%	0.40%
针纺区	284.10	224.87	20.85%	-9.80%	-9.37%	-0.38%
日杂文体区	297.86	228.14	23.41%	-0.99%	-1.96%	0.76%
百货专柜	757.63	656.47	13.35%	4.54%	4.44%	0.08%

资料来源：公司公告，宏源证券

表3：分地区收入和毛利率情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上 年同期增减(%)	营业成本比上 年同期增减(%)	毛利率比上年 同期增减(%)
华南区	2224.56	1994.77	10.33%	-7.50%	-8.05%	0.53%
西北区	1779.94	1564.06	12.13%	7.72%	7.02%	0.57%
西南区	917.41	821.67	10.44%	-0.52%	-1.31%	0.72%
华北区	565.97	506.83	10.45%	-4.61%	-6.77%	2.07%
华中区	316.84	286.31	9.64%	5.18%	4.29%	0.77%
合计	5804.73	5173.64	10.87%	-1.18%	-2.04%	0.78%

资料来源：公司公告，宏源证券

表4：分地区可比门店收入和毛利率情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上 年同期增减(%)	营业成本比上 年同期增减(%)	毛利率比上年 同期增减(%)
华南区	2184.34	1960.00	10.27%	-6.14%	-6.66%	0.50%
其中：广东省	1721.10	1550.53	9.91%	-7.48%	-7.83%	0.34%
西北区	1605.83	1409.85	12.20%	7.60%	6.92%	0.55%
西南区	880.06	787.27	10.54%	-1.10%	-1.82%	0.66%
华北区	526.97	471.92	10.45%	-7.44%	-9.59%	2.13%
华中区	299.94	270.54	9.80%	4.52%	3.65%	0.76%

资料来源：公司公告，宏源证券

**作者简介:**

陈炫如：商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5年证券行业从业经验，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。

姜天骄：商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司：永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都、欧亚集团

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。