



全面整合供应链, 进一步筑高行业壁垒

投资要点:

- **经营业绩稳步提升:** 公司 2014 年实现营业收入 367.3 亿元, 同比增长 20.3%。2015Q1 营业收入为 112 亿元, 同比增长 19.9%。自 2011 年来, 公司因营业收入基数大及市场竞争加剧等原因, 增速稍有下降, 但依然远高于同行业水平。公司 2014 年实现了新开店数量、面积双重增长, 同店增速保持稳定。计划未来三年开店数近 200 家, 目前储备面积 199.78 万平方米, 能够充分满足公司未来开店需要。我们认为公司未来三年的营收和净利润有望继续保持约 20% 的增速。
- **全面整合供应链, 进一步筑高行业壁垒:** 1、**联合采购提升供应链议价能力。** 横向上公司与中百集团、联华超市进行联合采购, 预计 2015 年采购量达到人民币千亿规模, 供应链议价能力显著增强; 纵向上与上游供应商合作, 延伸产业链, 提高直采比例。公司通过产业和供应链交叉持股的方式, 实现与合作伙伴共同做强产业、做大市场的目标。2、**买手培育筑行业壁垒。** 买手们能够有效利用地区和时间上的差异, 采购高质量低成本的产品。通过信息把握、数据分析和良好的采买关系, 以独有的“买手文化”筑造公司较高的资源壁垒。3、**多类门店并存, 优势互补。** 公司目前有卖场、大卖场、社区店和 BRAVO 精致超市四种核心业态, 以实现多品类商品覆盖, 满足不同层次消费者的需求。4、**借助信息化, 完善后台建设。** 公司将通过信息化加快实现门店从传统商品服务到顾客服务为中心的转型。5、**垂直电商平台推出, 逐鹿生鲜电商市场。** 永辉微店 APP 正式上线, 开启公司生鲜电商发展之路。生鲜品类健全的线下运营可为线上发展提供现成的经验, 助力公司在生鲜电商群雄中迅速崛起。
- **估值与评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.25 元、0.30 元、0.37 元, 对应 PE 分别为 42.75 倍、35.51 倍、29 倍。基于公司 60-80 家的开店计划、同店增长稳定、区域拓展成效显著, 我们认为公司 2015 年营业收入增速将达到 +20%, 带动净利润实现较快增长。我们看好公司在生鲜电商运营、物流建设、供应链整合等多方面协同发展, 逐渐形成从采购到多渠道销售为一体的良性生态圈。目前超市(申万)行业市盈率 48 倍, 考虑到公司在行业中的龙头地位, 我们给予 10% 的溢价空间, 目标价 13.2 元, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新区培育期过长导致盈利下滑的风险; 生鲜电商平台建设不达预期的风险; 行业横向整合不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	36726.80	44485.31	54299.07	66882.46
增长率	20.25%	21.12%	22.06%	23.17%
归属母公司净利润(百万元)	851.56	1018.99	1226.85	1502.12
增长率	18.18%	19.66%	20.40%	22.44%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.25	0.30	0.37
净资产收益率 ROE	13.19%	14.37%	15.61%	17.05%
PE	51.16	42.75	35.51	29.00
PB	6.74	6.14	5.54	4.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

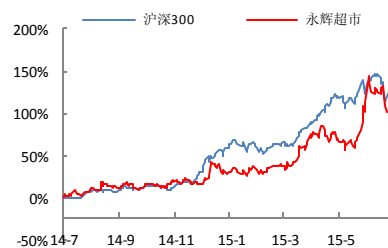
分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	40.68
流通 A 股(亿股)	30.72
52 周内股价区间(元)	6.3-16.96
总市值(亿元)	435.63
总资产(亿元)	212.74
每股净资产(元)	3.83

相关研究

目 录

1. 经营业绩稳步提升	1
2. 全面整合供应链，进一步筑高行业壁垒	3
2.1 联合采购提升供应链议价能力	3
2.2 买手培育筑行业壁垒	4
2.3 多类门店并存，优势互补	4
2.4 借助信息化，完善后台建设	6
2.5 垂直电商平台推出，逐鹿生鲜电商市场	6
3. 盈利预测与投资建议	8
4. 风险提示	8

图 目 录

图 1: 2010 年以来公司收入 (百万元) 及增速.....	1
图 2: 2013 年以来公司单季度收入 (百万元) 及增速.....	1
图 3: 2010 年以来公司净利润 (百万元) 及增速.....	1
图 4: 2013 年以来公司单季度净利润 (百万元) 及增速.....	1
图 5: 2014 年以来公司分项收入比例.....	2
图 6: 2011 年以来公司分项收入增速.....	2
图 7: 2010 年以来公司分项收入毛利率.....	2
图 8: 2014 年公司分地区收入占比.....	2
图 9: 2010 年以来公司三费率状况.....	3
图 10: 2013 年以来公司单季度三费率状况.....	3
图 11: 2011 年以来各类型门店的门店数 (单位: 个).....	5
图 12: 2011 年以来同店同比营收增速 (两年期).....	5
图 13: 永辉微店 APP 中商品分类.....	7
图 14: 永辉微店 APP 目前所覆盖区域 (不完全).....	7

表 目 录

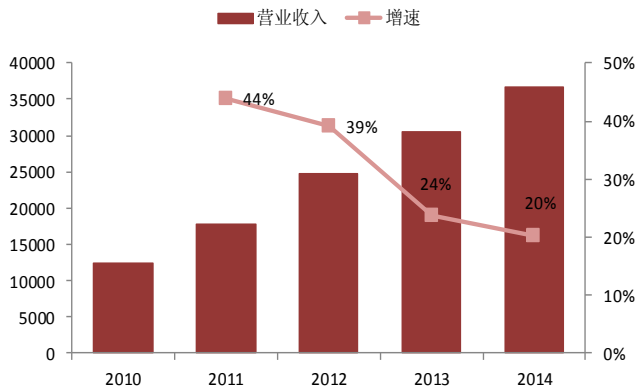
表 1: 门店类别各具特色.....	5
表 2: 分项业务预测.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1. 经营业绩稳步提升

公司 2014 年实现营业收入 367.3 亿元，同比增长 20.3%。实现净利润 8.5 亿元，同比增长 18.2%，每股收益为 0.26 元。2015Q1 营业收入为 112 亿元，同比增长 19.9%，实现净利润 3.64 亿元，同比增长 19%。

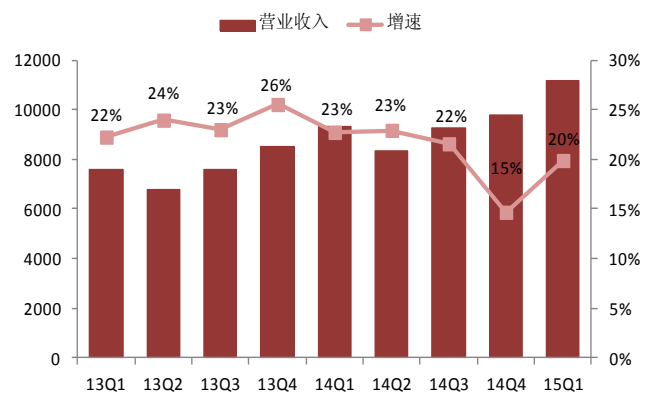
自 2011 年以来，公司营业收入增速逐步下降，2014 年营业收入同比增长 20%，比 13 年下滑 4 个百分点，主要是由于营业收入的基数增大以及市场竞争的加剧所致，但增幅依然高于同行业水平（据统计，2014 年 5000 家重点零售企业销售额增长 6.3%，较上年回落 2.6 个百分点）。公司 2014 年新开店 51 家，比 2013 年增加 5 家，新签约门店 90 家，比上年度增加 17 家，新开业的门店平均面积增大，总营业面积同比增长 18%。公司日均有效客流量 173.29 万人次，同比增长 12.52%；2 年以上成熟门店同店增速约 4%，在零售行业增速放慢的情况下，依然取得了较好的成绩。根据公司发展战略规划，2015 年计划开店 60-80 家，未来三年开店数近 200 家，目前已签约未开业门店达 175 家，储备面积 199.78 万平方米，能够充分满足公司未来开店需要。我们认为公司未来三年的营收和净利润有望继续保持约 20% 的增速。

图 1: 2010 年以来公司收入 (百万元) 及增速



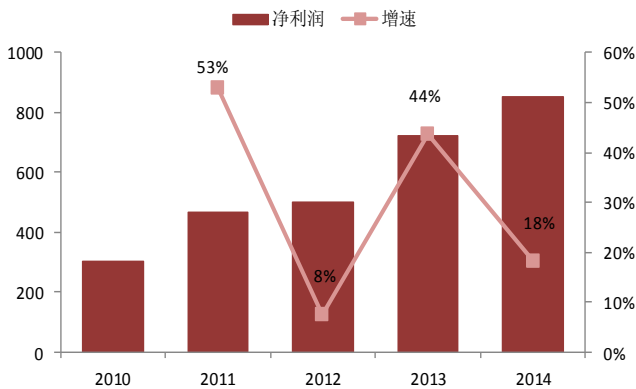
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2013 年以来公司单季度收入 (百万元) 及增速



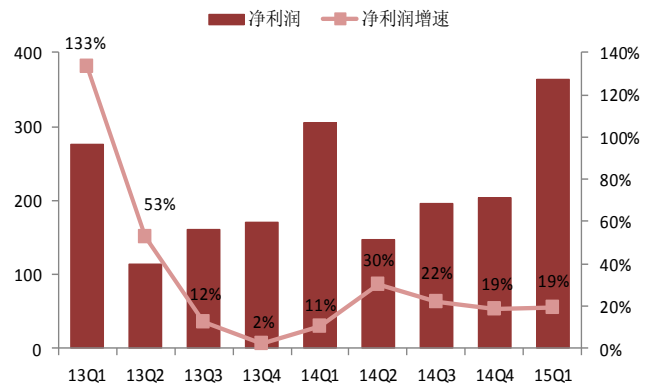
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2010 年以来公司净利润 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

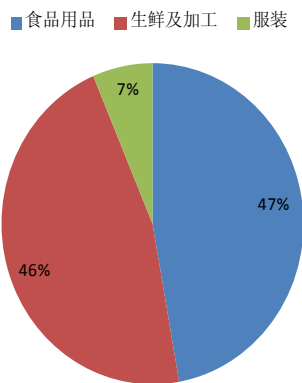
图 4: 2013 年以来公司单季度净利润 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

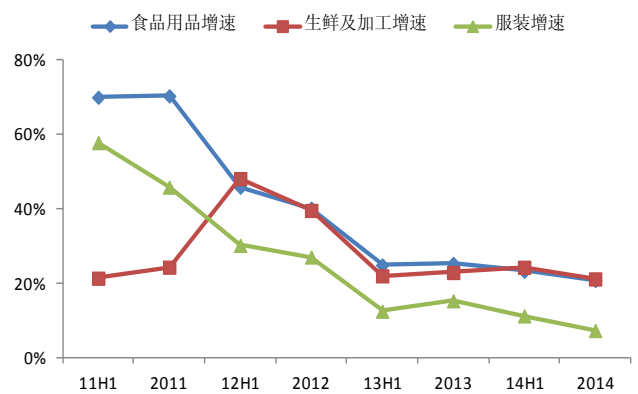
分项收入来看, 食品用品和生鲜及加工这两项收入占营业收入的比重较大, 分别为 46% 和 47%, 而服装收入只占 7%。生鲜占比未来将保持稳定, 符合公司对生鲜的定位。生鲜及加工实现收入 163 亿元, 同比上升 21.1%, 毛利率 12.8%; 食品用品收入增幅较大 (+20.7%), 拉动营收增长; 服装收入增速下滑 (7%), 但毛利率在分项业务中最高, 达 29.7%。近两年来, 食品用品和生鲜及加工这两项的收入增速比较平稳, 而服装收入增速一直处于下滑趋势, 主要是由于 1) 服装行业大环境疲软; 2) 公司合理化调整部分已开门店服装经营面积; 3) 公司规划新开门店中仅一半门店设置服装区域导致业绩放缓, 但由于服装毛利率高, 起到了稳定利润的作用。服装不是公司目前主要战略目标, 对服装的策略是由生鲜、食品带着拓展, 先树立规模和品牌, 当终端足够大时公司再着力发展服装。

图 5: 2014 年以来公司分项收入比例



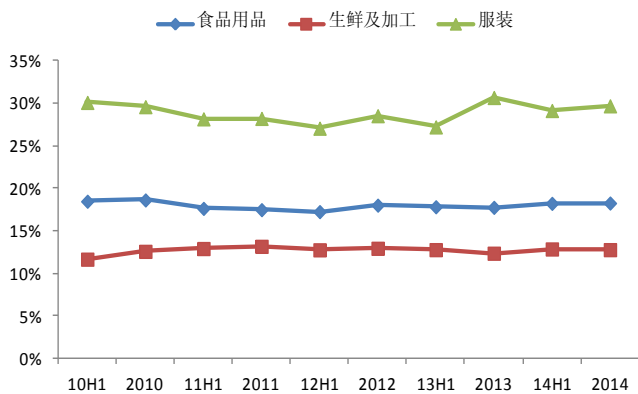
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 2011 年以来公司分项收入增速



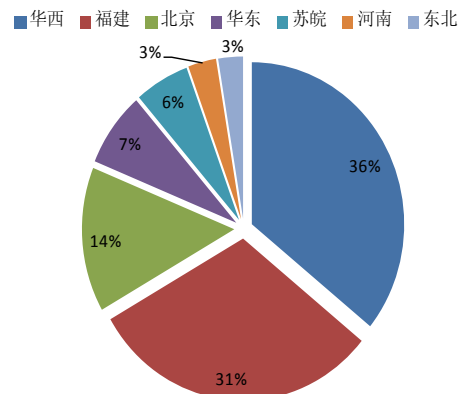
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 2010 年以来公司分项收入毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 2014 年公司分地区收入占比



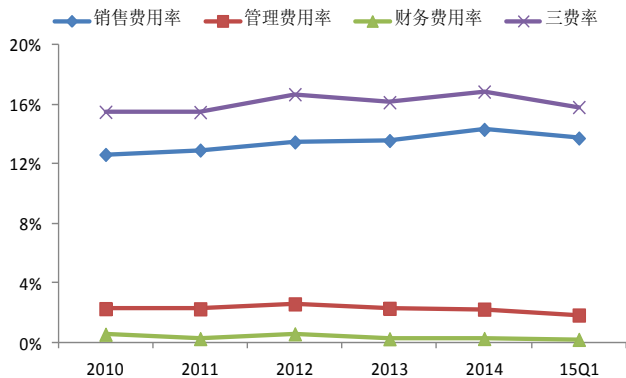
数据来源: 公司公告, 西南证券

分地区来看, 公司的营业收入主要来源于福建、华西、北京地区, 三大区营业收入占比达 81%, 增速分别为 11%、17%、23%。占比小的华东、河南、东北等地区基数低、增速快, 分别为 75%、36%、33%, 远高于成熟区域。从 14 年签约的门店来看, 主要签约门店大部分位于福建、华西、北京三个区域, 我们认为公司开店仍将集中在成熟区和次成熟区: 1) 华西地区继续加密布局, 深入到三、四线(华西大区 2014 年新店数量占到总数三分之一), 特别是四川省内成都及其周边主要地市是未来发展之重, 目前四川地区已经签约 20 多家, 四川 70% 的商超都在与公司商谈, 成都地区将主打大卖场, 在市区内发展; 2) 以北京为中心的京津冀区域和华东大区作为第二梯队, 与战略合作方(如华东的联华)协同打通区域内

拓展的关键节点；3) 成熟区域福建大区因区域内发展的不平衡，将逐步加强闽北、闽南区域的门店拓展。

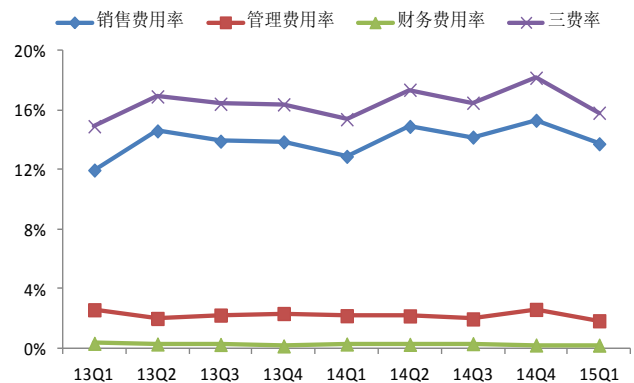
公司 2014 年三费率相比去年上升了 1%，主要是由于销售费用率上升所致。14 年公司销售费用同比上涨 27%，归因于新店员工招聘和新的薪酬结构下工资成本上升(人工费用增长 7.2%，2013 年为 6.6%)，但是我们预计门店合伙人制将带动生产效率改善，使销售管理费用增长放缓。

图 9: 2010 年以来公司三费率状况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 2013 年以来公司单季度三费率状况



数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 全面整合供应链，进一步筑高行业壁垒

2.1 联合采购提升供应链议价能力

公司未来三年发展战略中最重要的是供应链整合，联合采购是公司供应链整合的一大方向。公司通过产业和供应链的交叉持股，实现与合作伙伴共同做强产业、做大市场，充分发挥各自优势的目标。

公司从两方面入手：1) 横向联合同类商超，扩大采购规模。公司增持中百集团股权至 20%，成为其第二大股东。中百集团旗下有中百仓储、中百超市、中百百货、中百电器四家专业连锁公司，经营网点 1000 余家，营业面积 200 余万平方米，经营品种近 10 万种，拥有 12 万平方米常温物流库房，以及库房面积 8 万平方米的生鲜物流园。公司将有效利用中百集团在中部地区的深耕优势，在采购、网络、物流、信息等方面开展战略合作，建立采购竞价体系和联合采购团队、开展物流基地和重庆地区经营合作，充分发挥双方在区域龙头、市场网络、信息物流等方面的优势。此外，公司目前还持有联华超市 21.17% 的股份。联华在华东地区品牌大、市场占有率高，与家乐福合作密切且拥有上海家乐福一定比例的股权(约 40%)。公司计划以股权合作为依托推动公司与联华超市在业务发展、经营改革、门店拓展和市场整合等方面展开系列合作。公司将在供应链端协同中百集团和联华超市进行联合采购，预计 2015 年采购量达到人民币千亿规模，供应链议价能力显著增强。公司未来不排除以相同模式同其他公司合作布局全国的可能，以提高品牌知名度，实现共同发展、合作共赢。

2) 纵向上，公司与上游供应商合作，延伸产业链，提高直采比例。公司向牛奶国际定向增发，其成为公司第一大股东。牛奶国际旗下拥有包括超市、大卖场、便利店、药妆店、

家居用品店及饭店等多种业务，公司将在全球采购、食品加工与安全、自有品牌产品的开发、高端超市、信息技术与电子商务、人员借调与培训等方面开展合作，有利于进一步降低公司的采购成本、增强供应链管控能力、提高业务运营管理能力。公司还与贵州茅台股份有限公司合作，贵州茅台酒股份有限公司授权公司在全国的永辉超市门店展示和销售贵州茅台酒、茅台系列酒以及“三家坊”系列酒。此外，公司参与上海金枫酒业股份有限公司的定增、与新希望、澳洲汉森果园等国内外知名商家合作，实现源头直采，以此增强对上游供应商的影响力。

我们认为，公司以强执行力、开放共赢的心态通过纵向和横向与供应链上的多家企业深入合作，有利于公司进一步降低采购价格，在毛利率保持稳定的基础上降低零售价，让利于消费者，促进同店增速进一步提高。未来该模式将延续。

2.2 买手培育筑行业壁垒

公司经营的一大特色是培育了一批买手，形成了公司独特的“买手文化”。公司三大事业部（生鲜、食品、服装）的采购团队是区隔的，各团队根据业务特点、产品分布等分开采购。生鲜事业部的买手制最具优势。目前公司生鲜采购团队有近 700 人，采购由以前的区块管理变为品类垂直管理，即各大区品类采购向总部品类采购汇报工作，大区品类采购人员负责引进当地优势供应商，生鲜事业部采购团队推行全国统采。各地区的生鲜买手们对当地批发市场和采购基地的产品质量、价格等具有深入了解，能够有效利用地区和时间上的差异采购高质量低成本的产品。这种长期调研后对各地区生鲜的信息把握、数据分析和良好的采买关系筑造公司较高的资源壁垒。今年公司新成立的国际采购部负责全球商品的引进，所有供应商引进需由总部统一审核把关，全国性商品的比例不断提升，核心优势进一步增强。

在食品和服装的采购上，公司也坚持全国采购和区域性采购的相互协作。全国厂商采购部主要负责全国厂商的合同洽谈、签订，全国厂商的营销促销活动洽谈，全国厂商的新品引入、淘汰。大区采购部主要负责大区厂商的合同洽谈签订，执行全国采购部下发的合同分签、商品淘换，负责大区营销活动开展。有效的分工和部门间的相互配合也为公司构建了较高的采购壁垒。

2.3 多类门店并存，优势互补

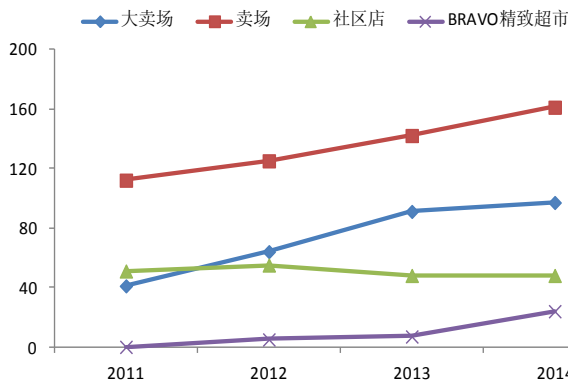
公司目前有卖场、大卖场、社区店和 BRAVO 精致超市四种核心业态，以实现多品类商品覆盖，满足不同层次消费者的需求。大卖场和卖场主要针对普通消费群体，以物廉价美为特色，以生鲜带动客流，实现规模化运营。目前公司主要以卖场和大卖场为主打进驻新区和次新区，迅速占领当地市场。以北京地区和四川地区为例，此两种业态仍将为主要拓展模式。预计卖场与大卖场业态将继续保持加速开店趋势。社区店由于商品品类少，与其他小型超市产品重合度高，优势不明显，竞争力稍弱，因此拓展速度缓慢，门店数基本维持在近 50 家。BRAVO 精致超市（也称“绿标店”）是 2012 年才发展起来的新业态，定位于更注重品质和追求高品味的消费者。店内商品与以往“一站式”购物的大型超市也有所不同，在继承传统超市的经营基础上，引进大量细致考究的高端进口商品以及时尚品牌精品，购物环境、商品结构和服务项目等方面有了更高层次的提升，力求为追求高品质生活质量的顾客提供一个更愉悦的购物环境。

现阶段 BRAVO 超市中产品品类与卖场产品的重合度较高 (约 80%)，尚未展示出精品超市的特点。但随着公司与牛奶国际、澳洲供应商等海外商家的深入合作，平潭自贸区电商公司的投入运营，国际化采购日趋频繁，进口产品将成为公司的又一大特色。届时 BRAVO 超市将成为进口商品的展示、销售平台，我们认为差异化经营将助推精致超市快速扩张。

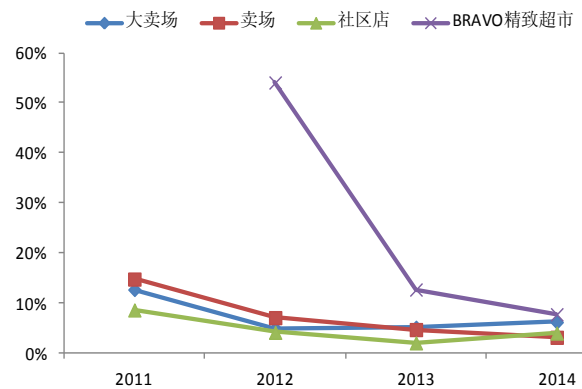
表 1: 门店类别各具特色

类别	特点
大卖场	经营面积 10,000 平方米以上，辐射半径 5-20 公里，3 万种以上商品，主要经营生鲜、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	经营面积 5,000-10,000 平方米，辐射半径 3-5 公里，1.5-3 万种商品，生鲜、日常用品和服装。
社区店	经营面积 5,000 平方米以下，辐射半径 1-3 公里，0.8-1 万种商品，生鲜、食品和日常必需品。
BRAVO 精致超市	一般在 5,000 平方米以下，高端进口商品以及时尚品牌精品，购物环境、商品结构和服务项目等方面有了更高层次的提升。

数据来源: 公司公告, 西南证券

图 11: 2011 年以来各类型门店的门店数 (单位: 个)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 2011 年以来同店同比营收增速 (两年期)


数据来源: 公司公告, 西南证券

此外，公司还与上蔬公司共同出资 1 亿元在上海成立合资公司，专事经营 4000 平方米以下的生鲜蔬菜超市，在上海推进上蔬永辉农改超项目，以打开上海市场，其中永辉持股 45%。上蔬公司是上海蔬菜集团旗下以蔬菜、生鲜农产品流通业务为主营业务的国有控股公司，拥有丰富的上海地区蔬菜农产品流通领域相关资源和全国蔬菜农产品供应渠道资源，有助于公司在上海市场开拓生鲜经营。

据估计，上海目前有菜市场 1000 余个，上海地区农改超发展空间巨大。公司上蔬永辉计划 2017 年开店 100 家左右，上蔬永辉保守估计能开到 200 余家。公司将借鉴该种模式，在其他地区拓展“农改超”，创利润增长点。

2.4 借助信息化，完善后台建设

公司以 ERP 系统为基础，通过应用数据系统为运营管理提供支持。公司的信息化建设主要运用于以下几方面：1) 加快门店从传统商品服务到顾客服务为中心的转型。公司引进 JOYA 自助购物系统（亚洲第一家）、自助收银系统、自助会员建卡发卡系统、自助查价机等系统设备及支付宝、微信支付等新型支付方式，形成自助购物一体化。目前仍在试用中，运营成熟后有望推广。公司还提供体验店免费 WIFI 以吸引客流。2) 着力开发食品加工中心和食品安全检测体系。食品加工上，公司将继续加大自有品牌的开发，通过食品加工和开发中心，提高产品质量，提升经营毛利率和市场竞争力。食品安全检测上，公司计划通过资金投入，提高门店快速检验室（或物流、采购点快速检测室）的检验量和检验品类，增加多类别检验指标，并在大中型物流配送中心设立食品安全检测中心，以全面构建和完善多层次的食品安全检测体系。3) 发展中央厨房，为餐饮业态提供后台保障。通过中央厨房统一制作，冷链配送至各快餐店，食品安全得以保证。“中央厨房”能够使自有品牌产品更加标准化，突出集中生产的优势，同时减少各门店现场制作的工作量，降低门店运营成本，改善门店熟食区域的环境，提升人气。公司目前有少量门店提供快餐，成熟后将在红标和绿标店全面铺开。

公司强大的信息系统还体现在物流上。公司系统能够及时反应仓储库存和销售情况，对大区内各物流中心的产品进行合理调配，互通有无，保证货源充足、新鲜，实现品类优化，提升供应链效率。2015 年公司还将全面规划建设生鲜冷链物流供应链，含冷链设备改造、冷链运输环节优化、合作建设冷链物流中心。计划到 2015 年底实现福建、华西两个大区冷链生鲜商品的储、运、配冷链闭环。公司目前有物流配送中心 9 个，其中自建 4 个，租赁 3 个，第三方物流 2 个。随着各区域市场门店数量的逐步增加和业务规模的扩大，公司将在区域市场继续投资建设物流配送中心，以提高商品分拣配送效率、降低商品流通的成本，提高对供应链的管控能力。

公司未来还将利用信息系统构建大数据分析平台，突破对顾客有地域、时间限制的商品服务，进一步洞察顾客需求提升顾客服务水平。

2.5 垂直电商平台推出，逐鹿生鲜电商市场

公司在 2014 年 1 月推出永辉微店手机 APP 端，实现线上下单支付、门店自提，9 月试运行，10 月上线永辉微店同城配送，目前已经实现重庆、福州、泉州等 7 个城市的线上运营，最快 2 小时能送货上门。永辉微店开启了公司垂直电商平台之路，参与到生鲜电商这片蓝海的群雄逐鹿中。目前生鲜电商主要由平台类（如京东、1 号店）、垂直类（如中粮我买网）、物流企业（如顺丰优选）和传统零售超市（如永辉超市）等组成，其中中粮我买网和顺丰优选规模较大，但当前整个生鲜电商市场仍较小（仅占网络零售总额的 0.7%），行业非常分散，尚未出现几家独大的局面。我们认为，公司虽起步较晚，但其生鲜经营名气大、品类全、物流齐备、可覆盖多层次的消费者，健全的线下运营可为线上发展提供现成的经验，助力公司在群雄中迅速崛起。

图 13: 永辉微店 APP 中商品分类



数据来源: 西南证券

图 14: 永辉微店 APP 目前所覆盖区域 (不完全)



数据来源: 西南证券

公司未来还将在生鲜电商的基础上发展跨境电商, 目前公司致力于解决产品跨境的问题。为抓住福建自贸区平潭片区的宝贵发展机遇, 加快电商业务步伐, 今年 2 月公司计划在平潭区注册设立“永辉电子商务科技有限公司”, 自贸区店今年的采购额有望达到 8000 万元。公司还通过上海联合产权交易所向东展国贸增资约 2906 万元人民币, 持有其 55% 股权。东展国贸拥有进口食品电子商务网站 (佰福商城购物网), 佰福网已初步建立起 O2O 销售体系, 包括覆盖全国的进口食品经销商网络与线上电子商务平台, 确立了以乳制品、果汁饮料、葡萄酒、食品油、休闲食品等为主的 商品结构体系, 以及以国金、久光、OLE 等高档进口食品商超渠道为主的上海本地终端销售网络。东展国贸具有能在自贸区经营资格和能力, 公司持有东展国贸 55% 股权成为其第一大股东, 有利于配合牛奶国际的商品及公司海外采购商品顺利进关, 为公司提供了专业的代理进口服务, 发挥食品进口资质与业务优势, 增强与进口食品的国外供应商接洽与通关运作能力, 进一步优化公司的采购供应链管理。

目前公司在跨境电商上面临一些问题尚未解决: 商品过关安检的数量有限, 备案时间太长等, 导致自贸区的断货情况比较严重。虽然该类问题的解决仍需一段时间, 但考虑到未来海外直采是大趋势, 一旦跨境电商通关简化, 公司有货源有物流有渠道, 扩展步伐迅速、执行力强, 必然会实现跨境电商大发展。

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.25 元、0.30 元、0.37 元，对应 PE 分别为 42.75 倍、35.51 倍、29 倍。基于公司 60-80 家的开店计划、同店增长稳定、区域拓展成效显著，我们认为公司 2015 年营业收入增速将达到+20%，带动净利润实现较快增长。我们看好公司在生鲜电商运营、物流建设、供应链整合等多方面协同发展，逐渐形成从采购到多渠道销售为一体的良性生态圈。目前超市（申万）行业市盈率 48 倍，考虑到公司在行业中的龙头地位，我们给予 10% 的溢价空间，目标价 13.2 元，首次给予“买入”评级。

表 2: 分项业务预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	24,684.32	30,542.82	36,726.80	44,485.3	54,299.1	66,882.5
yoy		23.73%	20.25%	21.12%	22.06%	23.17%
营业成本	19,859.03	24,681.91	29,506.89	35,679.7	43,456.5	53,414.5
毛利率	19.55%	19.19%	19.66%	19.79%	19.97%	20.14%
食品用品						
收入	10,963.70	13,733.22	16,572.48	20,107.70	24,531.39	30,173.62
yoy		25.26%	20.67%	21.00%	22.00%	23.00%
成本	8,987.58	11,294.15	13,543.98	16,427.99	20,017.62	24,591.50
毛利率	18.02%	17.76%	18.27%	18.30%	18.40%	18.50%
生鲜及加工						
收入	10,958.87	13,461.06	16,301.62	19,887.98	24,462.21	30,333.14
yoy		22.83%	21.10%	22.00%	23.00%	24.00%
成本	9,539.69	11,796.57	14,217.16	17,342.32	21,331.05	26,450.50
毛利率	12.95%	12.37%	12.79%	12.80%	12.80%	12.80%
服装						
收入	1,825.53	2,103.59	2,255.99	2,413.91	2,607.02	2,867.72
yoy		15.23%	7.24%	7.00%	8.00%	10.00%
成本	1,304.58	1,458.29	1,586.01	1,701.81	1,837.95	2,021.75
毛利率	28.54%	30.68%	29.70%	29.50%	29.50%	29.50%
其它						
收入	936.22	1,244.95	1,596.71	2,075.72	2,698.44	3,507.97
yoy		32.98%	28.25%	30%	30%	30%
成本	27.18	132.90	159.74	207.57	269.84	350.80
毛利率	97.10%	89.32%	90.00%	90.00%	90%	90%

数据来源: 西南证券

4. 风险提示

新区培育期长导致盈利下滑的风险；生鲜电商平台建设不达预期的风险；行业横向整合不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	36726.80	44485.31	54299.07	66882.46	净利润	852.69	1020.19	1228.25	1503.72
营业成本	29506.89	35679.69	43456.46	53414.54	折旧与摊销	702.50	947.10	1090.98	1267.74
营业税金及附加	175.66	212.77	259.70	319.89	财务费用	104.09	119.50	132.17	136.97
销售费用	5263.88	6396.99	7873.37	9731.40	资产减值损失	13.85	15.00	15.00	15.00
管理费用	828.08	1000.92	1238.02	1605.18	经营营运资本变动	468.62	45.35	106.57	7.88
财务费用	104.09	119.50	132.17	136.97	其他	-125.65	-266.91	-286.91	-316.91
资产减值损失	13.85	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	2016.09	1880.23	2286.05	2614.39
投资收益	219.57	250.00	270.00	300.00	资本支出	-245.19	-550.00	-900.00	-1150.00
公允价值变动损益	1.91	1.91	1.91	1.91	其他	-1708.62	-168.09	-48.09	181.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1953.82	-718.09	-948.09	-968.09
营业利润	1055.84	1312.37	1596.26	1961.39	短期借款	536.50	345.72	-78.61	-96.40
其他非经营损益	28.45	47.89	41.41	43.57	长期借款	-8.52	5.00	5.00	5.00
利润总额	1084.29	1360.25	1637.67	2004.96	股权融资	2.05	0.00	0.00	0.00
所得税	231.60	340.06	409.42	501.24	支付股利	-325.44	-384.60	-460.22	-554.10
净利润	852.69	1020.19	1228.25	1503.72	其他	-101.50	-107.00	-117.17	-119.97
少数股东损益	1.13	1.20	1.40	1.60	筹资活动现金流净额	103.08	-140.87	-651.00	-765.47
归属母公司股东净利润	851.56	1018.99	1226.85	1502.12	现金流量净额	165.35	1021.27	686.96	880.84
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2092.70	3113.97	3800.94	4681.77	成长能力				
应收和预付款项	2194.37	2767.27	3336.53	4128.90	销售收入增长率	20.25%	21.12%	22.06%	23.17%
存货	3699.10	4388.60	5214.78	6409.75	营业利润增长率	31.77%	24.30%	21.63%	22.87%
其他流动资产	264.04	307.29	362.00	432.15	净利润增长率	18.15%	19.64%	20.39%	22.43%
长期股权投资	1237.35	1637.35	1937.35	2037.35	EBITDA 增长率	24.84%	27.73%	18.51%	19.39%
投资性房地产	142.08	142.08	142.08	142.08	获利能力				
固定资产和在建工程	3182.12	3081.92	3184.00	3370.86	毛利率	19.66%	19.79%	19.97%	20.14%
无形资产和开发支出	575.68	590.54	655.40	770.26	三费率	16.87%	16.90%	17.02%	17.15%
其他非流动资产	2092.13	2100.37	2162.45	2262.99	净利率	2.32%	2.29%	2.26%	2.25%
资产总计	15479.57	18129.39	20795.53	24236.12	ROE	13.19%	14.37%	15.61%	17.05%
短期借款	1369.00	1714.72	1636.11	1539.71	ROA	5.56%	5.51%	5.63%	5.91%
应付和预收款项	6646.15	8098.08	9843.37	12113.81	ROIC	13.38%	15.16%	16.93%	18.29%
长期借款	34.30	39.30	44.30	49.30	EBITDA/销售收入	5.07%	5.35%	5.19%	5.03%
其他负债	965.90	1177.47	1403.90	1715.83	营运能力				
负债合计	9015.34	11029.58	12927.68	15418.65	总资产周转率	2.58	2.65	2.79	2.97
股本	3254.44	3254.44	3254.44	3254.44	固定资产周转率	14.48	16.28	19.51	23.45
资本公积	816.15	816.15	816.15	816.15	应收账款周转率	351.02	350.83	337.74	328.99
留存收益	2367.55	3001.95	3768.58	4716.60	存货周转率	8.35	8.82	9.05	9.19
归属母公司股东权益	6438.14	7072.53	7839.17	8787.19	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.91%	—	—	—
少数股东权益	26.09	27.29	28.69	30.29	资本结构				
股东权益合计	6464.23	7099.82	7867.85	8817.48	资产负债率	58.24%	60.84%	62.17%	63.62%
负债和股东权益合计	15479.57	18129.39	20795.53	24236.12	带息债务/总负债	15.57%	15.90%	13.00%	10.31%
					流动比率	0.93	0.97	1.00	1.03
					速动比率	0.51	0.57	0.59	0.61
					股利支付率	38.22%	37.74%	37.51%	36.89%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.25	0.30	0.37
					每股净资产	1.59	1.75	1.93	2.17
					每股经营现金	0.50	0.46	0.56	0.64
					每股股利	0.08	0.09	0.11	0.14
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	1862.43	2378.97	2819.41	3366.10					
PE	51.16	42.75	35.51	29.00					
PB	6.74	6.14	5.54	4.94					
PS	1.19	0.98	0.80	0.65					
EV/EBITDA	18.07	13.86	11.42	9.27					
股息率	0.75%	0.88%	1.06%	1.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zja@swsc.com.cn

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn