

元初食品(837428)
专注于健康食品的社区连锁超市
基本数据

2016年8月30日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	2550
流通股本(万股)	-
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	0.72
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	113.57	211.87	369.89	670.34	1242.88
净利润(百万元)	-6.36	-15.73	-0.16	3.87	11.63
毛利率	25.83%	29.55%	34.30%	34.85%	35.17%
净利率	-5.60%	-7.43%	-0.04%	0.58%	0.94%
净资产收益率	-	-	-1.47%	37.67%	113.21%
每股收益(元)	-0.93	-0.77	-0.01	0.15	0.46

投资评级：中性(首次)

健康食品零售门店企业。公司成立于2011年，是一家主推自有品牌商品、自建零售渠道、自控供应链的食品连锁企业，主要涉及食品零售批发业、食品进出口、电商业务等业务领域，核心业务是以连锁超市为渠道的食品门店零售业务。

高比率的自有品牌。与传统零售企业相比，公司自有品牌率较高，公司在售食品近40%为自有品牌，包括“元初/Sungiven”、“元童/Onetang”、“元和/Yuho”、“元实/Ontrue”等。

自建供应链体系。公司从供应商的种植养殖基地，到食品的加工、生产工厂；从总仓，到门店、最终到客户，聚焦食品安全和品质管理，重点监控农药兽药残留、有毒有害物质、营养健康指标、以及运输储存过程中的温度湿度管理等环节的达标率。

盈利预测

预测公司2016、2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别为-16万元、387万元、1163万元，每股收益分别为-0.01元、0.15元、0.46元。

风险提示

食品安全风险，新设门店经营不及预期风险。

研究员 兰海莹

lanhaiying@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 健康食品零售门店企业	2
■ 零售业增速放缓，社超便利店等模式潜力较大	3
■ 健康三餐提供者 打造自有产业链	4
■ 新设门店迅速扩张，收入较快增长	5
■ 盈利预测	8

图表目录

图表 1 元初食品业务说明.....	2
图表 2 元初食品门店展示.....	2
图表 3 2006-2014 年我国连锁零售企业（食品、饮料及烟草）零售额及增长情况	3
图表 4 2000-2013 年连锁零售业百强前 3 占比及前 10 占比情况	3
图表 5 元初食品店内货架.....	4
图表 6 营收、净利润与三板同类企业对比.....	5
图表 7 盈利能力与三板同类企业对比.....	6
图表 8 2013-2015 年元初食品收入、利润及增长情况	6
图表 9 2013-2016 年 H1 元初食品营业收入构成	7
图表 10 元初食品费用率指标.....	7
图表 11 元初食品盈利预测.....	8

■ 风险分析

● 实际控制人方面

公司挂牌后，实际控制人苏黎晖、连庆达夫妇未减持公司股份，未发生股权质押、质押或冻结等事件。

● 业务经营方面

食品行业面临发生食品安全问题的风险，公司商品采购面向众多的生产厂商和供应商，且公司所销售商品以食品和生鲜为主，如果采购的食品存在质量、安全等问题，则有可能给公司经营带来不利影响。

公司目前处于规模扩张过程，新开门店前期筹备期约为一年，且新开门店通常需要营业一段时间后方可实现盈亏平衡。部分新开店如不能在预计的时间内实现盈利，将会对公司未来效益带来不确定性。

● 财务方面

目前公司处于门店积极扩张期，新设门店前期投入较大，且培育期间较长，因此公司 2013 年、2014 年及 2015 年处于亏损状态，如果公司不能有效开拓市场，实现营业收入的增长，并控制各项费用的发生，将导致净利润率下降，公司将可能面临持续亏损的风险。

■ 健康食品零售门店企业

公司成立于 2011 年，是一家主推自有品牌商品、自建零售渠道、自控供应链的食品连锁企业，主要涉及食品零售批发业、食品进出口、电商业务等业务领域，核心业务是以连锁超市为渠道的食品门店零售业务。

公司立足于厦门市，在本地已具有一定的区域领先优势，并逐步在其他城市设立门店。公司目前拥有的 25 家超市均为直营门店，其中厦门市 19 家，大连市 6 家，公司直接控制所有的销售渠道。单店面积主要在 300-400 平方米，选址上尽量贴近成熟社区。

图表 1 元初食品业务说明

业务类型	简介
门店零售	通过开设门店进行连锁经营，通过销售产品取得收入，产品销售以零售为主，批发为辅。公司坚持提供最大程度的原生态、少处理、少添加的三餐食材。目前在售商品以干货、休闲食品、生鲜为主，包括近两千个小类。公司尤其注重自有品牌的建设，目前自有品牌率接近 40%。
食品进出口	公司全资子公司天酬实业做为进出口业务的运营主体，出口业务在国内采购，通过香港元初（海外营销中心）对外销售，客户主要分布在北美、澳大利亚、日本等地区；进口业务由天酬实业自越南、韩国、台湾、美国、泰国、意大利等地采购，并销售给国内的大型商超。
电子商务	公司在做好实体行业的基础上，发展起互联网模式，并成立元初电商为运营主体。目前已推出元初食品天猫旗舰店、淘宝店和元初食品微店，实现了线上线下共同发展。

资料来源：公开转让说明书

公司采用差异化竞争策略，制定出适合公司发展的在社区选址的经营策略，以面向社区居民为主的食品超市为主。相对于在中心商圈租赁物业经营而言，该策略降低了公司经营成本，而且使公司更接近消费群体，了解客户的需求。

图表 2 元初食品门店展示



资料来源：公开转让说明书

公司的企业定位是“健康三餐提供者”，公司坚持把食品安全放在第一、安全优于美味。公司聘请厦门大学环境与生态学院为食品安全内控顾问，为公司提供专业的内控检测服务（近 300 种农药残留检测、近 100 种兽药残留检测以及多

种重金属检测等)、协助制定元初食品安全内控标准, 确保食品安全和品质。

■ 零售业增速放缓, 社超便利店等模式潜力较大

● 食品零售业市场增速放缓

图表 3 2006-2014 年我国连锁零售企业(食品、饮料及烟草)零售额及增长情况



数据来源: 国家统计局

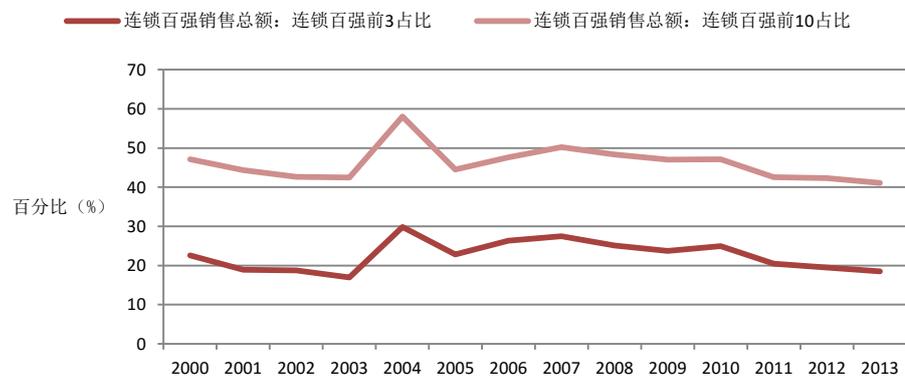
我国食品类零售市场规模持续增长, 但增速逐渐放缓。自 2006 年至 2014 年, 我国食品类连锁企业零售总额从 97.24 亿元大幅增至 307.48 亿元, 但自 2009 年起, 增速有所放缓, 2014 仅增长 4%, 较上年下降 10 个百分点。

● 本土中小型商超迎来发展机会

随着零售业市场增速放缓, 零售市场对国外资本的吸引力有所下降, 这为本地中小型连锁企业提供了良好的成长环境。我国中小型连锁企业大多数属于地方性的企业, 对地方情况了解较为透彻, 拥有地方性零售运作经营优势, 对当地消费者的价值观念、购买习惯等消费文化非常熟悉, 其本土化的经营模式能够对消费者的行为快速反应, 将迎来较好的发展机会。

● 大型零售商集中度较高, 中小型企业竞争激烈

图表 4 2000-2013 年连锁零售业百强前 3 占比及前 10 占比情况



数据来源: choice

连锁零售业的百强中前 10 企业占比基本保持在 50%的水平，大型零售商的行业集中度较高。但中小规模零售业的进入门槛极低，开设新门店的启动成本较低，因此行业内中小型企业竞争激烈，毛利率偏低，行业内企业主要通过规模的扩张，获取规模经济的竞争优势。这使得拟进入的企业出于对行业激烈竞争和现有企业低毛利的考虑，不会轻易进入。

● 消费者注重服务体验

随着城镇化水平提升、人均收入的增加等，人们的消费习惯发生了巨大改变，体现在对日常消费品价格敏感度下降，对连锁品牌、购物环境、商品品质和服务的安全性等需求日益增强。更多的居民开始追求专业化的特色消费体验，消费升级促进超市行业由提供单一的商品零售功能，向“商品品质+服务”的综合性零售服务功能转变。

● 社区超市具有较大发展潜力

传统的以主城区为目标市场的大型超市无法覆盖商业区和社区，而社区型超市对商圈的要求不如大型超市严格。社区型超市能覆盖更多的人口和区域，拥有更大的发展空间且没有严格的市场容量限制。外资超市以大型超市为主，目前社区型超市行业竞争的强度相对较低，社区型超市将成为我国超市行业的发展方向。

■ 健康三餐提供者 打造自有产业链

● 公司拥有高比率的自有品牌

图表 5 元初食品店内货架



资料来源：公开转让说明书

自有品牌是连锁超市企业应对竞争的有力工具，由于自有品牌的商品消费者在其他零售商的门店中买不到，因此，拥有自有品牌能够形成自己的经营特色，建立差异化的竞争优势，培育具有自有品牌忠诚度的消费者。

与传统零售企业相比，公司自有品牌率较高，基于天酬进出口多年的中国食品出口的基础，公司经营的自有品牌食品既包括国内精品，也包括世界各地的食品精华，公司在售食品近 40%为自有品牌，包括“元初/Sungiven”、“元童/Onetang”、“元和/Yuho”、“元实/Ontrue”等。高品质的自有品牌产品保证了公司拥有相当数量的忠诚度较高的客户，为公司发展提供了保障

● 采取可追溯制度，确保食品安全

公司倡导食品的可追溯理念，从农副产品原料种植开始，到生产、加工、储运、分销各个环节，以安全和健康为准则，在过程控制中，坚持透明、专业、科学、可追溯的态度。

在食品品质内控方面，公司与厦门大学共建食品安全研究发展中心，主动引入第三方检测机制，确保食品的安全和品质。公司依托多年的全球食品贸易经验，学习国际先进的生鲜食品检测标准和认证程序，围绕食品安全这一核心，打造出消费者可识别、供应商可追溯、渠道以品牌作保障的复合型生鲜食品安全管控体系，即“元初标准”。元初标准是自有品牌和自控供应链融会贯通的结晶和创新。

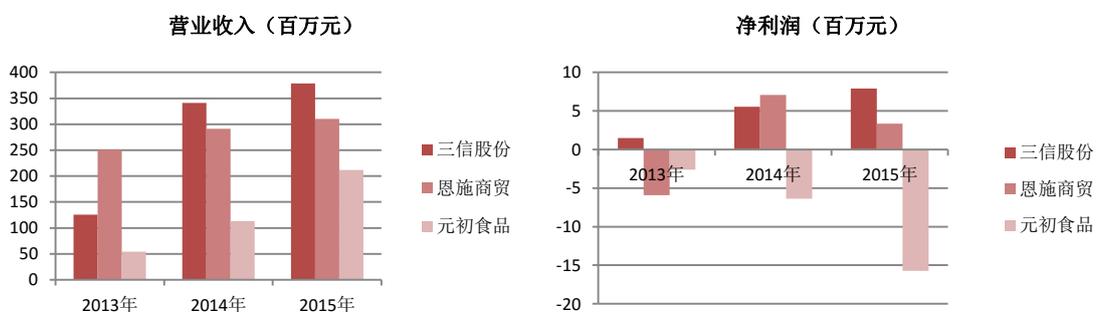
● 自建供应链体系

公司通过十几年的国际贸易实践，积累了约 650 家具备国际水准的食品出口供应商资源。在零售业务中，公司自建供应链管理体系，从供应商的种植养殖基地，到食品的加工、生产工厂；从总仓，到门店、最终到客户，聚焦食品安全和品质管理，重点监控农药兽药残留、有毒有害物质、营养健康指标、以及运输储存过程中的温度湿度管理等环节的达标率。元初食品还获得六个品类的 SC 食品加工生产许可证，食品级生产车间已全部投入使用。

■ 新设门店迅速扩张，收入较快增长

● 公司规模有待扩张，毛利率水平较高

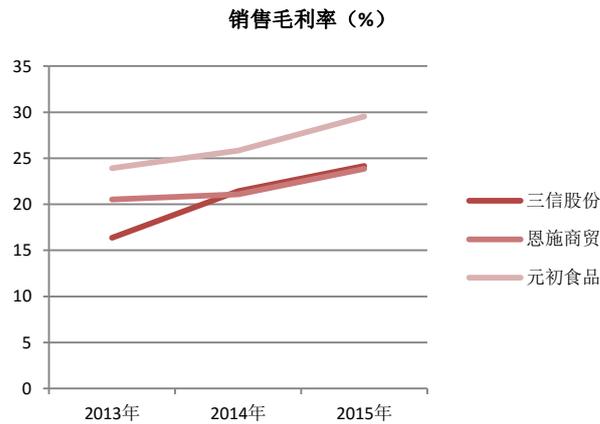
图表 6 营收、净利润与三板同类企业对比



数据来源：choice

新三板挂牌的连锁超市类企业还有三信股份、恩施商贸。三信股份和恩施商贸均为综合型连锁超市，收入规模较大，元初食品起初规模较小，2015 起开始迅速扩张，主要原因是 2015 年元初食品在厦门和大连新开设多家门店，扩大经营规模。由于门店人员薪酬、推广费、租赁费、装修费摊销等销售费用支出较大，新设门店一般在开业后一年左右实现盈亏平衡，成熟门店的盈利尚不足弥补新开门店的亏损，因此整体呈现逐年亏损状态。

图表 7 盈利能力与三板同类企业对比

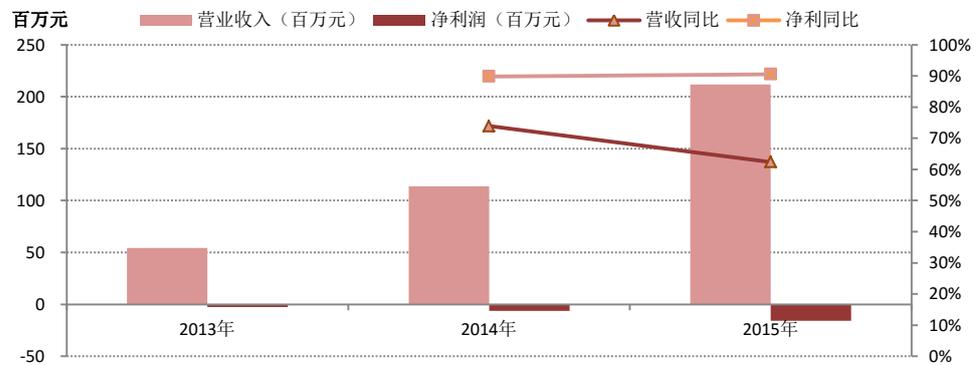


数据来源: choice

相比同类企业,元初食品规模虽小,但毛利率水平相对较高,具备一定优势。毛利率逐年上升的主要原因,一是随着公司门店数量的快速扩张,采购产生规模效应,对供应商的议价能力得到提升,单位采购成本有所下降;二是公司加大了对自有品牌商品的推广投入力度,自营商品中毛利率较高的自有品牌商品销售比重大幅增加。

● 营业收入较快增长

图表 8 2013-2015 年元初食品收入、利润及增长情况



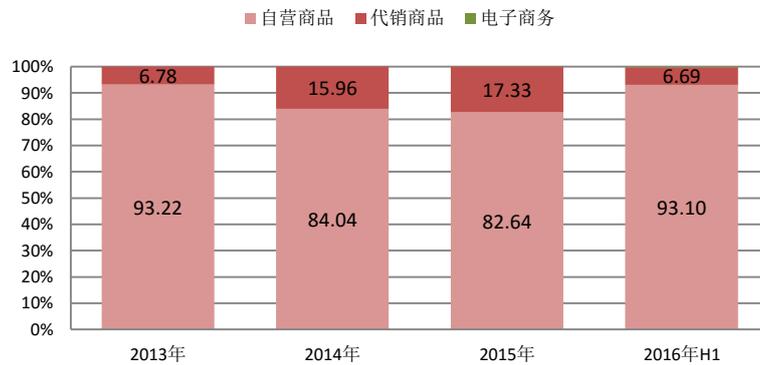
数据来源: choice

2015 年,公司实现收入 2.11 亿元,同比增长 62.36%,净利润-1,573 万元,净利润亏损额同比增长 90.55%。

收入实现较高增长,主要是因为公司在 2015 大幅新设门店,扩大经营规模,销售业绩显著提升。连续三年净利润亏损渐增,主要原因是新开门店前期投入较大,期间费用增多,短期内成本难以回收。

● 自有品牌营收贡献率较高

图表 9 2013-2016 年 H1 元初食品营业收入构成

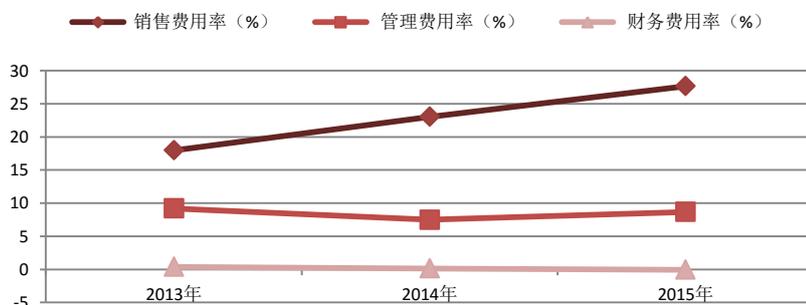


数据来源: choice

公司的门店零售业务占营业收入的 90%左右, 公司目前重点为线下门店经营。自营产品的营收贡献率是代销商品的 5-15 倍, 原因是公司通过自建的供应链生产的自有品牌商品, 其成本控制方面优于代销商品。

2015 年、2016 上半年公司电子商务业务营收占比分别为 0.03%、0.2%, 增长速度较快。电商业虽然规模较小但毛利率较高 (46.53%)。预计待公司的零售门店逐步打造出品牌知名度、培养起客户忠诚度后, 线下业务会带动线上网购消费。

图表 10 元初食品费用率指标



数据来源: choice

近三年管理费用和财务费用保持稳定, 销售费用持续增长。2015 年由于公司新设多处门店, 各项费用开销均有相应增加。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为-16 万元、387 万元、1163 万元, 每股收益分别为-0.01 元、0.15 元、0.46 元。

图表 11 元初食品盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	113.57	211.87	369.89	670.34	1242.88
净利润(百万元)	-6.36	-15.73	-0.16	3.87	11.63
毛利率	25.83%	29.55%	34.30%	34.85%	35.17%
净利率	-5.60%	-7.43%	-0.04%	0.58%	0.94%
净资产收益率	-	-	-1.47%	37.67%	113.21%
每股收益(元)	-0.93	-0.77	-0.01	0.15	0.46

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告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。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

