

敢为天下“鲜”

建议申购

合理区间 23.4-27.3 元

投资要点:

- 📖 立足福建和重庆区域，未来向全国跨区域逐步扩张
- 📖 门店正在迅速扩张阶段，2011 年后业绩将大幅度释放
- 📖 生鲜为主的经营模式特色足、复制难、发展快
- 📖 公司管理层善用资本，巧借外脑，激励充分

报告摘要:

- **公司深耕福建和重庆，致力跨区域发展。**公司是福建最大的超市零售商，自 2004 年进入重庆市场，目前销售规模排名第二，两大市场均具备相对优势，并已逐步延伸到北京、安徽。2010 年上半年公司门店数量达到 135 家，本次募投资金计划之一将新建店 73 家。
- **管理团队富有实干和创新精神。**公司善用资本快速扩张，巧借外脑提升管理能力，先后两次引进汇丰直投。对公司核心成员和管理层充分激励，设立汇银投资（职工持股公司），公司高管及业务骨干合计持股 65.09%，其中公司创始人张轩松和张轩宁兄弟持股比例为 35.66%。
- **难以复制“永辉模式”。**核心在于公司比外资超市更灵活、更懂得百姓生活习俗；比内资超市更专注更执著更专业更勤奋。（1）多年生鲜经营经验沉淀，细分到单一品类管理；（2）发展生鲜需要高效的决策流程；（3）营采合一，充分激励；（4）强大的“买手”文化
- **财务指标及运营效率领先同行业，2011 年新店将集中释放业绩。**公司的主营业务毛利率（15.40%）和净利率（3.00%）高于行业平均水平。2009 年和 2010 年是公司新开店最密集的两年，加上扩点增加财务费用，2010 年公司净利率处于历史低位，预计 2011 年新店业绩将得以体现。
- 基于以上分析，给予公司 2011 年 35X 市盈率，结合盈利预测 2011 年 EPS 为 0.78 元对应的价格为 27.3 元。如果按照 30X 市盈率测算，对应价格为 23.4 元。考虑到一二级市场的差价，建议在 24 元以下积极申购。

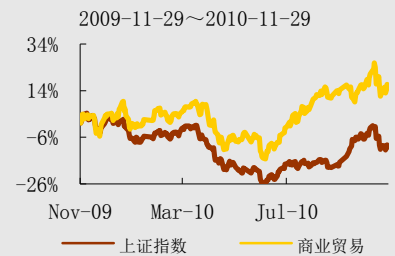
分析师

陈旭

电话：010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

行业表现



发行数据

发行股本（百万股）	110.0
发行后总股本（百万股）	767.9

数据来源：宏源证券

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,678	8,475	13,381	21,153	28,378
增长率	54.6%	49.3%	57.9%	58.1%	34.2%
母公司净利润	214	254	300	599	920
增长率	64.6%	19.0%	18.0%	99.5%	53.7%
净利率	3.8%	3.0%	2.3%	2.9%	3.3%
每股收益 EPS	0.28	0.33	0.39	0.78	1.20

目录

一、发行概览	4
二、公司概况	5
(一) 深耕福建和重庆，致力跨区域连锁发展	5
1、超市网点分布	5
2、核心业态分布	7
3、新建店位置选择	7
(二) 善用资本，巧借外脑，激励充分	8
(三) 主营业务分布及采购方式	8
1、服装板块	9
2、食品用品板块	9
3、生鲜及加工板块	9
二、生鲜子行业分析	10
(一) “农超对接”、“农改超”大势所趋	10
(二) 我国生鲜超市发展阶段	10
三、永辉超市核心竞争力分析	11
(一) 敢为天下“鲜”，差异化竞争	11
(二) 直采优势明显达 76%，提高生鲜毛利率	12
(三) 特色部门——生鲜事业部	13
(四) 自有物流配送体系	14
(五) 精细化管理	15
(六) “永辉模式”难以被效仿的原因	15
1、 多年生鲜经营经验沉淀，细分到单一品类管理	15
2、 高效的决策流程适合发展生鲜	错误！未定义书签。
3、 营采合一，充分激励	16
4、 强大的“买手”文化	16
四、经营及财务分析	16
(一) 发展大店才是立命之本	16
(二) 2009 年和 2010 年是新开店压力非常大	17
(三) 财务及运营指标处于行业前列	18
六、风险因素	20
(一) 绝大多数门店依赖租赁的风险	20
(二) 跨区域经营风险	20
七、盈利预测及估值	21

插图

图 1: IPO后公司股权结构图	4
图 2: 永辉超市网点分布 (截止 2010 年 6 月底, 共计 135 家)	6
图 3: 永辉超市业态分布	7
图 4: 分布业务收入占比 (服装、食品用品占比增加)	9
图 5: 分布业务收入绝对额	9
图 6: 永辉超市生鲜区的布置	11
图 7: 永辉生鲜事业部介绍	14
图 8: 生鲜事业部采购流程简图	14
图 9: 业态收入绝对额	17
图 10: 业态收入占比 (社区超市收入贡献在萎缩)	17
图 11: 单店面积与新增单店面积逐年增加趋势明显	17
图 12: 永辉、人人乐、新华都生鲜类毛利率比较	18

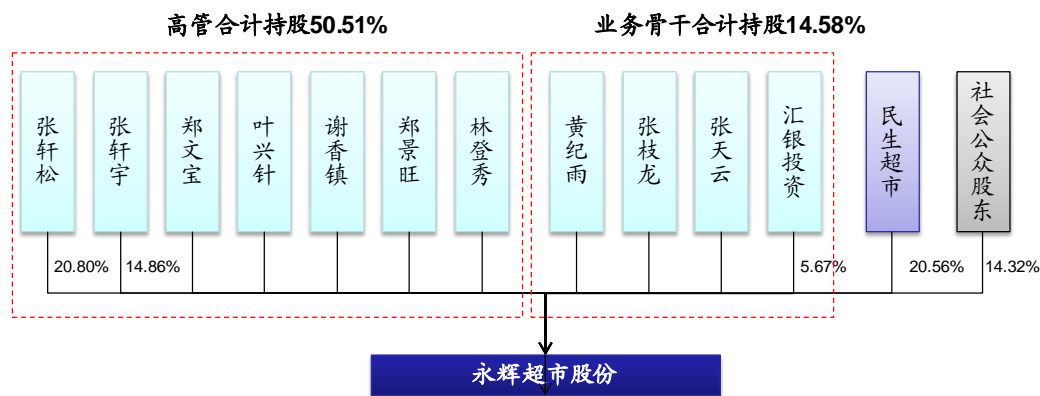
表格

表 1: 募投资金概况	4
表 2: 募投后超市网点提升情况	4
表 3: 永辉超市门店拓展情况 (目前有 135 家门店, 募投将新增 73 家)	6
表 4: 永辉超市“农改超”的三种模式	7
表 5: 永辉在福建、重庆竞争情况	12
表 6: 永辉全国性生鲜农产品统采和区域直采体系	13
表 7: 现有配送中心情况	15
表 8: 分省开店情况, 2009 年和 2010 年是新店占比最大的两年	17
表 9: 主要超市公司财务对比	19
表 10: 分区域及业态盈利预测	21
表 11: 公司损益表预测 (2007 年-2012 年)	25
表 12: 分省开店情况, 2009 年和 2010 年是新店占比最大的两年	26

一、发行概览

公司此次计划发行不超过 1.10 亿股，发行后总股本不超过 7.68 亿股，发行股数占发行后总股本的 14.32%，公司高管及业务骨干合计持股 65.09%，其中公司创始人张轩松和张轩宇兄弟持股比例为 35.66%。

图 1: IPO 后公司股权结构图



资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

注：汇银投资为公司核心骨干和管理成员共 132 人持股公司。民生超市为汇丰直投纯股权投资公司

本次募集资金拟投资于连锁超市发展项目（占募集资金的 84%，计划募投 73 家门店）、农产品加工配送中心项目（位于成都，占募集资金的 6%）、信息化系统升级改造项目以及企业培训中心项目四个项目。

表 1: 募投资金概况

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额 (万元)	占总投资比例
连锁超市发展项目	159,788	159,788	84.37%
农产品加工配送中心	12,000	12,000	6.34%
信息化系统升级改造	12,600	12,600	6.65%
企业培训中心项目	5,000	5,000	2.64%

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

表 2: 募投后超市网点提升情况

区域	门店数量			经营面积（万平方米）		
	截止 10H1	募集新开	合计	截止 10H1	募集新开	合计
福建	81	24	105	44	18	62
重庆	47	30	77	33	23	56
北京	5	9	14	6	9	15
安徽	2	9	11	3	8	11
贵州	0	1	1	0	2	2
合计	135	73	208	87	60	146

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

二、公司概况

（一）深耕福建和重庆，致力跨区域连锁发展

1、超市网点分布

永辉超市创办于 2001 年，是一家以经营生鲜农产品为主，日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业。永辉通过多年积累，在“农改超”及“农超对接”上形成独特经营模式、丰富经验，是国内同行业的领跑者。公司从福州起家，分别以福建省、重庆市、北京市、安徽省作为海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区的核心市场，在加强和巩固核心市场的前提下对四大区域的周边市场进行扩张，从而发展成为全国性的超市企业。

福建省是公司的发源地，也是收入贡献最大的市场，作为海峡西岸经济区的主体，福建省城市化水平仅为 49.9%，远低于江苏、浙江等沿海发达地区，考虑到政治因素及多丘陵交通不便利等因素，我们认为福建市场仍具有一定提升空间，人口红利和城市化进程将孕育较大的零售市场。

重庆作为西部唯一的直辖市，常住人口 3 千万以上，有着巨大的人口基数和较大的城市化空间。随着我国西部经济发展政策倾斜，重庆市未来经济将继续保持较快增长。同时，重庆还是一个大城市与大农村的结合体，农村地域广阔，农业资源极具开发潜力，是我国重要的粮食主产区和商品猪肉生产基地。与公司以生鲜为特色的经营模式、“借助流通环节，整合上游资源”的发展战略相契合。

2009 年 2010 年永辉分别进入北京和安徽，寄希望通过核心店的建立了解当地情况并积累经验，然后以核心店为根据地，向四周辐射建店进入北京和安徽市场，最后扩张于京津冀都市经济圈和泛长三角经济区。

公司还计划进军贵州和四川。已设立子公司贵州永辉，但尚未在贵州开店经营超市业务。经过公司对贵州尤其是贵阳市场的深入市场调研以及公司对成渝经济区的发展战略，公司计划于 2010 年下半年在贵阳市开设 1 家连锁超市，为公司带来市场增量空间。

图 2: 永辉超市网点分布 (截止 2010 年 6 月底, 共计 135 家)



资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

现有店加上募投建新店, 永辉门店将扩张到二百家以上。截至 2010 年 6 月底, 永辉超市拥有 135 家连锁门店和 1 个配送中心, 总经营面积约 865,720 平方米, 其中 132 家为租赁店, 3 家门店自建。福建省已开业门店数量达到 81 家, 重庆市已开业的门店数量达到 47 家, 北京市属于 2009 年新进的市场, 已开业的门店数量达到 5 家, 安徽省属于 2010 年战略性新进的市场, 已开业的门店数量达到 2 家。本次募投资金计划新建店 73 家, 其中租赁店 72 家 (福建 23 家、重庆 30 家、北京 9 家、安徽 9 家, 贵州 1 家), 自建门店 1 家 (闽侯生活中心, 1.4 万平方米)。

表 3: 永辉超市门店拓展情况 (目前有 135 家门店, 募投将新增 73 家)

区域	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
福州	3	9	15	21	28	35	38	43	55	52
泉州	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1	4	7
漳州	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		1	1
厦门	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1	4	5	7	8
南平	N/A	N/A	N/A	N/A	4	6	6	7	8	7
莆田	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1	1	2
三明	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1	1	2	3	3
宁德	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	81
重庆	N/A	N/A	N/A	1	3	4	9	18	41	47

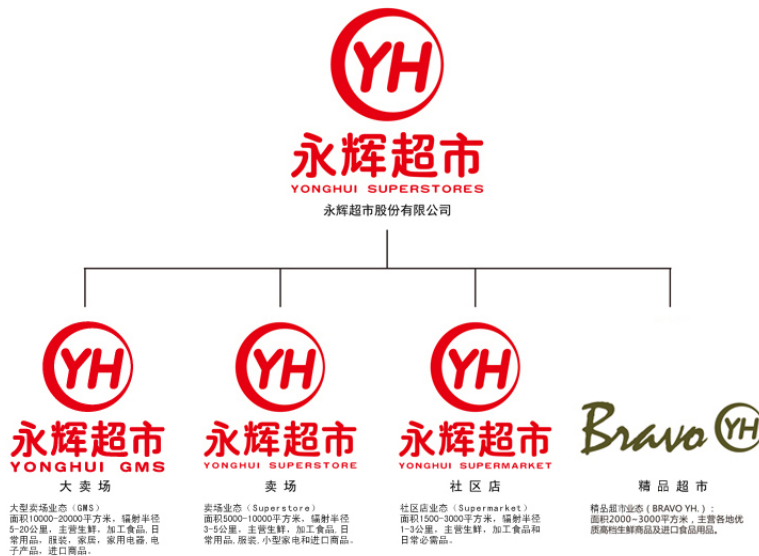
北京	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2	5
安徽	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2
合计	3	9	15	22	35	47	58	77	122	135

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

2、核心业态分布

公司的核心业态包括大卖场、卖场和社区超市，未来也将根据所进入市场的消费者的需求适时开设精品超市，满足不同层次消费者的需求。截至 2010 年 6 月底，永辉超市拥有大卖场 20 家（占比 15%）、卖场 64 家（占比 47%）和社区超市 51 家（占比 38%）。

图 3：永辉超市业态分布



资料来源：宏源证券、公司网站

3、新建店位置选择

与知名房地产商的良好合作关系可降低新店开店风险。在新店选址上，公司与国内外知名的房地产商建立良好的合作关系，如绿地、保利、万科、凯德、龙湖、金源等。此举一方面为公司的稳健、快速扩张提供了保障；另一方面许多新商圈或住宅区也将公司的入住或毗邻作为推介的理由之一，公司的经营前景和行业地位获得了房地产商较高的认可。为了实现公司的核心价值观，公司和知名房地产开发商采取共担风险、共享利益的长期合作模式，共同创造商圈繁荣，提升商圈地位，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。

表 2：永辉超市“农改超”的三种模式

配送中心名称	方法	案例
在原有农贸市场附近新建替代性生鲜超市	指在农贸市场附近开设生鲜超市，并以舒适的购物环境优势、优秀的服务质量、透明的市场价格、优质的产品获得广大消费者的青睐。原先在农贸市场购物的消费者均转向生鲜超市选购产品，原始的农贸市场逐步被规范的生鲜超市所淘汰，从而促成“农改超”模式的快速转型。	福建地区有 15 家超市、重庆地区有 4 家超市、北京地区有 2 家超市、安徽地区有 2 家超市是通过这种模式新建而成

在农贸市场原址重建生鲜超市	在政府“三农”政策及相关配套政策的支持下，公司开始尝试在原先农贸市场的基础上改造新建生鲜超市	福建地区的铜盘店、西洪店、茶会店等 28 家门店，在重庆地区的 2 家门店，以及在北京地区的 3 家门店均是通过原址重建的模式新建而成
新建超市	相关区域无农贸市场或场地狭小无法改造的，以新建生鲜超市直接替代农贸市场	

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

（二）善用资本，巧借外脑，激励充分

永辉超市的管理团队是一支**充满活力、平均年龄 40 岁左右**，富有实干和创新精神的团队。这个团队使一个不起眼的“农改超”超市企业渡过了创业期并不断发展壮大。

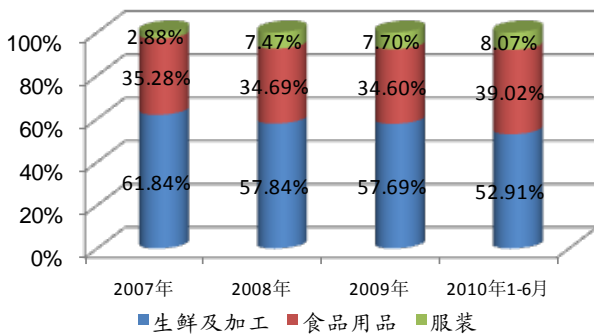
2007 年以后，永辉超市开始**善用资本的力量快速扩张，同时巧借外脑提高自身的管理能力**。包括：引进日本管理团队为其提供规范化运营、精细化管理；先后两次引进汇丰直投（通过旗下民生超市持股永辉 20% 股权）、并在其推动下引入国际服务贸易咨询公司奥美、安永、贝恩咨询、伯乐等；聘请韬睿惠悦建设并优化人力资源管理体系；2010 年计划引入 IBM 咨询团队，优化业务流程、IT 规划、建立全面预算体系和建立资金中心。

对公司核心成员和管理层充分激励。2008 年 9 月 23 日，福建永辉集团有限公司董事会通过决议，同意公司的 10 位自然人股东（合计持有公司 80% 股权）与汇银投资（公司核心骨干和管理成员 132 人持股公司）签订股权转让协议，约定将上述自然人股东所持有的共计 6.9693% 公司股权以 3549.96 万元对价转让给汇银投资。

（三）主营业务分布及采购方式

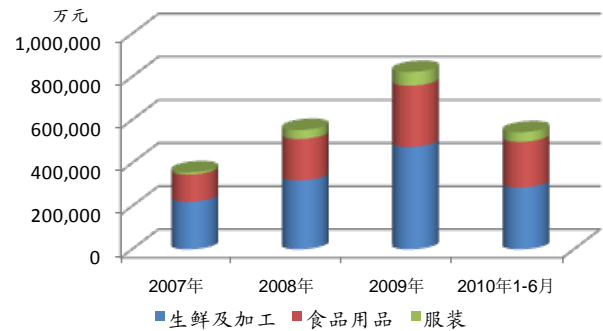
永辉超市主营业务包括生鲜加工、食品用品销售、服装销售三个业务板块，2010 年 1-6 月份三个业务板块对主营业务收入贡献分别为 52.91%、39.02% 和 8.07%。近三年食品用品和服装销售的占比略有增加。

图 4: 分布业务收入占比 (服装、食品用品占比增加)



资料来源: 宏源证券, 永辉超市招股说明书

图 5: 分布业务收入绝对额



资料来源: 宏源证券, 永辉超市招股说明书

1、服装板块

服装业务上, 公司采取“全国统采”“定制包销”的采购模式。2009 年之前公司采取视同买断的代销模式, 而目前公司主要采取自营模式销售商品, 并采取了全国统一采购和区域统一采购的模式。公司服装类商品主要包括男正装、女正装、男休闲装、女休闲装、鞋帽皮具和童装内衣等六大类, 其中男女正装、男女休闲装等四个品类采用全国统一采购, 鞋帽皮具和童装内衣等两个品类采用区域统一采购。公司根据服装的流行趋势和每家门店的经营指标, 分月、分季度地进行采购, 并通过反季节采购和根据季节变化及时调整采购量等措施来有效防范服装库存风险。此外, 公司在服装类产品的采购还大量运用了“定制包销”的模式, 即针对部分服装类商品, 公司根据自身需求及对消费者的了解向上游制造商提出有关面料、辅料、款式等方面的要求, 由上游制造商负责设计和生产并专供本公司进行销售。为了降低报销的风险, 公司将根据市场容量预测, 向供应商先预订一批产成品, 以测试市场需求和消费者的潮流偏好。一旦新推出产品的市场反应较好, 公司将立刻向供应商发出第二批、第三批补货订单。目前, 男正装、女正装、男休闲装、女休闲装大都采用了该种模式, 并且公司计划未来将该种模式在其他服装品类中进行推广。我们认为公司这种“定制包销”向上游延伸的模式, 达到降低商品成本, 控制品质, 达到“超市的价格、百货或专卖店的品质”的目标, 是公司区别与其他同类竞争者的特色之一。

2、食品用品板块

食品用品大部分通过省级品牌代理商进行。目前 80% 以上的食品日用品采购渠道产品主要集中于福建、重庆、北京等区域的省级品牌代理商进行批发采购, 另有少部分产品通过向上游厂商直接采购。

3、生鲜及加工板块

生鲜加工是公司的特色, 下文重点分析。

二、生鲜子行业分析

（一）“农超对接”、“农改超”大势所趋

“农超对接”是发达国家普遍采用的一种农产品生产销售模式。发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店，其中美国和德国的农产品的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%。目前我国农产品通过超市渠道销售的比重约30%，约70%的农产品通过传统农贸市场销售给消费者。

生鲜农产品是百姓日常生活中消费量最大的商品，长期以来一直是农贸市场的主打产品，因其损耗大、不易保鲜、毛利低、劳动用工大等特性，国际和国内知名零售企业均谨慎涉足。随着城市现代化建设和人民生活水平的提高，传统农贸市场“杂、乱、差、脏”的购物环境和食品安全问题以及偷税漏税等已经成为传统农贸市场发展的弊端，已越来越不适应百姓生活的需要。

随着人民生活水平的不断提高，消费者对购物环境、食品安全、售后服务、价格透明等方面的要求也越来越高，农贸市场开始逐渐适应不了人们生活的更高需求，国家也陆续出台政策支持“农改超”，治理“餐桌污染”工作。以生鲜为特色的连锁超市企业的出现符合居民购买生鲜商品的需求和顺应国家政策导向，成为取代农贸市场的主力军。

同时生鲜产品毛利率高，可调幅度极大，正越来越多被超市经营企业所重视。在采购环节，严格控制品质；在运输环节，根据不同商品的特点来安排物流设备、降低运输损耗；在门店销售环节一品多样销售，降低顾客挑选商品造成的损耗，可以大幅度控制生鲜产品的毛利率。

（二）我国生鲜超市发展阶段

生鲜产品是连锁超市的活力体现，是其核心竞争力之一。生鲜产品经历了多次演变，主要有三个时期：

（1）以出租或联营为主的经营方式。这种形式在零售业发展早期普遍采用。好处是有专业人员管理、超市企业有固定的租金收入、运营管理相对简单；弊端是商品质量难以控制，同时获得稳定租金的同时也失去了更高收益的机会。

（2）以自营为主，分散采购的经营方式。2005年后越来越多超市将生鲜产品经营收归自营，但由于采购渠道的限制，大多数采取分销采购的方式，采购渠道主要包括批发市场、周边农贸市场和个别产地等，其中以批发市场为主。弊端是商品品种不全、损耗大、质量不稳定、缺货现象多。

（3）以自营为主，采取直接采购的经营方式，表现在“农超对接”。包括年度固定协议采购、长期（多于一）固定协议采购、自建或合建基地作为长期供应等。优势在于流通环节少，大大降低了商品的损耗，提高零售企业的经营毛利，一定程度解决了部分生鲜产品销售难的问题，提高了农民的收入，也提高了商品质量，更好地满足了消费者的需求。

三、永辉超市核心竞争力分析

(一) 敢为天下“鲜”，差异化竞争

公司的主要竞争对手是城镇里的农贸市场。看到了“农改超”的具体市场空间，公司提出了经营理念“家门口的永辉、新鲜的永辉、放心的永辉”，结合了传统农贸市场与现代超市的特点，既有农贸市场的价格优势以及新鲜、品类齐全的生鲜产品，又带来了现代超市舒适的购物环境和一站式购物体验，率先走出永辉独特的生鲜发展模式。生鲜领先的经营策略及差异化经营，使永辉生鲜农产品的销售收入长期稳定在营业收入的 50% 以上，始终保持在同行业超市企业前列。具体表现如下：

一是在购物环境上，率先把“生鲜区”的营业面积扩大，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，并对陈列台、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。

图 6：永辉超市生鲜区的布置



资料来源：宏源证券

二是在购物习惯和商品价格上，保持对农贸市场的价格竞争优势，满足消费者自选的购物习惯。

三是在生鲜农产品经营中，做到了“两低、两高”，即价格低、损耗低，保鲜高、质量高。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；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；

四是实现商业反哺农业。长期以来，由于城乡二元结构的影响，我国农村现代化和市场化进程十分缓慢，农民卖菜、卖果难，甚至出现丰产不丰收的现象，抑制了农民发展生产的积极性，进而阻碍了农村经济发展。公司凭借一支 700 余人的生鲜农产品采购团队和 135 家连锁门店的终端优势，着力整合上游资源，推动农业产业化。目前，公司在全国建立了约 20 个农业种植合作基地，倡导“田间定制、订单农业”，按照“企业+农户”的对接模式和“一村一品”的指导原则，结合本土农产品特色，大力扶持农民种好地，并且“包销到户”。公司凭借生鲜农产品销售终端的优势，推动了“农业产品品牌化，品牌产品超市化，超市商品绿色化”，使公司同时逐步发展成为带动农副产品生产、加工的“贸工农”一体化的农业产业化龙头企业。

永辉超市通过其生鲜优势与其他超市展开差异化竞争，走出自己一条新路。虽然公司在部分地区进入较晚，先发优势不甚明显，但生鲜特色体现较为明显。

表 5: 永辉在福建、重庆竞争情况

区域	永辉	新华都	沃尔玛	好又多	永辉的竞争分析
福州	52	7	4	6	先入优势明显
泉州	7	18	3	1	进入时间晚，竞争激烈
漳州	1	9	1	0	进入时间晚，优势不显著
厦门	8	9	3	1	实力相当，竞争激烈
南平	7	0	0	0	先入优势明显
莆田	2	12	1	0	进入时间晚，优势不显著
三明	3	4	0	0	实力相当
宁德	1	0	0	0	先进入，市场不大
龙岩	0	13	0	0	未进入，优势不显著
福建合计	81	72	12	8	福州绝对优势，厦漳泉优势需加强
区域	永辉	重百	沃尔玛(含好又多)	家乐福	永辉的竞争分析
重庆	47	145	12	5	重庆进入较晚，但特色优势已经体现明显

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

(二) 直采优势明显达 76%，提高生鲜毛利率

公司采购实行全国统一采购与区域统一采购相结合的方式，通过规模采购方式尽量降低采购成本。这种向种养户和批发市场直接采购的模式，一方面可以减少中间环节，将流通费用控制在较低水平，从而平抑农产品价格。另一方面，公司的直接采购配送模式和专业化的运营管理可以使得超市内的生鲜产品品类更多、新鲜度更高、质量更有保障，满足消费者的一揽子购物需求。

随着规模的不断扩大,公司全国统一采购金额占总采购额的比例、以及直接采购金额占总采购额的比例均出现逐年提高,其中全国统一采购金额的占比约 20%,直接采购金额占比约 76%。2009 年度公司的主营毛利率为 15.42%,高于同区域的竞争对手。

按照采购渠道对全国统采和区域直采进一步细分,公司形成了以当地采购为主,以基地采购保证生鲜农产品的稳定和安全,以远程采购为调节,以批发市场采购为辅采购体系。经过多年实践总结出的独特模式,使得永辉在部分生鲜农产品采购中获取了比批发市场多 25-30%的利差。

表 6: 永辉全国性生鲜农产品统采和区域直采体系

四种采购方式	采购特点
基地采购	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 主要针对一些销售规模较大、容易保存的产品,如绿豆、大米、苹果等,属于全国统一采购范畴 ➢ 订单采购和预算采购,保证了永辉超市生鲜农产品供应的稳定性和安全性 ➢ 目前已有两家自建基地(福建永泰、福建闽清),同时还在六凤洲、南通、竹岐、莆田、屏南、北园等地区建立了合作基地
当地采购	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 公司生鲜农产品货源的主要采购渠道 ➢ 满足当地消费者特色需求的产品采购,公司非常重视在当地采购农产品,主动寻找当地种植农户进行合作,不仅降低了采购成本,而且减少了农产品流通环节 ➢ 主要针对季节性蔬菜、水果等,属于无中间环节的直接采购
远程采购	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 根据生鲜农产品生产和消费的地域差、时间差和季节差,进行调节性采购,使得公司在品种、价格上始终保持对农贸市场的竞争优势 ➢ 拥有了固定或季节性 30 多个远程采购点。这些采购点与农户保持长期跟踪联系,对季节性、地方特色的农产品直接到农田果山进行大批量采购
批发市场采购	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 发挥批发市场的调节和保障作用 ➢ 在开拓新区的过渡期时是主要的采购渠道,例如永辉北京

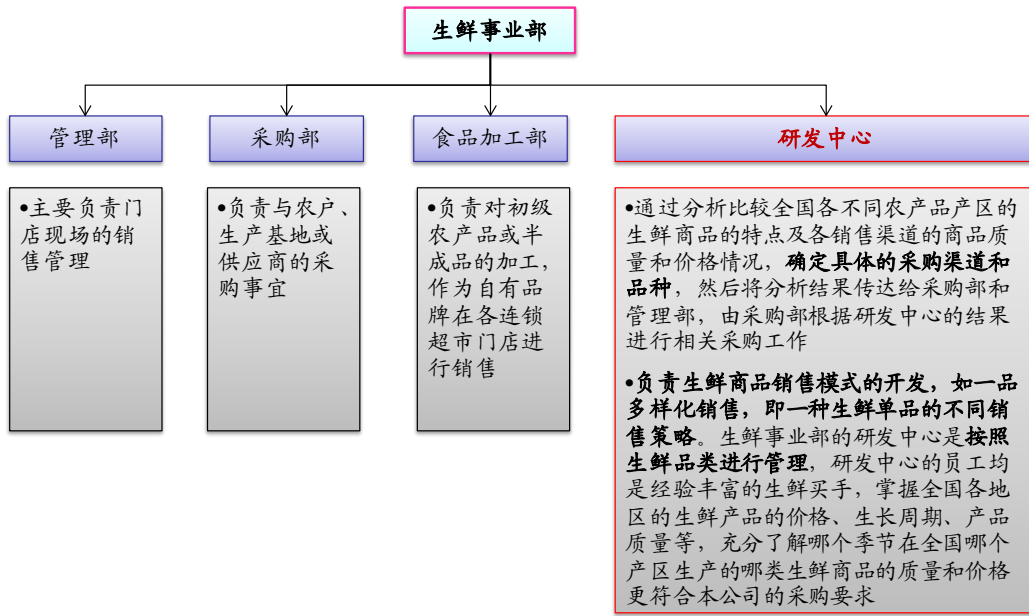
资料来源:宏源证券、永辉超市招股说明书

(三) 特色部门——生鲜事业部

生鲜事业部是公司业务的核心,负责生鲜采购的主体,下设管理部、采购部、食品加工部和研发中心等四大部门。研发中心是生鲜事业部最为核心的部门,也是生鲜事业部的灵魂。

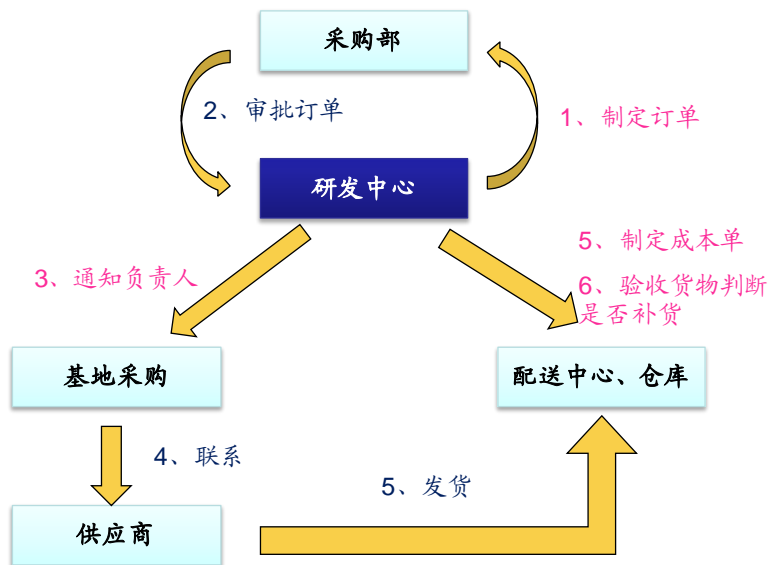
研发中心的主要任务:(1) 确定具体的采购渠道和品种。通过分析比较全国各不同农产品产区的生鲜产品特点及各销售渠道的产品质量和价格情况,将不同生鲜产品最优的、可行的采购价格信息传达给采购部,在保证产品质量的情况下降低采购成本;(2) 负责生鲜销售模式的开发。研发中心按照生鲜品类进行管理,研发中心的员工均是经验丰富的生鲜买手,掌握全国各地区的生鲜产品的价格、生长周期、产品质量等,充分了解哪个季节在全国哪个产区生产的哪类生鲜商品的质量和价格更符合本公司的采购要求。

图 7: 永辉生鲜事业部介绍



资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

图 8: 生鲜事业部采购流程简图



资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

(四) 自有物流配送体系

物流配送体系及信息系统的建设, 是连锁零售企业供应链整合的基础, 直接影响到连锁零售企业的竞争能力, 而高效的物流配送体系和信息系统是核心竞争力的体现。一般而言, 物流配送体系及信息系统的发挥效用也依赖于企业的发展规模、网点布局等。

公司已经在福州、重庆分别建有两个配送中心, 北京鲁谷店由于面积较大也承担了中

转任务。除此之外，公司在福州金山工业区还拥有一个现代食品工业园，主要设有豆制品、面包糕点、面制品、米制品、冷冻食品、肉制品、年糕等 10 多个生产车间。未来公司还计划分别在福建福州和四川彭州建设物流配送中心，其中福建福州南屿工业区将建设覆盖福建全省的物流配送中心，包括食品用品物流配送中心；四川彭州将建设农产品加工配送中心，支撑起公司在成渝经济区的部分仓储配送，这也是本次募集资金投资项目之一。此外，公司还将计划在重庆、安徽等地区建立物流配送中心。

表 7: 现有配送中心情况

配送中心名称	占地	配送范围
福州闽侯配送中心	110 亩	配送范围涵盖酒水饮料、休闲食品、服装百货、家居日化、家用电器、南北干货等 30 多类，总计品种达 15000 多种，辐射范围逾 300 公里，负责向福建各地区商品交易中心进行仓储配送
福州鳌峰配送中心	5000 平方米	主要负责福州地区的生鲜物流配送
重庆北碚区三溪口配送中心	8000 平方米	生鲜农产品配送
重庆江北区金源时代购物广场配送中心	20000 平方米	食品用品和服装的配送
北京鲁谷店		由于鲁谷店面积较大，其部分承担配送中转站的职能，从各渠道采购的产品运送到鲁谷店配送中转站，然后再根据需配送到各门店

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

（五）精细化管理

公司通过精细化管理运营模式，提供具备类似现代超市的高标准服务。公司采用 IBM 流程设计和金蝶 K3 系统对整个采购、配送、销售环节进行标准化运营，从而全方位提升运营效率。另外，公司严格把关产品质量，及时清理变质、超过保质期及其他不符合食品安全要求的食品，消除商品的质量隐患，避免了传统农贸市场中产品质量无法保障、经营管理秩序混乱等弊端。

（六）“永辉模式”难以被效仿的原因

“永辉模式”较难复制，其核心之处在于公司比外资超市更灵活、更懂得百姓生活习俗；比内资超市更专注、更执著、更专业、更勤奋。

1、多年生鲜经营经验沉淀，细分到单一品类管理

经过近 10 年的发展，永辉超市通过一整套完善的生鲜采购操作体系能够将生鲜产品在采购、物流、销售等环节的损耗率降到最低，从而提高盈利能力。

- 在生鲜农产品及加工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；

- 在采购环节，做到对每一类生鲜单品制定如规格、颜色、疤痕、新鲜度等标准来严格控制品质；
- 在运输环节，根据不同商品的特点来安排不同物流设备、降低运输损耗；
- 在门店销售环节做到根据商品特点制定销售周期，依靠商品陈列和现场管理等降低顾客挑选商品造成的损耗。永辉的库存商品损耗率处于较低水平（2007-2009年度的损耗率分别为 0.23%、0.25%和 0.27%）。

2、发展生鲜需要高效的决策流程

外资超市，如沃尔玛和家乐福，办事流程中规中矩，决策链条长，不容易做好生鲜这种对决策时效要求很高的产品，所以我们看到沃尔玛和家乐福在冷冻食品和熟食品方面较为突出，在叶类菜等不易存放的生鲜类产品方面表现一般。永辉超市正是发挥其民营企业的特点，一方面决策流程短，另一方面对百姓民生习俗的深入了解，具有丰富的采购经验，使得在生鲜经营领域走出了一条新路。

3、营采合一，充分激励

生鲜采购的特性决定了在采购过程中有大量的现金采购，2007年、2008年和2009年现金采购在生鲜采购总额比例分别为 84.1%、70.15%和 58.33%。所以当采购人员拿着大笔的现钞在采购时极易诱发贪污、价格不实等贪污风险，这是为什么国内外超市企业在生鲜方面停滞不前，做不好的原因之一。

注意到生鲜的特殊，永辉采取门店分权，营采合一，最大程度将营运与采购利益联系在一起，调动了采购人员的积极性，有效避免道德风险的发生。

4、强大的“买手”文化

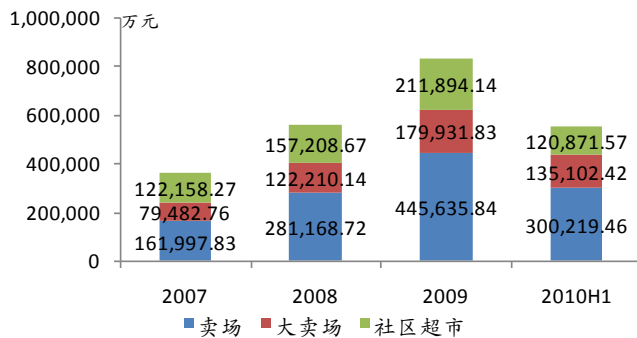
永辉拥有超过 700 人的强大的、经验丰富的生鲜采购团队，在公司“买手”文化的熏陶下能够及时获得全国各地生鲜产品市场的产品信息如价格、产期、质量等，能够在第一时间在全国范围内获得价格低、品质好、受消费者欢迎的生鲜产品

四、经营及财务分析

（一）发展大店才是立命之本

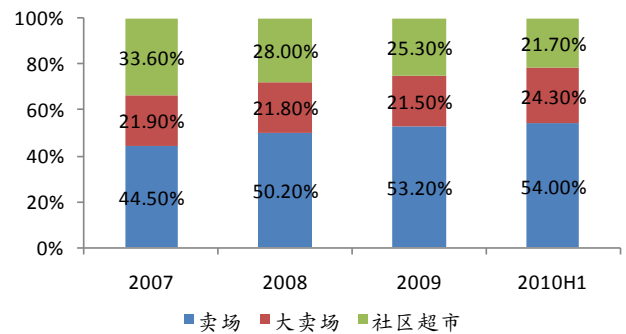
从销售收入看，公司卖场和大卖场的收入绝对额在不断提高，增长速度大于社区超市（2008年和2009年，收入增速，卖场为 74%、58%，大卖场为 54%、47%，社区超市为 29%、35%）。社区超市的收入贡献也在逐步萎缩，从 2007 年的 33.6%，下降到 2010 年中的 21.7%。公司的社区超市萎缩，大店稳步发展，我们认为其原因是：在经营上由于生鲜存货周转率要求快、在商品分拣、仓储、上架、保鲜维护等方面要求高，如果发展社区超市业态将增加物流成本，不利于集中统一管理降低运营成本。

图 9: 业态收入绝对额



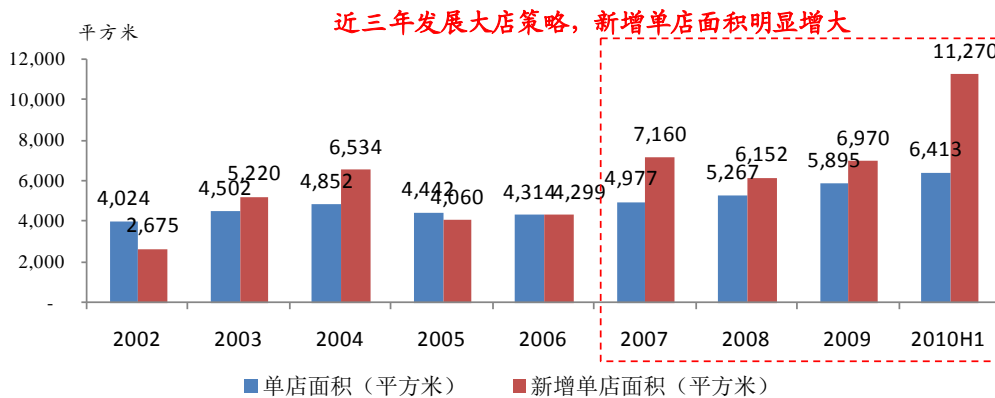
资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

图 10: 业态收入占比 (社区超市收入贡献在萎缩)



资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

图 11: 单店面积与新增单店面积逐年增加趋势明显



资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

(二) 2009 年和 2010 年是新开店压力非常大

公司截止 2010 年 6 月门店数目共计 135 家, 根据招股书募投项目测算, 到 2012 年门店数目将增加到 208 家, 2007 年到 2012 年门店年复合增速为 30%。2009 年和 2010 年是新开店数目最多(分别为 44 家和 57 家), 也是新开店占比最多的两年(分别为 38% 和 33%), 公司的财务压力会很大。到 2011 年后新开店速度会适当缓和下来。如果按照中性两年盈利测算, 2012 年盈利将集中释放。

表 8: 分省开店情况, 2009 年和 2010 年是新店占比最大的两年

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
福州							
门店数	47	54	73	90	101	105	81
净新增门店	6	7	19	17	11	4	8
新开店比例	13%	13%	26%	19%	11%	4%	10%
重庆							

门店数	9	18	41	63	70	77	47
净新增门店	5	9	23	22	7	7	6
新开店比例	56%	50%	56%	35%	10%	9%	13%
北京							
门店数	0	0	2	11	14	14	5
净新增门店	0	0	2	9	3	0	3
新开店比例	N/A	N/A	100%	82%	21%	0%	60%
安徽							
门店数	0	0	0	8	11	11	2
净新增门店	0	0	0	8	3	0	2
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	27%	0%	100%
贵州							
门店数	0	0	0	1	1	1	0
净新增门店	0	0	0	1	0	0	0
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	0%	0%	N/A
合计							
门店数	56	72	116	173	197	208	135
净新增门店	11	16	44	57	24	11	19
新开店比例	20%	22%	38%	33%	12%	5%	14%

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

（三）财务及运营指标处于行业前列

在生鲜方面，得益于领先的生鲜采购、物流、销售各业务流程的管理，公司生鲜类毛利率远高于行业同类竞争者。2007年至2010上半年，公司生鲜类毛利率，分别12.38%、12.80%、12.57%和11.68%。

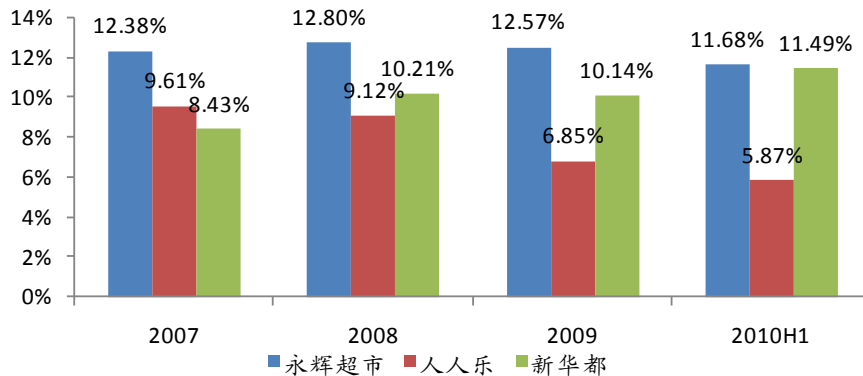
公司的主营业务毛利率（15.40%）和净利率（3.00%）高于行业平均水平，主要得益于管理费用和销售费用控制得当（分别为2.00%和11.20%）。2007年至2010上半年，公司主营业务毛利率不断提升，分别14.78%、15.71%、15.40%和15.82%。公司2007到2009年三项费用率分别为11.54%、12.46%和13.63%，远低于行业平均水平（15.42%、16.37%和16.70%），显示了公司在费用控制方面的优势。

生鲜特色使得公司的运营效率高，存货周转率（12.3次）处于行业最高的水平。公司存货周转率明显高于同期行业平均水平，这除了得益于公司主要经营周转较快的生鲜商品外，也体现了其较高的运营效率。

偿债能力处于行业中等水平，IPO后将增加公司的融资能力，降低资产负债率。2007年至2010上半年，公司资产负债率分别为53.50%、54.96%、66.22%和67.04%，2009年和2010年是公司新增门店最集中的两年，固定资产开支及必要营运资金的增加使得资产负债率明显提高，从而导致财务费用有所上涨。预计IPO后财务负担会所有缓解。

图 12：永辉、人人乐、新华都生鲜类毛利率比较

永辉超市在生鲜类的毛利率高于同类竞争者



资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

表 9：主要超市公司财务对比

公司	运营区域	门店数目(大卖场、超市、便利店、百货)	市值(亿)	营业收入	净利润	经营性现金流/净利润	毛利率	主营毛利率
武汉中百	湖北	662 (76,69,513,4)	96	10,096	213	3.2	18.10%	12.90%
华联综超	跨区域	86 (73,12,0,1)	81	9,257	61	3.6	19.30%	10.60%
人人乐	跨区域(重点广东、陕西和天津)	96 (31,63,0,2)	106	8,767	230	1.7	20.80%	11.10%
步步高	湖南、江西	104 (12,73,0,19)	75	5,725	165	2.51	19.60%	15.60%
新华都	福建	87 (35,47,0,5)	39	3,109	69	3.18	18.80%	14.50%
联华超市	跨区域(重点长三角)	5040 (136,2878, 2026,0)	227	26,298	507	3.09	22.60%	13.10%
京客隆	北京	243 (9,72,160, 2)	38	7,115	148	0.28	19.10%	13.90%
物美商业	北京、天津、浙江	434 (35,77, 322,0)	239	11,782	438	2.52	18.70%	8.90%
永辉超市	福建、重庆、北京、安徽	135 (20,64,51,0)	150-170	8,475	254	0.81	17.90%	15.40%
公司	管理费用率	销售费用率	营业利润率	有效税率	净利率	存货周转率	资产负债率	ROE
武汉中百	3.70%	10.90%	2.70%	28.40%	2.10%	7.6	62.60%	12.40%
华联综超	1.60%	15.60%	0.90%	27.40%	0.70%	9.9	67.80%	3.40%
人人乐	3.00%	14.10%	2.80%	11.40%	2.60%	8.3	70.40%	23.4%*
步步高	2.00%	13.60%	3.80%	21.20%	2.90%	8.2	48.70%	10.60%

新华都	2.60%	13.40%	2.60%	19.80%	2.20%	9.1	62.10%	13.60%
联华超市	2.10%	17.30%	2.50%	26.10%	1.90%	8.3	81.00%	20.60%
京客隆	3.20%	10.50%	4.80%	25.70%	2.10%	7.7	67.80%	10.60%
物美商业	2.10%	11.60%	5.70%	24.10%	3.70%	12.2	62.90%	19.40%
永辉超市	2.00%	11.20%	3.90%	22.50%	3.00%	12.3	66.20%	24.1%*

资料来源：宏源证券、公司公告

注：人人乐和永辉超市的ROE未考虑上市摊薄

六、风险因素

（一）绝大多数门店依赖租赁的风险

截至2010年6月底，公司共有135家门店和1个配送中心，其中3家门店涉及自有房产，其余均为租赁取得，自有门店面积占门店经营面积的比重仅为3.01%，公司存在绝大多数门店依赖租赁的风险。由于经营场所的选取对公司业务有重要的影响，各个门店和物流中心尤其是地段较好的门店租赁期满后能够合法续租，对公司的持续经营非常重要。如不能续租，或因租赁门店的产权瑕疵问题而不能合法续租，则公司将不得不寻找相近的位置，从而承受由于迁移、装修、暂时停业、新物业租金较高等带来的额外成本。如不能续租又不能选取相近位置，则会给公司的业务经营带来一定的风险。

公司的大部分门店和物流中心的租约属于长期租约，年限大部分在10年以上。截至2010年6月30日，公司下属门店剩余租期平均约10年。

（二）跨区域经营风险

公司已在海峡西岸经济区的福建省和成渝经济区的重庆市处于市场领先地位，并战略性地进入京津冀都市经济圈的北京市和泛长三角经济区的安徽省。未来，公司将在加强和巩固现有核心市场的基础上实行核心扩张战略。

目前各超市公司借助资本的力量积极布点，抢占市场先机。武汉中百已经占据了湖北地区，人人乐重点覆盖地区在广东、陕西和天津，步步高的主要运营于湖南和江西，新华都主要网点集中在福建。公司未来能否复制在福建、重庆的成功案例，在北京、安徽生根发芽有待时间的检验。

七、盈利预测及估值

表 30: 分区域及业态盈利预测

合计	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
营业收入	359,221	554,103	821,670	1,297,300	2,050,875	2,751,375	552,950
YOY		54.3%	48.3%	57.9%	58.1%	34.2%	
营业成本	300,389	459,824	684,980	1,240,477	1,960,033	2,628,425	456,542
营业成本/营业收入	83.6%	83.0%	83.4%	95.6%	95.6%	95.5%	82.6%
利润总额	19,300	26,626	36,195	56,823	90,843	122,950	24,980
YOY		38.0%	35.9%	57.0%	59.9%	35.3%	
福州	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
大卖场							
营业收入 (万元)	54,695	68,569	103,180	137,500	273,000	318,500	72,637
营业成本 (万元)	44,765	56,577	85,507	128,700	255,675	298,288	59,300
利润总额 (万元)	4,015	4,816	4,686	8,800	17,325	20,213	3,886
净利润 (万元)	2,690	3,612	3,499	6,050	12,600	14,700	2,915
利润率	7.3%	7.0%	4.5%	6.4%	6.3%	6.3%	5.4%
净利率	4.9%	5.3%	3.4%	4.4%	4.6%	4.6%	4.0%
门店数	4	4	9	11	13	14	10
净新增门店	2	-	5	2	2	1	1
新开店比例	50%	0%	56%	18%	15%	7%	10%
效益调整后门店数	2.5	3.0	5.3	5.5	10.5	12.3	5.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	13,674	17,142	11,464				7,264
调整后单店销售收入 (万元)	21,878	22,856	19,653	25,000	26,000	26,000	13,836
调整后单店利润 (万元)	1,606	1,605	893	1,600	1,650	1,650	740
调整后单店净利润 (万元)	1,076	1,204	667	1,100	1,200	1,200	555
平销 (元/平方米)							
卖场							
营业收入 (万元)	118,791	181,649	235,523	339,500	438,750	555,000	142,439
营业成本 (万元)	98,684	148,921	196,087	320,100	415,350	525,400	116,714
利润总额 (万元)	8,192	10,737	12,485	19,400	23,400	29,600	9,193
净利润 (万元)	5,649	8,011	9,380	14,550	17,550	22,200	6,908
利润率	6.9%	5.9%	5.3%	5.7%	5.3%	5.3%	6.5%
净利率	4.8%	4.4%	4.0%	4.3%	4.0%	4.0%	4.8%
门店数	12	16	22	33	40	42	27
净新增门店	1	4	6	11	7	2	5
新开店比例	8%	25%	27%	33%	18%	5%	19%
效益调整后门店数	11.3	12.5	15.5	24.3	29.3	37.0	22.8
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	9,899	11,353	10,706				5,276
调整后单店销售收入 (万元)	10,559	14,532	15,195	14,000	15,000	15,000	6,261
调整后单店利润 (万元)	728	859	805	800	800	800	404
调整后单店净利润 (万元)	502	641	605	600	600	600	304
平销 (元/平方米)							
社区超市							
营业收入 (万元)	117,741	149,415	180,154	199,800	244,750	259,875	98,728
营业成本 (万元)	99,568	125,874	151,582	192,400	235,850	250,425	82,369
利润总额 (万元)	4,726	5,014	6,407	7,400	8,900	9,450	3,671
净利润 (万元)	3,255	3,693	4,826	5,180	6,230	6,615	2,761
利润率	4.0%	3.4%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%
净利率	2.8%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.8%
门店数	31	34	42	46	48	49	44
净新增门店	3	3	8	4	2	1	2
新开店比例	10%	9%	19%	9%	4%	2%	5%
效益调整后门店数	28.8	30.3	34.5	37.0	44.5	47.3	36.5
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	3,798	4,395	4,289				2,244
调整后单店销售收入 (万元)	4,095	4,939	5,222	5,400	5,500	5,500	2,705
调整后单店利润 (万元)	164	166	186	200	200	200	101
调整后单店净利润 (万元)	113	122	140	140	140	140	76
平销 (元/平方米)							

重庆	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
大卖场							
营业收入 (万元)	24,788	53,641	66,764	105,000	126,875	190,000	40,210
营业成本 (万元)	20,752	44,462	54,760	100,100	121,075	181,450	32,811
利润总额 (万元)	646	1,820	3,362	4,900	5,800	8,550	1,951
净利润 (万元)	525	1,547	2,858	3,850	4,713	7,600	1,658
利润率	2.6%	3.4%	5.0%	4.7%	4.6%	4.5%	4.9%
净利率	2.1%	2.9%	4.3%	3.7%	3.7%	4.0%	4.1%
门店数	3	4	5	9	10	10	6
净新增门店	2	1	1	4	1	0	1
新开店比例	67%	25%	20%	44%	10%	0%	17%
效益调整后门店数	1.5	2.3	3.8	7.0	7.3	9.5	6.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	8,263	13,410	13,353				6,702
调整后单店销售收入 (万元)	16,525	23,840	17,804	15,000	17,500	20,000	6,434
调整后单店利润 (万元)	430	809	897	700	800	900	312
调整后单店净利润 (万元)	350	687	762	550	650	800	265
平销 (元/平方米)							
卖场							
营业收入 (万元)	43,207	99,092	195,424	352,500	588,750	735,000	150,101
营业成本 (万元)	36,620	82,571	162,719	338,400	565,200	705,600	124,559
利润总额 (万元)	1,722	4,205	9,074	14,100	23,550	29,400	5,409
净利润 (万元)	1,511	3,517	7,713	12,925	21,588	26,950	4,598
利润率	4.0%	4.2%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	3.6%
净利率	3.5%	3.5%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.1%
门店数	6	13	31	45	50	56	35
净新增门店	3	7	18	14	5	6	4
新开店比例	50%	54%	58%	31%	10%	11%	11%
效益调整后门店数	3.8	6.3	14.0	23.5	39.3	49.0	21.0
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	7,201	7,622	6,304				4,289
调整后单店销售收入 (万元)	11,522	15,855	13,959	15,000	15,000	15,000	7,148
调整后单店利润 (万元)	459	673	648	600	600	600	258
调整后单店净利润 (万元)	403	563	551	550	550	550	219
平销 (元/平方米)							
社区超市							
营业收入 (万元)	-	1,736	20,754	44,000	94,250	126,750	17,183
营业成本 (万元)	-	1,420	17,435	42,600	91,713	123,338	14,526
利润总额 (万元)	-	33	760	1,400	2,538	3,413	515
净利润 (万元)	-	28	646	1,200	2,175	2,925	437
利润率	N/A	1.9%	3.7%	3.2%	2.7%	2.7%	3.0%
净利率	N/A	1.6%	3.1%	2.7%	2.3%	2.3%	2.5%
门店数	0	1	5	9	10	11	6
净新增门店	0	1	4	4	1	1	1
新开店比例	N/A	100%	80%	44%	10%	9%	17%
效益调整后门店数	-	0.3	1.5	4.0	7.3	9.8	3.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	1,736	4,151				2,864
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	6,944	13,836	11,000	13,000	13,000	5,287
调整后单店利润 (万元)	N/A	133	507	350	350	350	158
调整后单店净利润 (万元)	N/A	113	431	300	300	300	135
平销 (元/平方米)							

北京	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
大卖场							
营业收入 (万元)	-	-	9,988	44,000	108,750	195,000	17,523
营业成本 (万元)	-	-	8,367	42,400	104,038	186,225	14,565
利润总额 (万元)	-	-	149	1,600	4,713	8,775	633
净利润 (万元)	-	-	111	1,080	3,988	7,313	475
利润率	N/A	N/A	1.5%	3.6%	4.3%	4.5%	3.6%
净利率	N/A	N/A	1.1%	2.5%	3.7%	3.8%	2.7%
门店数	0	0	1	3	6	6	2
净新增门店	0	0	1	2	3	0	1
新开店比例	N/A	N/A	100%	67%	50%	0%	50%
效益调整后门店数	-	0.3	1.5	4.0	7.3	9.8	3.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	9,988				8,761
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	6,659	11,000	15,000	20,000	5,392
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	99	400	650	900	195
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	74	270	550	750	146
平销 (元/平方米)							
卖场							
营业收入 (万元)	-	-	9,883	20,000	50,750	87,750	7,153
营业成本 (万元)	-	-	8,522	19,952	48,938	84,338	5,964
利润总额 (万元)	-	-	-728	48	1,813	3,413	21
净利润 (万元)	-	-	-546	40	1,450	2,925	16
利润率	N/A	N/A	-7.4%	0.2%	3.6%	3.9%	0.3%
净利率	N/A	N/A	-5.5%	0.2%	2.9%	3.3%	0.2%
门店数	0	0	1	6	6	6	2
净新增门店	0	0	1	5	0	0	1
新开店比例	N/A	N/A	100%	83%	0%	0%	50%
效益调整后门店数	-	0.3	1.5	4.0	7.3	9.8	3.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	9,883				3,576
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	6,588	5,000	7,000	9,000	2,201
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	-485	12	250	350	6
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	-364	10	200	300	5
平销 (元/平方米)							
社区超市							
营业收入 (万元)	-	-	-	8,000	14,500	29,250	2,242.86
营业成本 (万元)	-	-	-	7,800	14,065	28,275	1,878.09
利润总额 (万元)	-	-	-	200	435	975	40.05
净利润 (万元)	-	-	-	120	290	731	30.04
利润率	N/A	N/A	#DIV/0!	2.5%	3.0%	3.3%	1.8%
净利率	N/A	N/A	#DIV/0!	1.5%	2.0%	2.5%	1.3%
门店数	0	0	0	2	2	2	1
净新增门店	0	0	0	2	0	0	1
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	0%	0%	100%
效益调整后门店数	-	0.3	1.5	4.0	7.3	9.8	3.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A				2,243
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	0	2,000	2,000	3,000	690
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	0	50	60	100	12
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	0	30	40	75	9
平销 (元/平方米)							

安徽	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
大卖场							
营业收入 (万元)	0	0	0	20,000	72,500	146,250	4732.16
营业成本 (万元)	0	0	0	20,800	71,050	140,888	3855.18
利润总额 (万元)	0	0	0	-800	1,450	5,363	-338.97
净利润 (万元)	0	0	0	-400	725	4,875	-254.23
利润率	N/A	N/A	N/A	-4.0%	2.0%	3.7%	-7.2%
净利率	N/A	N/A	N/A	-2.0%	1.0%	3.3%	-5.4%
门店数	0	0	0	4	5	5	2
净新增门店	0	0	0	4	1	0	2
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	20%	0%	100%
效益调整后门店数	-	0.3	1.5	4.0	7.3	9.8	3.3
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A				2,366
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	0	5,000	10,000	15,000	1,456
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	0	-200	200	550	-104
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	0	-100	100	500	-78
平销 (元/平方米)							
卖场							
营业收入 (万元)	0	0	0	11,250	14,000	36,000	
营业成本 (万元)	0	0	0	11,138	13,600	34,800	
利润总额 (万元)	0	0	0	113	400	1,200	
净利润 (万元)	0	0	0	90	300	1,000	
利润率	N/A	N/A	N/A	1.0%	2.9%	3.3%	
净利率	N/A	N/A	N/A	0.8%	2.1%	2.8%	
门店数	0	0	0	3	5	5	0
净新增门店	0	0	0	3	2	0	0
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	40%	0%	
效益调整后门店数	-	-	-	2.3	2.0	4.0	-
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A				
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A	5,000	7,000	9,000	
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	N/A	50	200	300	
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	#DIV/0!	40	150	250	
平销 (元/平方米)							
社区超市							
营业收入 (万元)	0	0	0	4,500	4,000	12,000	
营业成本 (万元)	0	0	0	4,388	3,880	11,600	
利润总额 (万元)	0	0	0	113	120	400	
净利润 (万元)	0	0	0	68	80	300	
利润率	N/A	N/A	N/A	2.5%	3.0%	3.3%	
净利率	N/A	N/A	N/A	1.5%	2.0%	2.5%	
门店数	0	0	0	1	1	1	
净新增门店	0	0	0	1	0	0	
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	0%	0%	
效益调整后门店数	-	-	-	2.3	2.0	4.0	-
营业面积 (平方米)							
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A				
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A	2,000	2,000	3,000	
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	N/A	50	60	100	
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	N/A	30	40	75	
平销 (元/平方米)							

贵州	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大卖场						
营业收入 (万元)	0	0	0	11,250	20,000	60,000
营业成本 (万元)	0	0	0	11,700	19,600	57,800
利润总额 (万元)	0	0	0	-450	400	2,200
净利润 (万元)	0	0	0	-225	200	2,000
利润率	N/A	N/A	N/A	-4.0%	2.0%	3.7%
净利率	N/A	N/A	N/A	-2.0%	1.0%	3.3%
门店数	0	0	0	1	1	1
净新增门店	0	0	0	1	0	0
新开店比例	N/A	N/A	N/A	100%	0%	0%
效益调整后门店数	-	-	-	2.3	2.0	4.0
营业面积 (平方米)						
单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A			
调整后单店销售收入 (万元)	N/A	N/A	N/A	5,000	10,000	15,000
调整后单店利润 (万元)	N/A	N/A	N/A	-200	200	550
调整后单店净利润 (万元)	N/A	N/A	N/A	-100	100	500
平销 (元/平方米)						

资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

表 41: 公司损益表预测 (2007 年-2012 年)

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	3,673	5,678	8,475	13,381	21,153	28,378
<i>yoy</i>		54.6%	49.3%	57.9%	58.1%	34.2%
减: 营业成本	3,041	4,663	6,958	10,959	17,134	22,844
<i>营业成本/营业收入</i>	83%	82.1%	82.1%	81.9%	81.0%	80.5%
营业税金及附加	15	22	30	1	85	114
<i>营业税金及附加/营业收入</i>	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	336	577	947	1,673	2,644	3,547
<i>销售费用/营业收入</i>	11.1%	12.4%	13.6%	12.5%	12.5%	12.5%
管理费用	74	108	172	294	465	624
<i>管理费用/营业收入</i>	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用	13	22	37	50	20	12
资产减值损失	2	1	4	0	0	0
加: 公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益						
二、营业利润	193	284	328	404	805	1,237
<i>yoy</i>		47.2%	15.4%	23.2%	99.0%	53.6%
加: 营业外收入	7	6	14	0	0	0
减: 营业外支出	8	7	10	0	0	0
其中: 非流动资产处置损失	0	4	2	0	0	0
三、利润总额	193	283	332	404	805	1,237
减: 所得税费用	61	66	75	101	201	309
<i>有效税率</i>	31.9%	23.5%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%
四、净利润	131	217	257	303	604	927
<i>yoy</i>		64.8%	18.6%	18.1%	99.0%	53.6%
<i>净利润率</i>	3.6%	3.8%	3.0%	2.3%	2.9%	3.3%
归属于母公司所有者的净利润	130	214	254	300	599	920
<i>yoy</i>		64.6%	19.0%	18.0%	99.5%	53.7%
少数股东损益	2	3	3	3	5	8
五、每股收益	0.17	0.28	0.33	0.39	0.78	1.20

类比估值建议

2011 年商贸零售板块平均市盈率 33.2X，中值 31.7X，如下图所示。我们认为：

首先永辉超市基本面良好，经营有特色，属于未来超市行业向生鲜化经营最有特色、也最有经营积累的公司；

其次，公司已经开始二元结构发展，在立足福建和重庆后，公司计划未来全国范围内扩区域经营，我们认为依靠公司原有的跨区域成功案例，应对公司未来发展保持较为乐观的态度；

再次，2009 年和 2010 年是公司新开店最密集的两年，加上扩点增加财务费用，目前公司的净利率处于历史相对低位，而我们对 2011 年后的新店业绩释放有较强的信心，公司业绩维持高增长可期。

基于以上分析，给予公司 2011 年 35X 市盈率，结合盈利预测 2011 年 EPS 为 0.78 元对应的价格为 27.3 元。如果按照 30X 市盈率测算，对应价格为 23.4 元。考虑到一二级市场的差价，建议在 24 元以下积极申购。

表 12: 分省开店情况，2009 年和 2010 年是新店占比最大的两年

简称	总市值	EPS			PE			PS	PB
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
武汉中百	96	0.38	0.41	0.5	45	34.2	28.1	1	4
步步高	75	0.61	0.67	0.88	45.7	41.8	31.7	1.3	5
新华都	39	0.43	0.57	0.83	57.1	42.6	29.6	1.3	7
人人乐	106	0.57	0.62	0.79	46.2	42.5	33.4	1.2	3
华联综超	59	0.13	0.19	0.28	96.9	65.3	43.1	0.6	3.3
均值		0.43	0.49	0.66	58.2	45.3	33.2	1.1	4.4
中值		0.5	0.57	0.79	46.2	42.5	31.7	1.2	4

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

分析师简介:

陈旭: 宏源证券研究所商贸零售行业分析师, 2010年8月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中国国际金融有限公司投资银行部、华泰联合证券股份有限公司研究所汽车及零部件分析师。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。