

# 生鲜超市龙头，成功异地扩张可期

## 增持首次评级

### 投资要点:

- 生鲜经营王者，经营模式特色足、复制难、发展快
- 立足福建和重庆区域，向全国跨区域逐步扩张可期

### 报告摘要:

- 调研情况:** 我们这次调研参观了永辉的第一代店和第四代的代表门店及单品类的配送中心，着重与高管就目前二级市场所关心的永辉特色、跨区域经营的可复制性、未来扩张的可持续性进行沟通与交流。
- 永辉模式: 生鲜品类与农贸市场接近，价格略低于农贸市场，但享受现代超市购物环境。亮点一: 采优势明显达 76%，价格优势明显，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。亮点二: 完善的后台建设是保证生鲜赢利的基础，(1) 建立了自己的蔬菜基地，自由品牌提高毛利; (2) 通过批发销售掌握个别商品价格的话语权; (3) 设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，保证了门店货源充足和差异化经营。亮点三: 采取全品类自营的模式，在确保核心采购优势等前提下，实现了资源的整合，体现其操作的灵活性。**
- 储备门店充足，未来市场空间可观。** 新涉足江苏、河南、天津、四川，全国跨区域扩张初现雏形，目前储备店共有 128 家门店。初具规模的省份 (安徽、北京) 和不具规模的省份 (贵州、天津、江苏、河南、四川) 是已经具备规模省份 (福建和重庆) 的 5 倍，市场空间可观
- 永辉生鲜标准化及集客能力和黏性使得异地扩张可复制性。** 形成了 842 万字的采购手册，对千种商品品性描述、产区分布、采购谈判、分拣技术、仓储环节、上架要点、保鲜维护等方面的详细描述。
- 服装定制包销或成为未来利润高成长武器。**
- 盈利预测:** 2011 和 2012 年 EPS 为 0.62 元和 0.88 元，短期估值较高，考虑未来年 50 家新店的高成长性，我们首次给予“增持”评级

### 分析师

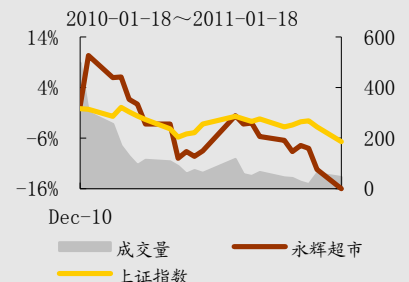
陈旭

执业编号 S1180511010002

电话: 010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

### 市场表现



### 主要指标

收盘价	29.36
52 周内高	37.71
52 周内低	28.08
总市值(百万元)	22545.54
流通市值(百万元)	2583.68
总股本(百万股)	767.90
A 股(百万股)	767.90
—已流通(百万股)	88.00
—限售股(百万股)	679.90
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00

数据来源: 宏源证券

### 相关研究

1 《宏源证券 \* 公司研究 \* 永辉超市 IPO 深度研究报告: 敢为天下“鲜” \* 601933 \* 商贸零售行业 \* 陈旭》, 2010.12

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5678.16	8474.82	12302.59	18440.20	24065.20
增长率	54.58%	49.25%	45.17%	49.89%	30.50%
归属母公司股	213.71	254.29	303.00	479.58	672.10
增长率	64.62%	18.99%	19.15%	58.28%	40.14%
每股收益	0.278	0.331	0.395	0.625	0.875
销售净利率	3.82%	3.03%	2.49%	2.63%	2.83%

## 目录

一、福州门店调研情况 .....	4
(一) 黎明店——最早开业和最成熟的大卖场，永辉第一代店 .....	4
(二) 福新店——永辉第四代店 .....	5
(三) 香蕉配送中心 .....	5
二、“永辉模式”再讨论 .....	5
(一) 永辉模式是什么? .....	5
(二) 亮点一：直采优势明显达 76%，价格优势明显 .....	6
(三) 亮点二：完善的后台建设是保证生鲜赢利的基础 .....	6
(四) 亮点三：采取全品类自营的模式 .....	7
(五) 结果：永辉生鲜毛利率处于领先水平 .....	7
三、永辉生鲜标准化及集客能力和黏性使得异地扩张可复制性 .....	8
(一) 储备门店充足，未来市场空间可观 .....	8
(二) 将生鲜标准化、系统化，做到异地可复制 .....	9
(三) 生鲜较强的集客能力和黏性可很快提高新店人气 .....	9
(四) 规模是异地扩张的前提 .....	10
四、未来利润高增长的秘密武器——服装定制包销模式 .....	10
五、门店扩张带来人员缺口及劳动力成本上涨的问题讨论 .....	11
六、往上延伸——高端精品店 BRAVO .....	12
七、盈利预测及估值 .....	13
(一) 假设及盈利预测 .....	13
(二) 估值及建议 .....	14

## 插图

图 1: 永辉、人人乐、新华都生鲜类毛利率比较.....	7
图 2: 天津、江苏、河南、四川已经有签约门店, 未来市场空间可观.....	8
图 3: 生鲜的集客能力使得食品用品和服装占比提高.....	10
图 4: 食品用品和服装的收入 GAGR 快于生鲜.....	10
图 7: 服装鞋帽、针织品年零售额约 5800 亿元.....	11
图 5: 服装部分的业务收入占比不断增加.....	11
图 6: 服装的毛利率最高.....	11
图 7: 生鲜特色经营使得永辉对劳动力数量要求更多.....	12
图 8: 永辉高端超市“BRAVO”布置(重庆万达店).....	13

## 表格

表 1: 永辉全国性生鲜农产品统采和区域直采体系.....	6
表 2: 储备门店分省——新进入区域为单店在 1.5 万平方米以上的大卖场.....	9
表 3: 门店扩张分析.....	14
表 4: A 股可比超市公司估值比较(截止 2010 年 1 月 18 日).....	15
表 5: 财务简表.....	16

## 调研对象:

永辉超市的董事长助理, 翁海辉;

生鲜事业部总经理助理, 林建华;

董事会秘书, 张经仪;

证券事务代表: 吴乐峰;

福州永辉黎明店店长、福湾店店长、福新店店长、香蕉配送中心负责人。

“生鲜”经营是超市的灵魂。在超市里, 领导最重视的两个部门是生鲜事业部和日用品事业部, 因为生鲜部门是全公司最脏最累工作时间最长的部门, 但生鲜具有极强的“集客”能力, 尤其是中国人饮食习惯, 决定生鲜事业部在公司中举足轻重的地位; 而日用品事业部由于较高的毛利率使其成为超市的利润贡献中心。

从 2000 年开出第一家店起, 永辉就将生鲜经营作为自己的立业之本、利润之源。永辉将农贸市场而不是同行作为竞争和予以取代的对手, 其在销售方式、价格、品种结构、自选方式的开放度等方面进行赶超; 而品类与农贸市场接近, 价格略低于农贸市场, 但享受现代超市购物环境是永辉生鲜占领市场的“杀手锏”。我们这次调研着重与永辉的高管就目前二级市场所关心的永辉特色、跨区域经营的可复制性、未来扩张的可持续性进行沟通与交流。

## 一、福州门店调研情况

### (一) 黎明店——最早开业和最成熟的大卖场, 永辉第一代店

2001 年 9 月开业, 是永辉第一家开业的大卖场, 开业时间仅次于最早开业的屏西店 (2000 年 7 月开业, 社区超市)。不含总部办公部分的租赁面积为 1.3 万平方米, 其中超市经营面积为 8 千平方米, 生鲜的经营面积约 30-40%。预计 2010 年收入 3.2 亿元, 净利率 6.6%, 由于该店经过近十年的发展已成为成熟的门店, 预计未来的增收同于食品价格上涨的内生性增长。一年平销在 4 万元左右。

我们是工作日中午 11 店去调研该门店, 仍然人头攒动, 顾客都是以对价格十分明显的中老年和妇女为主, 大部分顾客都集中生鲜区, 而与之对比, 冷冻食品和日用品区就显得相对门庭冷落。我们还特意到服装专区, 款式大多数是应季商品, 以保暖内衣、羽绒服、棉袄为主, 同时还经营男士正装及休闲服装, 我们看到不乏购买衣服的顾客。

同时我们在参观的时候还留意到一个细节, 宰杀间在店外。在日常工作中, 工作人员或许会抱怨有些顾客在购买鲜活产品时, 会因各种原因将宰杀后的商品随意丢弃在卖场, 给本来损耗就比较大的水产类别带来更大的损耗, 但却没有一个妥善的办法来解决它。永辉超市从卖场设计之初, 就已经将此项问题巧妙的解决。在卖场外设置一个宰杀间, 配备专门人员从事鲜活商品的剖杀, 不另外收取任何费用。善于创新、人性化的操作方法, 不仅能够满足消费者的需求, 同时也使商品的人为损耗降至最低。我们认为以消费者需求为核心, 不断创新, 注重每一个细节, 最大限度减少自营工作中人为的商品损耗, 确保商

品利润的最大化，这是永辉成功的一个秘诀。

## （二）福新店——永辉第四代店

2010年2月开业，是永辉的第四代店，第四代店在店铺陈设、装修上有很大的提升。福新店营业面积1.1万平方米，其中生鲜3千平方米，一个月销售收入约1500万元，生鲜贡献收入38%左右，租金成本20万元一年，2010年上半年净利率3.2%，由于是新店预计净利率还有很大的提升空间。我们看到福新店旁边300米有一外资大卖场，但永辉的差异化竞争优势和生鲜的集客能力使得该新店仍然有较高的人气。

## （三）香蕉配送中心

永辉超市在“香蕉”这一个单品的经营上，就充分体现了其经营优势：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整个市场绝对优势，其利润空间较为可观。我们调研了解到，该配送中心库存能力2万件，日均销售2000件，10天的库存量。一年销售收入过亿元。

从操作流程来看，对单一品种就设立配送中心，可能大家会更多的关注其固定资产上的投入和产出是否成正比，但是从长远的销售目标来看，一个单品几乎可以垄断整个市场。我们了解到永辉通过这种模式，在福建省对个别鲜果（比如，香蕉、西瓜等）有绝对的商品定价权。

# 二、“永辉模式”再讨论

## （一）永辉模式是什么？

经营面积（含配送中心）的50%以上是生鲜，销售收入的50%以上是生鲜，员工人数（含采购人员）的50%以上是生鲜，这就是永辉特色。传统生鲜观念是以提升门店人气，形成差异化经营为目的，而永辉将生鲜盈利的观念引入到现代超市生鲜经营，通过建立庞大的基地采购网络，不断地向上整合供应链，使采购成本降低；同时丰富商品结构、优化卖场营运管理，使其生鲜利润的最大化得以实现。在永辉卖场，几乎网罗了所有的生鲜品类，丰富的品种，量感的陈列在生鲜区得到充分体现，真正意义上体现了“用商品说话”。强势的生鲜经营为永辉开拓了市场，奠定了在全国的领先地位，形成特有的“永辉模式”。

## （二）亮点一：直采优势明显达 76%，价格优势明显

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。这种向种养殖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 1：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"> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> </ul>
当地采购	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 公司生鲜农产品货源的主要采购渠道</li> <li>➢ 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</li> <li>➢ 主要针对季节性蔬菜、水果等，属于无中间环节的直接采购</li> </ul>
远程采购	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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</li> <li>➢ 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</li> </ul>
批发市场采购	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 发挥批发市场的调节和保障作用</li> <li>➢ 在开拓新区域的过渡期时是主要的采购渠道，例如永辉北京</li> </ul>

资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

## （三）亮点二：完善的后台建设是保证生鲜赢利的基础

生鲜经营实际上是一个完整的链条式管理，很多人去超市看到的部分只占整个链条的 40%，还有 60% 都在上游是顾客所看不到的。而很多超市，包括洋超市都没有涉足后端

60%这一条部分。我们调研了解到，现有超市需要5年的时间才能做到永辉现在的生鲜水准。

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进行销售，提升毛利空间；在当地的水果批发市场设立摊位，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，掌握个别商品价格的话语权。在永辉，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、香蕉培育中心等等。正是这样完善的后台保证了门店充足的货源和差异化经营，是永辉生鲜模式的第二个亮点。

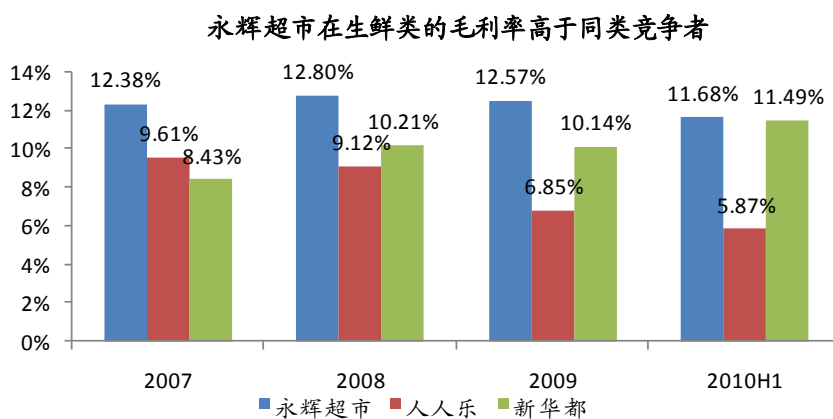
#### （四）亮点三：采取全品类自营的模式

自营不是单纯的自产自销，对于有技术要求的类别，则需要采取技术加盟的形式实现资源优化，如熟食、面点。通过寻找专业的技术团队，以按销售扣点的方式来支付劳务工资，来弥补某些自身技术能力的不足，而原料采购、价格制定、库存管理均由永辉自己来完成，因此在确保核心采购优势等前提下，实现了资源的整合，体现其操作的灵活性。

#### （五）结果：永辉生鲜毛利率处于领先水平

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%。

图1：永辉、人人乐、新华都生鲜类毛利率比较



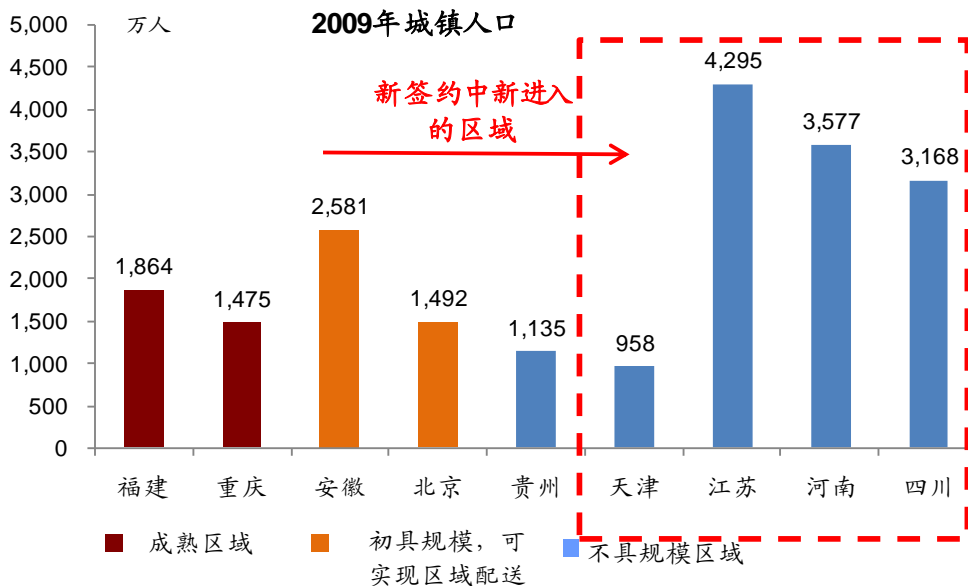
资料来源：宏源证券、永辉超市招股说明书

### 三、永辉生鲜标准化及集客能力和黏性使得异地扩张可复制性

#### (一) 储备门店充足，未来市场空间可观

在招股书中披露，永辉的门店布局于福建省、重庆市、北京市、安徽省和贵州。但公司 2010 年 12 月 30 日的公告中，我们看到天津、江苏、河南和四川已经有签约门店。如果从城镇人口数量来判断市场规模，初具规模的省份（安徽、北京）和不具规模的省份（贵州、天津、江苏、河南、四川）是已经具备规模省份（福建和重庆）的 5 倍，市场空间可观。

图 2：天津、江苏、河南、四川已经有签约门店，未来市场空间可观



资料来源：宏源证券、国家统计局

注：考虑到公司目前都是在一二线城市布点，所以我们这里选取城镇人口作为参考

截至 2010 年 12 月公告已签约 80 家门店，我们刨去与募投重合的 25 家店再加上募投 73 家店，公司储备店共有 128 家门店。（注：签约门店开店的时间进程取决于物业的交付进度，也就是存在物业交付延期带来签约门店迟迟未开业的情况）。从签约面积看，未来拟新计入省份的单店面积在 1.5 万平方米以上，我们认为由于（1）大店单位面积的投入小于小店（2）节省物流运输成本（3）规模效应明显，所以在进入新城市初期，大店存活能力更强，盈利时间更短。



**表 2: 储备门店分省——新进入区域为单店在 1.5 万平方米以上的大卖场**

家万平方米	福建	重庆	安徽	北京	贵州	天津	江苏	河南	四川	汇总
签约店数(不含募投)	8	18	11	5	1	1	4	6	1	55
募投店数	24	30	9	9	1	-	-	-	-	73
<b>合计店数</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>128</b>
签约面积(不含募投)	6.4	13.4	13.4	6.6	0.6	1.8	7.0	9.4	2.2	60.8
募投面积	16.9	23.1	8.5	8.5	1.6	-	-	-	-	58.6
<b>合计面积</b>	<b>23.3</b>	<b>36.5</b>	<b>21.9</b>	<b>15.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>7</b>	<b>9.4</b>	<b>2.2</b>	<b>119.4</b>
<b>单店面积</b>	<b>0.73</b>	<b>0.76</b>	<b>1.10</b>	<b>1.08</b>	<b>1.10</b>	<b>1.80</b>	<b>1.75</b>	<b>1.57</b>	<b>2.20</b>	<b>0.93</b>

资料来源: 宏源证券, 公司公告

## (二) 将生鲜标准化、系统化, 做到异地可复制

经过近 10 年的发展, 永辉通过一整套完善的生鲜采购操作体系将生鲜产品在采购、物流、销售等环节进行细分, 做到标准化、系统化, 从而实现可异地复制。

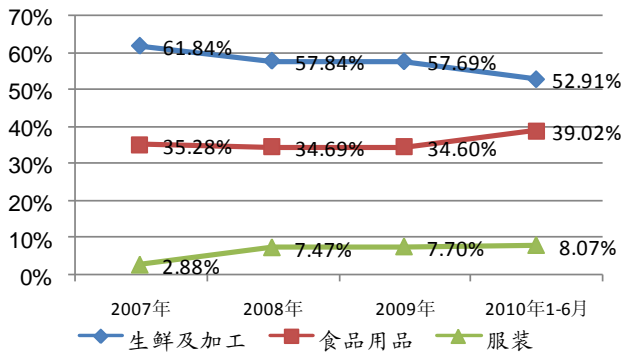
- 在生鲜农产品及加工公司目前已经形成了 **842 万字**的采购手册, 配以数千张实物图片, 内容涉及数千种商品品性描述、产区分布、采购谈判、分拣技术、仓储环节、上架要点、保鲜维护等方面的描述;
- 在采购环节, 做到对每一类生鲜单品制定如规格、颜色、疤痕、新鲜度等标准来严格控制品质;
- 在运输环节, 根据不同商品的特点来安排不同物流设备、降低运输损耗;
- 在门店销售环节做到根据商品特点制定销售周期, 依靠商品陈列和现场管理等降低顾客挑选商品造成的损耗。永辉的库存商品损耗率处于较低水平(2007-2009 年度的损耗率分别为 0.23%、0.25%和 0.27%)。

对于这些积累的系统化经验, 公司通过设立培训学校对储备店长和新进入的员工进行集中培训, 异地员工借助视频培训。永辉模式是独特的, 成功在重庆跨区域经营如果说是个偶然, 但是目前安徽 7 家店也崭露出成功异地扩张的端倪, 那么偶然也就成为必然。

## (三) 生鲜较强的集客能力和黏性可很快提高新店人气

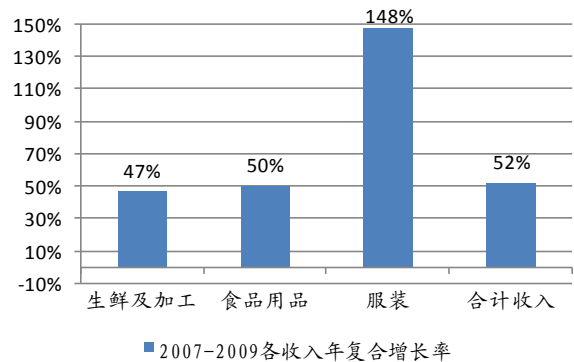
生鲜具有较强的集客能力, 这一点走进永辉卖场可以很容易从生鲜区的顾客数量得到反应。而由于“超买现象”(我们将顾客走进超市前本打算买一把青菜和一只牙刷, 但实际结账时该顾客买了不只买一把青菜和一只牙刷, 还多买了一斤苹果、两盒牙膏的现象称为超买现象), 生鲜的集客能力会带来日用品和服装销售收入的增长。我们从下图可以清晰看到, 生鲜及加工的收入占比在逐年降低, 由 2007 年的 61.84%, 下降到 2010 年上半年的 52.91%, 其原因就在于生鲜的集客能力和黏性, 增加了顾客忠诚度, 同时带来超买现象, 使得食品用品和服装的增速快于生鲜的增长, 最终达到增收增利的最佳状态。

图 3: 生鲜的集客能力使得食品用品和服装占比提高



资料来源: 宏源证券

图 4: 食品用品和服装的收入 GAGR 快于生鲜



资料来源: 宏源证券

#### (四) 规模是异地扩张的前提

在和高管的调研过程中, 我们了解到在一个区域开店“5”和“10”是两个关键的数字。5个门店是一个门槛, 超过5个门店, 区域就可以享受很多配送资源, 可以建一个配送中心, 超过10个点就可以建一个物流中心。经前期大量市场调研和认真选址后, 公司决定新进入一个区域后, 当该区域新店数目尚低于5家不具备规模的时候, 公司会尽可能的将全国统采的商品首先满足该区域门店(如前期的北京和安徽的门店)。

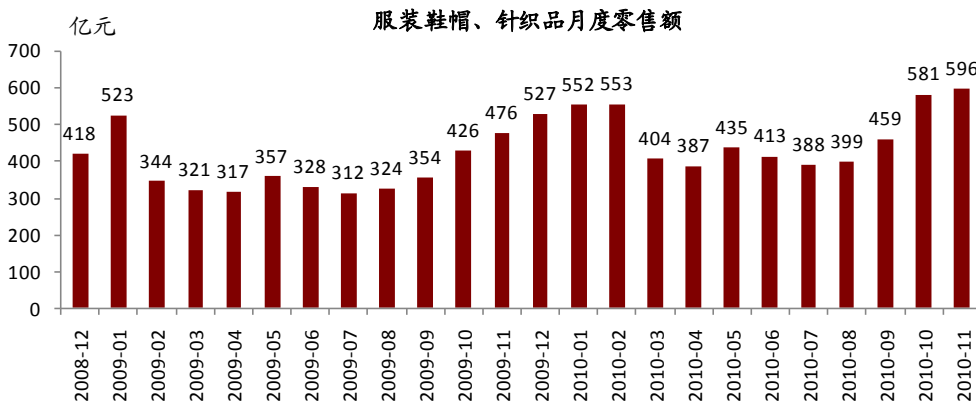
### 四、未来利润高增长的秘密武器——服装定制包销模式

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。为了降低报损的风险, 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。根据我们服装

据统计我国服装鞋帽和针织品的年销售额约 5800 亿元, 根据我们纺织行业研究员判

断其中批发市场和百货商场销售装鞋帽和针织品的零售额各占全国零售总额的一半。永辉服装的竞争对手主要是服装批发市场，其市场规模有 2900 亿元。通过略低于服装批发市场的价格，商场服装的品质，我们认为“永辉服装”有可能复制“永辉生鲜”的模式，获得成功。

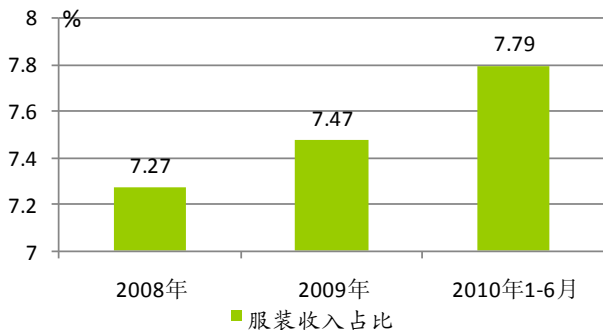
图 7: 服装鞋帽、针织品年零售额约 5800 亿元



资料来源: 宏源证券、国家统计局

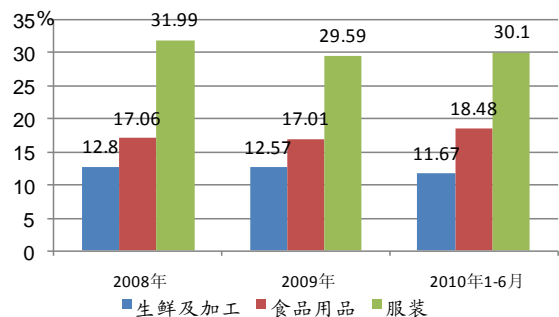
从业务收入贡献角度来看, 目前服装业务收入贡献不大, 2010 年 1-6 月服装的业务收入贡献占比为 8.07%, 低于同期食品用品 (39.02%) 及生鲜 (52.91%), 但呈逐年上升趋势。同时服装的毛利到达 30% 以上。

图 5: 服装部分的业务收入占比不断增加



资料来源: 宏源证券

图 6: 服装的毛利率最高

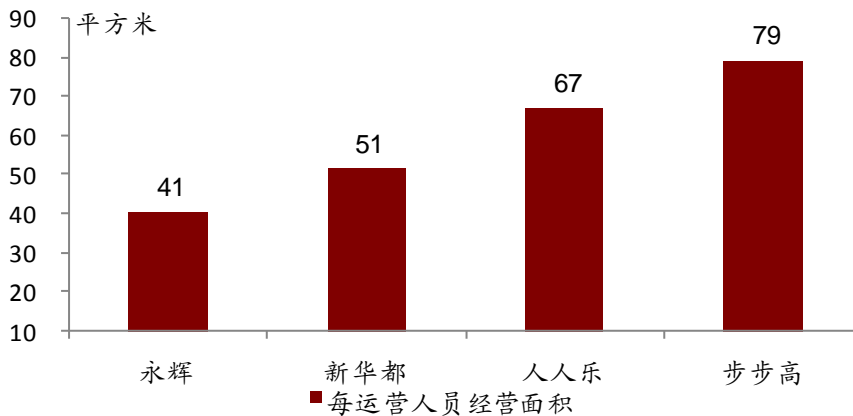


资料来源: 宏源证券、永辉超市招股说明书

## 五、门店扩张带来人员缺口及劳动力成本上涨的问题讨论

生鲜特色经营使得永辉对劳动力数量要求更多。目前 2010 年中报显示, 永辉的运营人数有 2.1 万人, 按照经营面积除以运营人数测算, 永辉单个营运人员管理的经营面积为 40 平方米, 而新华都为 51 平方米, 人人乐为 67 平方米, 步步高则更高为 79 平方米。所以我们明显看出生鲜对劳动力数量的要求更多。其原因在于, 生鲜需要员工不停进行整理, 将蔬果在最新鲜的时候卖出去, 劳动时间要求更长, 劳动力数量要求更多。

图 7: 生鲜特色经营使得永辉对劳动力数量要求更多



资料来源: 宏源证券

注: 1、永辉数据截止 2010 年 6 月 30 日, 新华都、人人乐和步步高数据截止 2010 年 12 月 31 日

2、人员数目我们选取的是运营人数, 不包括管理人员、采购人员、财务人员等

3、中百是 27 人, 但我们进行了剔除, 主要因为中百 643 家网点中 500 家是便民超市网点, 体量很小, 所以不可比

那么根据公司每年 50 家新店的扩张计划, 按照表 1 测算储备单店面积 9300 平方米来估算, 每年将新增面积 46.5 万平方米。若按永辉单位营运人员经营面积 40 平方米测算, 则每年需增加 1.2 万名运营人员, 相对于现在 2.1 万运营人员, 人数扩大 57%。我们测算, 一年新开 50 家店, 新增 1.2 万运营人员, 则需增加销售成本 1800 万元。

- 增加的人员方面: 我们调研了解, 公司在招聘固定工的同时也启用钟点工和小时工。寒暑期期间也给学生提供岗位, 来弥补扩张过程中出现人手不足情况。另外, 公司也考虑通过增加设备来解决劳动力密集型企业过度依赖人工的劣势, 并逐步增加包装类蔬果产品, 减少人力需求。
- 增加的人力成本方面: 目前公司本科以下人员占比 97.4%, 员工是由“农改超”过程中吸纳的农贸市场人员、下岗职工、40-50's 人、及农村和山区进城务工人员组成。一方面该人员对薪资报酬相对会低, 含三金、社保及奖金, 月工资在 1500-1600 元左右 (我们了解比其他超市工资会高 100-200 元, 主要因为生鲜工作脏累苦); 另一方面, 工作踏实、肯干, 但不足的地方是素质修为需提高。

## 六、往上延伸——高端精品店 Bravo

2010 年 12 月 24 日, 永辉超市第一家高端精品店“Bravo”在重庆南坪万达广场开业。Bravo 在商品、装修、管理上都有上一个档次。增加了酒窖区、刺身区, 蔬果区的种类主要以有机和进口为主, 日用品区也多半是以进口为主。

在调研过程中我们和高管交流, 询问公司是否以后会将业务一部分中心转向高端精品超市。公司表示, 涉足高端精品超市并不代表公司会改变现有以“生鲜为主, 定位民生”的大众超市路线。推出高端超市是配合物业的需要, 当有很好的高端物业的时候, 需要超市定位做出改变, 需要有高端产品。

图 8: 永辉高端超市“BRAVO”布置(重庆万达店)



资料来源: 宏源证券

## 七、盈利预测及估值

### (一) 假设及盈利预测

1、按照每年开 50 家新店，平均为 9 千平方米以上的卖场（目前公司已公告签约的储备店共有 128 家门店，平均单店面积 9328 平方米）；

2、按照每运营人员经营 40 平方米测算年需增加的员工人数，每年需要 1.2 万名运营人员，增加销售成本 1800 万元；

3、根据公司 2007 年新开店 11 家当年全部盈利；2008 年新开店 19 家，当年盈利 12 家（63%），次年实现盈利 18 家（95%）；2009 年新开店 45 家当年实现盈利 38 家（84%）。因此我们判断公司的生鲜特色使得新店很容易积聚人气进而缩短新店成熟时间。综合考虑到“永辉”品牌已形成认知度，尤其在福建、重庆优势地位明显，及经过这些年在店面选址积累的经验，我们预计公司新店中 85% 实现当年盈利，次年全部盈利，4 年快速发展到成熟门店。

4、成熟门店，考虑其收入内生性增长同步于 CPI 食品的增长为 7%。净利率方面，我们统计 2005 年前的大卖场及卖场店，主要是福建和安徽地区，截止 2010 年 6 月 30 日，

算术平均净利率为 6.8%，处于谨慎性原则，(1) 考虑到国家未来对通胀的控制，(2) 同时考虑以后进入新区域在不规模经济初期净利率会低于福建和安徽地区，我们估计公司大店的净利率为 5%，含小店净利率 4%。

5、出于谨慎性原则，我们在模型中没有考虑永辉服装品牌被认可后大幅度提升公司综合毛利率。但我们认为公司的服装业务将会是未来又一强有力的增长点。服装业务的毛利率在 30% 左右大幅度高于生鲜 12% 的毛利率，因此，如果大胆预测永辉服装品牌化后，综合毛利率可能从现在的 3 个点以内，大幅提高实现内生性激增。

表 3: 门店扩张分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
门店数	58	77	122	156	206	256	135
当年新增门店	11	19	45	34	50	50	19
新开店比例	20%	22%	38%	22%	24%	20%	14%
大卖场	7	8	15				20
卖场	18	29	54				64
社区超市	31	35	47				51
营业收入(万元)	367,317	567,816	847,482	1,230,259	1,844,020	2,406,520	561,114
yoy		55%	49%	45%	50%	31%	
营业面积(平方米)	288,676	405,559	719,216	1,025,216	1,475,216	1,925,216	839,649
yoy		40%	77%	43%	44%	31%	
平销(元/每平方米)	12,724	14,001	11,783	12,000	12,500	12,500	6,683
yoy		10%	-16%	2%	4%	0%	
<b>门店数</b>							
成熟门店		58	58	58	58	70	58
亏损新店	-	7	8	5	8	8	5
第1年盈利新店		12	44	37	47	50	27
第2年盈利新店			12	44	37	47	33
第3年盈利新店				12	44	37	12
第4年盈利新店(变为成熟门店)					12	44	
<b>净利润(万元)</b>							
成熟门店内生性增长每年7%				16,101	17,228	22,628	
亏损新店	-50			-250	-400	-400	
第1年盈利新店	90			3,330	4,230	4,500	
第2年盈利新店	198			8,712	7,326	9,306	
第3年盈利新店	324			3,888	14,256	11,988	
第4年盈利新店(变为成熟门店)	450			-	5,400	19,800	
归属母公司净利润	13,143	21,663	25,687	30,300	47,958	67,210	
YOY	-	65%	19%	24%	51%	41%	
净利率	3.6%	3.8%	3.0%	2.5%	2.6%	2.8%	

资料来源: 宏源证券

## (二) 估值及建议

公司目前 2011 年和 2012 年的市盈率分别为 47 倍和 34 倍，2011 年和 2012 年的市销率分别为 1.22 倍和 0.94 倍。我们对比 A 股其他的超市上市公司(见表 4)，短期看永辉的相对估值并不便宜。

但从增长潜力角度看，永辉 2011 年和 2012 年的 PEG 分别为 0.95 倍和 0.68 倍，处于 A 股超市公司中的较低水平。我们非常看好公司长期的发展潜力和盈利增速，尤其是永辉在生鲜经营上的绝对领先优势可大幅度缩短新店的成熟期，同时生鲜的集客能力还会带来其他高毛利业务的增长。

其二，如果“永辉服装”成功复制“永辉生鲜”，我们认为公司的服装业务是未来又一强有力的增长引擎。

在不考虑服装的内生性增长下，如果按照 2014 年含税销售收入 500 亿元（不含税销售收入 427 亿元），门店超过 350 家，则 2010-2014 的复合销售收入增速 40% 以上。如果 2014 年净利润约 12 亿元，则，对应 30 倍市盈率，市值为 360 亿元，股价 47 元，PEG 为 0.75。我们认为具有较好的长期投资价值。

**表 4: A 股可比超市公司估值比较（截止 2010 年 1 月 18 日）**

代码	简称	门店数目（大卖场、超市、便利店、百货）	分布	特色	股价	股本（亿股）	市值（亿元）	EPS			每股销售收入				
								2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E		
601933.S	永辉超市	135 (20,64,51,0)	跨区域，主要分布福州、重庆，进入	生鲜	29.36	7.68	225	0.39	0.39	0.62	12.88	16.02	24.01		
000759.S	武汉中百	662 (76,69,513,4)	湖北		12.35	6.81	84	0.38	0.41	0.52	18.01	17.87	21.50		
002336.S	人人乐	96 (31,63,0,2)	跨区域，重点广东、陕西和天津，进入四川、广西、湖	向百货延伸	22.34	4.00	89	0.77	0.61	0.84	29.22	26.15	31.58		
002251.S	步步高	104 (12,73,0,19)	湖南、江西	向百货延伸	25.44	2.70	69	0.61	0.68	0.89	21.18	25.84	33.07		
002264.S	新华都	87 (35,47,0,5)	福建		20.42	1.60	33	0.64	0.53	0.83	29.09	26.20	35.00		
600361.S	华联综超	86 (73,12,0,1)	跨区域		9.94	4.85	48	0.13	0.19	0.29	19.10	22.73	26.58		

代码	简称	PE			PS			ROE			Margin			PEG	
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2010E	2011E
601933.S	永辉超市	75.3	74.4	47.0	2.28	1.83	1.22	0.39	0.39	0.62	12.88	16.02	24.01	3.05	0.94
000759.S	武汉中百	32.5	30.3	23.7	0.69	0.69	0.57	0.38	0.41	0.52	18.01	17.87	21.50	-37.74	1.16
002336.S	人人乐	29.0	36.9	26.7	0.76	0.85	0.71	0.77	0.61	0.84	29.22	26.15	31.58	-3.51	1.28
002251.S	步步高	41.6	37.2	28.7	1.20	0.98	0.77	0.61	0.68	0.89	21.18	25.84	33.07	1.69	1.02
002264.S	新华都	31.9	38.5	24.7	0.70	0.78	0.58	0.64	0.53	0.83	29.09	26.20	35.00	-3.87	0.73
600361.S	华联综超	76.5	52.1	34.7	0.52	0.44	0.37	0.13	0.19	0.29	19.10	22.73	26.58	2.73	2.05

资料来源：宏源证券

表 5: 财务简表

报表预测					财务分析和估值指标汇总							
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E			
营业收入	8474.82	12302.59	18440.20	24065.20	<b>收益率</b>	毛利率	17.90%	18.20%	18.20%	18.33%		
减: 营业成本	6957.99	10063.52	15084.08	19654.05		三费/销售收入	13.63%	14.54%	14.94%	14.28%		
营业税金及附加	29.86	49.21	73.76	84.23		EBIT/销售收入	4.25%	3.57%	3.55%	3.75%		
营业费用	946.61	1488.61	2323.47	2911.89		EBITDA/销售收入	5.60%	6.05%	5.21%	4.12%		
管理费用	171.91	270.66	424.12	529.43		销售净利率	3.03%	2.49%	2.63%	2.83%		
财务费用	36.78	29.71	7.60	-5.36		<b>资产获利率</b>	ROE	24.10%	22.31%	26.10%	26.78%	
资产减值损失	3.51	0.00	0.00	0.00			ROA	11.76%	17.57%	17.94%	21.74%	
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00			ROIC	28.79%	18.90%	24.42%	33.23%	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00			<b>增长率</b>	销售收入增长率	49.25%	45.17%	49.89%	30.50%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00				EBIT 增长率	19.66%	21.67%	49.29%	37.70%
<b>营业利润</b>	328.16	400.88	527.17	890.96		EBITDA 增长率		30.30%	56.89%	29.06%	3.19%	
加: 其他非经营损益	3.43	8.00	120.00	16.00		净利润增长率		18.58%	19.38%	58.28%	40.14%	
<b>利润总额</b>	331.59	408.88	647.17	906.96		总资产增长率		78.94%	-18.58%	46.21%	13.68%	
减: 所得税	74.72	102.22	161.79	226.74		股东权益增长率	30.45%	28.72%	35.31%	36.57%		
<b>净利润</b>	256.87	306.66	485.38	680.22		经营营运资本增长率	50.70%	22.56%	78.83%	7.31%		
减: 少数股东损益	2.58	3.66	5.80	8.12	<b>资本结构</b>	资产负债率	65.08%	44.82%	48.96%	38.70%		
<b>归属母公司股东</b>	254.29	303.00	479.58	672.10		投资资本/总资产	55.75%	65.82%	54.78%	48.68%		
<b>资产负债表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>		带息债务/总负债	49.74%	23.75%	7.64%	5.29%		
货币资金	438.56	123.03	184.40	848.86		流动比率	1.03	1.69	1.89	2.53		
应收和预付款项	674.19	779.56	1399.44	1442.03		速动比率	0.61	0.94	0.97	1.58		
存货	752.11	698.32	1475.72	1356.98		股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
其他流动资产	17.05	17.05	17.05	17.05		收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>资产管理效率</b>	总资产周转率	2.77	4.93	5.05	5.80	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00			固定资产周转率	15.77	23.78	41.48	64.72	
固定资产和在建	590.04	517.30	444.55	371.81			应收账款周转率	141.93	211.06	155.51	214.41	
无形资产和开发	160.52	144.10	127.67	111.25	存货周转率		9.25	14.41	10.22	14.48		
其他非流动资产	432.38	216.19	0.00	0.00	<b>业绩和估值指标</b>		<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>		
<b>资产总计</b>	3064.85	2495.54	3648.83	4147.98	EBIT	360.47	438.59	654.77	901.60			
短期借款	992.00	180.64	51.42	0.00	EBITDA	474.19	743.95	960.13	990.77			
应付和预收款项	843.43	778.82	1575.96	1446.30	NOPLAT	275.96	322.94	401.07	664.20			
长期借款	85.00	85.00	85.00	85.00	净利润	254.29	303.00	479.58	672.10			
其他负债	74.10	74.10	74.10	74.10	EPS	0.331	0.395	0.625	0.875			
<b>负债合计</b>	1994.53	1118.56	1786.47	1605.40	BPS	1.374	1.769	2.393	3.268			
股本	657.90	657.90	657.90	657.90	PE	88.66	74.41	47.01	33.55			
资本公积	26.21	26.21	26.21	26.21	PEG	2.32	N/A	N/A	N/A			
留存收益	370.93	673.93	1153.51	1825.60	PB	21.37	16.60	12.27	8.98			
<b>归属母公司股东</b>	1055.04	1358.04	1837.62	2509.71	PS	2.66	1.83	1.22	0.94			
少数股东权益	15.28	18.94	24.74	32.86	PCF	105.70	43.39	208.39	32.28			
<b>股东权益合计</b>	1070.32	1376.98	1862.36	2542.58	EV/EBIT	55.40	44.69	29.75	20.88			
负债和股东权益	3064.85	2495.54	3648.83	4147.98								
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>								
经营性现金净流	213.31	519.54	108.19	698.52								
投资性现金净流	-692.00	6.00	90.00	12.00								
筹资性现金净流	562.18	-841.08	-136.81	-46.06								
<b>现金流量净额</b>	84.34	-315.53	61.38	664.46								

资料来源: 宏源证券



### 分析师简介:

**陈旭:** 宏源证券研究所商贸零售行业分析师, 4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。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、中兴商业、东百集团、豫园商城

### 机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085511 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085279 luoyun@hysec.com
	<b>孙利群</b> 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。