

业绩符合预期，静待异地扩张

增持维持

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

- **摘要。**2010年公司实现营业收入123.17亿元，同比增长45.33%。归属于上市公司股东净利润为3.06亿元，同比增长20.15%。平均加权ROE为26.25%。
- **加强优势省份。**公司战略稳健同时积极进取，根植福建、走向全国，巩固现有优势省份（福建、重庆）并深耕细作；同时拓展北京、安徽、贵州省市场；再视情况考虑进入其他省份。截止2010年末合计开店156家，其中下半年新开门店21家，符合公司年新开店50家的预期。
- **生鲜带来的集客能力带来毛利率的提升。**2010年收入占比中生鲜为53.11%、食品用品为38.60%、服装为8.28%。我们分析2007年-2008年的收入占比：生鲜占比在下降，而高毛利的食品和服装占比在提升。2010年毛利率为19.12%，同比提高了1.22个百分点。我们认为毛利率的提升原因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。
- **期间费用。**公司处于快速发展期，门店扩张带来期间费用的快速上涨，其中销售费用同比增长64.56%，管理费用同比增长64.01%，财务费用同比增长91.37%。
- **盈利预测。**测算公司2011年-2013年EPS分别为0.60元、0.84元和1.13元，对应得PX分别为44.72、32.13和23.89，估值处于行业高位，不具有较高的安全边际。但考虑到永辉生鲜特色鲜明，在品类和品相上有绝对优势，成功将生鲜运营管理标准化。从签约门店看，公司网店充足，异地扩张空间可观，我们维持“增持”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8474.82	12316.50	17702.59	24065.20	32490.43
增长率	49.25%	45.33%	43.73%	35.94%	35.01%
归属母公司净利润	254.29	305.54	463.60	645.36	868.03
增长率	18.99%	20.15%	51.73%	39.21%	34.50%
每股收益	0.331	0.398	0.604	0.840	1.130
PE	81.53	67.86	44.72	32.13	23.89

分析师

陈旭 (S1180511010002)

电话: 010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	27.00
52周内高	37.71
52周内低	27.03
总市值(百万元)	21171.00
流通市值(百万元)	3032.70
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

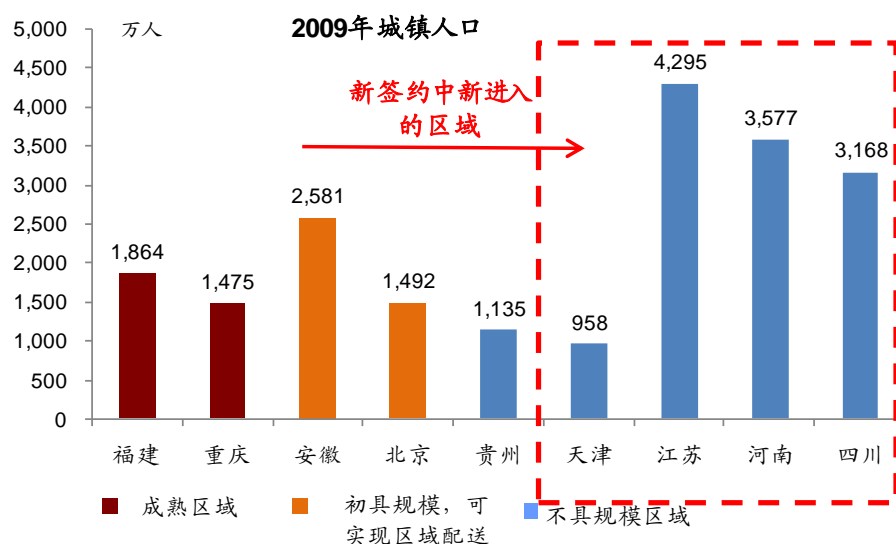
- 1 《永辉超市深度调研报告：生鲜超市龙头，成功异地扩张可期*601933*商贸零售行业*陈旭》，2011.1
- 2 《永辉超市 IPO 深度研究报告：敢为天下“鲜” * 601933 * 商贸零售行业 * 陈旭》，2010.12

表 1: 门店分省——先开店情况及未来计划开店情况

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
2010年中统计已开店	81	47	2	5	0	0	0	0	0	135
2010年底统计已开店	88	53	7	7	1	0	0	0	0	156
前公告未来开店计划	32	48	20	14	2	1	4	6	1	128
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
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
合计面积	23.3	36.5	21.9	15.1	2.2	1.8	7	9.4	2.2	119.4
单店面积	0.73	0.76	1.10	1.08	1.10	1.80	1.75	1.57	2.20	0.93

资料来源: 宏源证券、公司公告

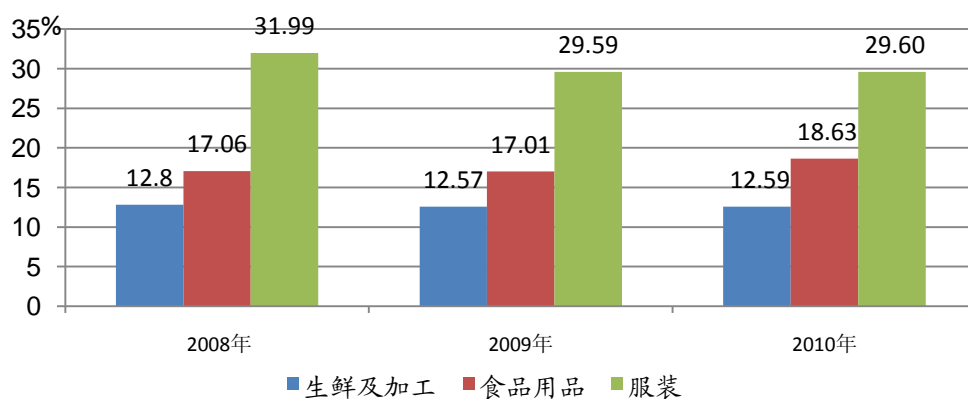
图 1: 天津、江苏、河南、四川已经有签约门店, 未来市场空间可观



资料来源: 宏源证券、国家统计局

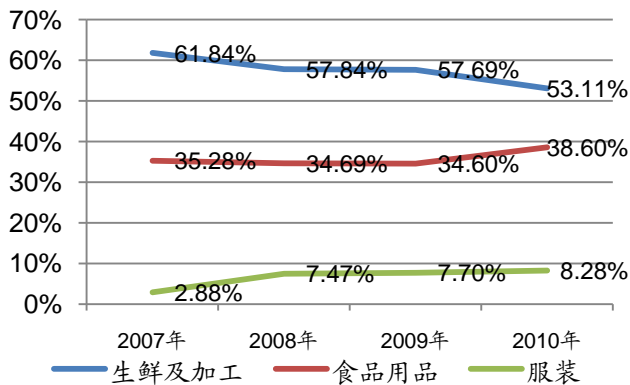
注: 考虑到公司目前都是在二线城市布点, 所以我们这里选取城镇人口作为参考

图 2: 食品用品毛利率上升明显, 生鲜、服装毛利率保持稳定



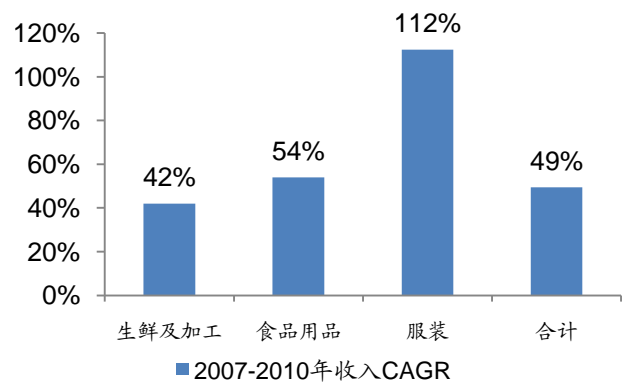
资料来源: 宏源证券

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, 公司年报

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, 公司年报

表 2: 门店扩张分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2010H1
合计							
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	1,231,650	1,770,259	2,406,520	561,114
yoy		55%	49%	45%	44%	36%	
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	12,014	12,000	12,500	6,683
yoy		10%	-16%	2%	0%	4%	
门店数							
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	
净利润(万元)							
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	30,554	46,360	64,536	
YOY	-	65%	19%	24%	51%	41%	
净利率	3.6%	3.8%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	

资料来源: 宏源证券

表3: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12316.50	17702.59	24065.20	32490.43	收益率				
减: 营业成本	9961.86	14318.24	19464.46	26278.96	毛利率	19.12%	19.12%	19.12%	19.12%
营业税金及附加	47.27	66.45	90.34	121.97	三费/销售收入	15.51%	15.24%	15.15%	15.16%
营业费用	1557.71	2265.93	3080.35	4158.77	EBIT/销售收入	3.24%	3.42%	3.42%	3.42%
管理费用	281.95	405.24	550.89	743.76	EBITDA/销售收入	5.04%	5.49%	4.94%	3.48%
财务费用	70.38	25.86	14.16	22.87	销售净利率	2.48%	2.64%	2.70%	2.69%
资产减值损失	5.64	3.50	3.50	3.50	资产获利率				
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	8.01%	10.84%	13.11%	14.99%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.15%	10.77%	10.88%	13.43%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	18.29%	19.48%	22.55%	33.23%
营业利润	391.70	617.37	861.51	1160.60	增长率				
加: 其他非经营损益	7.39	5.34	5.34	5.34	销售收入增长率	45.33%	43.73%	35.94%	35.01%
利润总额	399.10	622.71	866.85	1165.94	EBIT 增长率	10.71%	51.69%	35.83%	34.93%
减: 所得税	94.01	155.68	216.71	291.48	EBITDA 增长率	31.02%	56.51%	22.31%	-4.80%
净利润	305.08	467.03	650.14	874.45	净利润增长率	18.77%	53.08%	39.21%	34.50%
减: 少数股东损益	-0.45	3.43	4.78	6.42	总资产增长率	111.73%	-13.36%	34.37%	9.39%
归属母公司股东净利	305.54	463.60	645.36	868.03	股东权益增长率	261.49%	12.16%	15.09%	17.63%
					经营营运资本增长率	-10.88%	102.87%	11.76%	62.93%
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	资本结构				
货币资金	2525.81	1894.47	2833.08	2947.19	资产负债率	41.17%	23.79%	34.68%	29.70%
应收和预付款项	666.81	1196.39	1336.47	2083.14	投资资本/总资产	35.60%	48.33%	32.99%	40.38%
存货	1351.17	956.63	2180.62	2054.98	带息债务/总负债	33.50%	11.21%	5.73%	6.11%
其他流动资产	20.05	20.05	20.05	20.05	流动比率	1.87	3.66	2.66	3.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.31	2.78	1.74	2.26
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	997.20	971.09	944.98	918.88	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	239.36	239.36	239.36	239.36	资产管理效率				
其他非流动资产	688.73	344.36	0.00	0.00	总资产周转率	1.90	3.15	3.19	3.93
资产总计	6489.13	5622.36	7554.57	8263.60	固定资产周转率	15.97	18.23	25.47	35.36
短期借款	895.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	254.02	152.26	223.45	166.90
应付和预收款项	1551.03	1112.23	2394.31	2228.89	存货周转率	7.37	14.97	8.93	12.79
长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00	业绩和估值指标	2010E	2011E	2012E	2013E
其他负债	75.47	75.47	75.47	75.47	EBIT	399.10	605.38	822.30	1109.55
负债合计	2671.50	1337.70	2619.78	2454.36	EBITDA	621.27	972.35	1189.28	1132.16
股本	767.90	767.90	767.90	767.90	NOPLAT	297.69	450.03	612.72	828.16
资本公积	2435.31	2435.31	2435.31	2435.31	净利润	305.54	463.60	645.36	868.03
留存收益	610.68	1074.27	1719.64	2587.67	EPS	0.398	0.604	0.840	1.130
归属母公司股东权益	3813.88	4277.48	4922.84	5790.87	BPS	4.967	5.570	6.411	7.541
少数股东权益	3.74	7.17	11.95	18.37	PE	67.86	44.72	32.13	23.89
股东权益合计	3817.63	4284.66	4934.79	5809.25	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	6489.13	5622.36	7554.57	8263.60	PB	5.44	4.85	4.21	3.58
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	PS	1.68	1.17	0.86	0.64
经营性现金净流量	752.99	242.34	890.05	53.72	PCF	27.53	85.56	23.29	385.93
投资性现金净流量	-941.80	4.00	4.00	4.00	EV/EBIT	48.18	31.67	22.26	16.47
筹资性现金净流量	2530.20	-877.67	44.54	56.39					
现金流量净额	2341.35	-631.33	938.60	114.12					

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, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 曾任汽车及零部件分析师, 2009-2010年新财富团队成员。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、武汉中百、鄂武商、银座股份、南京中商、渤海物流、辉隆股份、友谊股份、苏宁电器、王府井

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@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。