

商业贸易

2017年01月16日

永辉超市 (601933)

——公司处于历史最好发展时期和最低估值水平，维持“买入”评级

报告原因：强调原有的投资评级

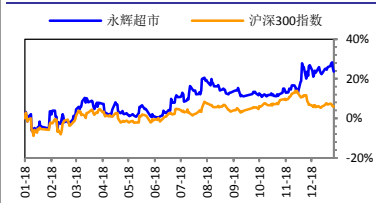
买入（维持）

市场数据:	2017年01月13日
收盘价(元)	4.96
一年内最高/最低(元)	9.24/3.95
市净率	2.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	32284
上证指数/深证成指	3112.76/10008.30

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2016年09月30日
每股净资产(元)	1.96
资产负债率%	32.80
总股本/流通A股(百万)	9571/6509
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《永辉超市(601933)点评:业绩逆势快速增长略超预期,龙头优势不断增强,ROE稳步提升,维持买入评级》2016/10/28

《永辉超市(601933)点评:归母净利润增长27.19%,盈利能力稳步提升,维持“买入”评级》2016/08/26

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 行业不景气下,同业竞争对手持续弱化,而公司凭借竞争优势逆势扩张,实力不断增强,品牌影响力持续上升。近年来,受经济增长放缓以及电商行业的冲击,零售行业景气度转弱下行,多数零售企业面临营收和盈利水平双重下滑的局面。多数零售企业对拓展新店都采取了审慎的态度,关闭亏损的店面则更为频繁,许多实力较弱的区域性超市,更是出现了大面积的倒闭潮。相对于业内主要竞争对手的持续弱化,永辉超市依托其生鲜特色战略,成为区域整合龙头,积极布局新店,以填补市场空白,保持了利润的增长和市场占有率的提升。与此同时,公司的品牌影响力不断增强,对上下游的占款能力和店面租金水平都得以提升。
- 公司跨区域布局基本完成,且绝大部分区域已经实现盈利,因此未来不会再出现因为新进入某个区域而出现亏损或者对利润导致的损伤的问题。经过多年的跨区域扩张布局,公司已经形成了福建大区、重庆大区、北京大区、华东大区、安徽大区、河南大区和东北大区等7大战略板块,超市门店遍布全国19个省份。近年来公司的成熟区域维持了较高的毛利率,而非成熟区域能够实现较快的成长,毛利率水平提升迅速,多数区域已经具备盈利能力,因而能够有效地抵消了新增门店对总体利润的拉低作用。
- 新店增长与同店增长“两架马车”拉动收入增长,毛利率的提升与费用率的下降并行提高利润水平。通过与零售巨头高鑫零售的对比,我们发现永辉超市的新增店面收入和同店增长收入都相对稳定,对公司营业收入的增长都有较大的推动作用。考虑到公司未来年均60-80家左右的新店增速,以及经营效率的持续改善,我们预计在“双马车”驱动下,公司的营业收入未来将进入一个中等速度的平稳增长期。另外,在次成熟店和新店的快速成长以及商品结构不断优化下,综合毛利率水平将呈现增长;公司内部精细化管理缓解期间费用率压力;门店物业的租金收入正快速增长。在三者的共同推动下,公司净利润将进入快速增长期。
- 公司当前估值水平处于历史相对低位,且公司业绩高增长确定性强,维持“买入”评级。预计公司2016-2018年实现营业收入分别为502.75亿元、595.13亿元、711.73亿元,预计2016-2018年实现归属于母公司股东净利润分别为10.25亿元、14.25亿元、19.09亿元,按照定增完成后股本计算的EPS分别为0.11元、0.15元、0.20元,对应当前股价的PE分别为42、31、23倍。鉴于公司中长期发展前景看好,未来几年业绩高增长确定性高,我们给予公司2017年40倍PE,对应的合理股价为6.0元,较当前股价仍有20%的上涨空间,维持至“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	42,145	37,015	50,275	59,513	71,173
同比增长率(%)	14.75	17.72	19.29	18.37	19.59
净利润(百万元)	605	815	1,025	1,425	1,909
同比增长率(%)	-28.92	36.57	69.33	39.02	33.96
每股收益(元/股)	0.15	0.09	0.11	0.15	0.20
毛利率(%)	19.8	20.0	20.0	20.2	20.3
ROE(%)	5.0	4.3	5.2	6.8	8.3
市盈率	33		45	33	25

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2016-2018 年实现营业收入分别为 502.75 亿元、595.13 亿元、711.73 亿元，预计 2016-2018 年实现归属于母公司股东净利润分别为 10.25 亿元、14.25 亿元、19.09 亿元，按照定增完成后股本计算的的 EPS 分别 0.11 元、0.15 元、0.20 元，对应当前股价的 PE 分别为 42、31、23 倍。鉴于公司中长期发展前景看好，未来几年业绩高增长确定性高，我们给予公司 2017 年 40 倍 PE，对应的合理股价为 6.0 元，较当前股价仍有 20% 的上涨空间，维持至“买入”评级。

关键假设点

面对行业不景气和电商冲击，同业竞争者持续弱化；

成熟门店毛利率稳定，非成熟门店毛利率稳步提升，可比店面增长比较稳定；

公司生鲜模式的可复制性较强，未来保持每年新开 60-80 家门店的扩张速度；

公司的精细化管理能够有效降低期间费用率。

有别于大众的认识

市场可能认为，永辉超市已经非常“白”了，很难有预期差，且在零售行业整体不景气的时候，公司的快速扩张动作被认为风险较大而遭受质疑。

我们认为，无论是从公司大的发展情况还是从对财务和利润的影响角度来看，永辉当前时间点都是处于历史上最好的发展时期。首先，从对公司长期的发展的角度来看，公司目前正在一个竞争对手不断弱化和减少，同时公司品牌影响力逐步提升的过程。其次，从财务和利润的角度来看，公司目前基本完成跨区域扩张的布局，目前已经进入中国 19 个省市，而且绝大部分进入的省市都已经实现盈利，因此，对于公司未来的发展来说，不会再出现因为新进入某个区域而出现亏损或者对利润导致的损伤的问题。总的来说，公司已进入了一个收入中等速度增长，净利润高速增长的发展时期。

股价表现的催化剂

公司利润进入快速上升通道。

核心假设风险

通货紧缩、新开门店培育期拉长。

目录

1. 公司当前处于历史最好发展时期	6
1.1 同业竞争对手在弱化，公司的竞争优势逐步加强.....	6
1.1.1 行业不景气，超市行业关店和退出动作增加.....	6
1.1.2 公司逆势扩张，填补市场空白，竞争优势逐步加强.....	7
1.1.3 公司品牌影响力不断提升.....	9
1.2 跨区域布局基本完成，多数区域已具备盈利能力.....	9
1.2.1 跨区域布局基本完成.....	9
1.2.2 多数区域已经实现盈利，新开门店培育期大幅缩短.....	11
1.3 公司进入收入中速增长净利润高速增长的发展时期.....	12
1.3.1 同店增长与新店增长，双马车贡献收入增长.....	12
1.3.2 毛利率提升，费用率下降，公司净利润进入快速上升通道.....	14
2. 估值处于历史低位，维持“买入评级”	16

图表目录

图 1: 2016 年 H1 多数连锁超市净利润负增长	6
图 2: 连锁超市市场占有率(%)出现分化.....	6
图 3: 永辉超市与高鑫零售新增店面对比 (家)	7
图 4: 永辉超市与高鑫零售营业面积对比 (万平方米)	7
图 5: 永辉超市与高鑫零售新增店面对比 (家)	8
图 6: 永辉超市与高鑫零售营业面积对比 (万平方米)	8
图 7: 永辉销售收入和门店扩张速度同步.....	8
图 8: 高鑫零售门店扩张速度明显快于收入增速	8
图 9: 永辉超市应付款与预收款占销售收入的比例.....	9
图 10: 永辉超市门店转租租金水平 (元/平方米/天)	9
图 11: 公司门店分布和密集度示意图.....	10
图 12: 各区域毛利率情况	11
图 13: 永辉超市与高鑫零售的总体坪效 (元/平方米)	12
图 14: 永辉超市与高鑫零售的坪效 YOY.....	12
图 15: 永辉超市收入净增长拆分 (百万元)	13
图 16: 高鑫零售收入净增长拆分 (百万元)	13
图 17: 永辉超市与高鑫零售新增店面贡献率对比	13
图 18: 永辉超市与高鑫零售同店增长 YOY 对比	13
图 19: 永辉超市营业收入及增长情况 (亿元)	14
图 20: 2015 年永辉超市各产品销售收入份额	14
图 21: 2015 年永辉超市各产品毛利率.....	14
图 22: 永辉超市综合毛利率.....	15
图 23: 人效对比 (元/人)	16
图 24: 永辉超市期间费用率.....	16
图 25: 永辉超市动态 PE 值处于历史较低位置.....	16
图 26: 永辉超市动态 PS 值处于历史最低位置.....	16
表 1: 近年来倒闭的区域性超市	6

表 2: 永辉超市店面及新增店面分布.....	10
表 3: 永辉超市区域坪效 (元/平方米)	11
表 4: 永辉超市销货收入拆分 (百万元)	12
表 5: 高鑫零售销货收入拆分 (百万元)	12

1. 公司当前处于历史最好发展时期

我们认为，无论是从公司大的发展情况还是从对财务和利润的影响角度来看，永辉当前时间点都是处于历史上最好的发展时期。首先，从对公司长期的发展角度来看，公司目前正在一个竞争对手不断弱化和减少，同时公司品牌影响力逐步提升的背景下发展，其次，从财务和利润的角度来看，公司目前基本完成跨区域扩张的布局，已经进入 19 个省市，而且绝大部分进入的省市都已经实现盈利，因此，对于公司未来的发展来说，不会再出现因为新进入某个区域而出现亏损或者对利润导致的损伤的问题，从财务的角度来看，公司进入一个收入中等速度增长，净利润高速增长的发展时期。

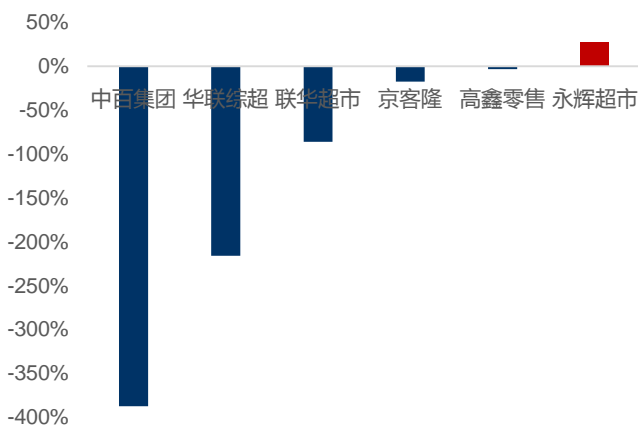
1.1 同业竞争对手在弱化，公司的竞争优势逐步加强

1.1.1 行业不景气，超市行业关店和退出动作增加

近年来，特别是 2013 年之后，受经济增长放缓以及电商行业的冲击，零售行业景气度转弱下行，多数零售企业面临营收和盈利水平双重下滑的局面。2016 年上半年，国内一些具有代表性的连锁超市的净利润都同比出现了负增长。在这一形势下，多数零售企业对拓展新店都采取了审慎的态度，关闭亏损的店面则更为频繁，防御收缩动作明显。从市场占有率来看，除了高鑫零售保持较为平稳外，沃尔玛、家乐福、联华超市等传统巨头的市场份额都出现了下滑。另外，许多实力较弱的区域性超市，面临的经营压力更大，近年来出现了大面积的倒闭潮。

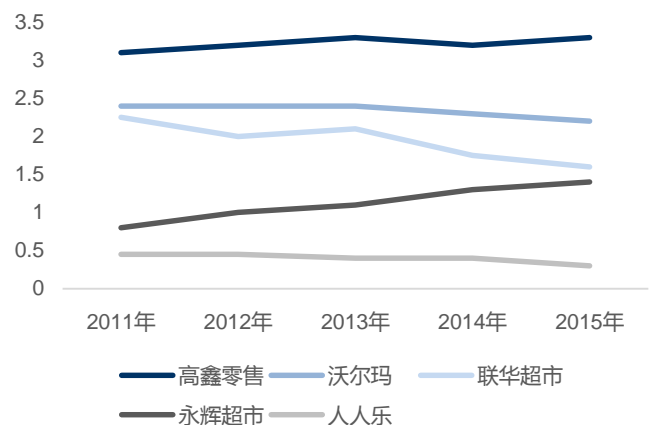
相对于业内主要竞争对手的持续弱化，永辉超市依托其生鲜特色战略，保持了利润的增长和市场占有率的提升，表现出了强劲的市场竞争力。

图 1: 2016 年 H1 多数连锁超市净利润负增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2: 连锁超市市场占有率(%)出现分化



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

表 1: 近年来倒闭的区域性超市

超市名称	倒闭时间	事件
------	------	----

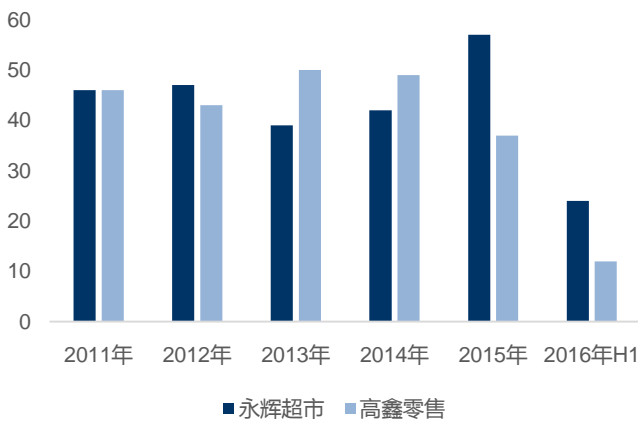
家和超市	2014年6月	自贡市家和超市欠自贡市农业银行贡井分行、民生银行成都分行等4家银行1.35亿贷款,欠900多家供货商9000多万元货款等,现已严重资不抵债,家和超市总部及分布在各地的26家门市关门。
百全超市	2014年6月	作为中国邮政集团和美国地平线投资集团合作的项目,4年来百全超市在中国几个农业大省辛苦“打拼”,却仍然无法避免水土不服、亏损不断的问题。赣、豫、鲁陆续关店98家店。
天天壹加壹	2015年4月	铜川市本土最大的民营连锁超市“天天壹加壹”因资金链断裂,突然关停30多家门店。
天顺超市	2015年5月	云南本土最大的天顺超市出现资金链断裂,拖欠供应商货款,银行贷款逾期等情况,被迫陆续关闭所有40家门店。
九头崖超市	2016年7月	已经成立23年的河南本土品牌九头崖超市因管理不善,经营资金紧张,停止营业。

资料来源:申万宏源研究

1.1.2 公司逆势扩张,填补市场空白,竞争优势逐步加强

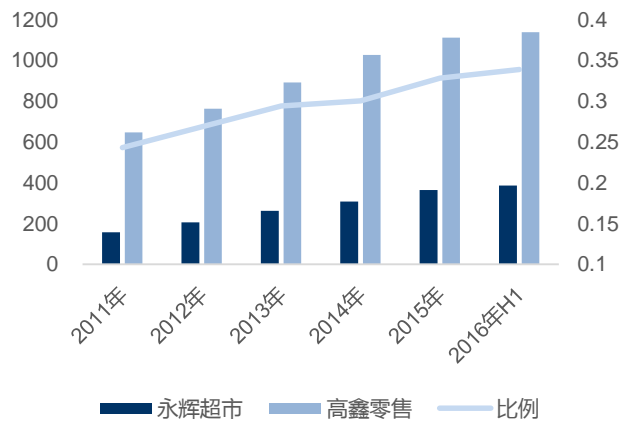
行业的低迷和电商的冲击既给公司带来了挑战,也带来了机遇。在应对挑战方面,公司以生鲜为特色的超市经营模式发挥了护城河的作用。公司的核心竞争力就是强大的生鲜经营管理能力,其所构筑的聚客能力使得公司保持了稳定的客流,从而使生鲜之外的其他品类商品的销售受电商的冲击较小,并且能够帮助新门店的快速引流和成长。另一方面,其他零售企业的收缩和退出留下了市场空间,给公司的扩张创造了机遇。规模化是零售行业的制胜法宝之一,公司正依托核心竞争力成为区域整合龙头,积极布局新店,以填补市场空白,实现跨区域的规模化经营。

图3:永辉超市与高鑫零售新增店面对比(家)



资料来源:公司公告、申万宏源研究

图4:永辉超市与高鑫零售营业面积对比(万平方米)

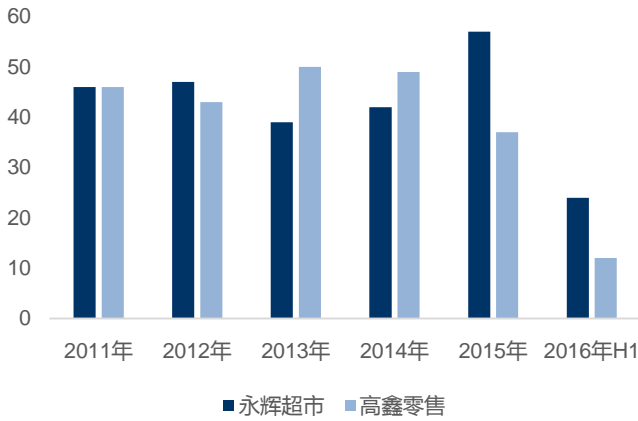


资料来源:公司公告、申万宏源研究

对比传统零售巨头中表现最好的高鑫零售,我们发现公司在扩张速度已超越对方,且两者在规模上的差距正逐步缩小。近年来,高鑫零售也受到了电商的较大冲击,其客流量受到了一定的影响,依靠增加新店以实现增长的方式开始受限。因此从2013年开始,高鑫零售的新开店数量逐年减少,转而寻求提升管理效率和探索新业态。而永辉超市在新增门店方面则保持了逆势快速扩张的态势,我们预计2016-2018年的年均新增店面数量仍将保持在60-80家左右,发展速度远快于传统零售企业。除此之外,近年来永辉超市也加大了

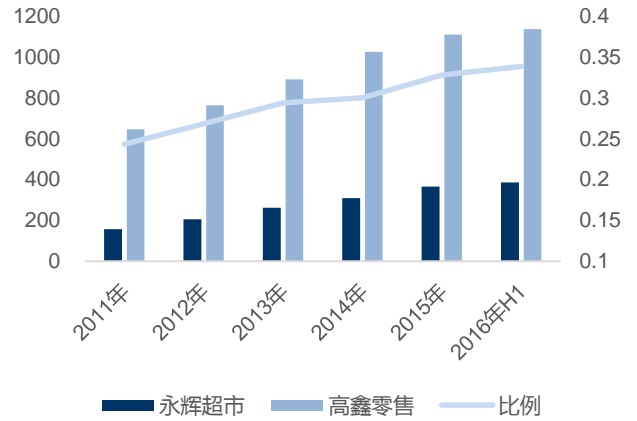
精品店及大卖场的开设力度，单店面积及总营业面积都在持续提升。截至 2016 年上半年，永辉超市的门店面积已达到 386.05 万平方米，其与高鑫零售门店面积的比例由 2011 年的 0.24 提升至当前的 0.34，差距正逐步缩小，考虑到高鑫零售有 1/2-2/3 的面积用于对外转租，从实际经营面积角度来看，永辉超市与高鑫零售差距以更快的速度缩小。

图 5：永辉超市与高鑫零售新增店面对比（家）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 6：永辉超市与高鑫零售营业面积对比（万平方米）

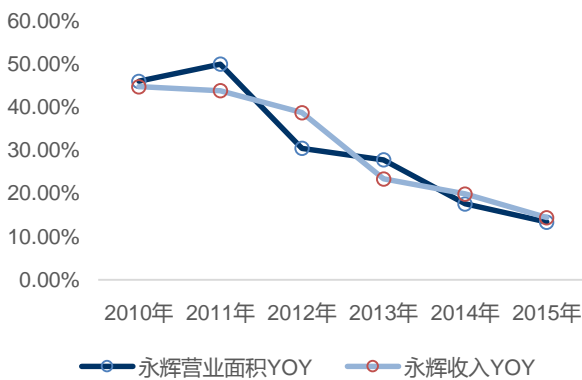


资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司的快速扩张所带来的营收规模的提升是明显的。在生鲜特色战略下，新开门店的速度和质量都得到有效保障，公司近年的主营收入保持了高速增长，2015 年的营业收入已实现 402 亿元，是 2010 年营收水平的近 4 倍。我们预计，随着公司布局的深入，未来规模效应将带来采购、销售等成本的降低以及综合竞争力的提升。

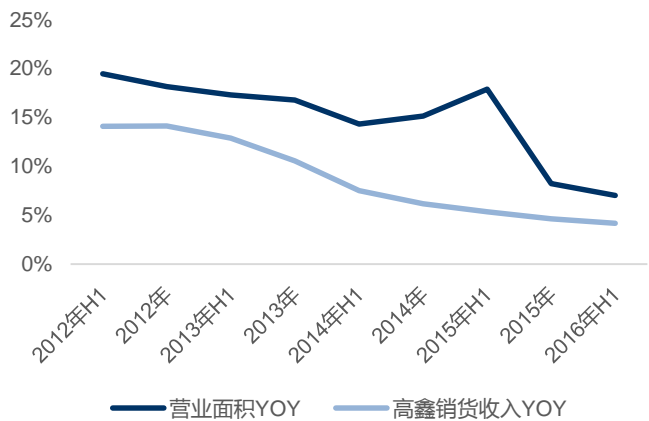
此外值得一提的是，我们发现，近年来尽管高鑫零售门店的经营面积也在呈现一个较快速度的扩张，但是在门店面积扩张的同时销售收入并没有呈现同步的增长，从 2012 年开始，高鑫零售门店面积的增速持续高于销货收入的增速，显示，高鑫零售今年门店的扩张有一大部分是无效的。门店扩张并未带动收入的同比提升。这一效应将在未来几年对其经营产生重大不利影响。而观察永辉超市的情况，我们发现，永辉超市从 2010 年以来门店经营面积扩张速度和销售收入的增长速度是同步的，显示永辉在门店扩张方面的效率是非常高的。

图 7：永辉销售收入和门店扩张速度同步



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 8：高鑫零售门店扩张速度明显快于收入增速



资料来源：公司公告、申万宏源研究

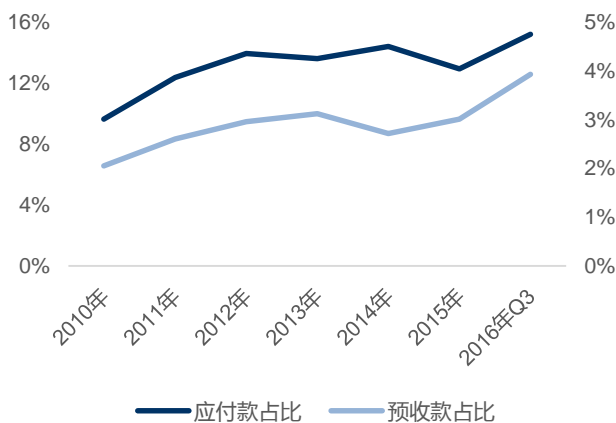
1.1.3 公司品牌影响力不断提升

随着近年来公司经营规模的扩大以及供应链管理能力的增强，公司的品牌影响力也不断得到提升。一般来说，反映一家超市企业品牌影响力的指标有两个：经营活动中的占款能力和店面租金水平。

我们分析了近年来公司经营活动中应付款和预收款占销售收入比重的变化。2010年公司应付账款占销售收入的比重为9.32%，2016年三季度该比重增至15.22%，提升了5.90%；2010年预收款占销售收入的比重为1.98%，2016年三季度该比重增至3.93%，提升了1.95%。应付款和预收款占比的大幅提升反映了公司占款能力的增强，也表明公司品牌影响力逐步扩大，上游供应商更愿意在公司的超市平台销售产品，同时消费者更加愿意接受和购买公司发行的购物卡等支付工具。

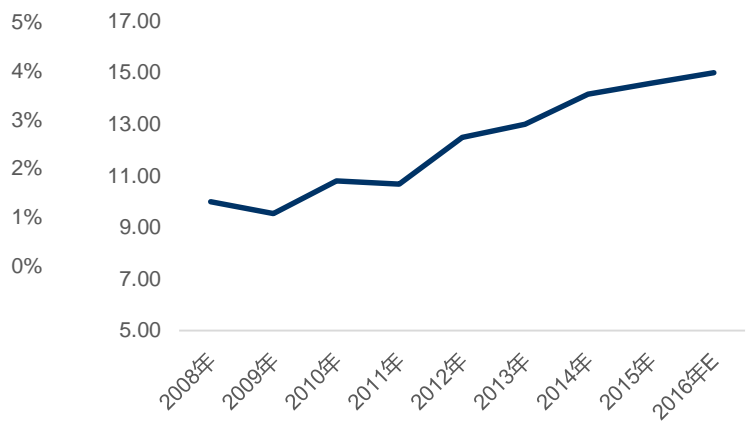
另外，由于公司超市门店的聚客能力强，公司品牌的市场认可不断提升，更多的商户愿意选择租用公司的门店物业。因此，近年来公司每平方米物业的日租金也呈现了持续增长的走势，2010年单位日租金为1.08元，而到2015年已增至1.46元，我们预计未来仍会保持缓慢上涨。随着公司商业物业供给的大量增加以及公司品牌效应的提升，公司物业租金收入将继续增长。

图 9：永辉超市应付款与预收款占销售收入的比例



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 10：永辉超市门店转租租金水平（元/平方米/天）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

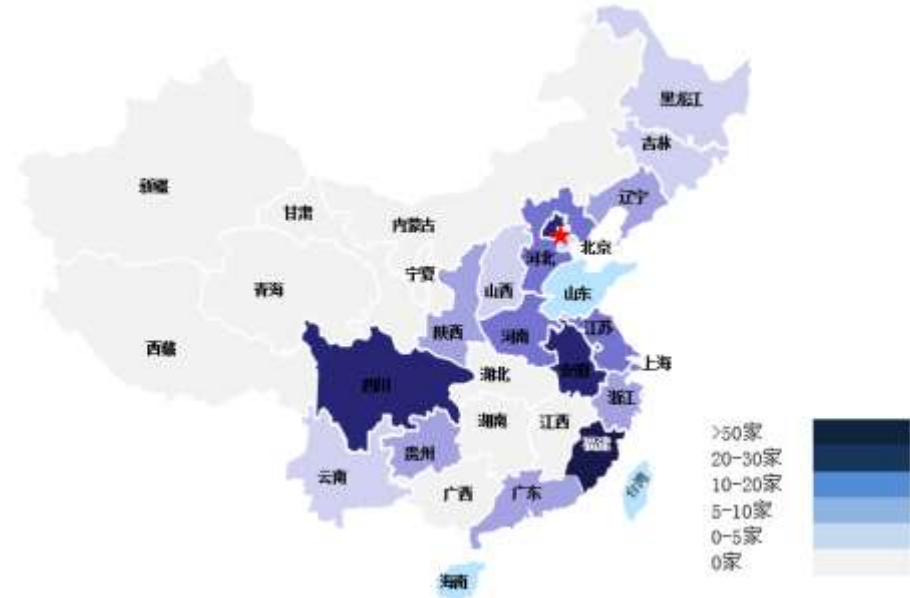
1.2 跨区域布局基本完成，多数区域已具备盈利能力

1.2.1 跨区域布局基本完成

经过多年的跨区域扩张布局，公司已经形成了福建大区、重庆大区、北京大区、华东大区、安徽大区、河南大区和东北大区等 7 大战略板块，超市门店已经进入福建、广东、重庆、四川、贵州、云南、陕西、北京、河北、河南、天津、安徽、江苏、浙江、上海、

东北三省等 19 个省份。除了新开门店等扩张动作外，公司还通过与中百集团、牛奶公司等区域优质伙伴开展联合采购、协同营销等合作，提升供应链整合水平。目前，公司的跨区域战略布局已经基本完成。

图 11：公司门店分布和密集度示意图



资料来源：公司公告、申万宏源研究

店面密集度最高的区域是福建和重庆大区，而扩张速度最快的则是重庆、北京和华东大区。福建地区作为公司大本营，建设时期较早，目前市场已经基本成熟，公司在该地区以优化调整为主，不是开设新店的首选之地。而重庆、四川和安徽等地的人口众多，市场潜力尚未充分发掘，竞争对手相对薄弱，自然成为永辉新店扩张的重点区域。北京和华东地区是我国的经济中心地带，市场规模大，尽管竞争对手强劲，也是公司的重要目标区域。其他地区则是公司布局的未来潜在增长点。

表 2：永辉超市店面及新增店面分布

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
福建地区	97	104	104	108	113
福建新增		7	0	4	5
重庆地区	68	80	97	117	141
重庆新增		12	17	20	24
北京地区	14	25	30	39	46
北京新增		11	5	9	7
华东大区	5	11	20	24	37
华东新增		6	9	4	13
安徽大区	12	14	17	20	24
安徽新增		2	3	3	4
河南大区	3	7	11	12	15
河南新增		4	4	1	3
东北大区	3	8	9	10	11

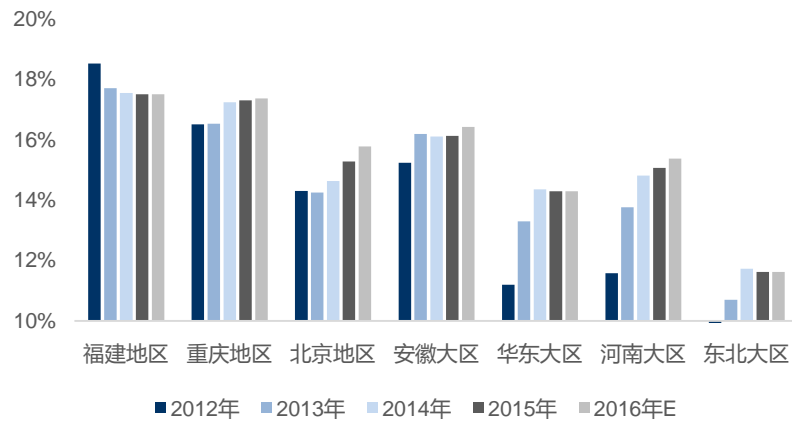
东北新增		5	1	1	1
合计	202	249	288	330	387

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2.2 多数区域已经实现盈利，新开门店培育期大幅缩短

综合来看，近年来公司的成熟区域维持了较高的毛利率，而非成熟区域能够实现较快的成长，毛利率水平提升迅速，多数区域已经具备盈利能力。其中，福建地区已经基本成熟，毛利率最高，主营业务毛利率为 17.51%。重庆地区已经发展到密集布点阶段，主营毛利率较高为 17.31%，后期预计小幅上升，但其对整体毛利率的提升作用是重要的。其他次新地区如北京、安徽、河南、华东等地区处于快速成长期，当前毛利率在 15-16%左右，已基本实现盈利，后期仍有较大提升空间。唯有东北地区的毛利率提升最慢，这和店面太少，布局过于分散，以及东北喜欢早市等情况有关。

图 12：各区域毛利率情况



资料来源：公司公告、申万宏源研究

由于公司布局的多数区域已具备较好的盈利能力，且公司以生鲜为特色的经营模式能够较好地抵抗冲击，并能够帮助次成熟店及新门店快速的发展，因而有效地抵消了新增门店对总体利润的拉低作用。

近年来，公司一直在加速扩张，新增门店较多，各大区域的坪效水平虽有所波动，但仍保持了稳步增长的态势。相对于高鑫零售坪效水平的日益下滑，我们发现公司的总体坪效在不利的行业背景和高速扩张下，仍保持相对平稳，近五年都维持在 11000 元/平方米以上。在已经实现盈利的区域大家门店密集度的展店，新开门店的培育期将大幅缩短。因此，对于公司未来的发展来说，不会再出现因为新进入某个区域而出现亏损或者对利润导致的损伤的问题。

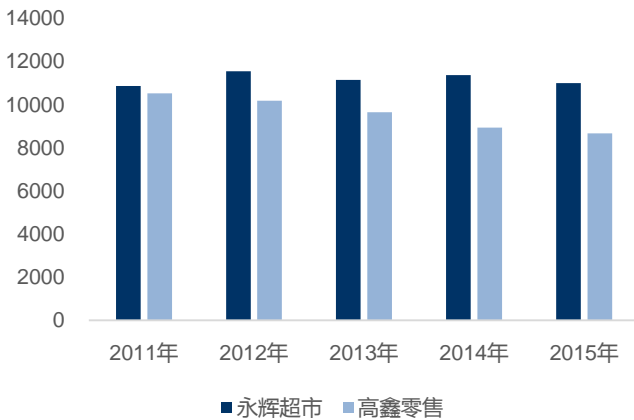
表 3：永辉超市区域坪效（元/平方米）

	2012年	2013年	2014年	2015年
福建地区	13585.62	13562.39	13035.17	11329.58

重庆地区	14444.73	14196.34	13491.94	12696.04
北京地区	9662.50	9960.55	9768.31	11157.71
安徽大区	9013.04	9132.01	9575.67	9096.69
华东大区	5258.76	5369.40	7960.26	9040.20
河南大区	4421.18	5256.46	7260.00	7192.45
东北大区	5520.39	5491.41	7790.71	8432.64

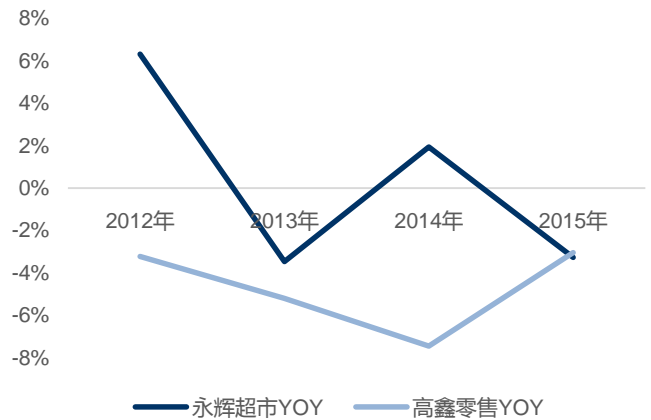
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 13：永辉超市与高鑫零售的总体坪效（元/平方米）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 14：永辉超市与高鑫零售的坪效 YOY



资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 公司进入收入中速增长净利润高速增长的发展时期

1.3.1 同店增长与新店增长，双马车贡献收入增长

超市行业营业收入的增长主要有两个来源：同店收入的增长和营业面积增加所带来的收入增长。我们将永辉超市和高鑫零售的销货收入拆分为两部分，一部分是稳定店面的收入，即同店收入；另一部分是新增店面带来的收入。同时，再观察同店增长与新店增长对两者营业收入净增长的贡献。通过对比我们发现，公司的营业收入增长受到同店增长与新店增长两架马车的同时拉动。

表 4：永辉超市销货收入拆分（百万元）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
销货收入	11,903	17,118	23,748	29,298	35,130	40,199
同店增长 YOY		13.36%	6.50%	4.61%	4.33%	-2.03%
同店收入		13,493	18,231	24,843	30,566	34,417
新增店面收入		3,625	5,517	4,455	4,564	5,783
新增店面贡献率		21.18%	23.23%	15.21%	12.99%	14.38%

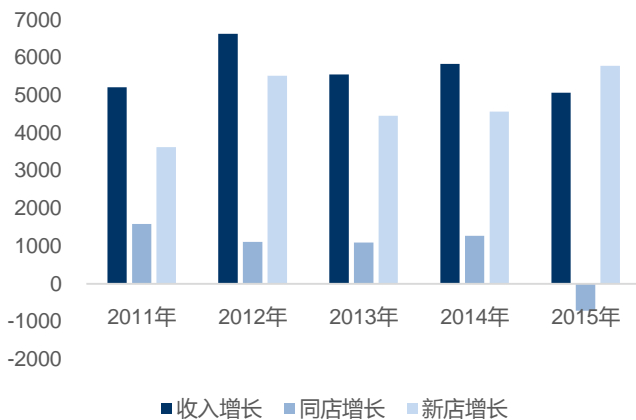
资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 5：高鑫零售销货收入拆分（百万元）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
销货收入	54,924	66,540	75,936	83,958	89,136	93,270
同店增长 YOY		8.80%	3.30%	2.00%	-1.60%	-3.60%
同店收入		59,757	68,736	77,455	82,615	85,927
新增店面收入		6,783	7,200	6,503	6,521	7,343
新增店面贡献率		10.19%	9.48%	7.75%	7.32%	7.87%

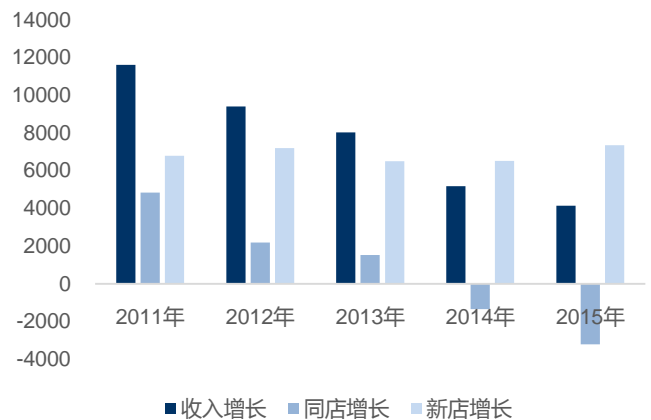
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 15：永辉超市收入净增长拆分（百万元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 16：高鑫零售收入净增长拆分（百万元）



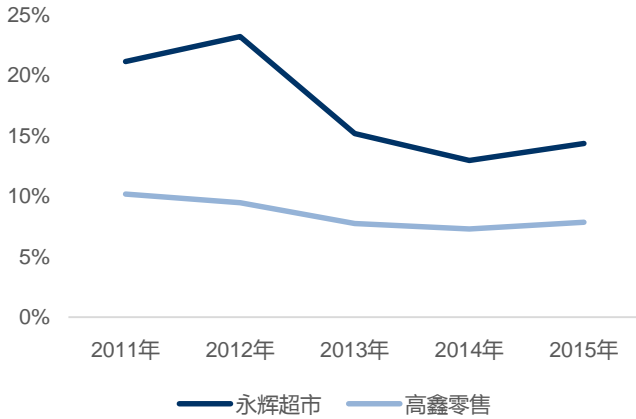
资料来源：公司公告、申万宏源研究

首先，相对于高鑫零售，永辉超市新增店面对总收入水平的贡献率更高，且已经成为收入净增长的主要动力，这也契合了当前公司积极扩张的战略。考虑到未来几年，公司新开店面的速度仍将维持在年均 60-80 家左右，新增门店所带来收入将推动公司总营收保持中等速度的增长。

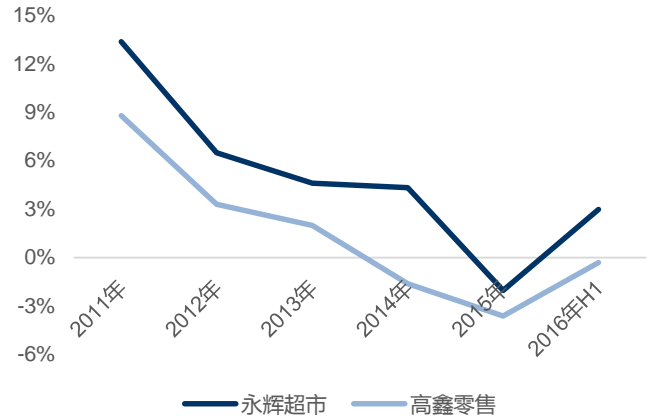
其次，永辉超市的同店增长 YOY 也优于高鑫零售。同店增长来源于可比店面经营效率的改善。相对于零售运营已经相当成熟的高鑫零售，永辉的提升空间仍然很大。而对比两者同店增长 YOY，2014 年以来，永辉超市可比同店持续改善，维持小幅正增长，而高鑫零售则陷入持续负增长的境地。此外，我们这里比较的数据是永辉超市开业两年门店的同店增速，而高鑫零售的数据则是开业一年以上门店的同店增速。如果比较口径一致的话。永辉的同店增速优势将更为可观。

图 17：永辉超市与高鑫零售新增店面贡献率对比

图 18：永辉超市与高鑫零售同店增长 YOY 对比



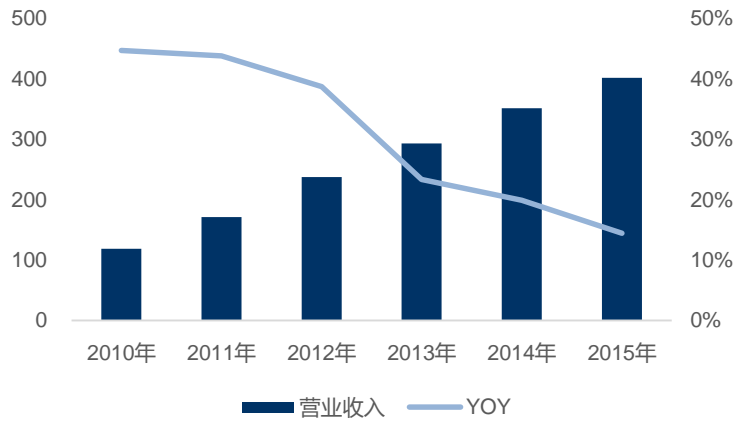
资料来源：公司公告、申万宏源研究



资料来源：公司公告、申万宏源研究

尽管永辉超市和高鑫零售的新增店面业务增长态势接近，但由于同店增长方面的差异，高鑫零售的收入净增长额呈现了趋势性的下滑，而永辉超市则稳定在较高的水平。因此，我们预计在“双马车”驱动下，公司的营业收入未来将进入一个中等速度的平稳增长期。

图 19: 永辉超市营业收入及增长情况 (亿元)



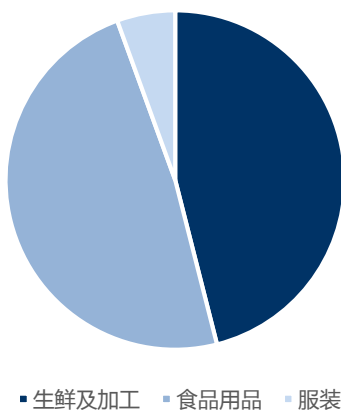
资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3.2 毛利率提升，费用率下降，公司净利润进入快速上升通道

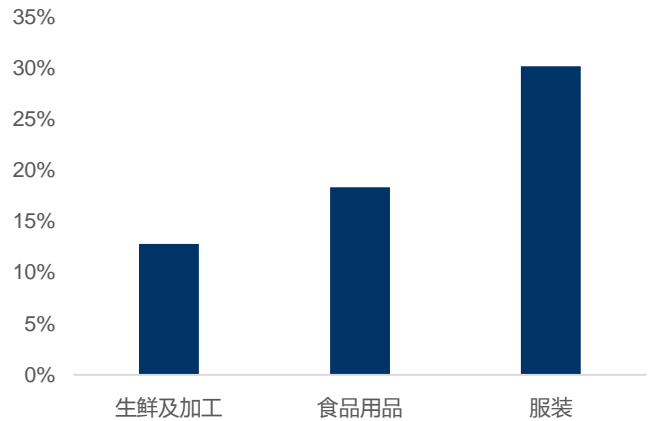
公司综合毛利率有望继续提升。永辉超市生鲜品类占营收的比重近年来稳定在 46%，远高于同行业不到 30%的比重。生鲜是超市里毛利率极低的品类，永辉超市 2015 年生鲜的毛利率达到了 12.81%，在业内已经首屈一指，但仍然低于食品、服装等品类，难以单独形成利润。特别是当前，永辉超市正处于扩张期，开新店时生鲜往往是亏损的，众多新区和老区新店生鲜毛利极低，对整体的毛利率有拉低作用。但我们认为这一代价是值得的，生鲜特色所衍生出的强大集客能力，有助于新店的快速成熟和带动其他高毛利品类的销售，是永辉模式得以快速复制的关键所在。

图 20: 2015 年永辉超市各产品销售收入份额

图 21: 2015 年永辉超市各产品毛利率



资料来源：公司公告、申万宏源研究

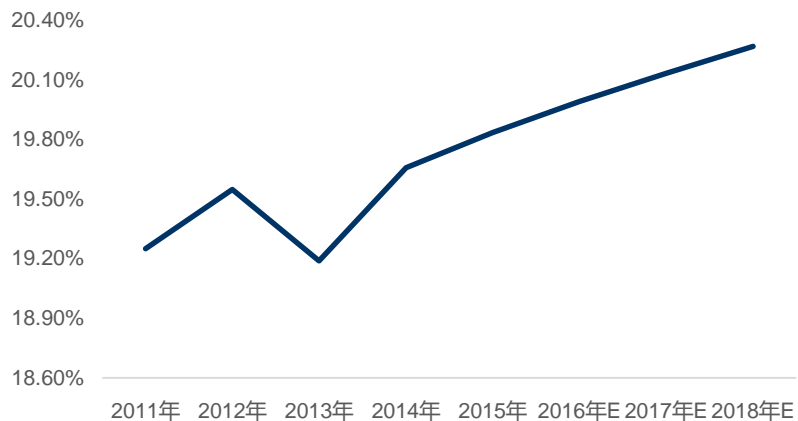


资料来源：公司公告、申万宏源研究

前面我们已经分析了公司大多数经营区域已经具备了较强的盈利能力，成熟店和次成熟店已经形成规模，这也就意味着即便未来公司高速扩张新店，新店占总营业面积的比例是逐渐下降的，新店对总体毛利水平的冲击越来越有限。另外，随着公司在次新区域门店密集度的提升，次新区域的规模优势将逐步体现，毛利率将逐步提升。

因此，总的来看，在次成熟店和新店的快速成长下，公司未来三年的综合毛利率水平将呈现增长的趋势。

图 22：永辉超市综合毛利率

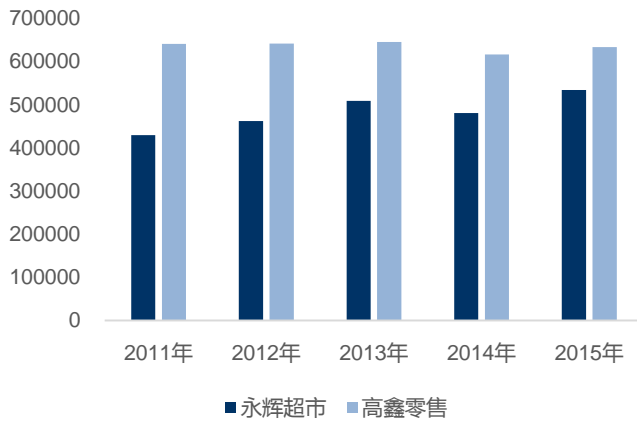


资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司期间费用率将得到缓解。超市企业为典型的劳动密集型和物业密集型行业，期间费用的最大的部分来源于员工薪酬及物业租赁费用。近年来随着公司内部精细化管理的持续推进，员工得到了精简，尽管员工平均薪酬总体增速在 10% 以上，但是公司每平方米经营面积的人力费用呈现下降趋势，人效得到了较快地提升，缓解了期间费用率的压力。此外，随着公司规模扩大和品牌影响力的提升，公司对物业出租方的溢价能力持续提升，很多商业地产开发商愿意以低于市场价格的租金吸引永辉来经营实现带动人气、繁荣市场的效果。所以未来几年，公司新开门店在可比区域的租金将呈现逐年下降的趋势。

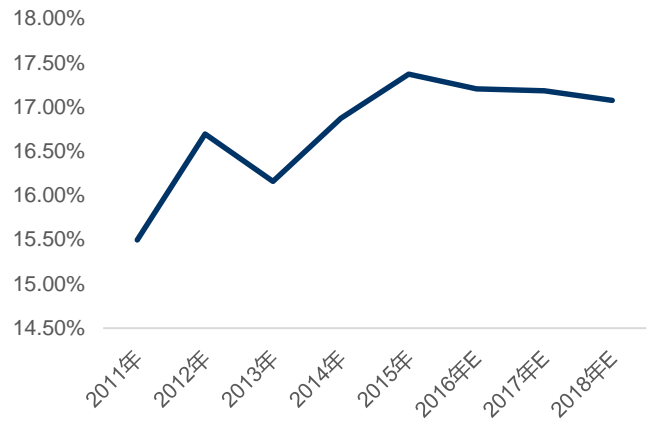
除此之外，公司倡导以工业化和流程化的经营理念来梳理超市经营过程中的各个环节，除人力费用之外的其他销售和管理费用也得到了有效控制。因此，我们预计公司未来几年的期间费用率将小幅下降。

图 23：人效对比（元/人）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 24：永辉超市期间费用率



资料来源：公司公告、申万宏源研究

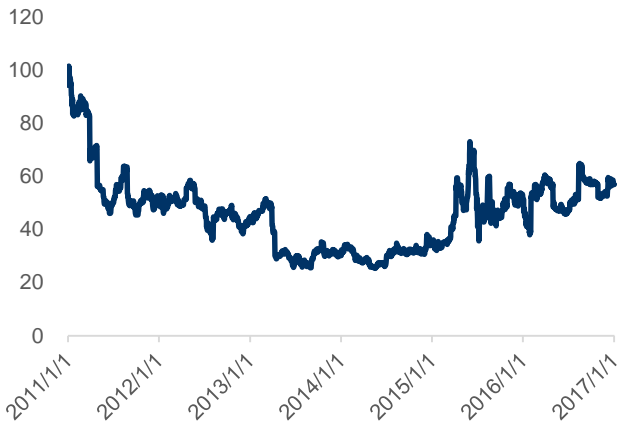
此外，公司门店物业转租收入正快速增长。受益于公司超市门店较强的聚客能力，随着物业供给的增加以及公司品牌效应的提升，公司门店物业转租收入呈现持续增长的趋势。综合来看，毛利率的上升、费用率的下降、租金收入的增长，三者将共同推动公司净利润进入快速增长期。

2. 估值处于历史低位，维持“买入评级”

从估值的角度来看，公司当前 PE 和 PS 均处于历史底部，尤其 PS 处于上市以来底部，具备较大的投资价值。随着公司已经进入了“质”与“量”共同发展的阶段，公司净利润必然进入一个快速增长的最好历史时期。再考虑到公司的现金结构拐点临近，公司自有资金将足以支撑新店面的快速铺设，后期股权融资的可能性降低。因此，公司的估值水平将进一步降低，市场估值消化将转化为股价的上涨。

图 25：永辉超市动态 PE 值处于历史较低位置

图 26：永辉超市动态 PS 值处于历史最低位置



资料来源：公司公告、申万宏源研究



资料来源：公司公告、申万宏源研究

我们维持对公司的预测，我们预计公司 2016-2018 年实现归属于母公司股东净利润分别为 10.25 亿元、14.25 亿元、19.09 亿元，对应本次增发完成后股本的 EPS 分别为 0.11 元、0.15 元、0.20 元，对应当前股价的 PE 分别为 42、31、23 倍。鉴于公司未来几年业绩高、增长确定性强，按照行业可比公司最低的步步高 2017 年 41 倍 PE，我们给予永辉超市 2017 年达到 40 倍 PE 的预测，对应的合理股价为 6.0 元，较当前股价仍有 20% 的上涨空间，维持投资评级“买入”。

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	36,727	42,145	50,275	59,513	71,173
福建地区	10,850	10,962	13,087	15,597	18,847
重庆地区	12,592	14,293	15,854	17,819	19,978
北京地区	5,074	6,473	7,732	8,708	10,244
安徽大区	2,033	2,453	3,380	4,348	5,615
华东大区	2,615	3,687	5,064	7,010	9,451
营业总成本	35,892	41,326	48,978	57,682	68,696
营业成本	29,507	33,785	40,200	47,495	56,697
福建地区	8,946	9,043	10,796	12,866	15,547
重庆地区	10,422	11,819	13,097	14,710	16,480
北京地区	4,331	5,484	6,512	7,291	8,525
安徽大区	1,706	2,057	2,825	3,612	4,637
华东大区	2,240	3,160	4,341	6,008	8,100
营业税金及附加	176	207	241	286	342
销售费用	5,264	6,377	8,225	9,707	11,480
管理费用	828	970	483	512	548
财务费用	104	-25	-172	-317	-371
资产减值损失	14	12	0	0	0
公允价值变动损益	2	15	5	5	5
投资收益	220	-73	10	10	10
营业利润	1,056	761	1,313	1,847	2,492
营业外收支	28	37	50	50	50
利润总额	1,084	797	1,363	1,897	2,542
所得税	232	197	338	472	633
净利润	853	600	1,025	1,425	1,909
少数股东损益	1	-5	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	852	605	1,025	1,425	1,909

资料来源：申万宏源研究

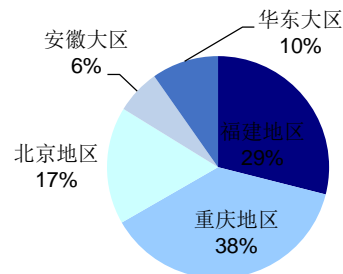
合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8,250	11,930	20,716	23,667	27,501
现金及等价物	2,152	4,375	12,345	14,366	17,024
应收款项	2,194	1,945	1,954	1,967	1,985
存货净额	3,699	4,250	5,057	5,975	7,132
其他流动资产	205	1,360	1,360	1,360	1,360
长期投资	1,237	1,955	1,955	1,955	1,955
固定资产	3,182	3,384	3,359	3,349	3,334
无形资产及其他资产	2,810	3,035	3,025	3,016	3,007
资产总计	15,480	20,304	29,056	31,987	35,797
流动负债	8,893	7,929	9,254	10,761	12,662
短期借款	1,410	0	0	0	0
应付款项	6,647	6,980	8,305	9,812	11,713
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	122	94	94	94	94
负债合计	9,015	8,023	9,348	10,855	12,756
股本	3,254	4,068	5,503	5,503	5,503
资本公积	816	5,675	10,642	10,642	10,642
盈余公积	236	318	457	650	909
未分配利润	2,132	2,167	3,052	4,284	5,934
少数股东权益	26	54	54	54	54
股东权益	6,464	12,281	19,708	21,133	23,041

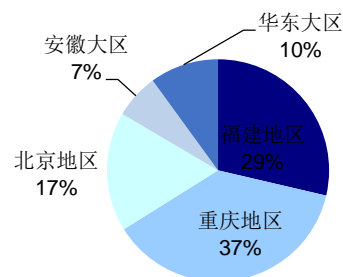
关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
福建地区 YOY	0.01	0.19	0.19	0.21
重庆地区 YOY	0.14	0.11	0.12	0.12
北京地区 YOY	0.28	0.19	0.13	0.18
安徽大区 YOY	0.21	0.38	0.29	0.29
华东大区 YOY	0.41	0.37	0.38	0.35

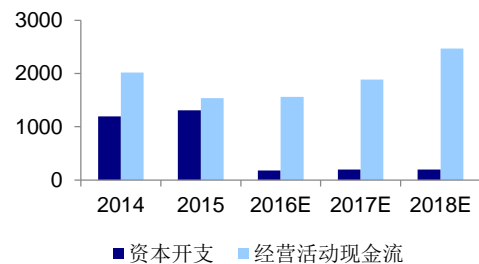
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



负债和股东权益合计	15,480	20,304	29,056	31,987	35,797
-----------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	853	600	1,025	1,425	1,909
加：折旧摊销减值	702	815	214	219	224
财务费用	75	21	-172	-317	-371
非经营损失	-220	52	-15	-15	-15
营运资本变动	568	-34	509	577	725
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	2,016	1,538	1,561	1,889	2,472
资本开支	1,197	1,310	180	200	200
其它投资现金流	-793	-799	-37	57	4
投资活动现金流	-1,954	-3,067	-217	-143	-196
吸收投资	2	5,704	6,402	0	0
负债净变化	533	-1,444	0	0	0
支付股利、利息	406	513	-172	-317	-371
其它融资现金流	-27	0	0	0	0
融资活动现金流	103	3,748	6,574	317	371
净现金流	165	2,219	7,918	2,063	2,647

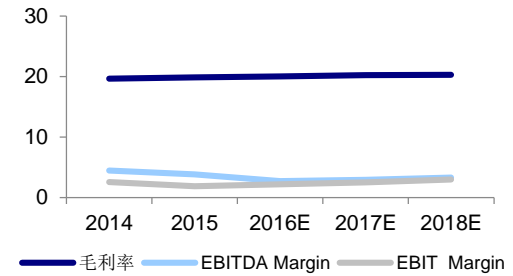
资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

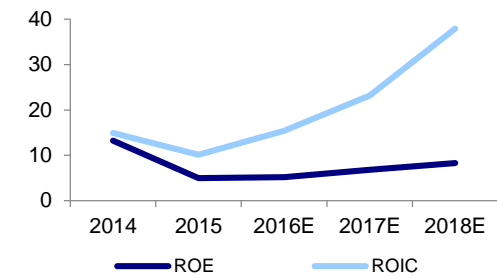
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.07	0.11	0.15	0.20
每股经营现金流	0.25	0.19	0.19	0.23	0.30
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	0.79	1.50	2.42	2.59	2.83
关键运营指标(%)					
ROIC	14.9	10.2	15.4	23.2	37.9
ROE	13.2	5.0	5.2	6.8	8.3
毛利率	19.7	19.8	20.0	20.2	20.3
EBITDA Margin	4.5	3.8	2.7	2.9	3.3
EBIT Margin	2.6	1.9	2.2	2.5	3.0
收入同比增长	20.3	14.8	19.3	18.4	19.6
净利润同比增长	18.2	-28.9	69.2	39.1	33.9
资产负债率	58.2	39.5	32.2	33.9	35.6
净资产周转率	5.70	3.45	2.56	2.82	3.10
总资产周转率	2.37	2.08	1.73	1.86	1.99
有效税率	26.8	22.7	25.0	25.0	25.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	43.7	61.4	42.7	30.7	22.9
P/B	5.8	3.0	1.9	1.8	1.6
EV/Sale	1.0	0.7	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	21.5	19.3	17.2	12.1	7.9

资料来源：申万宏源研究

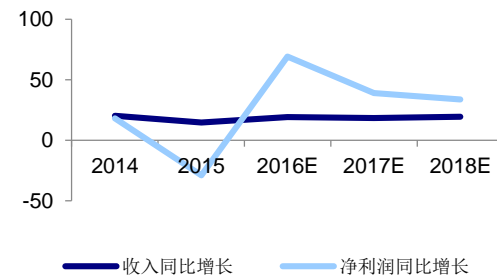
经营利润率(%)



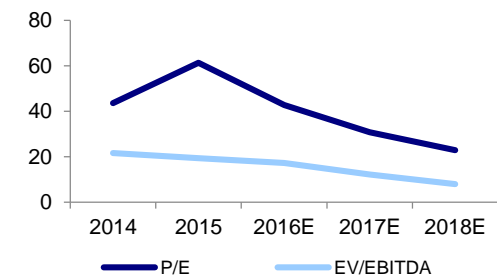
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。