

永辉超市 (601933.SH)

合伙人制度红利持续释放，规模效应带动经营效率持续提升

● 2016 年经营回顾：收入稳健增长，储备门店达到 202 家

公司收入 492 亿 (同比增长 16.82%)，归母净利润 12.4 亿 (同比增长 105%)，扣非净利润 10.9 亿 (同比增长 67%)，经营性净现金流 19.3 亿 (同比增长 25%)，开业经营面积 428 万方 (同比增长 16.77%)，新签约 123 家门店，已签约未开业门店 202 家，储备面积 179 万方。

● 区域增长由次新区新区带动，品类增长仍由生鲜、食品主导

分地区营业收入来看： 华西大区 170 亿 (同比增长 19.3%)、福建大区 119.3 亿元 (同比增长 8.8%)、北京大区 75.8 亿 (同比增长 17.1%)、华东大区 45.6 亿 (同比增长 23.8%)、安徽大区 29.4 亿 (同比增长 19.8%)、河南大区 16.1 亿 (同比增长 29.3%)、东北大区 10.3 亿 (同比下降 5.2%)；**分品类来看：** 2016 年生鲜收入 220 亿 (同比增长 18.89%)，毛利率 13.35% (同比提升 0.54pp)；食品用品收入 234 亿 (同比增长 20.10%)，毛利率 18.93% (同比提升 0.57pp)；服装收入 13.4 亿 (同比减少 40.07%)，毛利率 28.45% (同比下降 1.77pp)。公司主打品类生鲜食品用品维持 19% 左右的收入增速，毛利率稳步提升，服装收入大幅下降主要来自公司业务模式调整 (将服装自营改为转租)。

● 17 年经营展望及盈利预测

公司年报提出，17 年新开 Bravo 店 100 家以上，新开超级物种 24 家，推动彩食鲜 B2B 业务开展，投资华通银行积极开展保理、小贷业务。

从行业角度，生鲜未来几年复合增速 14%，渠道上生鲜连锁渗透率不断提升；从公司角度，永辉目前仍处于合伙人制度推行红利期，叠加门店密度不断提升，规模优势不断显现，未来几年会进入一个毛利率提升、费用率下降的经营周期。

公司 17-19 年 EPS 预测为 0.16、0.20、0.24 元，当前股价对应 17 年 34XPE，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

电商分流，新业态创新效果不佳，合伙人制度执行效果低于预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	42,144.83	49,231.65	59,230.52	70,776.08	83,441.18
增长率 (%)	14.75%	16.82%	20.31%	19.49%	17.89%
EBITDA (百万元)	1,617.46	2,207.62	2,284.42	2,955.02	3,509.98
净利润 (百万元)	605.33	1,242.01	1,519.87	1,896.86	2,304.63
增长率 (%)	-28.92%	105.18%	22.37%	24.80%	21.50%
EPS (元/股)	0.149	0.130	0.159	0.198	0.241
市盈率 (P/E)	67.87	37.83	34.31	27.70	22.80
市净率 (P/B)	3.36	2.80	2.87	2.60	2.33
EV/EBITDA	22.74	17.62	17.25	12.10	9.36

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

5.49 元

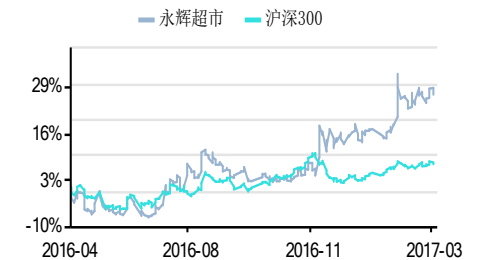
前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-03-31

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：倪华 S0260516080004



021-60750625



nihua@gf.com.cn

相关研究：

【广发商贸-永辉超市】16 年 2017-01-18

利润快速增长，投资达曼提升新零售技术能力

【广发商贸-永辉超市】转让 2016-12-25

联华超市股权：联营亏损减少，投资收益增加

【广发商贸-永辉超市】16Q3： 2016-10-28

引入内部竞争机制提升经营效率，利用生鲜优势实现弯道超车

2016 年经营回顾：收入稳健增长，利润率持续提升

永辉超市2016年实现收入492.3亿，同比增长16.82%，实现归母净利润12.4亿，同比增长104%，经营性净现金流19.3亿，同比增长25%。2016年公司转租收入7.66亿（同比增长19.29%），租金支出16.10亿（同比增长14.99%），“转租收入/租金支出”=47.6%（较15年提升1.7个百分点）。

图1：公司2016年营收增长16.8%

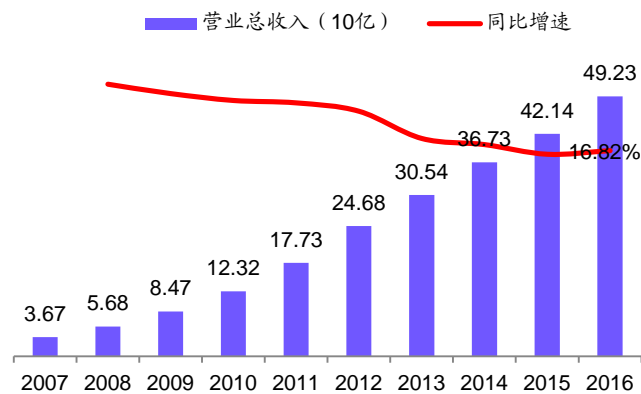
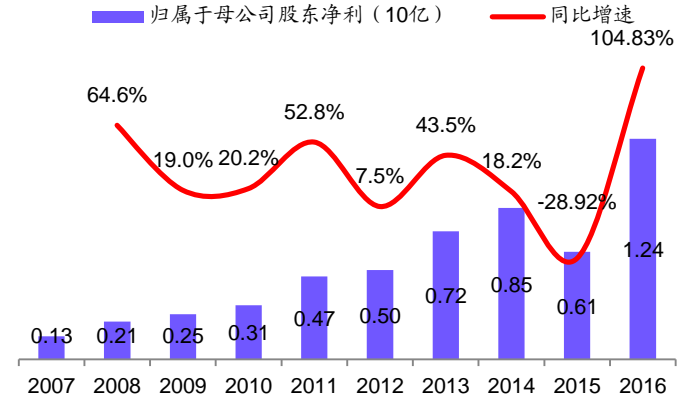


图2：公司归母净利润同比增长104.8%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

一、门店储备良好，同店收入 1.9%

公司2016年营业收入同比增长17%、门店数量同比增26%、营业面积同比增17%，收入增速与面积增速匹配，而门店增速大于面积增速，主要由于公司新店面积缩小，小面积会员店快速增长。同店增速1.9%，回归正常水平。

公司2016年开店进程再次加码，全年新开业门店105家（同增43家），新签约123家门店（同增53家），截止年末经营面积428万方（同比增长16.77%）。公司目前门店储备情况良好，年末已签约未开业门店202家（较去年同期增加18家），储备面积179万方（较去年同期减少10家），未来仍保持快速拓店的实力。

预计17年新开Bravo门店100家以上，“超级物种”业态24家，门店增速20%以上。

分地区营业收入及同比增速情况：华西大区170亿（同比增长19.3%）、福建大区119.3亿元（同比增长8.8%）、北京大区75.8亿（同比增长17.1%）、华东大区45.6亿（同比增长23.8%）、安徽大区29.4亿（同比增长19.8%）、河南大区16.1亿（同比增长29.3%）、东北大区10.3亿（同比减少5.2%）。各区域经营依市场及区域成熟度呈差异化表现，次新区及新区保持稳定较快增长。北京新增10家门店（年末56家），河南新增5家门店（年末21家），华东区域在合伙人制度推行后盈利水平大幅提升。

分地区营业面积及增速情况：华西大区138万m²（+23%）、福建大区104万m²（+8%）、北京大区65万m²（+12%）、华东大区51万m²（+25%）、安徽大区34万m²（+27%）、河南大区22万m²（+19%）、东北大区13.3万m²（+3.5%）。

各地区已开、新开店数量：华西大区163个（同增32个）、福建大区130个（同增12个）、北京大区56个（同增10个）、华东大区74个（同增37个）、安徽大区32

个（同增8个）、河南大区21个（同增5个）、东北大区11个（同增1个）。

图3：16年同店增速1.9%

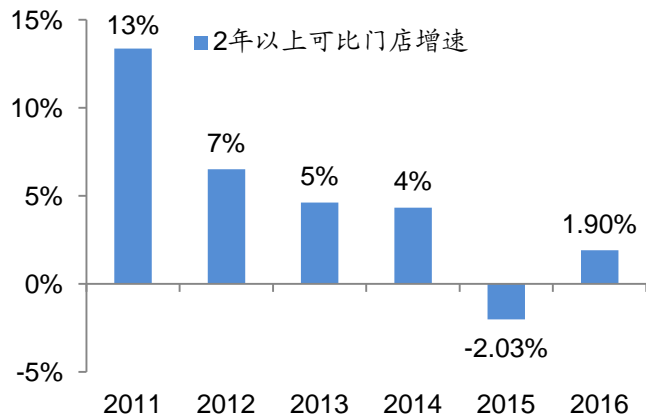
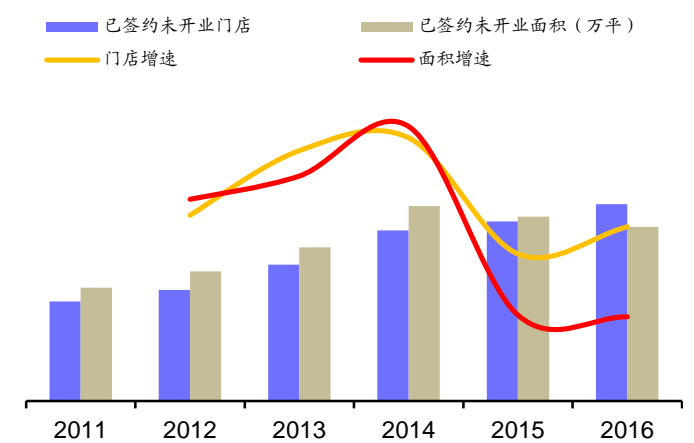
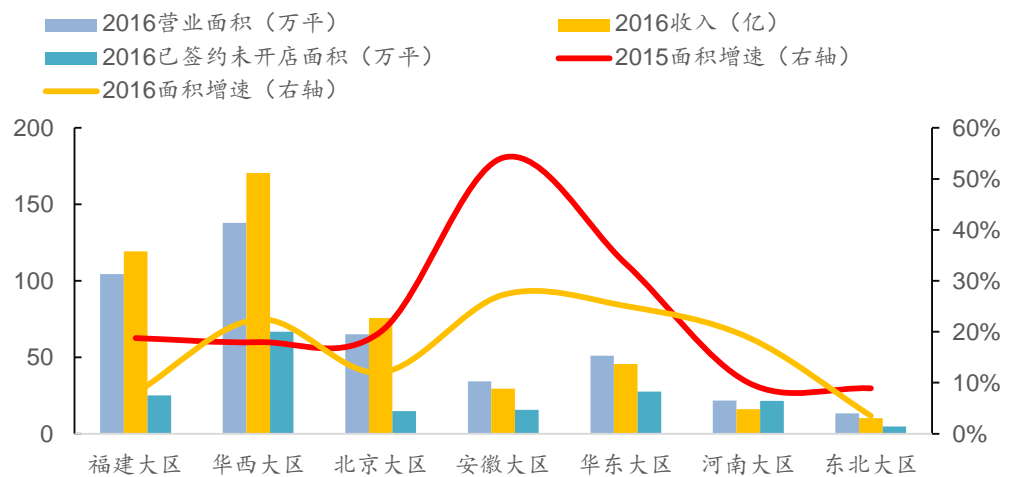


图4：公司储备门店支持未来扩张



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图5：地区收入驱动经营情况分析：16年华西、安徽、华东增长较快



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司继续深化集群制改革：第一集群业务覆盖重庆、四川、贵州、河南、河北、安徽、陕西、陕西八个中西部省市；第二集群业务覆盖广东、福建、浙江、上海、江苏、北京、天津、辽宁、吉林、黑龙江十个东部省市；第三集群重组原有总部各部门及事业部。**第一集群**：高增长新锐四川省和陕西省收入分别同比增长50%左右，利润成倍数增长；安徽、河南、河北、贵州逐渐成熟，收入和利润均有双位数的稳步增长；新进省份山西省开业3个月实现盈利；老区重庆规模体系内最大，为公司的整体利润增长奠定了坚实基础。**第二集群**：浙江、上海同店增长超过两位数，北京和福建作为成熟区域稳定的为公司输送过亿的利润。上海、江苏和黑龙江扭亏为盈，天津、广东、辽宁和吉林都不同程度的减亏。

分业态来看收入增速，各业态同店收入增速都大幅提升——大卖场同店收入增长2.5%，增速较去年同期提升2.65pp；卖场同店收入增速持平，增速较去年同期提升3.7pp；社区超市同店收入增长1.2%，增速同比提升3.5pp，Bravo精品超市同店收入大增11.3%，增速同比提升7.03pp。

二、毛利率连续两年提升，费用率略有下降

1、16年毛利率各品类毛利率均继续提升

2016年公司整体毛利率提升0.35pp至20.19%，毛利率连续四年提升。其中食品用品事业部通过增加全国统采商品比重等措施，提升毛利率0.57pp。

食品、生鲜毛利率有显著改善，得益于合伙人制在内部推开，联合采购和直采优势。2016年生鲜收入220亿（同比增长18.89%），毛利率13.35%（同比提升0.54pp）；食品用品收入234亿（同比增长20.10%），毛利率18.93%（同比提升0.57pp）；服装收入13.4亿（同比减少40.07%），毛利率28.45%（同比下降1.77pp）。公司主打品类生鲜食品用品维持19%左右的收入增速，毛利率稳步提升，服装收入大幅下降主要来自公司业务模式调整（将服装自营改为转租）。

生鲜事业部：报告期公司进行了供应链改革和品类管理升级，推动永辉食品安全云网建设：生鲜采购与信息部等相关部门不断迭代升级永辉食品安全云网，实现了部份食用农产品从田间到物流再到销售门店全程可追溯，产品检测数据可实时监测。引入SGS、中检等第三方机构，加强技术合作，为下一步项目开发的质量安全提供管控和保障。积极投入建设检测中心，将其打造为食品安全可追溯体系重要一环。

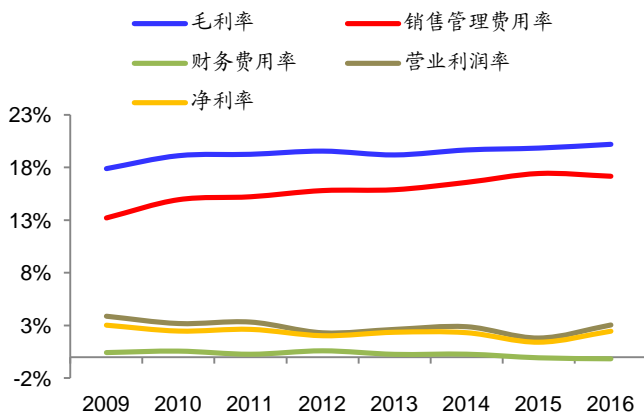
食品用品事业部：优化SKU结构：食品用品梳理淘汰2万SKU，淘汰15%供应商，服装淘汰25%SKU，深化与达曼合作，利用牛奶国际优势加强全球供应链布局。彩食鲜业务启动，16年重庆、北京、福建工厂进入全面改造，食品用品集中化采购占比提升0.8个百分点，发挥东展国贸效能，直接进口效率提升并搭建优质贸易代理平台，提升国外直采商品进口效率；试行第三方人力派遣公司顾客体验合作与门店维护合作，尝试精准营销及终端维护整合；重新优化OEM工厂与商品，提升OEM商品形象。

信息中心：2016年3月份上线移动办公平台“辉信”，4月份上线移动数据平台“永辉数据中心”，8月份上线供应商移动服务平台“供零在线”。实现内部员工沟通、经营报表查询与供应商服务系统移动办公功能。智能化运维监控平台“Zabbix”上线，实施创新通讯技术架构“容器私有云架构”、“同城灾备技术平台”，可实现系统运行异常提醒与监控。

物流中心：新增安徽生鲜、哈尔滨中转仓、西安、贵阳4个物流仓，福建定温DC搬迁，规划建设现代化冷链仓。加快自动打包器、自动测量仪、GPS定位、电子锁等先进设备投入应用，提升配送效率、完善服务质量及安全建设。生鲜商品引进德国折叠框，从田间到物流到销售门店利用折叠框配送工具实现标准件配送，提高商品鲜度，降低损耗，架快门店上架速度。

大型项目及门店工程，公司全年新店87家（2家便利店，2家优选店），店数同比24%；整改64家，店数同比52%。有序推进大型项目工程建设：完成重庆、北京两地彩食鲜工程，重庆BTC、陕西柿子园（一期）、南通物流仓储中心、安徽城市生活广场、三桥店装修项目、福州彩食鲜均按进度有序推进。

图6: 公司毛利率、净利率显著提升



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图7: 食品用品和生鲜毛利率同比上升

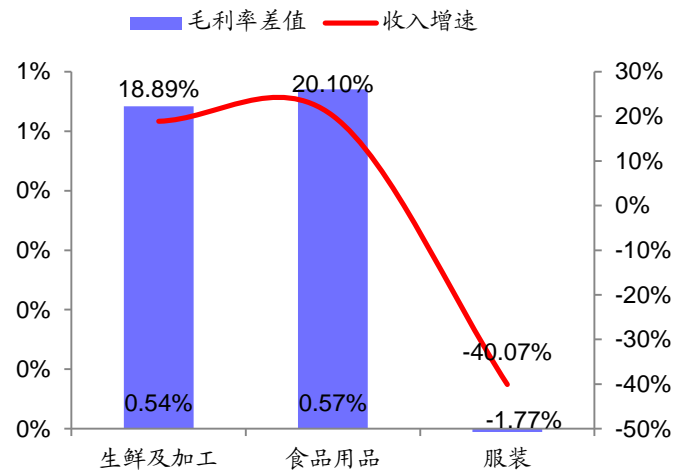
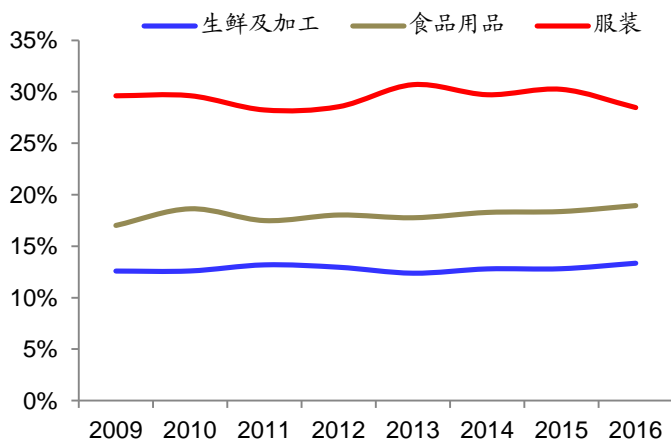
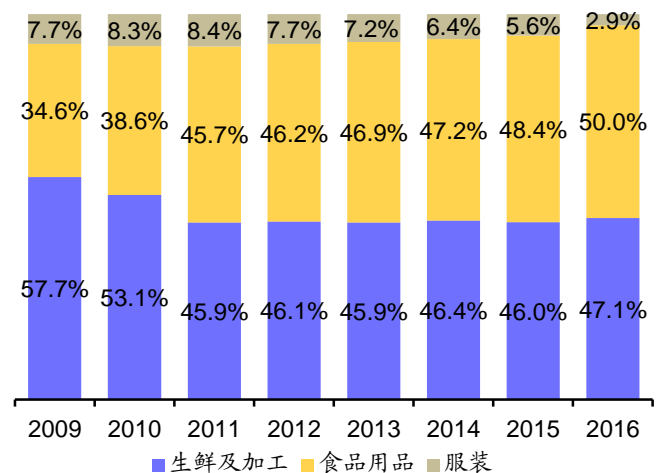


图8: 食品用品、生鲜毛利率有所改善



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图9: 服装收入占比逐步下降, 聚焦生鲜食品



分地区看: 几大区的毛利率水平基本平纹——其中毛利率较低的华东、北京大区毛利率提升明显, 华东大区提升0.96pp至15.25%, 北京大区微升至15.32%; 其他毛利率水平较高的大区也稳重有升, 2016年华西区毛利率17.43% (同比提升0.12pp), 安徽大区毛利率16.14% (同比提0.02pp), 而在成熟区域福建大区毛利率略有降低。为了确保新店能迅速盈利, 发挥业绩增长生力军的作用, 提升新店经营团队的战斗力。根据经营数据分析确定了门店面积区间和品类布局, 合理分配资源, 实现品类利益最大化; 推出了新店合伙人方案, 提出“盈利即分红”的思路。未来几年公司收入的增长主要来自次新区的不断成熟完善而带来的毛利率不断提升。

图10: 各地毛利率基本保持平稳

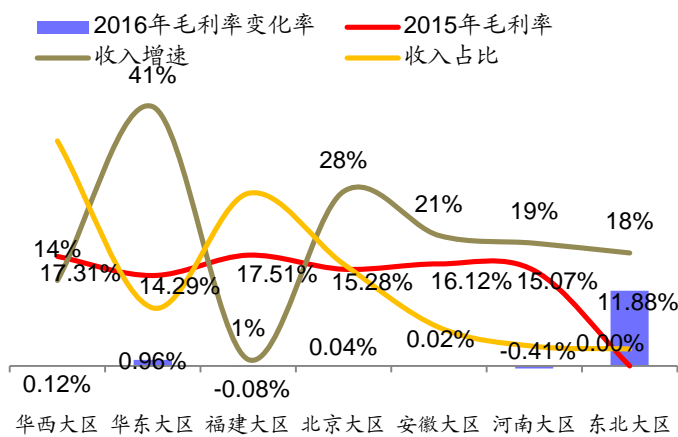
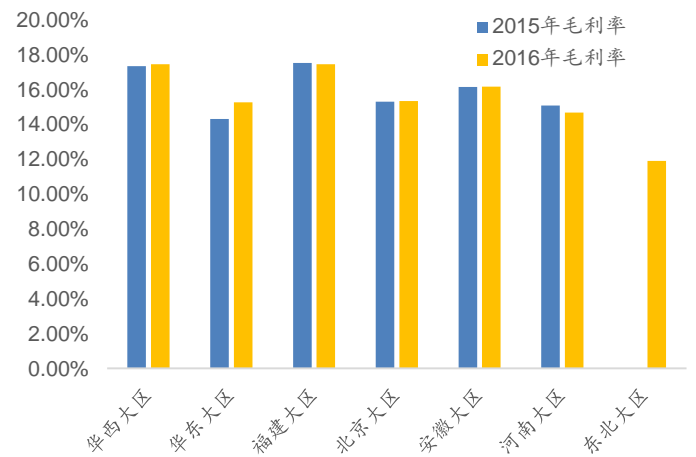


图11: 华东大区毛利率提升明显



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2、16年费用率略有下降, 压力主要来自于人工、水电与租金

2016年公司销售管理费率同比下降0.26pp至17.17%，分项目观察，人工、物业运营、租金、折旧费用占比分别为44.3%、30.4%、16%、11%，费用分别增长18.5%、19.8%、10%、15.4%。其中人均工资、单位面积运营费用、单位面积租金分别上涨28.5%、-0.4%、-8.6%。

我们认为人工成本将继续保持刚性上涨，公司通过推行合伙人制度，减少冗员来有效抵御人工成本压力。组织机构改革：打破传统垂直型组织架构，去职能化、去管理层，以“大平台+小前端+富生态+共治理”为模型建立新型组织形态。16年人工总数7.04万人（15年7.52万人），员工数同比减少6.4%，单位员工薪酬激励提升，经营活力进一步释放。

而租金费用水平开始明显降低，为公司进行门店扩张和渠道下沉创造了良好的时机。16年公司转租收入7.66亿（同比增长19.29%），租金支出16.10亿（同比增长14.99%），”转租收入/租金支出”=47.6%（较15年提升1.7个百分点）。

表 1: 单位人工费用增长较快, 单位租金出现下降 (单位: 百万)

项目	费用及费用率						同比增速				
	2012	2013	2014	2015	2016	2016 费用占比	2012	2013	2014	2015	2016
人工	1674	2016	2658	3162.28	3745.94	51.91%	49.5%	20.4%	31.8%	19.0%	18.5%
费用率	6.78%	6.60%	7.24%	7.50%	7.61%						
物业运营费用	1162	1452	1765	2142	2567	35.16%	36.8%	24.9%	21.6%	21.4%	19.8%
费用率	4.71%	4.75%	4.80%	5.08%	5.21%						
租金	598	783	983	1233	1356	20.24%	42.9%	30.9%	25.6%	25.4%	10.0%
费用率	2.42%	2.56%	2.68%	2.93%	2.75%						
折旧摊销	468	604	687	809	934	13.29%	50.8%	28.9%	13.8%	17.9%	15.4%
费用率	1.90%	1.98%	1.87%	1.92%	1.90%						
销售管理费用	3901	4853	6092	7346	8454		44.6%	24.4%	25.5%	20.6%	15.1%
费用率	15.81%	15.89%	16.59%	17.43%	17.17%						
经营面积							30.5%	27.8%	17.6%	18.6%	16.93%
人均薪酬							17.7%	6.3%	3.8%	15.7%	28.5%

单位运营费用		4.8%	-2.2%	3.4%	2.4%	2.5%
单位租金		9.5%	2.4%	6.8%	5.7%	-5.9%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

公司以生鲜为特色，在激烈市场竞争中充分体现出自身的竞争定位和差异化，生鲜聚客效应也将成为抵御新兴渠道的重要壁垒，通过参股合作的模式将助力公司成为未来中国超市业态龙头之一。牛奶国际、京东入股有望加速公司竞争力提升步伐，进一步完善公司治理结构，牛奶国际提供国际资源（跨境商品）、京东提供电商及物流资源。两大股东入驻将帮助永辉在自有品牌产品开发、高端超市、电子商务等方面的布局。

公司年报提出，17年新开Bravo店100家以上，新开超级物种24家，推动彩食鲜B2B业务开展，投资华通银行积极开展保理、小贷业务。

从行业角度，生鲜未来几年复合增速14%，渠道上生鲜连锁渗透率不断提升；从公司角度，永辉目前仍处于合伙人制度推行红利期，叠加门店密度不断提升，规模优势不断显现，未来几年会进入一个毛利率提升、费用率下降的经营周期。

公司17-19年EPS预测为0.16、0.20、0.24元，当前股价对应17年34XPE，维持“谨慎增持”评级。

风险提示

O2O、全球采购推进进度不达预期，电商分流

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11930	20566	23228	27983	33009
货币资金	4294	8097	13172	16823	19732
应收及预付	1932	3151	3174	3727	4821
存货	4250	5379	5341	5892	6915
其他流动资产	1455	3939	1541	1541	1541
非流动资产	8374	6478	6300	6030	5726
长期股权投资	1945	1976	1976	1976	1976
固定资产	3008	3109	2901	2641	2334
在建工程	376	324	404	412	435
无形资产	2823	633	607	588	570
其他长期资产	222	437	412	412	412
资产总计	20304	27045	29528	34013	38734
流动负债	7929	10049	11078	13664	16077
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	7929	10049	11038	13624	16037
其他流动负债	0	0	40	40	40
非流动负债	94	147	80	80	80
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	147	80	80	80
负债合计	8023	10197	11158	13744	16157
股本	4068	9570	9570	9570	9570
资本公积	5675	6511	6511	6511	6511
留存收益	2485	3117	4636	6533	8838
归属母公司股东权	12228	16805	18325	20222	22526
少数股东权益	54	43	45	48	51
负债和股东权益	20304	27045	29528	34013	38734

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1538	1928	5280	3941	3187
净利润	600	1214	1522	1900	2308
折旧摊销	811	941	553	604	652
营运资金变动	-34	-142	3395	1477	286
其它	161	-84	-189	-40	-58
投资活动现金流	-3067	-3883	-229	-289	-279
资本支出	-1310	-1436	-359	-289	-299
投资变动	-799	-1654	130	0	20
其他	-959	-793	0	0	0
筹资活动现金流	3748	5746	23	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-1444	0	23	0	0
股权融资	5704	6357	0	0	0
其他	-512	-611	0	0	0
现金净增加额	2219	3792	5075	3651	2909
期初现金余额	2093	4294	8097	13172	16823
期末现金余额	4312	8085	13172	16823	19732

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	14.8	16.8	20.3	19.5	17.9
营业利润增长	-27.9	96.9	30.3	25.1	21.7
归属母公司净利润增长	-28.9	105.2	22.4	24.8	21.5
获利能力(%)					
毛利率	19.8	20.2	21.6	22.1	22.4
净利率	1.4	2.5	2.6	2.7	2.8
ROE	5.0	7.4	8.3	9.4	10.2
ROIC					
偿债能力					
资产负债率(%)	39.5	37.7	37.8	40.4	41.7
净负债比率	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9
流动比率	1.50	2.05	2.10	2.05	2.05
速动比率	0.83	1.37	1.46	1.47	1.45
营运能力					
总资产周转率	2.36	2.08	2.09	2.23	2.29
应收账款周转率	365.42	158.38	304.17	331.82	304.17
存货周转率	8.49	8.15	8.69	9.36	9.36
每股指标(元)					
每股收益	0.15	0.13	0.16	0.20	0.24
每股经营现金流	0.38	0.20	0.55	0.41	0.33
每股净资产	3.01	1.76	1.91	2.11	2.35
估值比率					
P/E	67.9	37.8	34.6	27.7	22.8
P/B	3.4	2.8	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.7	17.6	17.3	12.1	9.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	42145	49232	59231	70776	83441
营业成本	33785	39292	46418	55142	64713
营业税金及附加	207	219	272	340	401
销售费用	6377	7165	9117	10863	12927
管理费用	970	1289	1692	2080	2542
财务费用	-25	-74	-97	-95	-105
资产减值损失	12	19	7	4	10
公允价值变动收益	15	7	0	0	0
投资净收益	-73	167	130	0	20
营业利润	761	1498	1952	2442	2972
营业外收入	181	179	200	240	287
营业外支出	145	120	159	195	239
利润总额	797	1556	1992	2487	3021
所得税	197	343	470	587	713
净利润	600	1214	1522	1900	2308
少数股东损益	-5	-28	2	3	3
归属母公司净利润	605	1242	1520	1897	2305
EBITDA	1617	2208	2284	2955	3510
EPS(元)	0.15	0.13	0.16	0.20	0.24

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队); 2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。