

商业贸易

2017年03月31日

永辉超市 (601933)

——公司竞争优势持续增强，维持“买入”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

公司公布 2016 年年报。

市场数据： 2017年03月30日

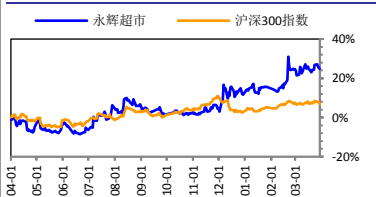
收盘价(元)	5.49
一年内最高/最低(元)	8.97/3.95
市净率	2.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	35734
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	2.01
资产负债率%	34.64
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

《线下消费回暖，脱虚向实——2017年零售行业春季投资策略报告（PPT）》
2017/03/22

《永辉超市（601933）点评：公司经营状况空前良好，维持“买入”评级，上调目标价至6.4元》 2017/02/13

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

● **2016年营收增长16.80%，归母净利润增长105.18%，符合预期。**2016年公司营业收入492.32亿元，同比增长16.80%，实现归母净利润12.42亿元，同比增长105.18%，实现EPS0.13元，其中经常性归母净利润10.94亿元，同比增长80.80%，符合前期业绩预告预期。

● **毛利率提升，期间费用率下降，净利率提升明显。**2016年公司综合毛利率20.20%，较2015年提升0.40%，主要原因为随着门店密集度加大公司次成熟区域毛利率提升，以及公司转租物业单位租金提升所致；销售费用率14.60%，较2015年下降0.58%，管理费用率2.60%，较2015年提升0.30%。公司期间费用率的下降主要得益于门店合伙人机制推行之后的经营效率的提升以及品牌影响力提升之后对上游溢价能力的提升。我们认为，公司目前已经完成全国化布局，未来的发展将是在成熟区域的门店加密过程，规模效应和经营效率提升将导致毛利率提升和费用率下降同时推进。净利率将出现稳步提升。

● **单位经营面积的员工数量持续下降，公司经营效率提升明显。**公司从2015年开始大力推广门店合伙人制度以及内部管理流程优化，效果明显。近年来公司经营效率稳步提升，人效提升效果明显，每平方米经营面积的员工数量持续下降，2014年-2016年，公司每平方米经营面积的员工数量分别为0.024人、0.021人、0.016人，2016年较2015年净增加大卖场门店数量73家，但是员工总数却下降4739人，由于目前公司推行合伙人制度的门店数量仅占不到1/3，随着公司门店合伙人制度的全面推广，未来几年公司员工经营效率仍有较大的提升空间。

● **单位租金成本下降明显，单位转租收入快速提升，公司上下游议价能力持续提升。**2016年公司单位面积的租赁成本为0.85元，较2015年下降5.56%，而按照公司全部经营面积计算的单位转租收入为1.62元，较2015年提升10.95%，显示，随着公司品牌影响力的逐步增强，公司对上下游的议价能力在持续提升。我们预计未来这一优势将持续加强。

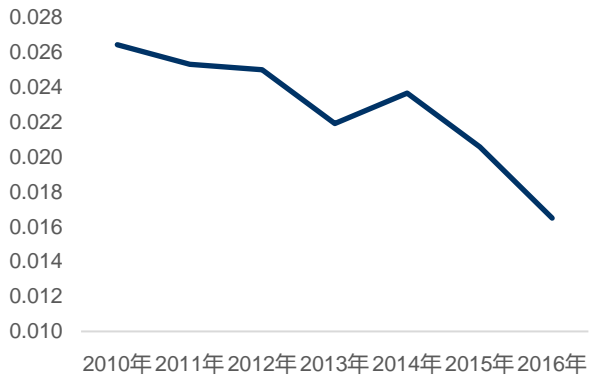
● **维持盈利预测，维持“买入”评级。**我们维持之前的盈利预测，预计2017-2019年公司将加快开店节奏，2017-2019年实现营业收入分别为604.03亿元、732.41亿元、878.61亿元（YOY：22.69%/21.25%/19.96%），预计实现归母净利润分别为15.38亿元、21.36亿元、27.64亿元（YOY：23.83%/38.88%/29.40%），EPS分别为0.16元、0.22元、0.29元，对应当前股价的PE分别为34/25/19，我们给予公司2017年40倍PE对应的合理股价为6.4元。维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42,145	49,232	60,403	73,241	87,861
同比增长率(%)	14.75	16.82	22.69	21.25	19.96
净利润(百万元)	605	1,242	1,538	2,136	2,764
同比增长率(%)	-28.92	105.18	23.83	38.88	29.40
每股收益(元/股)	0.15	0.13	0.16	0.22	0.29
毛利率(%)	19.8	20.2	20.4	20.5	20.4
ROE(%)	5.0	6.5	11.2	13.4	14.8
市盈率	37	42	34	25	19

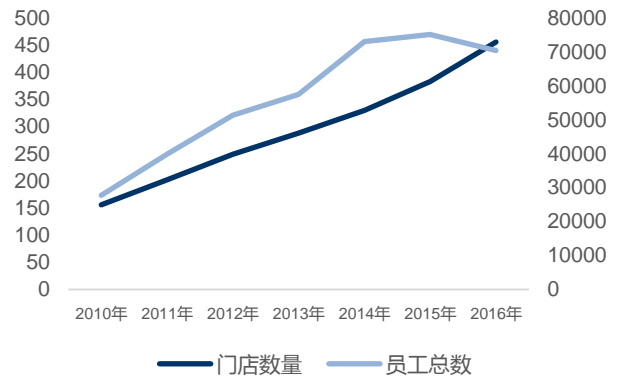
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1：公司每平方米经营面积员工数量持续下降



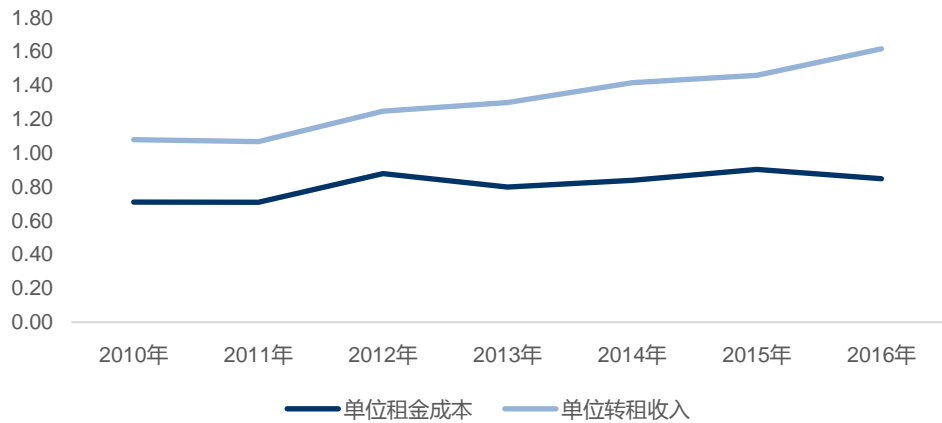
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：近两年来，公司门店快速增长，员工总数稳定



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 3：近年来公司单位转租成本下降，单位转租收入提升明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	36,727	42,145	49,232	60,403	73,241	87,861
营业收入同比增长率 (yoy)	20.25%	14.75%	16.82%	18.00%	17.00%	-
减: 营业成本	29,507	33,785	39,292	48,071	58,192	69,928
毛利率 (%)	19.66%	19.83%	20.19%	20.40%	20.50%	20.40%
减: 营业税金及附加	176	207	219	290	330	395
主营业务利润	7,044	8,153	9,721	11,546	13,578	-
主营业务利润率 (%)	19.18%	19.34%	19.74%	19.50%	19.60%	-
减: 销售费用	5,264	6,377	7,165	9,924	11,821	13,838
减: 管理费用	828	970	1,289	519	601	659
减: 财务费用	104	-25	-74	-308	-389	-468
经营性利润	848	831	1,341	1,075	1,189	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	7.82%	-2.03%	61.39%	11.90%	10.60%	-
经营性利润率 (%)	2.31%	1.97%	2.72%	1.80%	1.70%	-
减: 资产减值损失	14	12	19	20	20	20
加: 投资收益及其他	220	-73	167	60	72	84
营业利润	1,056	761	1,498	1,951	2,745	3,578
加: 营业外净收入	28	37	59	80	80	80
利润总额	1,084	797	1,556	2,031	2,825	3,658
减: 所得税	232	197	343	493	688	893
净利润	853	600	1,214	1,538	2,136	2,764
少数股东损益	1	-5	-28	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	852	605	1,242	1,538	2,136	2,764
净利润同比增长率 (yoy)	18.18%	-28.92%	105.18%	11.40%	10.20%	-
全面摊薄总股本	3,254	4,068	9,570	4,068	4,068	4,068
每股收益 (元)	0.26	0.16	0.14	0.16	0.22	0.29
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.32%	1.44%	2.52%	1.40%	1.30%	-
ROE	13.23%	4.95%	6.47%	11.20%	13.40%	14.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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。