

业绩亮眼，持续加码供应链+新业态

——永辉超市（601933）2016年度财报点评

2017年04月04日

强烈推荐/维持

永辉超市

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件：

永辉超市 2016 年实现营业收入 492.32 亿元，同比增长 16.82%；归属上市公司股东净利润 12.42 亿元，同比增长 105.18%，扣非后净利润 10.87 亿元，同比增长 67.33%；每股收益 0.14 元/股，同比增长 75.00%。分红预案为每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	9637.15	10609.16	10700.83	13415.88	11101.98	12497.41	12216.38
增长率（%）	15.22%	14.80%	9.40%	19.81%	15.20%	17.80%	14.16%
毛利率（%）	19.86%	19.34%	20.25%	20.48%	19.90%	19.68%	20.65%
期间费用率（%）	17.86%	17.43%	18.49%	15.80%	17.29%	17.34%	17.78%
营业利润率（%）	1.72%	0.84%	0.79%	4.12%	2.13%	1.53%	4.24%
净利润（百万元）	162.33	69.52	4.41	464.64	199.17	142.26	407.65
增长率（%）	10.03%	-64.60%	-97.83%	27.72%	22.69%	104.62%	9148.28%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.02	0.00	0.12	0.02	0.02	0.04
资产负债率（%）	38.20%	41.15%	39.51%	38.81%	38.55%	32.80%	34.64%
净资产收益率（%）	1.33%	0.57%	0.04%	3.65%	1.61%	0.76%	2.12%
总资产收益率（%）	0.82%	0.33%	0.02%	2.23%	0.99%	0.51%	1.38%

观点：

- 业绩表现优异，符合市场预期。** 2016年度实现营业收入492.32亿元，同比增长16.82%；归属上市公司股东净利润12.42亿元，同比增长105.18%；扣非后净利润10.87亿元，同比增长67.33%。其中第四季度实现营业收入122.16亿元，同比增长14.16%；归属净利润4.27亿元，同比增长5104.26%。公司通过赛马制促进集群间的良性竞争，营业收入规模得到不断提升。分业态来看，大卖场同店收入同比增长2.5%至144.35亿元；卖场同店收入为175.64亿元，与去年持平；社区超市同店收入增长1.2%至22.16亿元；Bravo精品超市同店收入大增11.3%至30.84亿元。分区域来看，华西大区营业收入170.56亿元，同比增长19.33%；福建大区营业收入119.31亿元，同比增长8.84%；北京大区营业收入75.82亿元，同比增加17.15%；华东大区营业收入为45.63亿元，同比增长23.78%；安徽大区、河南大区营业收入分别为29.39

亿元、16.12亿元, 同比变动分别增加19.84%、29.26%; 东北大区营业收入为10.29亿元, 同比下降5.20%。除福建和东北区域之外, 各大区收入均保持两位数增长, 公司稳保生鲜超市王者地位。2016年新开门店105家, 较上一年增加38家; 其中第四季度, 公司在北京、天津、河北、河南等区域新开店44家门店(含会员店及优选店)。截至到2016年底, 公司门店总数487家, 总经营面积427.67万平方米; 新签约门店123家, 已签约未开业门店达202家, 储备门店面积178.52万平方米, 有望带动未来业绩增速稳步提升。此外, 公司计划2017年新开100家以上Bravo店和24家超级物种。

- **营收增长+毛利改善+费用管控, 驱动归属净利润同增105.18%。** 公司综合毛利率由2014年的19.66%稳步提升至2016年的20.19%, 2016年综合毛利率同比提升0.36个百分点至20.19%, 主要得益于公司整合供应链资源, 规模优势显现, 大幅降低了采购成本。分地区来看, 福建、华西、北京、华东、安徽、河南和东北大区的毛利率分别为17.43%、17.43%、15.32%、15.25%、16.14%、14.66%、11.88%, 同比变动分别为-0.08%、+0.12%、+0.04%、+0.96%、+0.01%、-0.41%、+0.27%。华西地区毛利率第一次追上福建, 并列第一。报告期内期间费用率17.02%, 同比减少0.35个百分点。公司仍处于合伙人制度推行红利期, 规模优势不断凸显。综合来看, 营收增长+毛利率提升+费用率下降, 以及出售联华超市的投资收益, 驱动归属净利润同比上涨105.18%至12.42亿元, 扣非后净利润同比增长67.33%至10.87亿元。
- **在保持核心优势基础上, 推动电商+消费金融+O2O等新业务板块。** 1) **公司持续优化商品供应链。** 公司同时公告拟6944万元投资福建星源农牧, 持续强化永辉生鲜供应链优势。2017年1月公司全资子公司永辉控股收购达曼公司40%股权, 以期提升未来自有品牌比重, 进一步实现全球化定制。2015年公司引入国外战略投资方牛奶公司, 整合全球供应链资源提高公司核心竞争力; 参股中百集团(持股20%), 开展共同采购, 增强供应链议价能力和成本控制能力。2) **永辉参股福建华通银行获批。** 公司积极布局金融领域, 2016年10月, 公司拟设立永辉小额贷款(重庆)有限公司, 以服务于永辉生态体系内数万家中小企业供应商、消费者及员工的信用消费。2016年下半年公司出资6.6亿元拟发起设立福建华通银行, 认购改行总股本27.5%(第一大股東)。2017年1月华通银行正式开业。推动供应链金融和消费金融业务发展, 构建“零售+金融+互联网”生态体系; 3) **加快推进业态升级。** 2017年1月公司及今日资本、张轩宁共同增资永辉云创, 持有增资后永辉云创52%股份, 助力发展永辉超市“超级物种”等创新业务的孵化培育。2016年8月, 京东参与永辉定增成为其第四大股東, 通过联合采购来强化供应链管理。永辉超市在北京、上海等地门店对接京东到家, 开展物流仓储和供应链方面的协作, 发展O2O业务。

结论:

永辉超市作为跨区域扩张的生鲜超市行业龙头, 卡位生鲜优势, 加速推进“线上线下 O2O”“超市+体验”等新业态升级, 符合行业未来发展趋势。公司积极联合京东、牛奶公司、达曼国际、富邑集团、中百集团和星源农牧等业内巨头, 加快自有品牌开发和全球直采, 提升供应链管理。公司积极布局金融业务, 申请获批2个金融牌照, 正式进入供应链金融领域, 有望提高资金利用效率, 为公司创造新的增长点。预计公司2017-2019年的EPS分别为0.16元、0.20元和0.24元, 对应PE分别为34.02、27.25、22.59倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

新开门店培育期较长, 电商发展不及预期等

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	11930	20566	23805	27427	30768	营业收入	42145	49232	59103	70507	83769
货币资金	4294	8097	10933	12560	13509	营业成本	33785	39292	46691	54996	65172
应收账款	102	487	648	773	918	营业税金及附加	207	219	278	331	394
其他应收款	767	1221	1466	1749	2078	营业费用	6377	7165	8865	10964	13060
预付款项	1063	1443	1863	2358	2945	管理费用	970	1289	1537	1833	2220
存货	4250	5379	5501	6479	7678	财务费用	-25	-74	-89	-71	-50
其他流动资产	1360	2496	2595	2709	2841	资产减值损失	12.10	18.52	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	8374	8872	8335	7903	7471	公允价值变动收益	15.20	7.49	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1945	1976	1976	1976	1976	投资净收益	-73.36	167.47	130.00	0.00	0.00
固定资产	3008.06	3108.69	2739.53	2370.37	2001.22	营业利润	761	1498	1935	2439	2959
无形资产	600	629	566	503	440	营业外收入	181.45	179.14	160.00	160.00	160.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	144.87	120.25	110.00	120.00	130.00
资产总计	20304	29438	32141	35331	38239	利润总额	797	1556	1985	2479	2989
流动负债合计	7929	10049	11229	12594	14267	所得税	197	343	437	546	658
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	600	1214	1548	1933	2331
应付账款	5201	6495	7675	9040	10713	少数股东损益	-5	-28	1	1	1
预收款项	1212	1532	1532	1532	1532	归属母公司净利润	605	1242	1547	1932	2330
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1768	2548	2279	2800	3341
非流动负债合计	94	147	50	50	50	EPS (元)	0.16	0.14	0.16	0.20	0.24
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	8023	10197	11279	12644	14317	成长能力					
少数股东权益	54	43	44	45	46	营业收入增长	14.75%	16.82%	20.05%	19.30%	18.81%
实收资本(或股本)	4068	9570	9570	9570	9570	营业利润增长	-27.95%	96.86%	29.23%	26.00%	21.33%
资本公积	5675	6511	6511	6511	6511	归属于母公司净利润	24.57%	24.86%	24.57%	24.86%	20.59%
未分配利润	2167	2702	3135	3676	4328	获利能力					
归属母公司股东权	12228	19199	20018	21042	22277	毛利率(%)	19.83%	20.19%	21.00%	22.00%	22.20%
负债和所有者权	20304	29438	31342	33732	36640	净利率(%)	1.42%	2.47%	2.62%	2.74%	2.78%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.06%	2.98%	4.22%	4.81%	5.47%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	4.95%	6.47%	7.73%	9.18%	10.46%
经营活动现金流	1538	1928	1909	1679	2008	偿债能力					
净利润	600	1214	1548	1933	2331	资产负债率(%)	40%	35%	36%	37%	39%
折旧摊销	1032.13	1124.42	0.00	432.06	432.06	流动比率	1.50	2.05	2.12	2.18	2.16
财务费用	-25	-74	-89	-71	-50	速动比率	0.97	1.51	1.63	1.66	1.62
应收账款减少	0	0	-161	-125	-145	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	2.36	1.98	1.94	2.17	2.38
投资活动现金流	-3067	-3883	769	-15	-15	应收账款周转率	396	167	104	99	99
公允价值变动收益	15	7	0	0	0	应付账款周转率	8.21	8.42	8.34	8.44	8.48
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-73	167	130	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.14	0.16	0.20	0.24
筹资活动现金流	3748	5746	158	-37	-1045	每股净现金流(最新)	0.55	0.40	0.30	0.17	0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.01	2.01	2.09	2.20	2.33
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	813	5503	0	0	0	P/E	34.38	39.29	34.02	27.25	22.59
资本公积增加	4859	836	0	0	0	P/B	1.83	2.74	2.63	2.50	2.36
现金净增加额	2219	3791	2836	1627	948	EV/EBITDA	10.22	17.48	18.30	14.31	11.71

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士, 2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究, 获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。