

# 永辉超市 (601933.SH)

1Q17 业绩超市场预期, 次新区发力, 合伙人改革红利释放

**公司评级**
**买入**

当前价格

5.72 元

前次评级

**谨慎增持**

报告日期

2017-04-12

**相对市场表现**

**分析师:**
**洪涛 S0260514050005**


021-60750633



hongtao@gf.com.cn

**相关研究:**

- 【广发商贸-永辉超市】2016 年报: 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 2017-03-31
- 【广发商贸-永辉超市】16 年利润快速增长, 投资达曼提升新零售技术能力 2017-01-18
- 【广发商贸-永辉超市】转让联华超市股权: 联营亏损减少, 投资收益增加 2016-12-25

**核心观点:**
**● Q1 收入增长 14%, 净利润增长 48%, 超市场预期**

公司发布业绩快报: 2017Q1 实现营业收入 153 亿 (+13.76%), 归母净利润 7.4 亿或 EPS=0.08 元 (+57.55%), 加权平均 ROE 为 3.8% (+0.1pp)。Q1 净利率达到 4.9%, 营业利润率 5.74%, 创历史新高, 远超市场预期。

净利润大增的主要原因在于: 1) 16 年 8 月公司 65 亿定增落地, 1Q17 预计贡献利息收入近 2000 万元; 2) 中百投资收益增加约 2000 万元。即便剔除上述非可比因素, 经营性净利润同比增长 48%, 仍然超市场预期。

**● 次成熟区进入利润释放期, 合伙人改革红利释放促费用下降**

我们在 2016 年 9 月发布深度报告, 强调永辉已经全面迎来业绩拐点。从福建、重庆案例来看, 新进区域一般经过 4-6 年的培育成为次成熟区, 8-10 年发展为成熟区。次成熟区的收入增速在 20-30%, 毛利率持续提升突破 16%, 目前来看永辉的北京、安徽、河南大区均已进入次成熟阶段, 未来 3 年业绩将快速释放, 成为公司新的造血池。另一方面, 内部合伙人机制从第二集群向第一集群全面推开, 内部改革红利释放。从 2016 年报来看, 收入及开业面积增长 17%, 但员工数下降 6%, 人销提升明显。

**● 8090 后崛起, 引领生鲜消费升级, 利好龙头企业**

公司不断创新业态形式, 适应新零售变革。17 年预计新开 Bravo 店 100 家以上, 超级物种 24 家, 大力建设中央厨房, 并战略投资华通银行 (开展保理、小贷业务)。随着 8090 后成为家庭主导者, 生鲜品类迎来品质和场景的双升级, 有望加快超市 & 电商对农贸市场的替代。我们调整公司 17-19 年收入分别至 566.4 亿、662.7 亿、769.1 亿; 净利润分别至 16.8 亿、21.5 亿、27.1 亿, 对应 EPS 分别为 0.175、0.225、0.283 元/股, 给予“买入”评级。

**● 风险提示: CPI 及同店低于预期; 电商分流冲击; 新业态培育不达预期。**
**盈利预测:**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	42,144.83	49,231.65	56,643.18	66,268.41	76,914.34
增长率 (%)	14.75%	16.82%	15.05%	16.99%	16.06%
EBITDA (百万元)	1,617.46	2,207.62	2,375.20	3,179.13	3,887.89
净利润 (百万元)	605.33	1,242.01	1,678.99	2,150.16	2,706.31
增长率 (%)	-28.92%	105.18%	35.18%	28.06%	25.87%
EPS (元/股)	0.149	0.130	0.175	0.225	0.283
市盈率 (P/E)	67.87	37.83	31.29	24.44	19.41
市净率 (P/B)	3.36	2.80	2.84	2.55	2.25
EV/EBITDA	22.74	17.62	16.57	11.20	8.33

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

图1: 单季度营业收入及增速

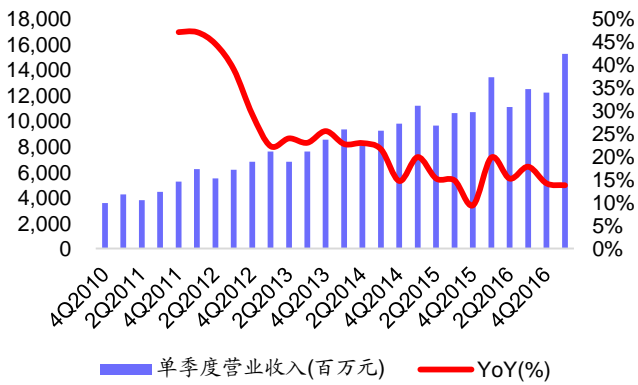
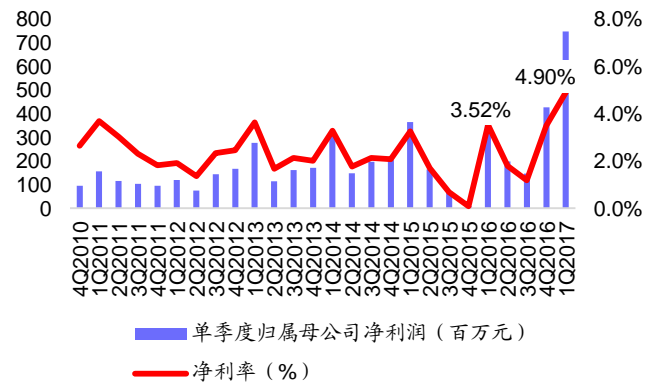


图2: 单季度归母净利润及净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 累积归母净利润及同比增速

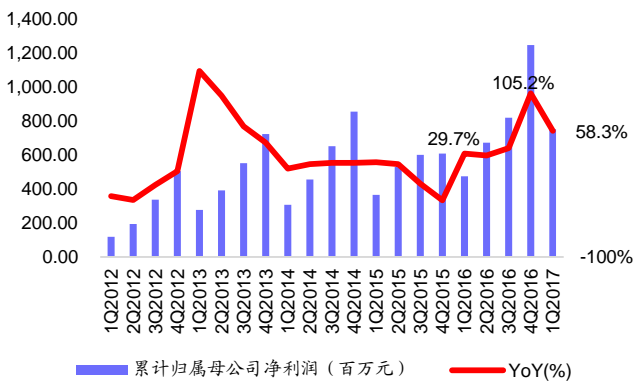
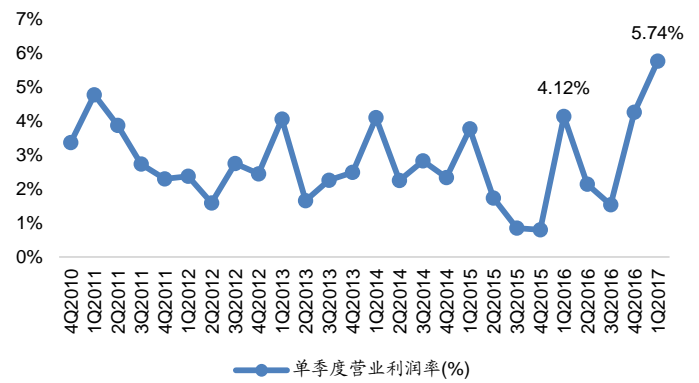


图4: 单季度营业利润率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11930	20566	22905	27506	32542
货币资金	4294	8097	13217	16970	20194
应收及预付	1932	3151	3036	3487	4441
存货	4250	5379	5111	5508	6366
其他流动资产	1455	3939	1541	1541	1541
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	20304	27045	29205	33536	38268
<b>流动负债</b>	7929	10049	10596	12773	14795
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	7929	10049	10556	12733	14755
其他流动负债	0	0	40	40	40
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	8023	10197	10676	12853	14875
股本	4068	9570	9570	9570	9570
资本公积	5675	6511	6511	6511	6511
留存收益	2485	3117	4796	6946	9652
归属母公司股东权	12228	16805	18484	20634	23340
少数股东权益	54	43	45	49	53
<b>负债和股东权益</b>	20304	27045	29205	33536	38268

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1538	1928	5325	4042	3503
净利润	600	1214	1682	2153	2710
折旧摊销	811	941	553	604	652
营运资金变动	-34	-142	3283	1326	201
其它	161	-84	-191	-41	-60
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	2219	3792	5120	3753	3224
<b>期初现金余额</b>	2093	4294	8097	13217	16970
<b>期末现金余额</b>	4312	8085	13217	16970	20194

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	14.8	16.8	15.1	17.0	16.1
营业利润增长	-27.9	96.9	44.3	28.4	26.1
归属母公司净利润增长	-28.9	105.2	35.2	28.1	25.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	19.8	20.2	21.6	22.2	22.5
净利率	1.4	2.5	3.0	3.2	3.5
ROE	5.0	7.4	9.1	10.4	11.6
ROIC					
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.5	37.7	36.6	38.3	38.9
净负债比率	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9
流动比率	1.50	2.05	2.16	2.15	2.20
速动比率	0.83	1.37	1.53	1.58	1.60
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.36	2.08	2.01	2.11	2.14
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.15	0.13	0.18	0.22	0.28
每股经营现金流	0.38	0.20	0.56	0.42	0.37
每股净资产	3.01	1.76	1.93	2.16	2.44
<b>估值比率</b>					
P/E	67.9	37.8	31.3	24.4	19.4
P/B	3.4	2.8	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	22.7	17.6	16.6	11.2	8.3

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	42145	49232	56643	66268	76914
营业成本	33785	39292	44418	51553	59578
营业税金及附加	207	219	261	318	369
销售费用	6377	7165	8560	9939	11504
管理费用	970	1289	1582	1883	2227
财务费用	-25	-74	-213	-202	-252
资产减值损失	12	19	5	3	9
公允价值变动收益	15	7	0	0	0
投资净收益	-73	167	130	0	20
<b>营业利润</b>	761	1498	2161	2774	3499
营业外收入	181	179	200	240	287
营业外支出	145	120	159	195	239
<b>利润总额</b>	797	1556	2201	2819	3548
所得税	197	343	519	665	837
<b>净利润</b>	600	1214	1682	2153	2710
少数股东损益	-5	-28	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	605	1242	1679	2150	2706
EBITDA	1617	2208	2375	3179	3888
EPS(元)	0.15	0.13	0.18	0.22	0.28

## 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。