

业绩符合公告，费用率显著下降

公司简报

◆公司公布 2017 年一季报，归母净利润同比增长 57.55%

4月14日晚，公司公布2017年一季报：1Q2017实现营业收入152.61亿元，同比增长13.76%，增幅低于4Q2016增长的14.16%；实现归母净利润7.44亿元(折合EPS为0.08元)，同比增长57.55%，增幅低于4Q2016增长的5104.26%；实现扣非归母净利润7.28亿元，同比增长50.61%，业绩符合4月11日的业绩快报。公司一季度业绩得以实现高增长的主要原因是：1) 毛利率的进一步提升，2) 管理费用控制取得优异成果，3) 对账户资金的灵活使用导致的利息收入增加，1Q2017公司投资收益为2021万元。1Q2017公司经营活动产生的现金流量净额为9.02亿元，同比下降31.93%。

◆综合毛利率同比上升 0.45 个百分点，期间费用率下降 0.91 个百分点

2017年1季度，公司在黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、江西、福建、陕西、山西、四川、贵州、北京区域新开33家门店(含优选店、超级物种店各1家，会员店9家)。主营业务收入为143.55亿元，同比增长12.34%，其中福建/华西/北京/安徽/河南/东北/华东大区的销售收入分别为32.94/53.41/23.92/9.92/5.49/3.04/14.82亿元，同比分别变化0.83%/14.37%/13.02%/20.13%/19.05%/-2.96%/31.80%。

1Q2017年公司综合毛利率为20.93%，较上年同期上升0.45个百分点。主营业务的毛利率为17.11%，同比上升0.14个百分点，其中福建/华西/北京/安徽/河南/东北/华东大区的毛利率分别为18.40%/18.05%/15.35%/17.28%/14.88%/12.59%/15.31%，同比分别变化0.26/-0.05/0.19/1.14/0.01/-0.35/0.46个百分点。1Q2017年公司期间费用率为14.89%，较上年同期下降0.91个百分点。其中销售/管理/财务费用率分别为12.84%/2.18%/-0.13%，较上年同期分别变化了-1.12/0.26/-0.05个百分点。

◆生鲜占比较为突出，受益于温和通胀，规模优势逐步显现

公司1Q2017业绩优异，我们全年看好永辉超市，主要原因如下：1) 公司主打生鲜制品，受益于农产品涨价和CPI回暖，同店增速持续走强，有利于公司释放业绩。2) 由于前几年持续的强势扩张，前期拖累业绩的新门店逐渐步入成熟期，费用有所下降，且逐渐为公司贡献业绩。毛利率也因为公司的持续扩张，规模优势逐渐体现而上升。3) 公司货币资金较多，预计将有较多的投资收益。

◆维持盈利预测，维持 6.5 元目标价及买入评级

我们维持对公司2017-2019年全面摊薄EPS分别为0.18/0.21/0.24元的预测，维持对公司未来六个月6.5元的目标价。公司生鲜占比较为突出，受益于温和通胀，维持买入评级。

◆风险提示

居民消费需求增速未达预期，公司外延扩张未达预期。

买入(维持)

当前价/目标价：5.76/6.50元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM
 (执业证书编号：S0930516050001)
 021-22169161
tangjiarui@ebsecn.com

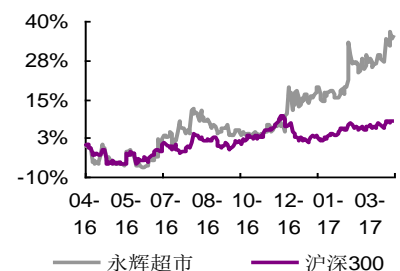
联系人

邬亮
 010-58452047
wuliang16@ebsecn.com
 孙路
 021-22169117
sunlu@ebsecn.com
 程璐
 021-22169328
chenglu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：95.70
 总市值(亿元)：551.26
 一年最低/最高(元)：3.95/8.93
 近3月换手率：40.05%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.23	11.13	26.14
绝对	3.05	16.14	33.05

相关研报

业绩超预期，财务费用降低推动业绩增长
2017-04-10
 业绩符合预期，新门店逐渐步入成熟期
2017-03-30

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	42,145	49,232	58,857	70,040	82,648
营业收入增长率	14.75%	16.82%	19.55%	19.00%	18.00%
净利润 (百万元)	605	1,242	1,679	1,986	2,295
净利润增长率	-28.92%	105.18%	35.21%	18.23%	15.59%
EPS (元) (摊薄)	0.06	0.13	0.18	0.21	0.24
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.95%	6.47%	8.04%	9.02%	9.84%
P/E	91	44	33	28	24
P/B	5	3	3	3	2

图表 1: 公司 1Q2017 净利润同比增长 57.55%

季度	营业收入 (万元)	营收增速 (%)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	归母净利润 (万元)	归母净利润增速 (%)
1Q2015	1119768.19	19.90	897108.09	19.88	36383.60	19.03
2Q2015	963715.10	15.22	772276.75	19.86	16268.46	10.61
3Q2015	1060916.39	14.80	855784.04	19.34	7061.21	-64.00
4Q2015	1070083.27	9.40	853374.88	20.25	819.56	-95.96
1Q2016	1341587.87	19.81	1066877.78	20.48	47207.82	29.75
2Q2016	1110197.93	15.20	889237.01	19.90	19760.11	21.46
3Q2016	1249740.59	17.80	1003729.20	19.68	14580.75	106.49
4Q2016	1221638.20	14.16	969348.71	20.65	42651.90	5104.26
1Q2017	1526138.91	13.76	1206697.20	20.93	74375.65	57.55

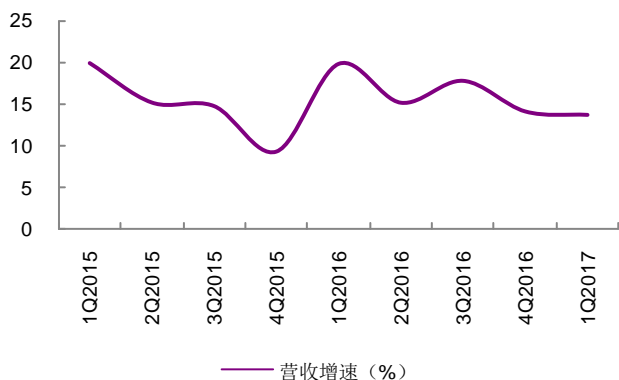
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2017 期间费用率较上年同期下降 0.91 个百分点

季度	期间费用 (万元)	期间费用率 (%)	销售费用 (万元)	销售费用率 (%)	管理费用 (万元)	管理费用率 (%)	财务费用 (万元)	财务费用率 (%)
1Q2015	177288.61	15.83	153961.05	13.75	20815.05	1.86	2512.50	0.22
2Q2015	172144.84	17.86	151597.44	15.73	20768.47	2.16	-221.08	-0.02
3Q2015	184902.64	17.43	163141.62	15.38	24266.56	2.29	-2505.54	-0.24
4Q2015	197850.53	18.49	168953.68	15.79	31140.73	2.91	-2243.89	-0.21
1Q2016	211986.60	15.80	187335.69	13.96	25738.02	1.92	-1087.10	-0.08
2Q2016	191968.20	17.29	166065.36	14.96	25540.55	2.30	362.29	0.03
3Q2016	216744.66	17.34	184942.68	14.80	34223.01	2.74	-2421.03	-0.19
4Q2016	217258.15	17.78	178179.39	14.59	43352.54	3.55	-4273.78	-0.35
1Q2017	227248.45	14.89	195970.76	12.84	33285.88	2.18	-2008.18	-0.13

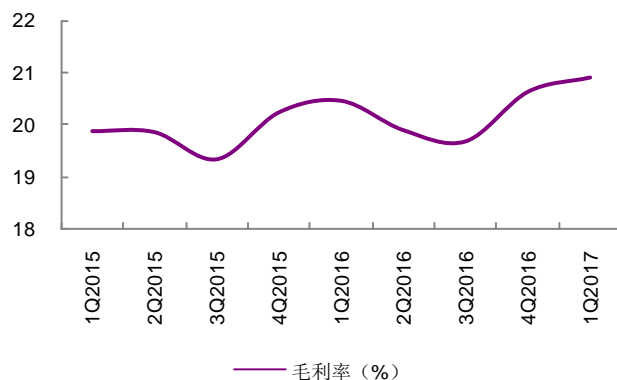
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (1Q2015-1Q2017)



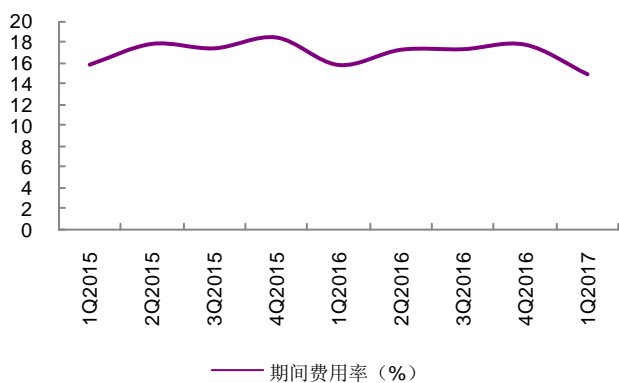
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的毛利率 (1Q2015-1Q2017)



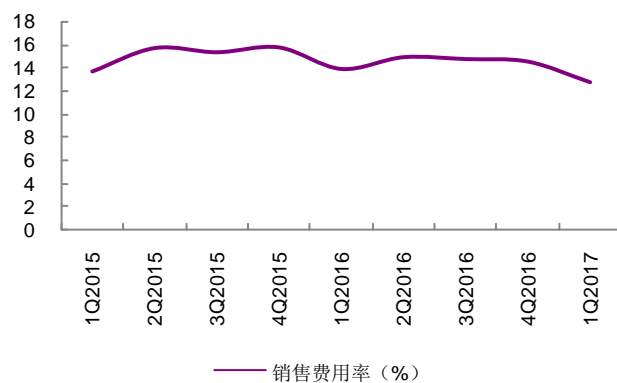
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司的期间费用率 (1Q2015-1Q2017)



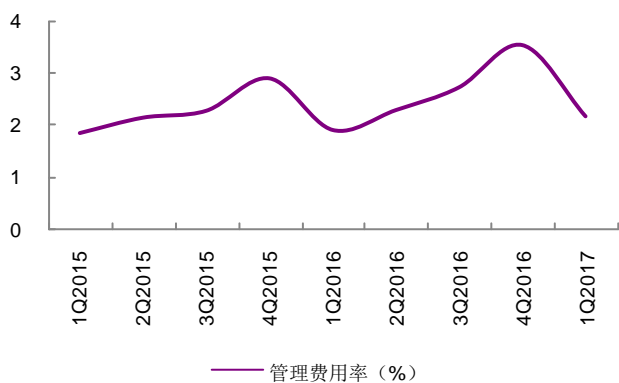
资料来源: 公司公告

图表 6: 公司的销售费用率 (1Q2015-1Q2017)



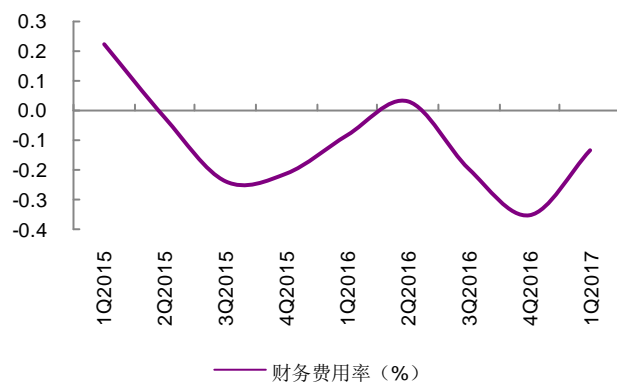
资料来源: 公司公告

图表 7: 公司的管理费用率 (1Q2015-1Q2017)

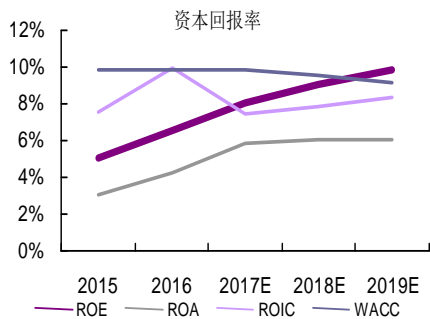
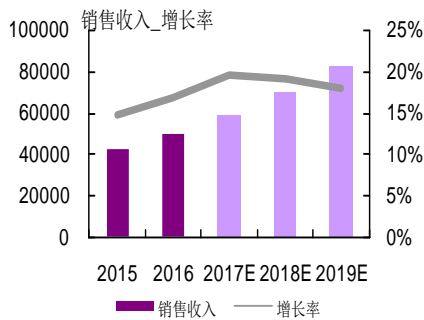
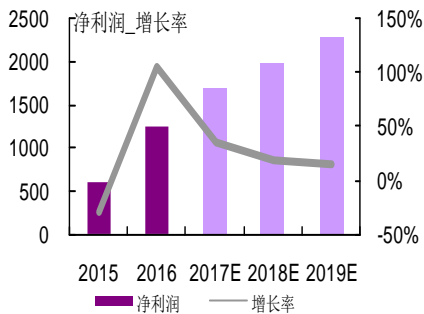
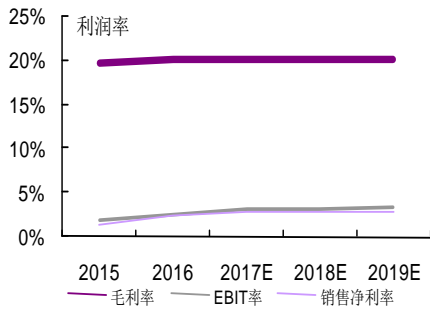


资料来源: 公司公告

图表 8: 公司的财务费用率 (1Q2015-1Q2017)



资料来源: 公司公告



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	42,145	49,232	58,857	70,040	82,648
营业成本	33,785	39,292	46,974	55,899	65,961
折旧和摊销	0	0	119	203	289
营业税费	207	219	235	280	331
销售费用	6,377	7,165	8,387	9,960	11,587
管理费用	811	941	1,413	1,681	1,984
财务费用	-25	-74	-178	-201	-106
公允价值变动损益	15	7	0	0	0
投资收益	-73	167	59	57	0
营业利润	761	1,498	2,070	2,479	2,891
利润总额	797	1,556	2,240	2,649	3,061
少数股东损益	-5	-28	1	1	1
归属母公司净利润	605.33	1,242.01	1,679.33	1,985.51	2,295.01

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	20,304	29,438	28,896	33,245	38,596
流动资产	11,930	20,566	18,580	21,126	24,767
货币资金	4,294	8,097	3,098	3,502	4,132
交易型金融资产	82	1,441	300	300	300
应收帐款	102	487	353	420	496
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	767	1,221	2,943	3,502	4,132
存货	4,250	5,379	7,031	8,370	9,879
可供出售投资	10	10	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,945	1,976	1,976	1,982	1,982
固定资产	3,008	3,109	4,702	6,265	7,780
无形资产	600	629	598	568	539
总负债	8,023	10,197	7,974	11,177	15,226
无息负债	8,023	10,197	7,974	9,782	11,349
有息负债	0	0	0	1,395	3,877
股东权益	12,281	19,241	20,922	22,068	23,371
股本	4,068	9,570	9,570	9,570	9,570
公积金	5,994	6,926	7,094	7,293	7,522
未分配利润	2,167	2,702	4,213	5,160	6,232
少数股东权益	54	43	44	45	46

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,538	1,928	-4,754	1,597	1,036
净利润	605	1,242	1,679	1,986	2,295
折旧摊销	0	0	119	203	289
净营运资金增加	1,282	1,707	6,807	894	2,074
其他	-349	-1,021	-13,359	-1,486	-3,623
投资活动产生现金流	-3,067	-3,883	-423	-1,949	-2,000
净资本支出	1,310	1,436	2,000	2,000	2,000
长期投资变化	1,945	1,976	0	-6	0
其他资产变化	-6,323	-7,295	-2,423	-3,943	-4,000
融资活动现金流	3,748	5,746	178	755	1,595
股本变化	813	5,503	0	0	0
债务净变化	-1,444	0	0	1,395	2,482
无息负债变化	451	2,174	-2,223	1,808	1,566
净现金流	2,219	3,792	-4,999	404	630

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.75%	16.82%	19.55%	19.00%	18.00%
净利润增长率	-28.92%	105.18%	35.21%	18.23%	15.59%
EBITDA/EBITDA 增长率	-2.17%	36.36%	22.32%	24.12%	26.87%
EBIT/EBIT 增长率	-15.36%	57.17%	14.85%	21.12%	25.44%
估值指标					
PE	91	44	33	28	24
PB	5	3	3	3	2
EV/EBITDA	20	29	27	22	18
EV/EBIT	20	29	29	24	20
EV/NOPLAT	32	47	38	33	27
EV/Sales	0	1	1	1	1
EV/IC	2	5	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.83%	20.19%	20.19%	20.19%	20.19%
EBITDA 率	3.81%	4.45%	3.32%	3.46%	3.72%
EBIT 率	1.88%	2.54%	3.11%	3.17%	3.37%
税前净利润率	1.89%	3.16%	3.81%	3.78%	3.70%
税后净利润率 (归属母公司)	1.44%	2.52%	2.85%	2.83%	2.78%
ROA	2.96%	4.12%	5.82%	5.98%	5.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.95%	6.47%	8.04%	9.02%	9.84%
经营性 ROIC	7.55%	9.92%	7.44%	7.86%	8.37%
偿债能力					
流动比率	1.50	2.05	2.36	1.91	1.64
速动比率	0.97	1.51	1.47	1.15	0.98
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	15.79	6.02
有形资产/有息债务	-	-	-	21.71	9.20
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.06	0.13	0.18	0.21	0.24
每股红利	0.06	0.00	0.09	0.10	0.12
每股经营现金流	0.16	0.20	-0.50	0.17	0.11
每股自由现金流(FCFF)	-0.12	-0.13	-0.76	-0.11	-0.18
每股净资产	1.28	2.01	2.18	2.30	2.44
每股销售收入	4.40	5.14	6.15	7.32	8.64

资料来源：光大证券、上市公司

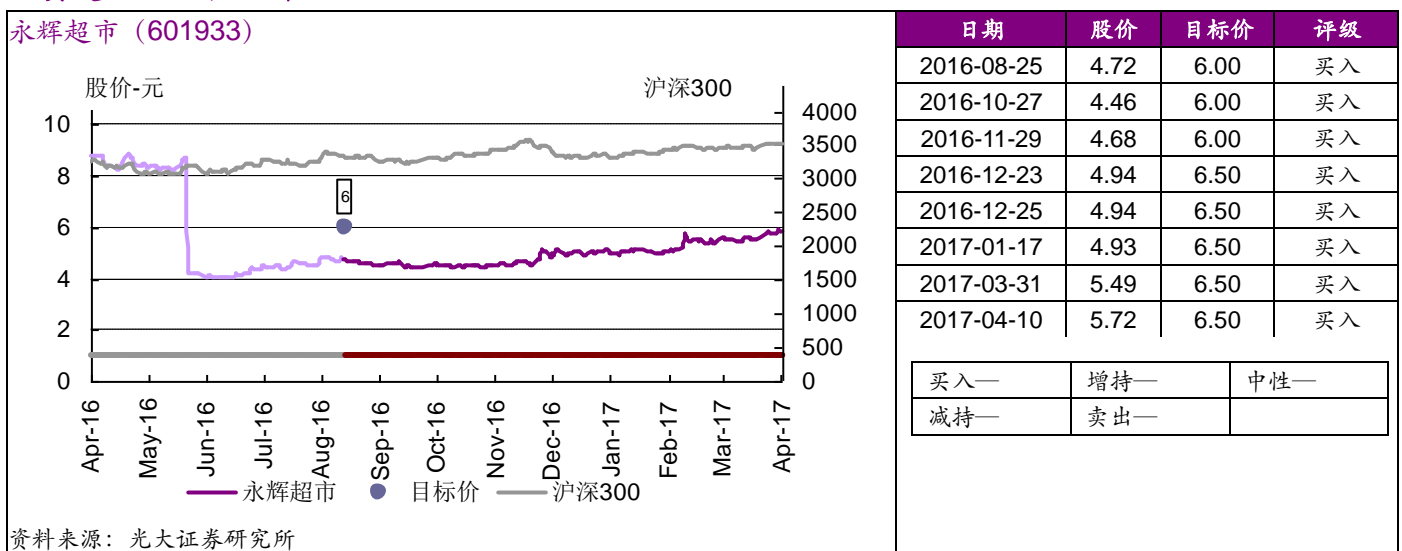
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料工学士，上海外国语大学英语系、日语系双本科、文学士，获得CFA、CAIA、FRM证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中银国际证券、中信证券和海富通基金。2010-2016年新财富最佳分析师零售行业第10/6/5/5/6/6/6名，2011-2015年“水晶球奖”最佳分析师商贸零售行业第6/1/4/4/5名，2011和2012年“金牛奖”第5名，2011年证券通-中国金牌分析师排行榜商业零售第1名，2012年证券市场周刊金手指奖零售行业第1名，2012/13年第一财经最佳分析师零售行业第3/4名，2013/2015/2016年“天眼”中国最佳证券分析师商业贸易行业盈利预测最准分析师第1/3/2名，2013年Starmine, A+H股零售组最佳盈利预测第1名,2015年Wind蚂蚁分析师第4名,2014-2016慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第1/3/3名，并获得白金分析师荣誉称号。2016年每市软件模拟组合零售行业绝对收益/相对收益均为行业第一。2016东方财富最佳分析师零售行业第三名。2017年福布斯中国最佳分析师50强，最佳预测盈利能力分析师。精通英日德三国语言。优势：专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15200608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com