

强烈推荐-A (维持)

永辉超市 601933.SH

目标估值: 7.0 元  
 当前股价: 5.76 元  
 2017年04月15日

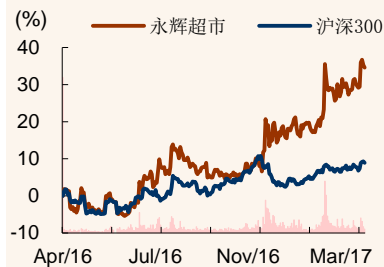
一季报大超预期, 制度改革成效显著

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	957046
已上市流通股(万股)	650887
总市值(亿元)	551
流通市值(亿元)	375
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	32.7%
主要股东	牛奶有限公司
主要股东持股比例	19.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	27	33
相对表现	2	21	27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《永辉超市(601933)一业绩符合预期, 四大板块协同发展》  
 2017-03-31

许荣聪

021-68407349  
 xurc@cmschina.com.cn  
 S1090514090002

邹恒超

021-68407543  
 zouhc@cmschina.com.cn  
 S1090515040001

永辉超市公布 2017 年第一季度报告。2017 年实现 152.6 亿元, 同比增长 13.76%; 实现归母净利 7.44 亿元, 同比增长 57.55%; EPS 为 0.08 元/股。公司业绩远超预期主要得益于团队自主管控费用促使净利率提升, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 1Q17 营收增长 14%, 大超市场预期。2017 年 1Q 实现营业收入 152.6 亿元, 同比增长 13.76%; 实现归属于母公司净利润 7.44 亿元, 同比增长 57.55%; EPS 为 0.08 元/股。销售毛利率 20.93%, 同比上升 0.45pc; 净利率 4.76%, 同比上升 1.3pc; 销售期间费用率 14.89%, 同比下降 0.91pc。公司业绩远超预期主要得益于 1) 投资达曼国际提升供应链管理能力和整合供应链资源, 降低采购成本, 使得毛利率持续提高。2) 实施“合伙人制”、“赛马制”等制度改革, 有效控制费用率, 进而促进净利率提升。3) 2016 年定增募资 65 亿元, 加之经营性现金流充沛, 贡献利息收入 3218 万元。
- 创新融合“零售+餐饮”业态, 引领消费升级和新零售的浪潮。1Q2017 公司在黑龙江、北京、湖北、河南、江苏等区域新开 33 家门店, 其中包括优选店、“零售+餐饮”的超级物种各 1 家, 会员店 9 家, 另新签约门店 38 家。公司积极创新求变, 不断推出新业态以引领消费升级, 顺应新零售的浪潮, 预计未来新型业态将成为公司超高利润的增长点。
- 实体、云创、2B、金融四大板块协同发展, 不断巩固先发优势。实体方面公司推行“合伙人制”、“赛马制”等制度改革, 激发员工动力, 从而实现费用率持续降低, 毛利率不断提升; 云创方面公司继续引领“超市+餐饮行业转变”, 力争 2017 年“超级物种”开店 24 家; 2B 方面公司大力建设“彩食鲜”中央彩厨房; 金融方面公司已取得保理、银行、小贷三块金融牌照, 着力打造供应链金融。
- 预计 17 年实现净利润 17 亿元, 同比增长 37%。预计公司未来新开店增速预计 20%左右, 同店收入依然保持不错增长, 18-19 年业绩增速仍能维持在 30%左右, 目前估值为 32x17PE, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 居民消费增速不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	42145	49232	58192	68550	77873
同比增长	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润(百万元)	761	1498	2136	2788	3587
同比增长	-28%	97%	43%	31%	29%
净利润(百万元)	605	1242	1697	2201	2818
同比增长	-29%	105%	37%	30%	28%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29
PE	38.7	44.4	32.5	25.1	19.6
PB	1.9	2.9	3.4	3.1	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司 17Q1 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	13416	12216	15261	14%	25%
营业毛利	2747	2523	3194	16%	27%
销售费用	1873	1782	1960	5%	10%
管理费用	257	434	333	30%	-23%
财务费用	-11	-43	-20	82%	-53%
营业利润	552	518	876	59%	69%
归属于母公司所有者的净利润	472	427	744	58%	74%
EPS (元)	0.05	0.04	0.08		

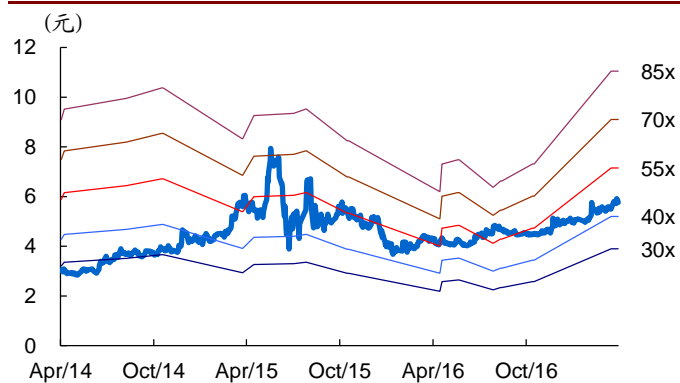
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业总收入	11198	9637	10609	10701	13416	11102	12497	12216	15261
营业毛利	2227	1914	2051	2167	2747	2210	2460	2523	3194
销售费用	1540	1516	1631	1690	1873	1661	1849	1782	1960
管理费用	208	208	243	311	257	255	342	434	333
财务费用	25	-2	-25	-22	-11	4	-24	-43	-20
营业利润	420	166	89	85	552	237	191	518	876
归属母公司所有者净利润	364	163	71	8	472	198	146	427	744
EPS (元)	0.04	0.02	0.01	0.00	0.05	0.02	0.02	0.04	0.08
<b>主要比率</b>									
毛利率	19.9%	19.9%	19.3%	20.3%	20.5%	19.9%	19.7%	20.7%	20.9%
销售费用率	13.7%	15.7%	15.4%	15.8%	14.0%	15.0%	14.8%	14.6%	12.8%
管理费用率	1.9%	2.2%	2.3%	2.9%	1.9%	2.3%	2.7%	3.5%	2.2%
财务费用率	0.2%	-0.02%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.03%	-0.2%	-0.3%	-0.1%
营业利润率	3.8%	1.7%	0.8%	0.8%	4.1%	2.1%	1.5%	4.2%	5.7%
有效税率	18.7%	18.4%	18.8%	93.2%	19.2%	25.0%	29.4%	20.8%	20.4%
净利率	3.2%	1.7%	0.7%	0.1%	3.5%	1.8%	1.2%	3.5%	4.9%
<b>YoY</b>									
收入	19.9%	15.2%	14.8%	9.4%	19.8%	15.2%	17.8%	14.2%	13.8%
归属母公司净利润	19.0%	10.6%	-64.0%	-96.0%	29.8%	21.5%	106.5%	5104.3%	57.5%

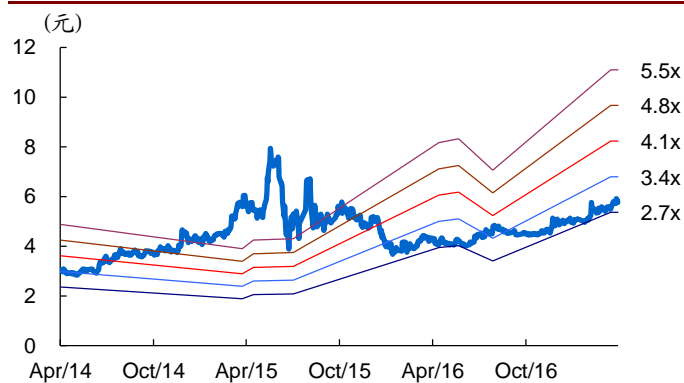
数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 永辉超市历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 永辉超市历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《永辉超市（601933）—业绩符合预期，四大板块协同发展》2017-03-31

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11930	20566	19274	22937	26798
现金	4294	8097	4927	6343	8214
交易性投资	82	1441	1441	1441	1441
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	102	487	553	651	740
其它应收款	767	1221	1443	1700	1931
存货	4250	5379	6271	7348	8291
其他	2436	3942	4638	5454	6180
<b>非流动资产</b>	8374	8872	8422	8060	7767
长期股权投资	1945	1976	1976	1976	1976
固定资产	3008	3109	3201	3278	3343
无形资产	600	629	566	509	459
其他	2820	3158	2680	2297	1990
<b>资产总计</b>	<b>20304</b>	<b>29438</b>	<b>27696</b>	<b>30997</b>	<b>34565</b>
<b>流动负债</b>	7929	10049	11396	13006	14415
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5201	6495	7585	8888	10028
预收账款	1212	1532	1789	2096	2365
其他	1516	2022	2022	2022	2022
<b>长期负债</b>	94	147	147	147	147
长期借款	0	0	0	0	0
其他	94	147	147	147	147
<b>负债合计</b>	<b>8023</b>	<b>10197</b>	<b>11544</b>	<b>13153</b>	<b>14563</b>
股本	4068	9570	9570	9570	9570
资本公积金	5675	6511	6511	6511	6511
留存收益	2485	3117	28	1720	3878
少数股东权益	54	43	42	42	43
归属于母公司所有者权益	12228	19198	16110	17802	19959
<b>负债及权益合计</b>	<b>20304</b>	<b>29438</b>	<b>27696</b>	<b>30997</b>	<b>34565</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1538	1928	2093	2394	2967
净利润	605	1242	1697	2201	2818
折旧摊销	811	941	1045	958	888
财务费用	21	(0)	(52)	(45)	(58)
投资收益	73	(167)	(27)	(32)	(37)
营运资金变动	39	(76)	(535)	(643)	(585)
其它	(11)	(11)	(34)	(44)	(59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3067)</b>	<b>(3883)</b>	<b>(531)</b>	<b>(514)</b>	<b>(494)</b>
资本支出	(1313)	(1440)	(596)	(596)	(596)
其他投资	(1754)	(2443)	65	82	102
<b>筹资活动现金流</b>	3748	5746	(4733)	(464)	(602)
借款变动	(324)	1314	0	0	0
普通股增加	813	5503	0	0	0
资本公积增加	4859	836	0	0	0
股利分配	(1627)	(2034)	(4785)	(509)	(660)
其他	27	126	52	45	58
<b>现金净增加额</b>	<b>2219</b>	<b>3791</b>	<b>(3171)</b>	<b>1416</b>	<b>1871</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	42145	49232	58192	68550	77873
营业成本	33785	39292	45884	53764	60663
营业税金及附加	207	219	259	305	346
营业费用	6377	7165	8469	9977	11334
管理费用	970	1289	1523	1794	2038
财务费用	(25)	(74)	(52)	(45)	(58)
资产减值损失	12	19	0	0	0
公允价值变动收益	15	7	7	7	7
投资收益	(73)	167	20	25	30
<b>营业利润</b>	761	1498	2136	2788	3587
营业外收入	181	179	179	179	179
营业外支出	145	120	120	120	120
<b>利润总额</b>	797	1556	2195	2847	3646
所得税	197	343	537	696	892
<b>净利润</b>	600	1214	1658	2150	2754
少数股东损益	(5)	(28)	(39)	(50)	(64)
<b>归属于母公司净利润</b>	605	1242	1697	2201	2818
<b>EPS (元)</b>	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润	-28%	97%	43%	31%	29%
净利润	-29%	105%	37%	30%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.8%	20.2%	21.2%	21.6%	22.1%
净利率	1.4%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%
ROE	5.0%	6.5%	10.5%	12.4%	14.1%
ROIC	4.6%	5.6%	9.7%	11.6%	13.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.5%	34.6%	41.7%	42.4%	42.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	2.0	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.5	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.1	1.7	2.1	2.2	2.3
存货周转率	8.5	8.2	7.9	7.9	7.8
应收帐款周转率	396.1	167.3	111.9	113.8	111.9
应付帐款周转率	6.6	6.7	6.5	6.5	6.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29
每股经营现金	0.38	0.20	0.22	0.25	0.31
每股净资产	3.01	2.01	1.68	1.86	2.09
每股股利	0.50	0.50	0.05	0.07	0.09
<b>估值比率</b>					
PE	38.7	44.4	32.5	25.1	19.6
PB	1.9	2.9	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	10.6	6.5	4.0	3.3	2.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**许荣聪**，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

**邹恒超**，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。