

永辉超市 (601933.SH)

扩张红利和改革红利释放，永辉进入新的发展阶段

核心观点：

● 1Q17 扣非净利润大增 50.6%，毛利率、净利率均创历史新高

公司 1Q17 实现收入 152.6 亿元，同比增长 13.76%；归属母公司净利润 7.44 亿元或 EPS=0.08 元，同比增长 57.6%，扣非净利润 7.28 亿元，同比增长 50.6%，超市场预期（此前已披露业绩快报）。1Q17 净利率提升 1.35pp 至 4.87%，创历史新高，其中毛利率提升 0.45pp 至 20.93%（亦创历史新高），费用率下降 0.91pp 至 14.89%（销售+管理费用率下降 0.86pp，财务费用下降 0.05pp）。过去几年持续扩张的新区陆续进入利润释放期，老区网点加密培育期缩短，盈利能力提升，公司发展进入新阶段。

● 次成熟区茁壮成长，华东大区势头强劲

从区域上来看，福建和华西大区毛利率均在 18% 以上（华西大区作为第一大区，仍然有 14% 增长）；安徽、北京、河南等次成熟区，毛利率均呈现上升趋势，且收入保持快速增长（其中安徽、河南保持 20% 增速，北京 13%）；合伙人制度、业态创新在第二集群取得巨大成功，华东大区也因此表现亮眼（1Q17 收入增长 31%，毛利率提升 0.46pp）；东北大区仍处于培育阶段。1Q17 新开门店 33 家，基本都在原有区域加密。

● 改革红利释放，业态创新不止，维持买入评级

2016 年公司收入增长 16.8%，员工数下降 6%，可见合伙人制度带来的人销提升。这一制度在去年底全国范围推广，改革红利快速释放。新店平均单店面积缩小，生鲜食品占比未来有望提升，超级物种店和会员店加快布局（1Q17 的 33 家门店中，超级 1 家，会员 9 家；新签约 38 家门店中，超级 7 家，会员店 10 家）。我们预计公司 17-19 年收入复合增速 16%，17-19 年 EPS 分别为 0.175、0.225 和 0.283 元，复合增速 30%，净利率从 16 年的 2.5% 提升至 19 年的 3.5%，维持“买入”评级！

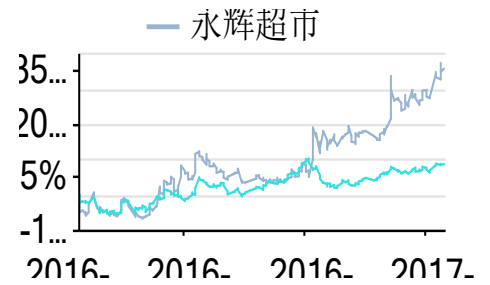
● 风险提示：电商分流冲击；新业态培育不达预期；同店增速放缓。

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	32.83	25.64	20.37
市净率(P/B)	3.36	2.80	2.98	2.67	2.36
EV/EBITDA	22.74	17.62	17.66	12.01	9.00

公司评级	买入
当前价格	5.76 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-17

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005
021-60750633
hongtao@gf.com.cn

相关研究：

- 永辉超市 (601933.SH)：2017-04-12
- 1Q17 业绩超市场预期，次新区发力，合伙人改革红利释放
- 【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

公司1Q17实现收入152.6亿元，同比增长13.76%；归属母公司净利润7.44亿元或EPS=0.08元，同比增长57.6%，扣非净利润7.28亿元，同比增长50.6%，超市场预期（此前已披露业绩快报）。1Q17净利率提升1.62pp至4.88%，创历史新高，其中毛利率提升0.45pp至20.93%（亦创历史新高），费用率下降0.91pp至14.89%（销售+管理费用率下降0.86pp，财务费用下降0.05pp）。过去几年持续扩张的新区陆续进入利润释放期，老区网点加密培育期缩短，盈利能力提升，公司发展进入新阶段。

从收入和毛利率来跟踪各大区的发展情况：

1) 收入占比最高的华西大区，仍然保持两位数的收入增长，动力强劲。1Q17收入同比增长14.4%，毛利率基本稳定，同比持平为18.4%。成熟区福建大区收入、毛利率基本稳定。

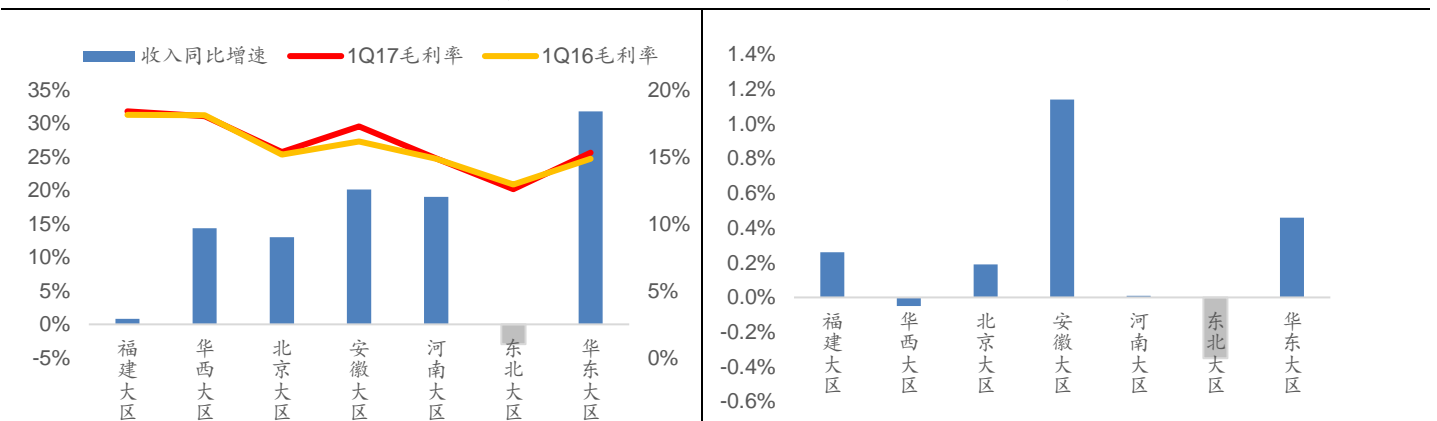
2) 次成熟区茁壮成长，处在资本消耗期向业绩释放期的转换中，未来3年将成为公司盈利能力提升、利润增速快于收入增速的核心驱动力。1Q17安徽大区收入+13%，北京大区收入+20%，河南大区收入+19%，且毛利率均有不同程度提升。

3) 华东地区表现最为亮眼，充分受益于第二集群合伙人制度的改革红利，以及业态创新红利，实现收入32%的高增长以及毛利率的大幅提升（同比提升0.46pp）。而东北大区目前仍处于培育阶段，收入和毛利率均小幅下滑，规模体量未有明显突破。

展店情况：公司1Q17新开33家门店，其中含优选店、超级物种店各1家，会员店9家，在广东、福建各关店1家。新签约门店38家，其中包含超级物种店7家，会员店10家（上海9家，北京1家），已签约未开店项目增加至207家。

图1：1Q17永辉各大区收入增速和毛利率变化

图2：1Q17永辉各大区毛利率同比变动



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

1Q17收入同比增长13.8%、归属净利润同比增长57.5%。1Q17综合毛利率同比提升.45pp至20.94%，归母净利率同比提升1.35pp至4.87%，均创历史新高。

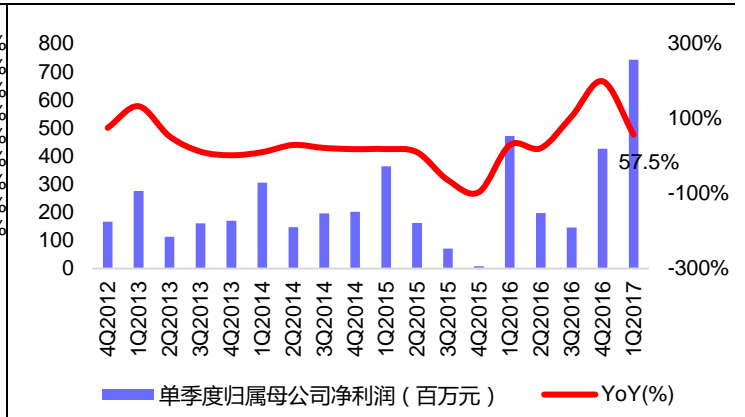
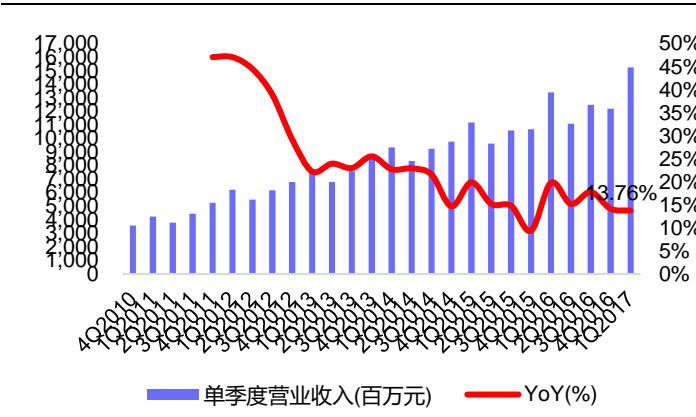
费用率大幅降低主要受益于效率提升、租金成本下降——1Q17综合费用率同降0.91pp至14.89%。其中销售管理费率同降-0.86pp至15.02%，财务费用同降0.05pp至-0.13%。随着新进区域逐步孵化成熟，门店密度提升、采购规模扩大，规模效率呈现带动运营费率降低。公司集客引流实力强化，带动租金成本降低，转租收入冲抵租金成本的能力更强。从长期来看，整体费率仍有下降空间。

内生造血力强，支持门店快速扩张。1Q17单季度实现经营性现金净流入9.02亿

元，资本开支4.26亿元，从2012年开始公司内生造血能力能够持续支持门店扩张。公司1Q17增加短期借款6.9亿元，主要原因系增加对达曼的投资借款所致，公司目前账面现金丰富，计息负债在总负债中占比为7.1%，财务成本低。

图3：单季度营业收入及增速

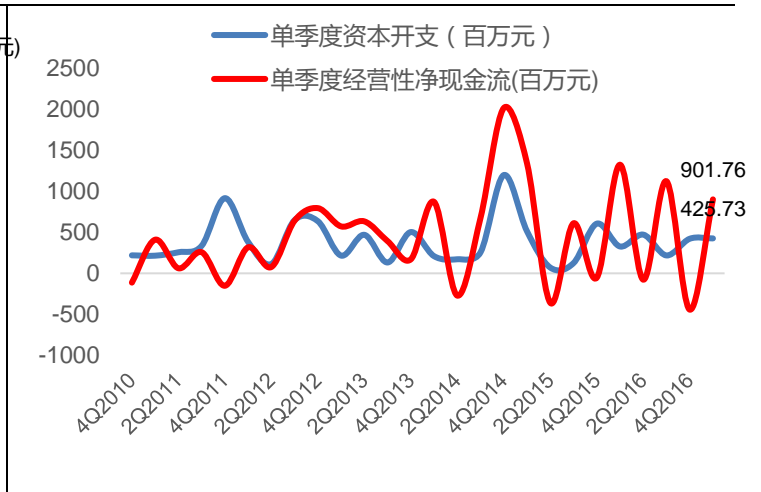
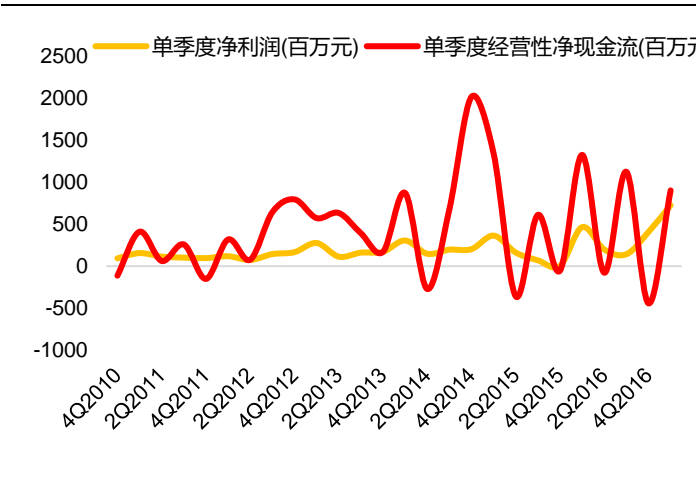
图4：单季度归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图5：单季度净利润及经营性现金净流入

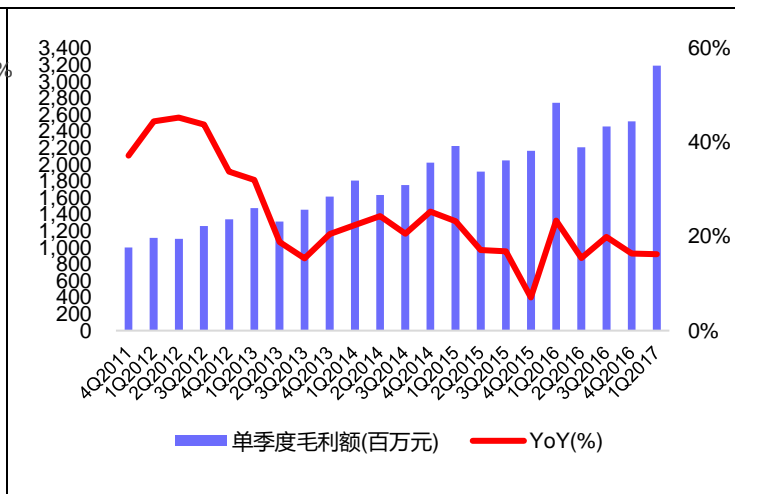
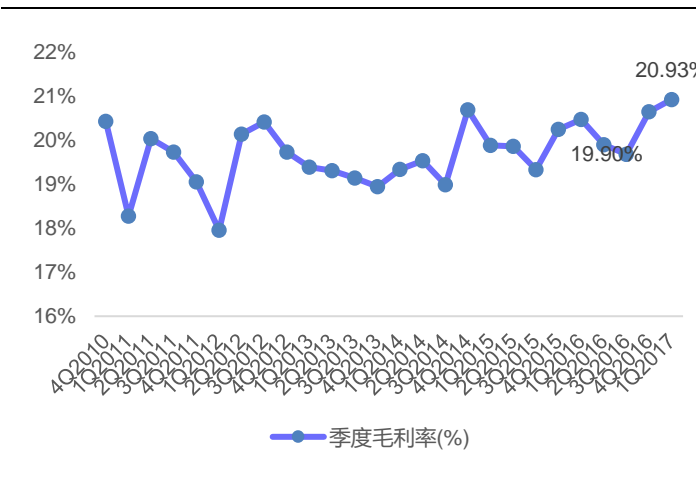
图6：单季度经营性现金净流入和资本开支



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图7：单季度销售毛利率

图8：单季度毛利额及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图9：单季度营业利润率

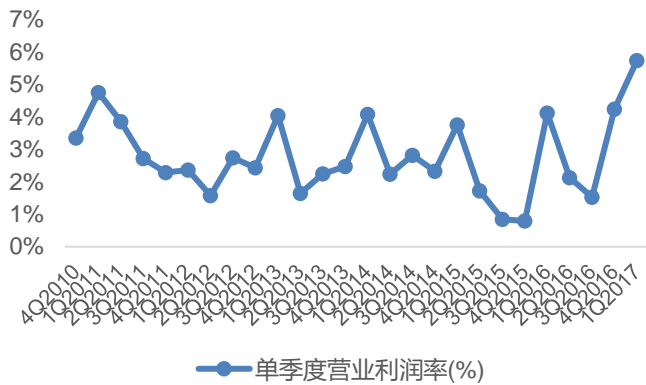
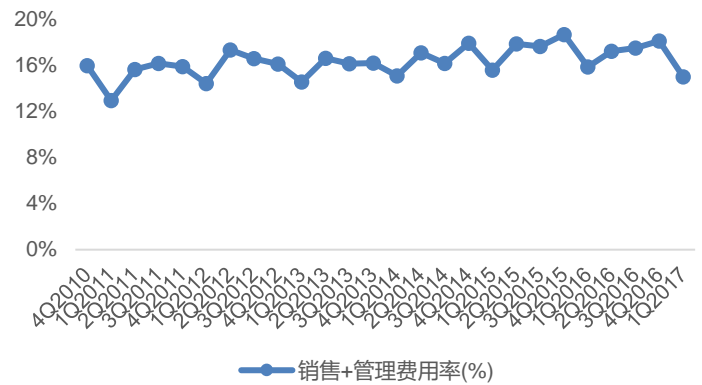


图10：单季度销售管理费率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图11：单季度财务费率及变化

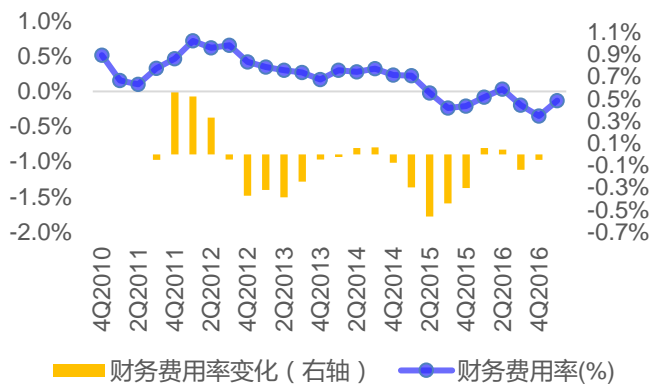
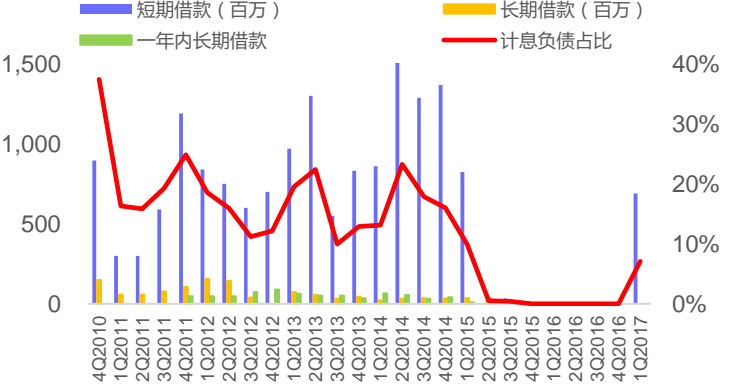


图12：单季度销售管理费率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、电商分流冲击；
- 2、新业态培育不达预期；
- 3、同店增速放缓。

资产负债表		单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	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	
非流动资产	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	
资产总计	20304	27045	29205	33536	38268	
流动负债	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	
非流动负债	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	
负债合计	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	
归属母公司股东权益	12228	16805	18484	20634	23340	
少数股东权益	54	43	45	49	53	
负债和股东权益	20304	27045	29205	33536	38268	

利润表		单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	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	
营业利润	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	
利润总额	797	1556	2201	2819	3548	
所得税	197	343	519	665	837	
净利润	600	1214	1682	2153	2710	
少数股东损益	-5	-28	3	3	4	
归属母公司净利润	605	1242	1679	2150	2706	
EBITDA	1617	2208	2375	3179	3888	
EPS (元)	0.15	0.13	0.18	0.22	0.28	

现金流量表		单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	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	
投资活动现金流	-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	
筹资活动现金流	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	
现金净增加额	2219	3792	5120	3753	3224	
期初现金余额	2093	4294	8097	13217	16970	
期末现金余额	4312	8085	13217	16970	20194	

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
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
获利能力(%)					
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	10.4	19.7	89.4	-	-
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	67.9	37.8	32.8	25.6	20.4
P/B	3.4	2.8	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	22.7	17.6	17.7	12.0	9.0

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。