

评级: 买入(维持)

市场价格: 7.27

目标价格: 8.01—8.01

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42,144.83	49,231.65	61,197.58	73,699.07	86,952.70
增长率 yoy%	14.75%	16.82%	24.31%	20.43%	17.98%
净利润	605.33	1,242.01	1,755.33	2,189.45	2,745.91
增长率 yoy%	-28.92%	105.18%	41.33%	24.73%	25.42%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29
每股现金流量	0.38	0.20	0.31	0.33	0.39
净资产收益率	4.95%	6.47%	8.86%	9.95%	11.10%
P/E	67.87	37.83	39.64	31.78	25.34
PEG	—	0.36	0.96	1.28	1.00
P/B	3.36	2.45	3.51	3.16	2.81

备注:

投资要点

■ 2017年6月21日永辉超市纳入 MSCI 指数, 受此因素影响, 永辉超市大涨 8.18%, 本篇报告从行业、公司经营以及估值情况分析永辉的投资价值、公司核心竞争力以及增长潜力: 消费股进入估值提升的通道, 若以 16 年 H1 为消费股估值提升的起点, 优质的白马消费股估值提升了约 30%-50%, 如白酒、家电以及家具等, 从基本面层面来看, 这些行业基本上存在或多或少的行业边际改善, 龙头及个股基本面拐点出现, 享受行业基本面拐点与估值提升的戴维斯双击, 优质的消费股白马股上涨。从市场情绪面角度, 大盘持续震荡, 可选择投资标的收窄, 机构集体“抱团”消费股, 如白酒、家电以及家居, 贵州茅台 PE (2016H1-至今) 20XPE-30XPE (新高), 格力电器从 10XPE 上涨到 14.2XPE (新高)、老板电器 20XPE-32.4XPE (最高)、永辉超市 48XPE-46.0XPE (业绩释放)。对于永辉来说, PE (TTM) 已经达到 46.0 倍, 那么如何看待当前的永辉的估值, 买还是卖? 永辉基本面如何变化, 未来的行业地位如何, 适不适合长线拿?

■ 此轮超市龙头永辉上涨, 我们认为与其它消费股逻辑有共同点, 但也有差异点。共同点是市场白马行情催化, 永辉作为超市行业龙头享受溢价; 不同点是永辉的基本面拐点更大, 业绩确定性更高, 永辉超市门店迭代升级更具竞争力, 核心供应链护城河优化, 并持续加宽加深, 公司践行合伙人制度见效, 净利润增速显著高于收入增速, 2017 年 Q1 永辉收入同比 13.76%+, 归母净利润同比 57.55%+。从行业层面来看, 永辉超市面对的市场空间足够大, 生鲜市场大约 9 万亿, 商超行业生鲜占比大约 13% 左右, 市场规模达到 1.17 万亿, 复合增速大约为 13%, 而生鲜超市渗透率之所以持续上涨, 主要是消费结构的升级, 生鲜购买由传统的菜市场转向商超, 在中西部地区消费升级特别明显。且 16 年至今超市行业出现弱复苏, 部分具有核心竞争力的商超加快开店的速度, 结构分化加速, 如高鑫零售、永辉超市等。当前商超生鲜占比不高, 2016 年生鲜龙头永辉生鲜业务规模 200-300 亿元, 占比不足 0.5%, 即使放在商超, 市占率仍很低, 约为 3% 左右。我们认为未来随着生鲜消费的升级, 具备品牌优势的超市的市占率会持续提升, 且行业天花板足够高。

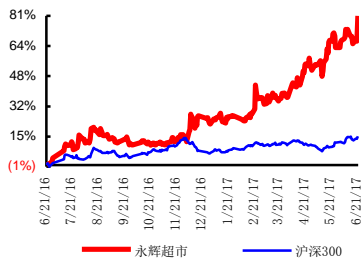
■ 公司层面来看, 永辉积极布局新业态门店, 2017 年规划新开门店约 100 家, 同比增长约 20%+。从生鲜消费升级的趋势, 年轻群体如 80、90 后, 商超购买生鲜成为趋势, 提升产品品质以及改善消费环境, 成为线下零售店、餐饮店提升竞争力的方式, 而永辉超市 BRAVO 精标店契合这种趋势。从经营效果及坪效来看, BRAVO 精标店高于红标店 (2016 年坪效高出 10%+)。从消费的路径以及门店迭代的情况, 我们看到永辉超市更加年轻化, 包括 2017 年重点作为布局对象的超级物种, “餐饮+超市”的模式更具竞争性及吸引力, 依托于自身耕耘的精细化采购优势, 在产品品质以及价格方面更具竞争优势。预计今年新开未来新开 BRAVO 精标店增速 18% 以上, 收入增速保持略高于门店增速。截止 2017 年 6 月底, 永辉新开 BARVO 门店约 29 家, 受益于 4、5 月份节日影响, 同店增长较好, 预计 2017H1 业绩将超预期。

■ 精细化的运作方面更具竞争优势, 龙头永辉仍具备成长空间。沃尔玛规模优势起来时, EBITA Margin 大约在 5.5-6.0% 左右, 而永辉超市的 EBITA Margin 为 4.7% 左右, 处于提升通道, 但对于规模化的龙头企业来看, 仍具备提升空间。零售行业是个精细活, 规模优势以及激励机制对于零售公司的盈利能力提升特别重要, 永辉从两个角度提升自身的经营效率: 一是精选优质的 SKU, 16 年淘汰 2 万 SKU, 二是淘汰 15% 的供应商。而我们知道, 成熟的欧美国家一般是严选消费模式, 即 SKU 不是太多, 但产品品质比较好, 永辉的精选 SKU 模式符合消费趋势, 同时对于公司来说减少了采购成本。在激励政策方面, 永辉提升员工积极性, 以赛马制促进良性竞争, 提升收入规模以及人均创收,

基本状况

总股本(百万股)	9,570
流通股本(百万股)	9,570
市价(元)	7.27
市值(百万元)	69,577
流通市值(百万元)	69,577

股价与行业-市场走势对比



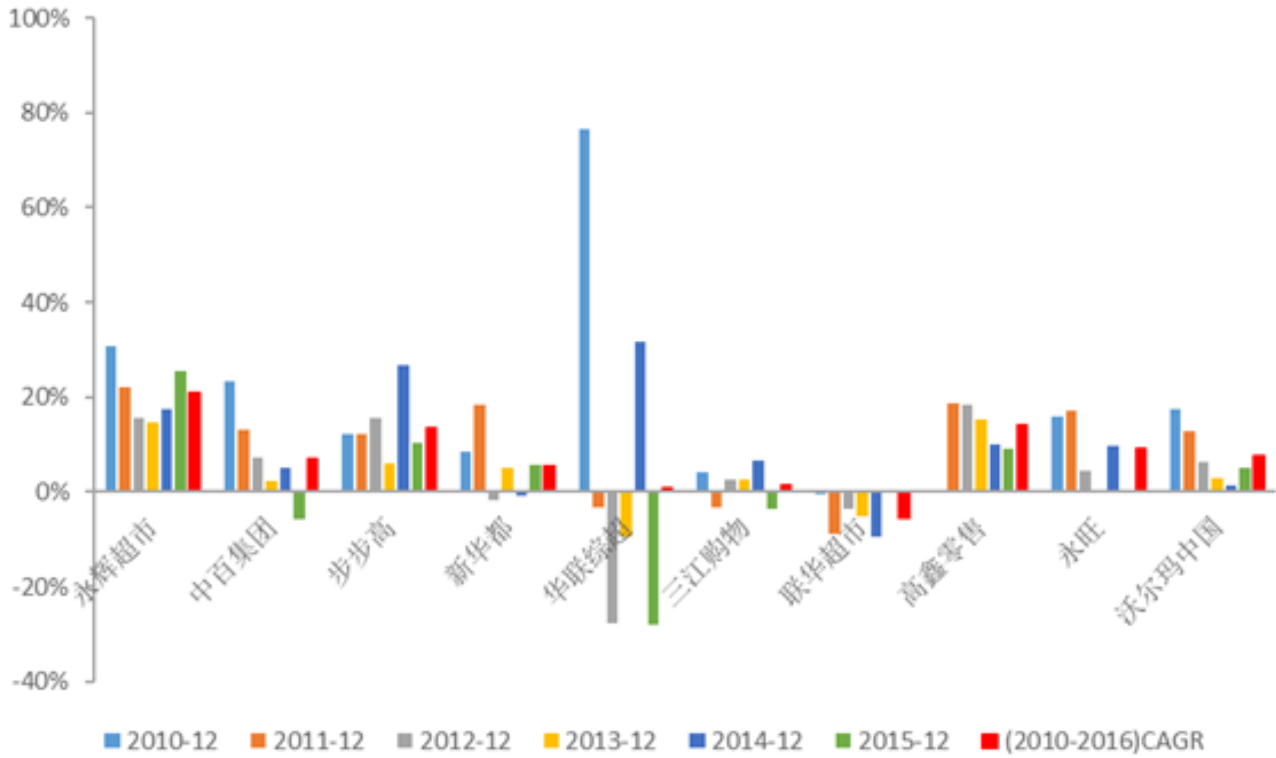
相关报告

- 1 毛利率上升, 费用率下降, 业绩大超预期, 推荐“买入”
- 2 Q1 预告大幅超预期, 合伙人激励继续发力, 维持“买入”
- 3 门店迭代成熟助力增长, 合伙人制发力提升运营效率

2016年见效特别明显，人均创收提升大约24.67%，薪酬费用率大幅降低，对于公司整体费用率降低大有裨益。我们看到这种合伙人制度，不仅提升收入规模，而且提升了公司的经营效率，背后体现的是公司对供应链精细化管理的把控能力。

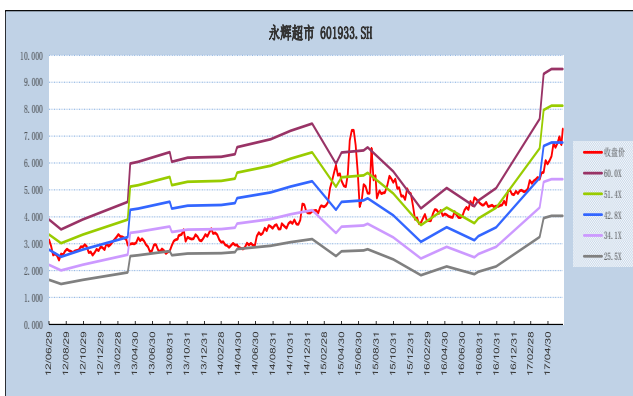
- **投资建议：上调目标价至 8.01 元，维持“买入”评级。**估值层面，纵向对比来看，公司历史 PE 估值中枢大约 30 倍左右，按照 A 股消费股提升的逻辑来看，估值相较于历史提升 30%-50%，那么永辉超市 PE (TTM) 合理区间应该在 40-45XPE 的区间，按照我们的预测，永辉超市 2018 年有望实现净利润约 21.89 亿元，当前市值对应 2018 年估值约为 31.78XPE 倍，估值提升的空间仍具备较大潜力。且对标好市多、沃尔玛等国外零售巨头，历史开店增速最高时，估值大约为 35-40 倍，亚马逊收购全食超市的 PE 为 33 倍。考虑到行业空间足够大，且对于全国化零售龙头公司永辉超市鲜有竞争对手，业绩增长确定性更高，市占率稳步提升，我们认为永辉超市合理的估值应该在 35XPE-40 XPE 区间。我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 611.97/736.99/869.52 亿元，同比增长 24.31%/20.34%/17.98%。实现净利润约为 17.55/21.89/27.46 亿元，同比增长 41.33%/24.73%/25.42%，当前市值对应 2017-2019 年 PE 约为 39.64/31.78/25.34 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部拓展空间，给予 2018 年 35XPE，上调目标价至 8.01 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：公司门店建设不及预期，导致营收增长缓慢；宏观环境恶化，消费者消费能力大幅下降；食品安全问题；**

图表 1: 永辉超市 2010-2016 年新增门店 CAGR20.89%+, 高于其他门店增速



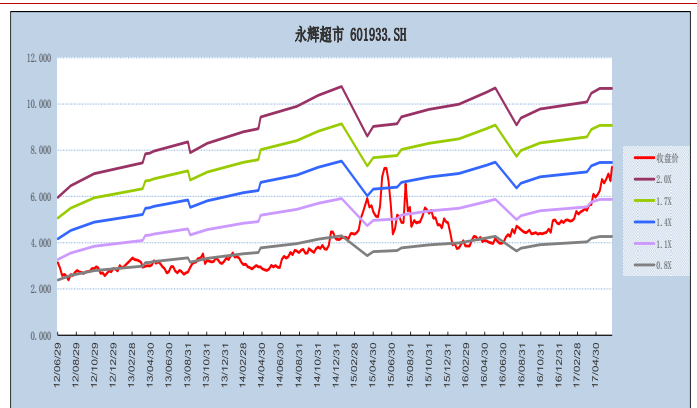
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 永辉超市当前 PE 估值处于 34XPE-43XPE 的区间



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 3: 永辉超市当前 PS 达到历史最高点



来源: WIND 中泰证券研究所

图表 4：永辉超市门店开店情况

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	88	97	104	104	108	113	119
重庆				1	3	4	9	18	41	53	64	71	79	88	93	106
北京									2	7	13	18	20	24	30	34
安徽										7	12	14	17	20	24	32
四川												4	7	13	26	37
江苏											5	10	15	15	18	23
河北											1	5	8	13	13	15
河南											3	7	11	12	15	20
贵州										1	4	5	6	7	8	12
浙江												1	4	6	8	14
辽宁											1	5	5	5	5	4
广东													3	5	8	11
陕西													2	4	6	8
上海													1	3	11	37
吉林											1	2	2	3	2	3
天津											2	2	2	2	3	7
黑龙江												1	2	2	4	4
山西															1	1
总门店数：个	3	9	15	22	35	47	58	77	122	156	203	249	288	330	388	487
经营面积：平米	20171	36219	67537	106740	155462	202753	288676	405559	719216	1050000	1574522	2054513	2625577	3088043	3662290	4276681
净增门店数：个	6	6	6	7	13	12	11	19	45	34	47	46	39	42	58	62
门店增速：%	200.0%	67.0%	47.0%	59.0%	34.0%	23.0%	33.0%	58.0%	28.0%	30.0%	23.0%	16.0%	15.0%	14.6%	17.6%	25.5%

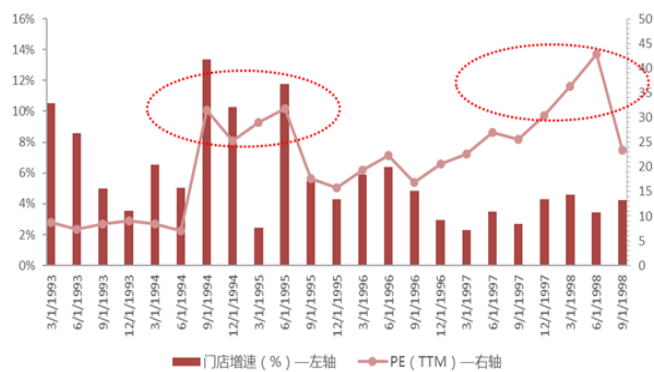
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 5：永辉超市推行的合伙人制度与大润发的比较

对象	合伙人制度比较	
	永辉超市	大润发
简介	<p>同属零售业，主要业态均为超市。主营生鲜、食品等，品类相似，具备可比性。</p> <p>永辉超市是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一。公司已发展成为以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础的大型集团企业。公司目前主营构成为食品用品、生鲜及加工、服装以及其他。2010年上市，永辉超市（601933.SH）。</p>	<p>“大润发”是由台湾润泰集团投资创办的会员制大型连锁综合超市。大润发主要经营生鲜食品、各类副食品、日用杂品、家用纺织、文化体育用品和五金家电等。逐渐由实体零售向电商O2O模式转变，线下实体为大润发超市，线上平台飞牛网。2011年大润发和欧尚在香港捆绑上市，挂牌为高鑫零售（6808.HK）。</p>
企业文化	<p>合伙人制度都是企业文化的重要组成部分</p> <p>永辉不仅是创业者的，也是全体员工的，将来是社会公众的公司。永辉是共同创业和共同发展的平台；来永辉工作是创业，不仅是就业。</p>	<p>倡导所有员工都是兄弟姐妹及合伙人的关系，员工不仅是伙计，也是主人公，企业文化是建立在超越劳资关系之上的。</p>
制度核心	<p>门店合伙人方案：总部与经营单位(合伙人代表)根据历史数据和销售预测制定一个业绩标准，如果实际经营业绩超过了设立的标准，增量部分的利润按照比例在总部和合伙人之间进行分配。一般是以门店或者柜组为经营单位，他们代表基层员工参与合伙人计划，与总部讨论至关重要的业绩标准。在完成销售达成率和利润达成率等指标前提下，合伙人根据增量部分的利润，与总部按照三七、四六、二八等比例分红。</p>	<p>大润发飞牛网千万馆合伙人计划：所谓千万馆合伙人是指覆盖各类合伙人，包括体验馆、社会精英合伙人、校园合伙人、社区合伙人、内部员工合作人等，分为有实体的飞牛网体验馆经营者、无实体但利用自己的关系网做推广的高级合伙人和初级合伙人。注册为合伙人之后，就可以进行推广，但凡是合伙人推广产生的有效客户则合伙人可以按照客户消费额的1%—2%进行分成。”</p>
参与前提	<p>门店销售达成率≥100%，门店利润总额达成率≥100%。</p>	<p>推广产生订单即可获得佣金。</p>
覆盖人群	<p>以门店为单元，基本覆盖全员（店长、店助、四大营运部门人员、后勤人员、固定小时工）。</p>	<p>飞牛网千万馆合伙人计划覆盖各类合伙人，包括体验馆、校园合伙人、社区合伙人、内部员工合作人等一系列实现方式。</p>
简评	<p>以门店为单位，以门店整体业绩任务达成作为参与分红的前提条件，以全员参与，共同经营门店为目的，充分调动员工工作的积极性。</p>	<p>飞牛网合伙人制度与目前业内同行等推出的微店有相似性。合伙人邀请亲朋好友，通过邀请码注册成为飞牛网会员，从而分享导流来获取佣金。</p>

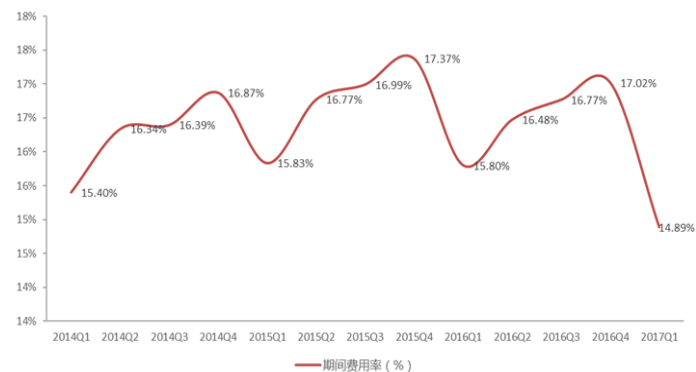
来源：公司资料整理 公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 沃尔玛历史开店增速和 PE 同向变动



来源: 彭博咨询 中泰证券研究所

图表 7: 永辉超市 2016Q2 期间费用率开始下降



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 8：永辉超市财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	36,727	42,145	49,232	61,198	73,699	86,953
增长率	20.25%	14.8%	16.8%	24.3%	20.4%	18.0%
营业成本	-29,507	-33,785	-39,292	-48,494	-57,986	-68,176
% 销售收入	80.3%	80.2%	79.8%	79.2%	78.7%	78.4%
毛利	7,220	8,359	9,940	12,703	15,713	18,777
% 销售收入	19.7%	19.8%	20.2%	20.8%	21.3%	21.6%
营业税金及附加	-176	-207	-219	-263	-310	-365
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-5,264	-6,377	-7,165	-8,874	-10,854	-12,826
% 销售收入	14.3%	15.1%	14.6%	14.5%	14.7%	14.8%
管理费用	-828	-970	-1,289	-1,500	-1,829	-2,169
% 销售收入	2.3%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	952	806	1,267	2,066	2,721	3,417
% 销售收入	2.6%	1.9%	2.6%	3.4%	3.7%	3.9%
财务费用	-104	25	74	0	0	0
% 销售收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-14	-12	-19	0	0	0
公允价值变动收益	2	15	7	0	0	0
投资收益	220	-73	167	120	10	10
% 税前利润	20.2%	—	10.8%	5.4%	0.4%	0.3%
营业利润	1,056	761	1,498	2,186	2,731	3,427
营业利润率	2.9%	1.8%	3.0%	3.6%	3.7%	3.9%
营业外收支	28	37	59	46	49	50
税前利润	1,084	797	1,556	2,233	2,780	3,477
利润率	3.0%	1.9%	3.2%	3.6%	3.8%	4.0%
所得税	-232	-197	-343	-509	-636	-790
所得税率	21.4%	24.7%	22.0%	22.8%	22.9%	22.7%
净利润	853	600	1,214	1,723	2,144	2,687
少数股东损益	1	-5	-28	-32	-46	-59
归属于母公司的净利润	852	605	1,242	1,755	2,189	2,746
净利率	2.3%	1.4%	2.5%	2.9%	3.0%	3.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,093	4,294	8,097	11,232	13,158	16,797
应收款项	892	869	1,708	1,484	1,793	2,140
存货	3,699	4,250	5,379	5,838	6,995	8,240
其他流动资产	1,566	2,518	5,382	5,695	6,003	6,393
流动资产	8,250	11,930	20,566	24,249	27,950	33,570
% 总资产	53.3%	58.8%	69.9%	74.4%	77.9%	81.8%
长期投资	1,379	2,092	2,353	2,353	2,353	2,353
固定资产	3,182	3,384	3,433	3,050	2,624	2,160
% 总资产	20.6%	16.7%	11.7%	9.4%	7.3%	5.3%
无形资产	2,602	2,823	3,026	2,885	2,897	2,883
非流动资产	7,229	8,374	8,872	8,348	7,933	7,455
% 总资产	46.7%	41.2%	30.1%	25.6%	22.1%	18.2%
资产总计	15,480	20,304	29,438	32,597	35,882	41,025
短期借款	1,410	0	0	0	0	0
应付款项	6,853	7,362	9,296	10,573	12,693	14,945
其他流动负债	631	567	754	2,060	1,082	1,285
流动负债	8,893	7,929	10,049	12,633	13,775	16,230
长期贷款	34	0	0	0	0	0
其他长期负债	88	94	147	147	147	147
负债	9,015	8,023	10,197	12,780	13,922	16,378
普通股股东权益	6,438	12,228	19,199	19,805	21,995	24,741
少数股东权益	26	54	43	11	-35	-93
负债股东权益合计	15,480	20,304	29,438	32,597	35,882	41,025

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.262	0.149	0.130	0.183	0.229	0.287
每股净资产(元)	1.978	3.006	2.006	2.069	2.298	2.585
每股经营现金净流(元)	0.619	0.378	0.201	0.312	0.332	0.388
每股股利(元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.23%	4.95%	6.47%	8.86%	9.95%	11.10%
总资产收益率	5.50%	2.98%	4.22%	5.38%	6.10%	6.69%
投入资本收益率	16.94%	10.35%	13.35%	32.94%	41.48%	64.30%
增长率						
营业总收入增长率	20.25%	14.75%	16.82%	24.31%	20.43%	17.98%
EBIT增长率	9.62%	-15.32%	57.11%	63.10%	31.67%	25.60%
净利润增长率	18.18%	-28.92%	105.18%	41.33%	24.73%	25.42%
总资产增长率	19.35%	31.17%	44.99%	10.73%	10.08%	14.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	0.9	2.2	1.6	1.7	1.7
存货周转天数	43.6	42.9	44.7	43.9	44.0	44.1
应付账款周转天数	56.0	55.5	54.3	55.0	54.8	54.8
固定资产周转天数	25.2	24.8	22.7	17.7	13.1	9.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.96%	-35.62%	-49.57%	-63.95%	-66.48%	-74.00%
EBIT利息保障倍数	9.1	-32.8	-17.1	—	—	—
资产负债率	58.24%	39.51%	34.64%	39.21%	38.80%	39.92%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	853	600	1,214	1,723	2,144	2,687
少数股东损益	0	0	0	-32	-46	-59
非现金支出	702	815	947	545	580	609
非经营收益	-103	158	-90	-166	-59	-60
营运资金变动	564	-34	-142	887	516	474
经营活动现金净流	2,016	1,538	1,928	2,957	3,136	3,652
资本开支	1,197	1,310	1,436	-25	116	82
投资	-788	-818	-1,656	0	0	0
其他	31	-939	-791	120	10	10
投资活动现金净流	-1,954	-3,067	-3,883	145	-106	-72
股权募资	2	5,704	6,357	0	0	0
债权募资	533	-1,444	0	0	0	0
其他	-432	-512	-611	0	-1,148	0
筹资活动现金净流	103	3,748	5,746	0	-1,148	0
现金净流量	165	2,219	3,792	3,102	1,881	3,580

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。