

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.55 元

目标价格: 8.01 元

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 | 61,197.5 | 73,699.0 | 86,952.7 |
| 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 | 38.66 | 30.99 | 24.71 |
| PEG | — | 0.36 | 0.95 | 1.27 | 0.98 |
| P/B | 3.01 | 2.01 | 2.07 | 2.30 | 2.59 |

备注:

投资要点

■ **事件:** 2017年7月30日永辉超市发布公司公告, 2017H1 公司实现营业收入 283.17 亿元, 同比 15.49%+, 归属母公司净利润为 10.55 亿元, 同比 57.57%+, 归属母公司扣非净利润为 10.37 亿元, 同比 56.78%+; 经营活动产生的现金流量净额为 26.05 亿元, 同比 108.90%+; 实现非经常性损益 0.18 亿元, 业绩符合预期, 对此我们点评如下:

■ **H1 新开门店 35 家, 规划 100 家, 绿标店同店 11%+。** 2017 年 H1 公司新开门店 35 家 (不含有超级物种、优选点以及会员店), 新签约门店数量达到 54 家, 开业门店经营面积为 451.36 万平方米, 单店经营面积 9211.4 平方米, 已签约未开业门店达 207 家, 储备面积 183.04 万平方米; 2017 年第二季度, 公司在浙江、福建、四川、江苏、安徽、重庆、陕西、江西、黑龙江、河南区域新开 13 家门店。2017H1 公司可比红标店 (数量为 320 家, 绿标店数量为 52 家), 红标店坪效为 1954 元/平方米 (同店-0.8%), 绿标店坪效为 2103 元/平方米 (同店 11.6%+); 绿标店坪效较红标店坪效高出约 7.63%, 我们认为无论从绿标店的装修、供应链能力以及坪效增长潜力来看, 绿标店未来坪效将显著高于红标店。目前公司账上现金约为 50.58 亿元, 可支撑永辉超市开店的物流建设以及门店装修等, 我们认为基于新业态迭代等, 门店持续扩张将提升永辉超市整体收入规模, 预计收入复合增长保持在 20%+。

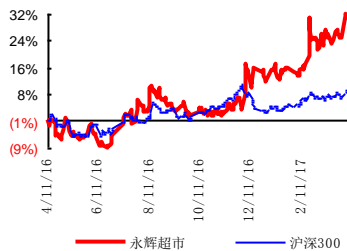
■ **财务指标: H1 毛利率提升 0.23%, 费用率下降 0.55%, 净利润率水平提升 0.89%至 3.59%。** 上半年调减 SKU 数量 1.8 万, 店均 SKU4 千, 公司聚焦商品汰换率, 上半年达到 15%, 受益于供应链 SKU 精简, 公司毛利率水平持续提升, H1 毛利率提升约 0.23%, 其中 Q1 提升约 0.45%, Q2 下降约 0.02%, 未来公司继续精选供应链 SKU, 同时发展自有品牌以及定制化产品, 高附加值产品将显著提升公司毛利率水平。费用率方面, 受益于公司丰厚的自有货币以及合伙人制度推行, 公司销售费用率、财务费用率水平持续下降, 2017H1 费用率水平为 15.93%, 相较于去年同期下降约 0.55%, 2017Q2 单季度费用率水平为 17.14%, 下降约 0.15%。净利率水平 H1 净利率水平为 3.59%, 提升约 0.89%。

■ **公司具备创新的基因, 基于核心供应链持续业态迭代。** 公司预计新开 BRAVO 门店数量为 100 家左右, “餐饮+超市” 超级物种预计为 24 家, 目前超级物种主要位于福州、深圳等地区, 从开设情况来看, 整体经营情况良好。门店迭代成熟业绩释放可期 (历史净开店同比增长 15%+ 以上), 同时同店增长, 带动公司业绩提升, 根据 1-2 年成熟迭代培育, 我们预计 2014-2015 年新开门店将在 2017 年开始发力, 考虑 2014 年、2015 年门店同比增长为 14.6%、17.6%, 预计 2017 年全年营收端增长约 20%+。毛利率上升有空间, 公司自有品牌的布局及产品结构升级空间潜力巨大, 预计毛利率将进入上升通道, 将逐步在未来 2-3 年显现。费用率方面, 2017H1 费用率下降幅度较大, 考虑 2016 年 Q3/Q4 下降情况, 预计 2017 年 Q3/Q4 仍具备下降空间。

■ **投资建议: 目标价 8.01 元, 维持“买入”评级。** 对于全国化零售龙头公司永辉超市鲜有竞争对手, 核心竞争力供应链可复制性不高, 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-40XPE 区间。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 38.66/30.99/24.71 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, 目标价 8.01 元, 维持“买入”评级。

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 9,570 |
| 流通股本(百万股) | 9,570 |
| 市价(元) | 6.55 |
| 市值(百万元) | 62,743 |
| 流通市值(百万元) | 62,743 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 门店迭代成熟助力增长, 合伙人制发力提升运营效率
- 2 强供应链下优质成长标的, 规模以及效率提升进入集中爆发期
- 3 储备门店开业保证业绩稳步提升, 关注与京东合作进展

- 风险提示：门店建设不及预期；宏观环境恶化；新业态进驻，竞争加剧；

图表 1: 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 |
| 销货净收入 | 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% |
| 销货成本 | -28,804 | -32,974 | -38,351 | -47,949 | -57,406 | -67,566 |
| %收入 | 78.4% | 78.2% | 77.9% | 78.4% | 77.9% | 77.7% |
| 毛利 | 7,922 | 9,170 | 10,880 | 13,249 | 16,294 | 19,386 |
| %收入 | 21.6% | 21.8% | 22.1% | 21.6% | 22.1% | 22.3% |
| 销售及行政费用 | -6,268 | -7,553 | -8,673 | -10,637 | -12,993 | -15,360 |
| %收入 | 17.1% | 17.9% | 17.6% | 17.4% | 17.6% | 17.7% |
| EBITDA | 1,655 | 1,617 | 2,208 | 2,612 | 3,301 | 4,027 |
| %收入 | 4.5% | 3.8% | 4.5% | 4.3% | 4.5% | 4.6% |
| 折旧与摊销 | -702 | -811 | -941 | -545 | -580 | -609 |
| %收入 | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 0.9% | 0.8% | 0.7% |
| EBIT | 952 | 806 | 1,267 | 2,066 | 2,721 | 3,417 |
| %收入 | 2.6% | 1.9% | 2.6% | 3.4% | 3.7% | 3.9% |
| 利息费用 | -104 | 25 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 220 | -73 | 167 | 120 | 10 | 10 |
| 税前经营收益 | 1,068 | 758 | 1,509 | 2,186 | 2,731 | 3,427 |
| %收入 | 2.9% | 1.8% | 3.1% | 3.6% | 3.7% | 3.9% |
| 其他非经营收益 | 17 | 40 | 48 | 46 | 49 | 50 |
| 税前利润 | 1,084 | 797 | 1,556 | 2,233 | 2,780 | 3,477 |
| %收入 | 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% |
| 少数股东损益 | 1 | -5 | -28 | -32 | -46 | -59 |
| 归属于普通股股东净利润 | 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% |

| 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 |

| 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 |
| 流动资产合计 | 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 |
| 无形资产 | 2,602 | 2,823 | 3,026 | 2,885 | 2,897 | 2,883 |
| 非流动资产合计 | 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 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 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 | 15.9 | -65.8 | -29.8 | — | — | — |

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。