

强烈推荐-A (维持)

永辉超市 601933.SH

目标估值: 7.0 元
当前股价: 6.55 元
2017 年 07 月 30 日

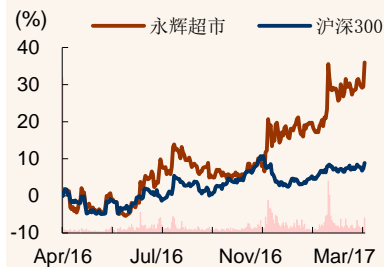
从量变到质变，一直在超预期

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	957046
已上市流通股(万股)	650887
总市值(亿元)	627
流通市值(亿元)	426
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	%
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	-8	31	52
相对表现	-10	22	36



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《永辉超市(601933)——依托生鲜核心实力，四大板块协同发展》2017-04-19
- 2、《永辉超市(601933)——一季报大超预期，制度改革成效显著》2017-04-16
- 3、《永辉超市(601933)——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 年上半年财报。2017 年上半年实现营收 283.17 亿元，同比增长 15.5%；实现归母净利 10.55 亿元，同比增长 57.6%。预计公司 17-19 年净利润分别为 19.1 亿、25.3 亿、33.1 亿，复合增速接近 40%，维持“强烈推荐-A”评级。

- 营收增长逐季提速，利润同比未同步扩大因部分投资收益亏损拖累。1) 我们测算公司 1Q17、2Q17 营收同比增速分别为 13.8%、17.6%，营收增长明显加速，主要因同店增速较 1Q17 有所改善(从 1 季度负增长变为上半年的同比 0.8%)，随着公司红标转绿标的持续推进(上半年红标店同比-0.8%，绿标店同比 11.6%)，以及下半年 CPI 的走高，预计 3、4 季度收入增速仍将呈现加速态势；2) 公司 1Q17、2Q17 利润同比增速分别为 57.5%、57.6%，利润增速未与营收增速同步扩大，预计一方面是达曼并表利润贡献低于预期(主要在下半年释放)，另一方面是华通银行和云创子公司 2 季度带来约 3000 万的投资收益亏损。
- 供应链整合见效，门店复制快、培育短。公司收购全球最大的零售商服务企业美国达曼公司 40% 的股权、持股星源农牧 20% 股份，加快整合全球供应链的步伐。在完善的供应链支持下，公司新开店步伐明显加快，公司 1H17 新开门店(不含会员店) 35 家，较 1H16 的 24 家同比多增 11 家，下半年是开店旺季，预计全年新开门店增速在 20% 以上。
- 毛利率继续提升，合伙人制度显著提升净利率。公司 1H17 综合毛利率为 20.44%，较去年同期提升 0.22pc，其中福建、北京、安徽、华东、东北大区毛利率分别提升 0.18pc、0.30pc、0.11pc、0.56 pc、0.49pc。公司 1H17 净利率为 3.71%，同比提升 0.98pc；2Q17 单季净利率 2.35%，同比提升 0.57pc。
- 预计公司 17-19 年净利润分别为 19.1 亿、25.3 亿、33.1 亿，复合增速接近 40%。除了自身成长性优秀以外，公司还可向外输出品牌、强强联合(增持中百集团股份至 25%，深度合作)，维持“强烈推荐-A”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	2413	3213	4229
同比增长	-28%	97%	61%	33%	32%
净利润(百万元)	605	1242	1910	2528	3313
同比增长	-29%	105%	54%	32%	31%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.20	0.26	0.35
PE	44.0	50.5	32.8	24.8	18.9
PB	2.2	3.3	3.1	3.0	2.9

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)	16Q2	17Q1	17Q2	同比	环比
营业收入	11102	15261	13056	17.6%	-14.4%
营业毛利	2210	3194	2595	17.4%	-18.8%
销售费用	1661	1960	1841	10.8%	-6.1%
管理费用	255	333	457	79.2%	37.2%
财务费用	4	-20	-60	-1600.0%	200.0%
营业利润	237	876	335	41.4%	-61.8%
归属于母公司所有者的净利润	198	744	311	57.1%	-58.2%
EPS (元)	0.02	0.08	0.11		

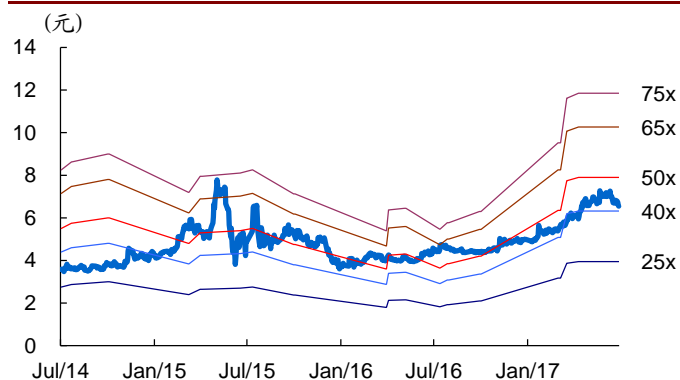
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业总收入	9637	10609	10701	13416	11102	12497	12216	15261	13056
营业毛利	1914	2051	2167	2747	2210	2460	2523	3194	2595
销售费用	1516	1631	1690	1873	1661	1849	1782	1960	1841
管理费用	208	243	311	257	255	342	434	333	457
财务费用	-2	-25	-22	-11	4	-24	-43	-20	-60
营业利润	166	89	85	552	237	191	518	876	335
归属母公司所有者净利润	163	71	8	472	198	146	427	744	311
EPS (元)	0.02	0.01	0.00	0.05	0.02	0.02	0.04	0.08	0.11
主要比率									
毛利率	19.9%	19.3%	20.3%	20.5%	19.9%	19.7%	20.7%	20.9%	19.9%
销售费用率	15.7%	15.4%	15.8%	14.0%	15.0%	14.8%	14.6%	12.8%	14.1%
管理费用率	2.2%	2.3%	2.9%	1.9%	2.3%	2.7%	3.5%	2.2%	3.5%
财务费用率	-0.02%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.03%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.5%
营业利润率	1.7%	0.8%	0.8%	4.1%	2.1%	1.5%	4.2%	5.7%	2.6%
有效税率	18.4%	18.8%	93.2%	19.2%	25.0%	29.4%	20.8%	20.4%	22.1%
净利率	1.7%	0.7%	0.1%	3.5%	1.8%	1.2%	3.5%	4.9%	2.3%
YoY									
收入	15.2%	14.8%	9.4%	19.8%	15.2%	17.8%	14.2%	13.8%	17.6%
归属母公司净利润	10.6%	-64.0%	-96.0%	29.8%	21.5%	106.5%	5104.3%	57.5%	57.3%

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) — 依托生鲜核心实力, 四大板块协同发展》2017/04/19
- 2、《永辉超市 (601933) — 一季报大超预期, 制度改革成效显著》2017/04/16
- 3、《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
流动资产	11930	20566	23066	25811	28494
现金	4294	8097	8764	9286	10019
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	6236	7294	8206
其他	2436	3942	4629	5439	6157
非流动资产	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
资产总计	20304	29438	31488	33871	36262
流动负债	7929	10049	11343	12925	14288
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5201	6495	7542	8822	9925
预收账款	1212	1532	1778	2080	2340
其他	1516	2022	2022	2022	2022
长期负债	94	147	147	147	147
长期借款	0	0	0	0	0
其他	94	147	147	147	147
负债合计	8023	10197	11490	13072	14435
股本	4068	9570	9570	9570	9570
资本公积金	5675	6511	6511	6511	6511
留存收益	2485	3117	3879	4687	5725
少数股东权益	54	43	37	30	19
归属于母公司所有者权益	12228	19198	19960	20769	21807
负债及权益合计	20304	29438	31488	33871	36262

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1538	1928	2278	2682	3425
净利润	605	1242	1910	2528	3313
折旧摊销	811	941	1045	958	888
财务费用	21	(0)	(67)	(72)	(77)
投资收益	73	(167)	(27)	(32)	(37)
营运资金变动	39	(76)	(543)	(647)	(592)
其它	(11)	(11)	(39)	(52)	(70)
投资活动现金流	(3067)	(3883)	(531)	(514)	(494)
资本支出	(1313)	(1440)	(596)	(596)	(596)
其他投资	(1754)	(2443)	65	82	102
筹资活动现金流	3748	5746	(1081)	(1647)	(2198)
借款变动	(1463)	(109)	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	(488)	(610)	(1148)	(1719)	(2275)
其他	27	126	67	72	77
现金净增加额	2219	3791	667	521	733

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
营业收入	42145	49232	58192	68550	77873
营业成本	33785	39292	45622	53366	60040
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)	(67)	(72)	(77)
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
营业利润	761	1498	2413	3213	4229
营业外收入	181	179	179	179	179
营业外支出	145	120	120	120	120
利润总额	797	1556	2472	3271	4288
所得税	197	343	605	801	1051
净利润	600	1214	1867	2470	3237
少数股东损益	(5)	(28)	(44)	(58)	(75)
归属于母公司净利润	605	1242	1910	2528	3313
EPS (元)	0.15	0.13	0.20	0.26	0.35

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润	-28%	97%	61%	33%	32%
净利润	-29%	105%	54%	32%	31%
获利能力					
毛利率	19.8%	20.2%	21.6%	22.2%	22.9%
净利率	1.4%	2.5%	3.3%	3.7%	4.3%
ROE	5.0%	6.5%	9.6%	12.2%	15.2%
ROIC	4.6%	5.6%	8.8%	11.4%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	34.6%	36.5%	38.6%	39.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	2.1	1.7	1.8	2.0	2.1
存货周转率	8.5	8.2	7.9	7.9	7.7
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
每股资料 (元)					
每股收益	0.15	0.13	0.20	0.26	0.35
每股经营现金	0.38	0.20	0.24	0.28	0.36
每股净资产	3.01	2.01	2.09	2.17	2.28
每股股利	0.15	0.12	0.18	0.24	0.31
估值比率					
PE	44.0	50.5	32.8	24.8	18.9
PB	2.2	3.3	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	11.7	7.2	4.4	3.6	3.1

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。