

商业贸易

2018年02月14日

永辉超市 (601933)

——17年归母扣非增速 55.79%，收入增速逐季加快，维持买入评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

公司公布 2017 年年度业绩快报。

市场数据： 2018年02月13日

收盘价(元)	10.08
一年内最高/最低(元)	12.32/5.33
市净率	5.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	65609
上证指数/深证成指	3184.96 / 10362.43

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年09月30日

每股净资产(元)	2.03
资产负债率%	34.35
总股本/流通A股(百万)	9570/6509
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《永辉超市(601933)点评：永辉、腾讯、家乐福三方联手，强强合作推动行业加速整合》2018/01/24

《永辉超市(601933)点评：继续受让红旗连锁9%股份，探索社区服务新模式》2018/01/03

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818x7480
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 2017年公司营收预计增长 18.61%，归母扣非净利润增长 55.79%，略低于我们的预期。2017年公司预计实现营业收入 583.95 亿元，同比增长 18.61%；其中四季度营收 150.87 亿元，增速 23.5%，符合我们于一季度末的判断——随着物价基数效应的逐步减缓，公司业绩将呈现逐季加快的情形。公司营业收入的增长一方面得益公司加快开店速度，另一方面来源于老店营收的增加。公司 2017 年实现归母净利润 18.02 亿元，同比增长 45.06%，如果剔除云创亏损带来的 1.2-1.3 亿投资损益影响，公司 2017 年净利润估计在 19.6-19.7 亿，同比增长 58%左右。
- 门店加密产生规模优势，供应链不断优化带来盈利能力持续提升。公司 2017 年经营性利润率为 3.26%，较去年提升 0.38%；归母净利率为 3.09%，同比提升 0.56%。公司净利率提升主要由毛利率提升与费用率降低双马车驱动。毛利方面，供应链进一步优化以降低商品成本，员工主人翁意识强进一步降低生鲜等商品损耗，从而提升销售收入及综合毛利率；次新地区如北京、华东、四川等区域门店处于快速成长期，随着公司在次新区域门店密集度的提升，规模优势开始体现，毛利率不断提升。费用方面，公司持续落实合伙制及赛马机制，提高人效、降低人力费用率；公司租金及物业费用率一直稳定在行业较低水平，并在行业租金上涨的趋势中逆势向下，体现出公司较高的物业综合使用效率与逐步增强的品牌议价能力；公司上下游占款能力增强，降低公司财务费用；合理使用帐户资金，增加资金收益。
- 公司核心竞争力充足，从线性发展进入到跳跃式发展阶段，收入利润仍有很大提升空间。公司核心竞争力充足，竞争壁垒高，标准化复制能力强。过去几年永辉已经成功证明了它的经营模式的强大，它以生鲜为特色和经营优势的模式不仅能够成功实现跨区域扩张，而且还能够有效对抗线上冲击，成为国内唯一成功实现全国化布局的超市公司。目前永辉已经成功进入全国 20 个省市，其中福建和重庆两省门店数量占比将近一半，其余地区的门店渗透率依然非常低，我们预计公司收入利润仍有很大发展空间。
- 下调盈利预测，维持“买入”评级。我们下调公司盈利预测，预计 2017-2019 年归母净利润为 18/27/36 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 53/36/27 倍。我们给予公司 2018 年 50 倍 PE，对应的合理股价为 14 元，维持投资评级“买入”。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,232	43,308	58,395	74,672	91,200
同比增长率(%)	16.82	17.00	18.60	27.90	22.10
净利润(百万元)	1,242	1,392	1,802	2,719	3,555
同比增长率(%)	105.18	70.74	45.10	50.90	30.80
每股收益(元/股)	0.13	0.15	0.19	0.28	0.37
毛利率(%)	20.2	20.3	21.0	21.0	21.2
ROE(%)	6.5	7.2	9.1	12.5	14.9
市盈率	78		53	36	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	36,727	42,145	49,232	58,395	74,672	91,200
营业收入同比增长率 (yoy)	20.25%	14.75%	16.82%	18.60%	27.90%	22.10%
减: 营业成本	29,507	33,785	39,292	46,128	58,998	71,892
毛利率 (%)	19.66%	19.83%	20.19%	21.00%	21.00%	21.20%
减: 营业税金及附加	176	207	219	257	329	401
主营业务利润	7,044	8,153	9,721	12,010	15,345	18,907
主营业务利润率 (%)	19.18%	19.34%	19.74%	20.57%	20.55%	20.73%
减: 销售费用	5,264	6,377	7,165	9,744	11,592	14,055
减: 管理费用	828	970	1,289	564	572	616
减: 财务费用	104	-25	-74	-174	-313	-357
经营性利润	848	831	1,341	1,876	3,494	4,593
经营性利润同比增长率 (yoy)	7.82%	-2.03%	61.39%	39.88%	86.25%	31.45%
经营性利润率 (%)	2.31%	1.97%	2.72%	3.21%	4.68%	5.04%
减: 资产减值损失	14	12	19	20	15	15
加: 投资收益及其他	220	-73	167	50	72	84
营业利润	1,056	761	1,498	1,906	3,551	4,662
加: 营业外净收入	28	37	59	118	50	50
利润总额	1,084	797	1,556	2,024	3,601	4,712
减: 所得税	232	197	343	222	882	1,157
净利润	853	600	1,214	1,802	2,719	3,555
少数股东损益	1	-5	-28	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	852	605	1,242	1,802	2,719	3,555
净利润同比增长率 (yoy)	18.18%	-28.92%	105.18%	45.10%	50.90%	30.80%
全面摊薄总股本	3,254	4,068	9,570	9,570	9,570	9,570
每股收益 (元)	0.26	0.16	0.14	0.19	0.28	0.37
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.32%	1.44%	2.52%	1.40%	1.30%	-
ROE	13.23%	4.95%	6.47%	9.10%	12.50%	14.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。