



竞争优势持续显现, 多业务拓展迎接发展

——永辉超市 (601933) 调研快报

2015年07月06日

推荐/首次

永辉超市

调研快报

关注 1: 主打生鲜牌, 实现差异化竞争

永辉超市以独特的生鲜模式闻名, 其生鲜销售占总销售比例在 40% 以上, 而一般超市的生鲜销售占比约在 10%-30% 之间。在一般超市中生鲜并非重要品类, 而永辉超市却将生鲜作为战略产品来经营。生鲜产品因具有需求面广, 购买频率高等特点, 是超市集聚客流的最佳武器。永辉凭借生鲜领先这一“杀手锏”, 依托“直采为主的采购体系+自营为主的盈利模式”以及强大的买手团队、标准化的门店管理、优化的信息系统等供应链环节, 是维持差异化竞争、跨区域扩张的“发动机”。生鲜品类的供应链管理与其他品类相比难度较大, 且不同生鲜产品的管理技术存在差异, 永辉超市具有先发优势, 并经过长期不断地资金投入和经验积累, 同行模仿难度较大。

关注 2: 供应链整合, 筑造永辉“护城河”

公司以股权合作的形式牵手中百集团和联华超市, 合纵连横加快协同整合, 联合采购降低采购成本, 采购规模有望在今年达到人民币千亿量级, 这将显著提升采购议价能力, 同时有助于公司外延扩张, 快速挺进合作者市场, 实现与合作伙伴共赢, 未来不排除有永辉模式输出、双方合作继续深化的可能性。永辉此前公告将共同打造餐饮业供应链综合服务平台和专业白酒平台公司, 不断地强化与上游供应商的合作, 延伸产业链, 增强议价能力, 提高直采比例。随着今年一季度完成对牛奶公司定增, 公司现金流充沛, 我们认为公司未来或将继续通过行业内并购整合, 强化供应链管控能力, 加速全国网点布局, 稳步地发展为全国性连锁扩张的超市龙头企业。

关注 3: 全渠道融合, 逐鹿生鲜电商

2014 年 1 月, 永辉微店 APP 正式上线, 支持线上下单支付+门店自提功能, 开启公司生鲜电商的发展之路。2014 年 10 月公司在福州 8 家门店上线永辉微店同城配送。在微店经营探索和经验积累的基础上, 2015 年 6 月公告设立丝路通支付公司和云商科技公司, 大力推进电商平台搭建, 预计 PC 端将在年内上线, 届时将加强线上线下融合, 进一步提升用户数量和销售规模、实现 O2O 闭环。区别于纯电商或传统零售商, 永辉的生鲜电商是以线下的成功运营经

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

史琨

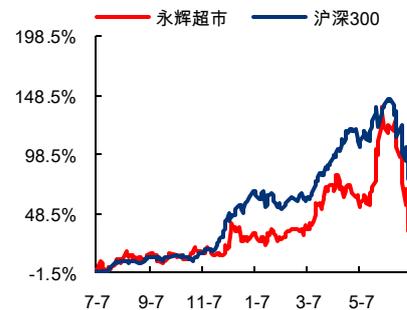
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	9.75-6.99
总市值 (亿元)	396.58
流通市值 (亿元)	299.48
总股本/流通 A 股 (万股)	406754/307160
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.6

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

验为支撑，且对生鲜产品的经营理解更深，有利于生鲜电商的市场角逐。我们认为 O2O 模式有助于提升公司的聚客能力和盈利能力，预计在永辉微店完善升级后将适机推广至全国门店。

关注 4：布局跨境电商、发展互联网+金融

此前公司引入牛奶有限公司作为境外战略投资者，双方已在进口商品采购等方面展开合作，通过此次定增，双方资源得以共享和整合，未来双方的合作范围将进一步拓展和深入在全球采购、食品加工与安全、自有品牌产品的开发、信息技术与电子商务等方面，此次战略合作将为永辉在供应链以及资金方面提供重要支持，有助于搭建国际化采购平台，提升供应链管控能力。公司在福建自贸区平潭设立云商科技全资子公司，将加快电商业务的发展步伐，逐步构建全球覆盖的生鲜和食品供应链体系，首要解决跨境电商发展的根本问题。我们认为，公司未来或将借助丝路通支付公司的支付牌照拓展供应链金融、消费金融等领域，为大数据分析、征信系统以及金融理财等第三方提供金融服务。

结论：

永辉超市是国内生鲜超市龙头企业。依靠“直营+直采”的永辉独特模式，与同业相比在生鲜自营、供应链管理、品类管理、后台系统方面形成差异化优势，具有难以模仿的核心竞争力，成功实现跨区域广泛布局。我们认为，公司是零售行业兼备电商转型、供应链整合和成长能力的稀缺标的。面对电商竞争加剧，公司加速战略转型、深耕供应链能力，我们看好公司未来在供应链建设、电商转型、物流建设等多方面协同发展。我们预计公司 2015 年-2017 年的每股收益分别为 0.26 元、0.31 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 35.36X、29.36X、24.36X。首次关注给予“推荐”评级。

风险提示：

跨区域快速扩张带来的风险；行业整合不及预期的风险；电商平台建设不达预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	7499	8250	11093	14186	16877	营业收入	30543	36727	44807	54216	65601
货币资金	1896	2093	3868	5360	6115	营业成本	24682	29507	35845	43373	52481
应收账款	98	111	140	169	205	营业税金及附加	139	176	224	271	328
其他应收款	864	780	951	1151	1393	营业费用	4148	5264	6421	7769	9401
预付款项	926	1302	1625	2015	2488	管理费用	705	828	981	1187	1437
存货	3349	3699	4223	5110	6183	财务费用	82	104	60	60	60
其他流动资产	108	205	286	380	493	资产减值损失	2.51	13.85	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	5473	7229	6384	6005	5625	公允价值变动收益	17.89	1.91	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23	1237	1237	1237	1237	投资净收益	-0.84	219.57	10.00	10.00	10.00
固定资产	2357.07	2716.89	2394.26	2071.63	1749.00	营业利润	801	1056	1282	1563	1902
无形资产	581	572	514	457	400	营业外收入	180.43	122.98	125.00	125.00	125.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	36.22	94.53	33.00	33.00	33.00
资产总计	12973	15480	17477	20190	22502	利润总额	945	1084	1374	1655	1994
流动负债合计	6934	8893	8350	9588	11085	所得税	224	232	316	381	459
短期借款	833	1369	0	0	0	净利润	722	853	1058	1274	1535
应付账款	3990	5064	5892	7130	8627	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	915	954	954	954	954	归属母公司净利润	721	852	1057	1273	1534
一年内到期的非	35	41	41	41	41	EBITDA	1771	2106	1722	2002	2342
非流动负债合计	124	122	834	1634	1634	EPS (元)	0.46	0.26	0.26	0.31	0.38
长期借款	43	34	834	1634	1634	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	7058	9015	9184	11222	12719	成长能力					
少数股东权益	5	26	27	28	29	营业收入增长	23.73%	20.25%	22.00%	21.00%	21.00%
实收资本(或股	1627	3254	4068	4068	4068	营业利润增长	41.06%	31.77%	21.44%	21.87%	21.71%
资本公积	2441	816	1694	1694	1694	归属于母公司净利润	24.14%	20.42%	24.14%	20.42%	20.52%
未分配利润	1675	2132	2428	2784	3214	获利能力					
归属母公司股东	5910	6438	8689	9364	10177	毛利率(%)	19.19%	19.66%	20.00%	20.00%	20.00%
负债和所有者权	12973	15480	17901	20614	22925	净利率(%)	2.36%	2.32%	2.36%	2.35%	2.34%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		12.19%	13.23%	12.17%	13.60%	15.08%	
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	1769	2016	1147	1344	1529	资产负债率(%)	54%	58%	51%	54%	
折旧摊销	722	853	1058	1274	1535	流动比率	1.08	0.93	1.33	1.48	
财务费用	887.43	946.26	0.00	379.79	379.79	速动比率	0.60	0.51	0.82	0.95	
应收账款减少	82	104	60	60	60	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-29	-29	-36	总资产周转率	2.56	2.58	2.68	2.82	
投资活动现金流	-1333	-1954	66	7	7	应收账款周转率	222	351	357	351	
公允价值变动收	18	2	0	0	0	应付账款周转率	8.36	8.11	8.18	8.33	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	220	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.26	0.26	0.31	
筹资活动现金流	88	103	562	142	-781	每股净现金流(最新	0.32	0.05	0.44	0.37	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.63	1.98	2.14	2.30	
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	859	1627	813	0	0	P/E	19.98	35.35	35.36	29.36	
资本公积增加	143	-1625	878	0	0	P/B	2.53	4.65	4.30	3.99	
现金净增加额	524	165	1775	1492	755	EV/EBITDA	7.89	13.89	19.97	16.83	

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015年加入东兴证券从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。