



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入稳增 投资亏损致利润下滑

——永辉超市（601933）三季度财报点评

2015年10月30日

强烈推荐/维持

永辉超市

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

永辉超市 2015 年 1-9 月实现营业收入 314.43 亿元, 同比增长 16.70%; 归属上市公司股东净利润 5.97 亿元, 同比减少 7.98%, 扣非后净利润 5.99 亿元, 同比增长 12.79%。

同时公告将与朗源股份有限公司、陕西富平县骐进生态农业科技开发有限公司分别按 60%、30%、10% 的比例合计出资 3000 万元人民币设立陕西省富平县永辉现代农业发展有限公司。

公司分季度财务指标

指标	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
营业收入(百万元)	9338.97	8364.42	9241.78	9781.63	11197.68	9637.15	10609.16
增长率(%)	22.73%	22.94%	21.59%	14.69%	19.90%	15.22%	14.80%
毛利率(%)	19.34%	19.54%	18.99%	20.70%	19.88%	19.86%	19.34%
期间费用率(%)	15.40%	17.38%	16.51%	18.18%	15.83%	17.86%	17.43%
营业利润率(%)	4.08%	2.24%	2.81%	2.32%	3.75%	1.72%	0.84%
净利润(百万元)	305.96	147.54	196.39	202.81	363.81	162.33	69.52
增长率(%)	10.74%	30.16%	21.90%	18.64%	18.91%	10.03%	-64.60%
每股盈利(季度, 元)	0.19	0.05	0.06	0.06	0.11	0.04	0.02
资产负债率(%)	53.80%	54.17%	54.89%	58.24%	41.25%	38.20%	41.15%
净资产收益率(%)	4.92%	2.44%	3.15%	3.14%	2.91%	1.33%	0.57%
总资产收益率(%)	2.27%	1.12%	1.42%	1.31%	1.71%	0.82%	0.33%

观点:

- **主营业绩增长平稳。**公司2015年1-9月公司实现营业收入314.44亿元, 同比增长16.70%, 其中Q3实现收入106.09亿元, 同比增长14.80%, 增速略低于上半年17.69%, 但基本保持稳定, 符合我们的预期, 增速有所下降的主要原因是公司规模不断扩张带来的基数增长。公司1-9月新开门店42家, 其中Q3新增21家, 2015Q3末, 门店总数372家, 并且首次入驻山西省, 由于公司现金流充足, 预计未来几年仍将以每年70家门店的速度扩张。
- **中百亏损影响利润。**公司自2014Q1毛利率均同比增长, 2015年前三季度毛利率为19.69%, 同比提升

0.41%，其中Q3提升0.34个百分点至19.34%；前三季度三项费用率增长0.93%至17.91%，其中Q3增长0.92%至17.43%，主要是三季度开店较多，物业租金和人工成本增加所致。前三季度归属上市公司股东净利润5.97亿元，同比减少7.98%，其中Q3大幅下滑65.6%，主要是非经营性净收益减少，中百集团前三季度亏损同时对其调整会计项目所致；扣除非经常性损益后净利润同比增长12.79%，增长优于行业均值。我们认为，随着未来与中百集团、联华超市联合采购的推进，联营企业的经营效率改善是大概率事件，投资收益提升将对公司业绩贡献可观弹性。

- **成立合资公司 构高生鲜护城河。**随着居民收入提高和消费结构升级，消费者对于生鲜食品的安全性、新鲜度更为看重。此次成立合资公司，公司凭借全国布局的零售网点优势，借助朗源股份在农产品加工标准化的生产经验与技术经验，以及骐进生态农业在原料组织及农业合作化的优势，向上游农产品生产延伸以整合产业链，强强联合做大做强农产品产业，同时提高产品质量、保障食品安全。

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持续跨区扩张能力、电商转型、供应链整合的稀缺标的。而且与京东达成战略合作协议，将加速公司互联网转型，我们看好公司未来在供应链整合、电商转型、物流建设等多方面协同发展。预计公司2015年-2017年的每股收益分别为0.21元、0.29元和0.36元，对应PE分别为53.49X、38.29X、30.45X，给予“强烈推荐”评级。

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	11491	15115	18333	营业收入	30543	36727	44807	54216	64517
货币资金	1896	2093	4315	6430	8097	营业成本	24682	29507	35971	43427	51614
应收账款	98	111	140	169	202	营业税金及附加	139	176	224	271	323
其他应收款	864	780	951	1151	1370	营业费用	4148	5264	6461	7807	9258
预付款项	926	1302	1464	1660	1892	管理费用	705	828	1017	1225	1445
存货	3349	3699	4238	5116	6081	财务费用	82	104	85	60	60
其他流动资产	108	205	383	590	693	资产减值损失	2.51	13.85	5.00	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	-10.00	0.00	0.00
长期股权投资	23	1237	1237	1237	1237	投资净收益	-0.84	219.57	-2.00	10.00	10.00
固定资产	2357.0	2716.8	2394.2	2071.6	1749.0	营业利润	801	1056	1032	1433	1824
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	65.00	33.00	33.00
资产总计	12973	15480	17875	21120	23958	利润总额	945	1084	1092	1525	1916
流动负债合计	6934	8893	8864	10686	12741	所得税	224	232	251	351	441
短期借款	833	1369	0	0	0	净利润	722	853	841	1174	1476
应付账款	3990	5064	5913	7139	8484	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	915	954	1447	2043	2753	归属母公司净利润	721	852	840	1173	1475
一年内到期的非流	35	41	41	41	41	EBITDA	1771	2106	1496	1872	2264
非流动负债合计	124	122	834	1634	1634	BPS (元)	0.46	0.26	0.21	0.29	0.36
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	9698	12320	14375	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%	19.00%
实收资本(或股本)	1627	3254	4068	4068	4068	营业利润增长	41.06%	31.77%	-2.30%	38.86%	27.36%
资本公积	2441	816	1694	1694	1694	归属于母公司净利润	-1.41%	39.71%	-1.41%	39.71%	25.73%
未分配利润	1675	2132	2367	2695	3108	获利能力					
归属母公司股东权	5910	6438	8574	9196	9977	毛利率(%)	19.19%	19.66%	19.72%	19.90%	20.00%
负债和所有者权	12973	15480	18299	21544	24382	净利率(%)	2.36%	2.32%	1.88%	2.17%	2.29%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
经营活动现金流	1769	2016	1541	1919	2413	偿债能力					
净利润	722	853	841	1174	1476	资产负债率(%)	54%	58%	53%	57%	
折旧摊销	887.43	946.26	0.00	379.79	379.79	流动比率	1.08	0.93	1.30	1.41	
财务费用	82	104	85	60	60	速动比率	0.60	0.51	0.82	0.94	
应收账款减少	0	0	-29	-29	-32	营运能力					
预收帐款增加	0	0	493	596	710	总资产周转率	2.56	2.58	2.65	2.72	
投资活动现金流	-1333	-1954	42	7	7	应收账款周转率	222	351	357	351	
公允价值变动收益	18	2	-10	0	0	应付账款周转率	8.36	8.11	8.16	8.31	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	220	-2	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.26	0.21	0.29	
筹资活动现金流	88	103	639	189	-753	每股净现金流(最新)	0.32	0.05	0.55	0.52	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.63	1.98	2.11	2.26	
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	24.00	42.46	53.49	38.29	
资本公积增加	143	-1625	878	0	0	P/B	3.04	5.58	5.24	4.88	
现金净增加额	524	165	2222	2114	1667	EV/EBITDA	9.59	16.75	27.71	21.44	

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，7 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。