

2016年09月28日

何敏亮

目标价(元) 5.1

公司基本资讯

产业别	商业贸易		
A 股价(2016/9/27)	4.49		
上证综指(2016/9/27)	2998.17		
股价 12 个月高/低	11.77/4.02		
总发行股数(百万)	9570.46		
A 股数(百万)	6508.87		
A 市值(亿元)	292.25		
主要股东	牛奶有限公司 (19.99%)		
每股净值(元)	1.95		
股价/账面净值	2.31		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.6	7.7	-9.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

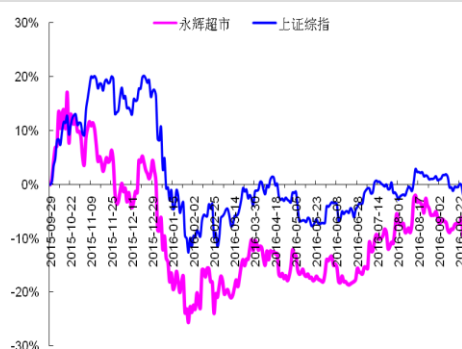
产品组合

食品用品	48.41%
生鲜及加工	46.04%
服装	5.55%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.4%
----	------

股价相对大盘走势



永辉超市 (601933. SH)

Buy 买入

生鲜翘楚，进军电商，公司 2016 年业绩有望快速增长

结论与建议：

永辉超市生鲜业务实力强劲，带动高毛利产品销售，同时在全国范围内快速扩张，进一步联手京东进军电商。我们预计公司 2016 年和 2017 年实现归母净利润分别为 10.24 亿元 (YOY+69.19%，EPS 为 0.126 元) 和 12.71 亿元 (YOY+24.12%，EPS 为 0.156 元)，当前 A 股股价对应 P/E 分别为 35 倍和 29 倍，给予买入的投资建议。

- **全国零售业稳定发展。**近年来，城镇居民人均可支配收入和消费性支出逐年增长，增速明显高于 GDP 增长。从 CPI 和 RPI 来看，物价水平的增速相比 2011 年的高峰有所减慢，不过 2015 年初起开始回暖。因此，在传统商业模式转型、消费升级的大背景下，全国零售业增速也稍有放缓，我们预计未来零售行业能够保持 10% 左右的平稳增速。
- **生鲜业务翘楚。**同行企业出现下滑之时，而永辉还能较快发展，是因为其主营的生鲜业务优势巨大。公司生鲜业务收入占比常年稳定处于 45% 以上，且远高于同行。公司生鲜方面的优势在于成熟的供应链体系，大幅压缩了流通环节。公司生鲜采购价格比农贸市场低 5%，直采比例高达 70%，生鲜损耗率仅为 3%-5%。公司生鲜优势帮助公司迅速打开市场，生鲜产品毛利率也高于同行。
- **生鲜带动高毛利产品销售。**生鲜薄利多销，且具有较强的客户粘性，公司以生鲜为主打，带动高毛利产品销售。同时积极推进供应链改革，与战略合作伙伴开展联合采购，通过采销一体化优化商品结构，集中采购比例已超 5 成，推动产品销售。目前公司食品用品收入占比 49% 已超过生鲜 46%。因此公司毛利润实现较快增长，2016H1 公司毛利润 49.57 亿元，同比增长 19.7%，毛利率 20.22%，同比上升 0.5 个百分点。
- **公司在全国迅速扩张。**在扩张伊始，供应链、门店数量、顾客粘性等条件不成熟，导致生鲜损耗高、利润少、其他商品销量也低；随着区域内供应链的完善和门店的增加，生鲜优势凸显出来，带动高毛利商品销售，成功盈利，如今门店已遍布全国全部 7 个大区，而且物流配送网络也基本成熟。预计公司未来每年净增门店约 65 家，到 2018 年末门店将达到 583 家，面积将达到约 500 万 m²。且随着店龄逐渐成长，成熟门店数量及比例也会增长，预计公司业绩将进入快速增长期。
- **联手京东进军电商。**近年来实体超市受电商的冲击巨大，然而永辉超市依靠其强劲的生鲜业务实力却逆势较快增长。公司于 2016 年 8 月完成定增，京东系持股 10%，以公司的门店网络、供应链体系、客户粘性结合京东商城的物流配送，进军生鲜电商。精品店会员店精致体验，与京东到家合作，打通线下与线上，积极发展 O2O 经营模式。
- **公司业绩较快增长。**公司收入保持较快增长，成本增速基本与收入一致。作为收入的主要来源，2016H1 公司已有成熟门店 319 家，占比达到 79%。费率方面，公司总体费用基本稳定，销售费用逐年放缓，2016H1 同比增长 15.66% 已低于营收增速。2016H1 归母净利润 YOY+27.19%，增速较快，由于去年大量投资损失集中在下半年，并且四季度所得税大增，导致下半年基期很低，预计今年全年公司净利润将会较大幅度增长。
- **风险提示。**消费低迷，全国布局慢于预期，O2O 进展低于预期。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	502.12	720.58	851.56	605.33	1,024.14	1,271.20
同比增减	%	7.54%	43.51%	18.18%	-28.92%	69.19%	24.12%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.65	0.44	0.26	0.15	0.13	0.16
同比增减	%	7.54%	-32.28%	-40.91%	-43.13%	-15.41%	24.12%
A 股市盈率 (P/E)	倍	38.55	30.01	33.29	67.87	35.43	28.54
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.2	0.12	0.15	0	0
股息率 (Yield)	%	1.19%	1.50%	1.01%	1.73%	#DIV/0!	#DIV/0!

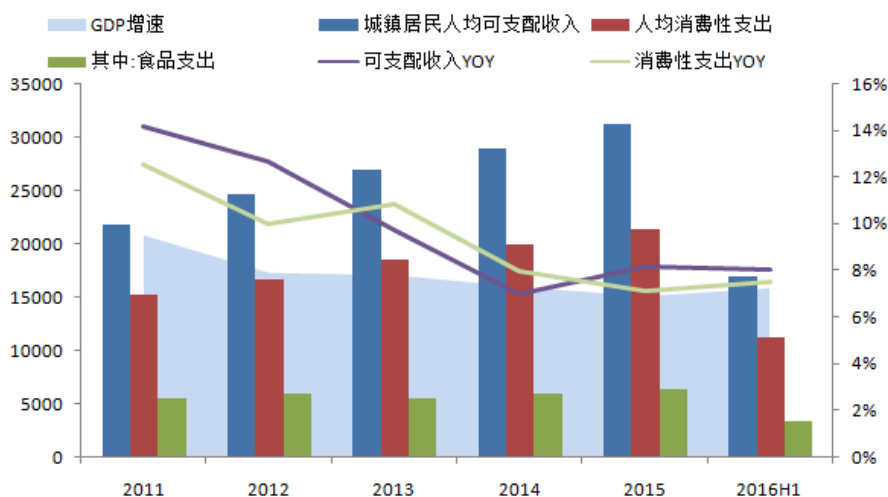
➤ 中国零售行业概况

近年来，城镇居民人均可支配收入和消费性支出逐年增长，虽然增速小幅放缓，不过仍明显高于 GDP 增长。2016 年上半年城镇居民人均可支配收入 16957 元，同比增长 8.01%；人均消费性支出 11185 元，同比增长 7.54%；其中食品类的支出为 3467.45 元，同比增长 7.42%；而 GDP 增速为 7.24%。

从消费者物价指数 (CPI) 和商品零售物价指数 (RPI) 来看，物价水平的增速相比 2011 年的高峰有所减慢，不过 2015 年初起开始回暖。截至 2016 年 6 月底，CPI 累计同比增长 2.0979%，其中食品类累计同比增长 6.2%；RPI 累计同比增长 0.5247%，其中食品类累计同比增长 5.113%。

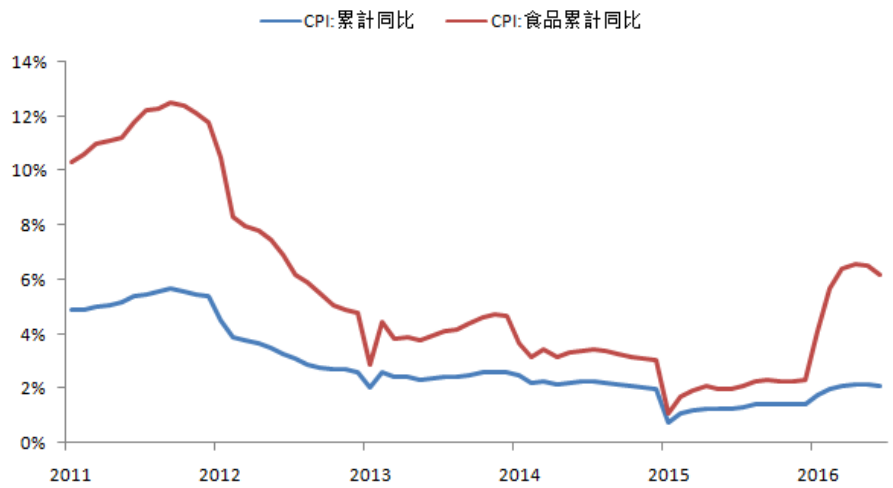
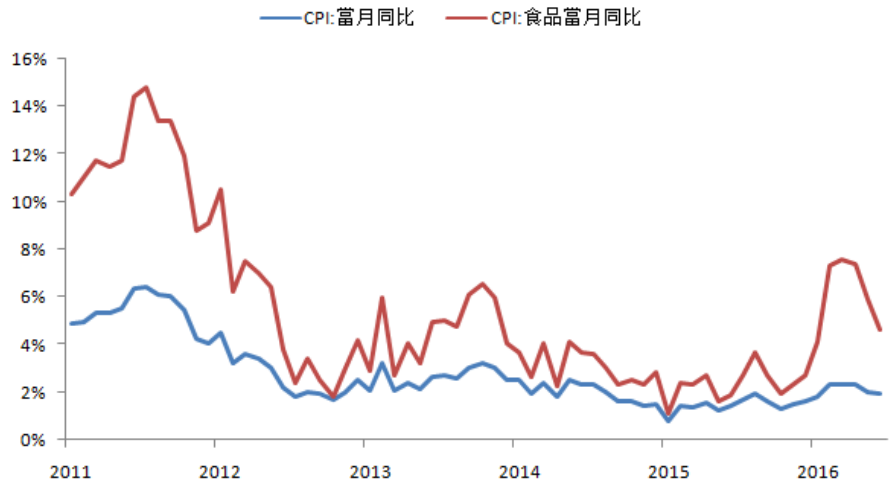
因此，在传统商业模式转型、消费升级的大背景下，全国零售业增速出现了一定程度的放缓，2016 年上半年，社会消费品零售总额为 156138.3 亿元，同比增长 10.28%，其中商品销售 139455.4 亿元，同比增长 10.17%。预计未来零售行业会保持 10% 左右的平稳增速。

图 1：中国城镇居民收入与支出（单位：元，%）



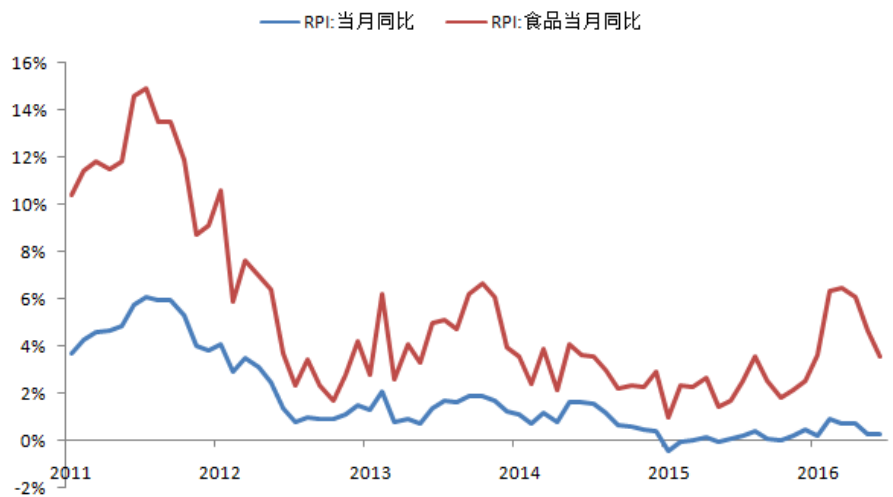
数据来源：wind 资讯，群益证券整理

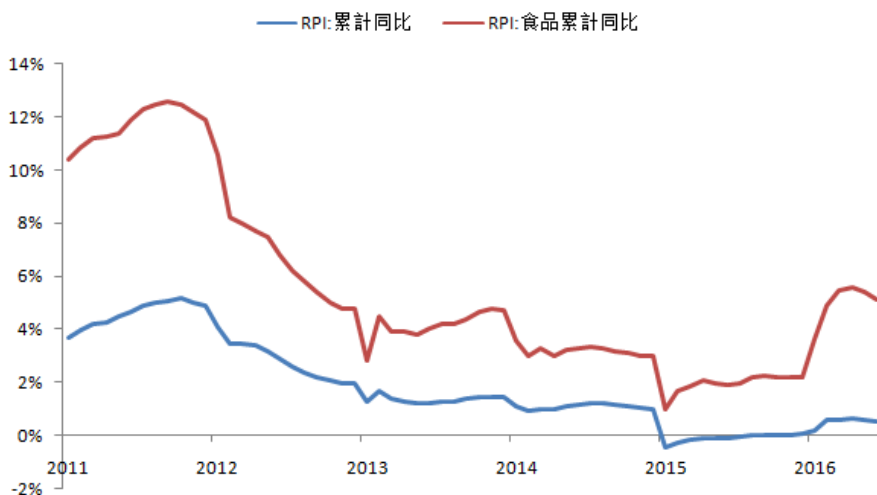
图 2：消费者物价指数



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

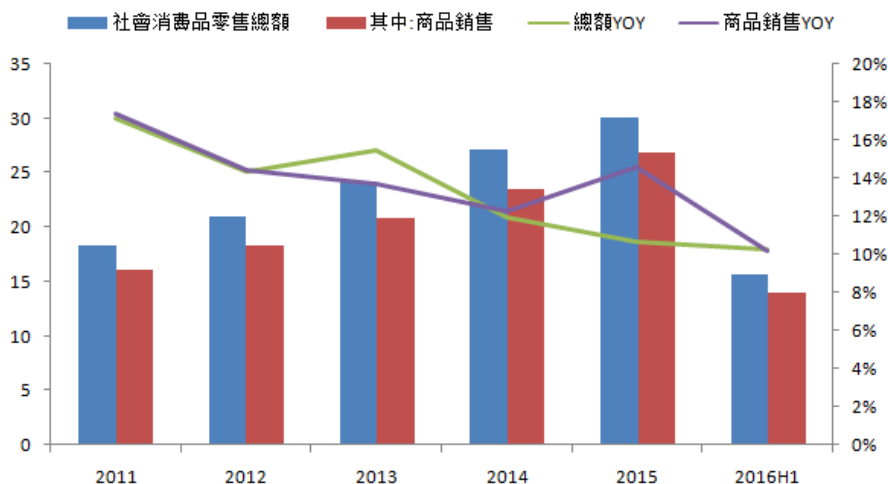
图 3: 商品零售物价指数





数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 4: 社会消费品零售总额 (单位: 万亿元, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

➤ 永辉超市基本情况

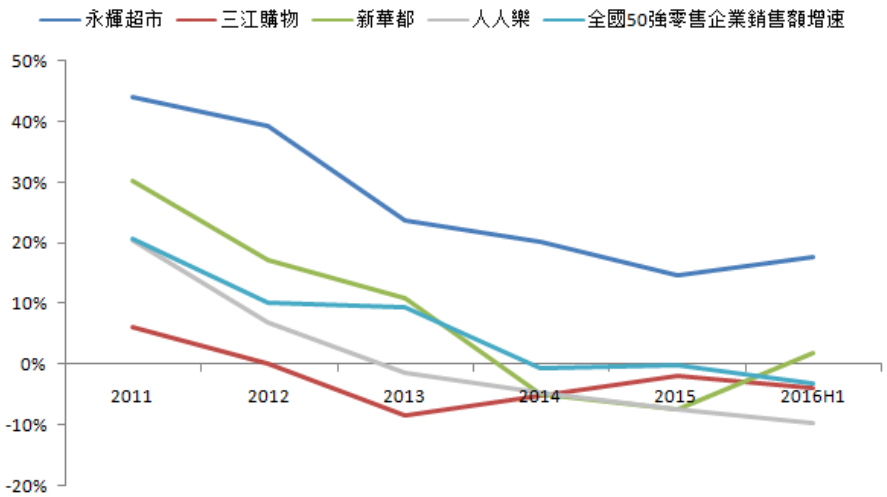
◇ 生鲜业务翘楚

在行业增速放缓的环境中, 同行企业收入普遍出现了下滑, 而永辉超市仍能保持较快的增长, 主要是因为公司业务以生鲜为中心, 而且是业内的翘楚。根据 2016 年半年报, 公司生鲜及加工业务收入为 108.21 亿元, 同比增长 20.09%, 占总收入占比高达 46%, 这个比例远高于同行企业的生鲜占比, 并且 2011 年以来公司生鲜业务的比例稳定处于 45% 以上的水平。

公司生鲜业务的优势在于其成熟的供应链体系, 全国建立有 20 余个农业种植合作基地, 建立质量认证、防控体系、冷链物流, 从产地到销地、再到市场, 田间定制包销到户, 大幅压缩了流通环节。因此公司生鲜采购价格比农贸市场低 5%, 直采比例高达 70%, 生鲜的损耗率仅为 3%-5%, 而同行损耗率在 8% 以上。

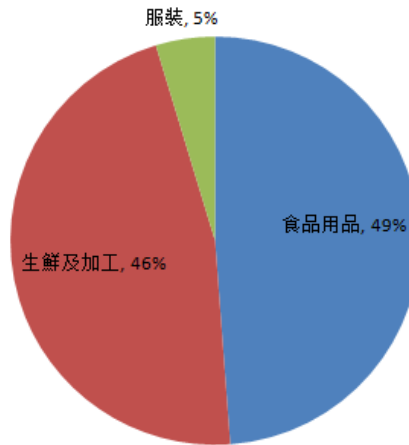
实体超市一般拥有其特定消费群体 (比如中老年人), 而且公司生鲜产品价格低、损耗低、保鲜高、质量高, 进一步增强客户粘性, 帮助公司揽客集客, 迅速打开市场, 生鲜产品毛利率也稳定高于同行。

图 5: 永辉超市和同行营收增速对比



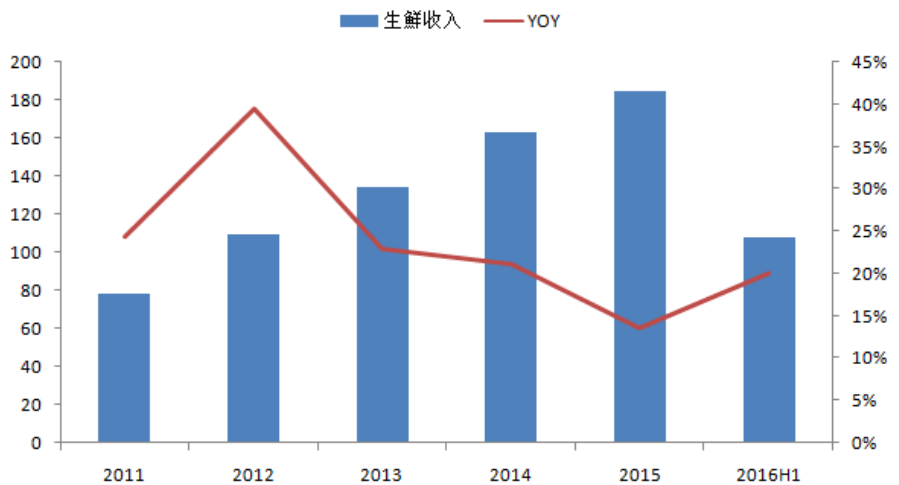
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 6: 永辉超市收入结构 (2016H1)



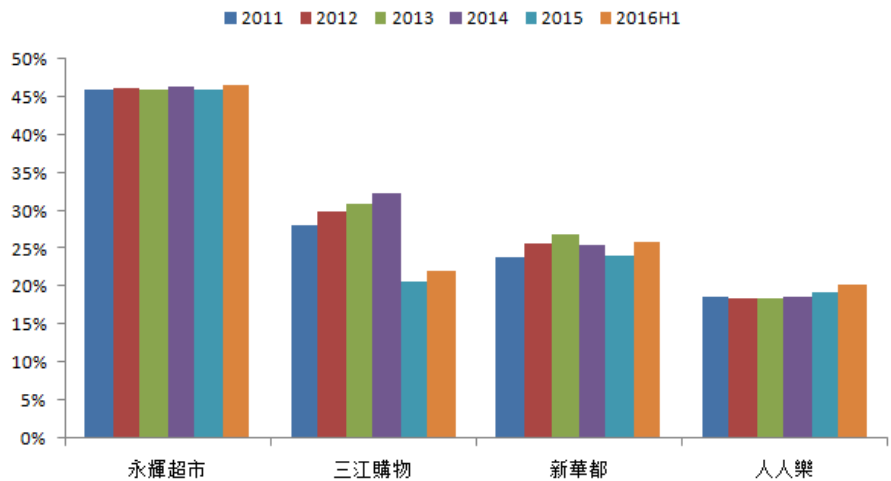
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 7: 永辉超市生鲜业务收入 (单位: 亿元, %)



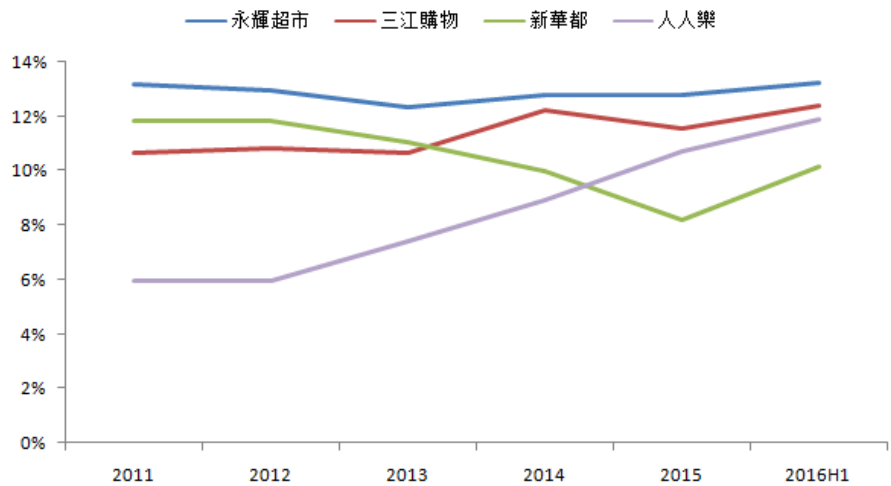
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 8: 永辉超市生鲜业务收入占比远高于同行



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 9: 永辉超市生鲜业务毛利率高于同行



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

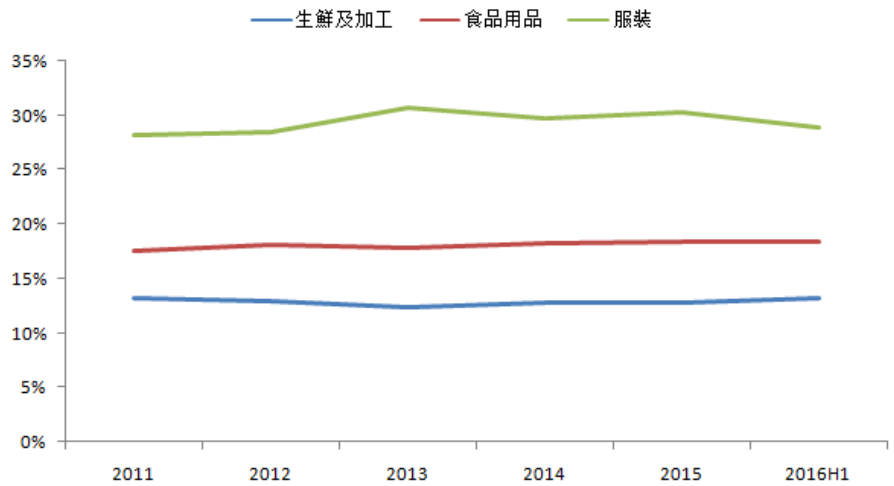
◇ 生鲜薄利多销，带动高毛利产品销售

生鲜属于薄利多销品，毛利率较低，周转率快，而且又具有较强的客户粘性，永辉超市以生鲜作为主打产品，将门店内最好的经营位置给生鲜，带动周边快消品、服装等高毛利产品销售，推动盈利。

同时公司正积极推进供应链改革，与联华超市、中百集团、牛奶公司等战略合作伙伴逐步开展联合采购、协同行销，并以采销一体化基础优化商品结构，2016上半年集中采销比例已经超过 50%，推动产品收入增长。目前公司食品用品的收入占比已经超过生鲜，2016 年上半年，公司生鲜及加工收入占比 46%，食品用品则为 49%，服装 5%。

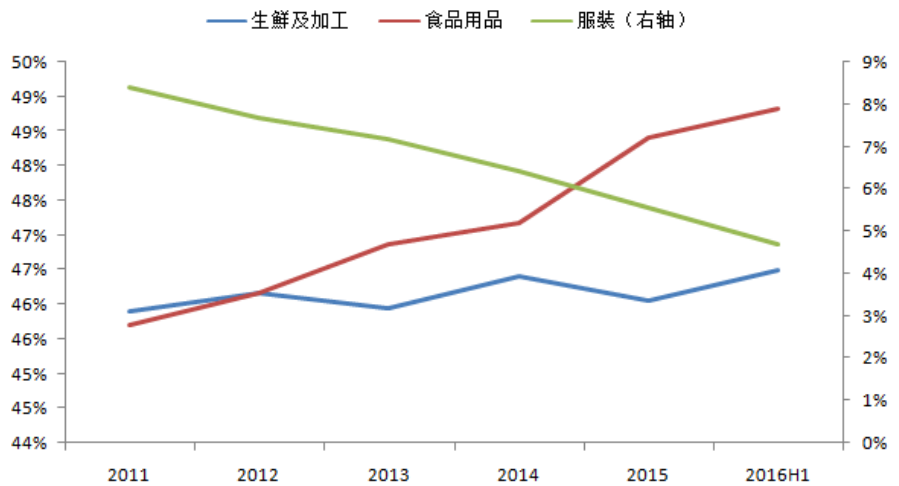
因此，在生鲜薄利多销以及高毛利产品收入增长的双重带动下，公司毛利润实现逐年较快增长，2016 上半年，公司毛利润 49.57 亿元，同比增长 19.7%，毛利率 20.22%，同比上升 0.5 个百分点。

图 10: 永辉超市各品类毛利率



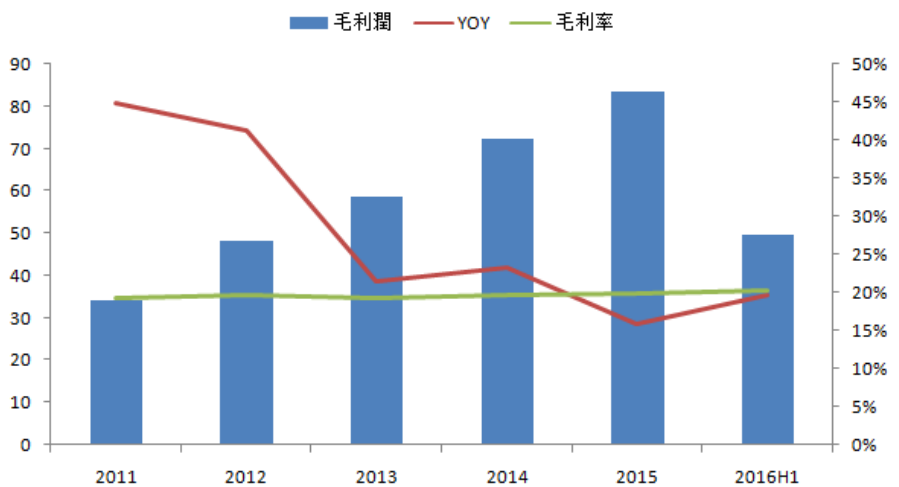
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 11: 永辉超市各品类收入占比



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 12: 永辉超市毛利润 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

◇ 生鲜优势助力公司在全国迅速扩张

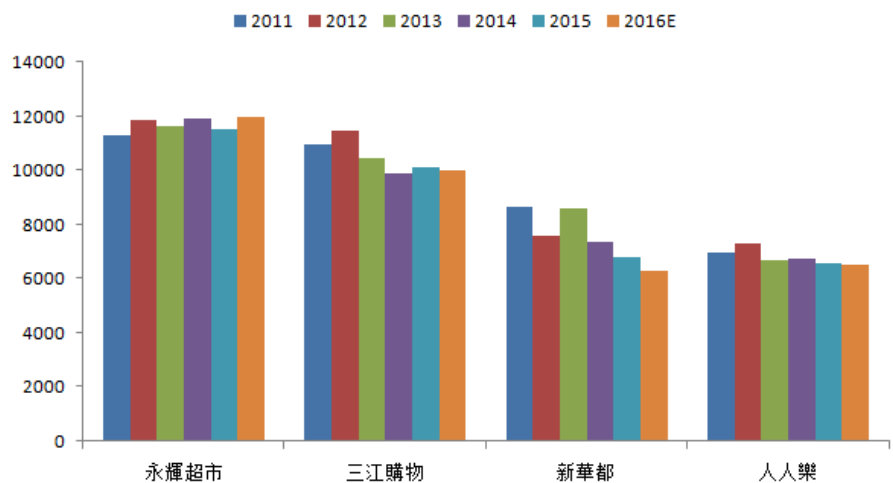
在开店伊始，尤其来到新的地区新的市场，总会经历一段阵痛期。供应链尚不完善、门店数量不多、店龄不长顾客粘性不足，种种导致生鲜损耗高、成本高、收入少、其他商品销量也低。例如河南与东北，2011年刚开店时毛利率仅为3%和5%，之后随着投入建设，各方面逐渐成熟，利润逐渐攀升；起步较早的安徽也经历了同样的过程；而公司总部所在的福建起步最早，目前利润稳定。

随着区域内供应链的完善和门店的增加，生鲜具有揽客集客、打开市场的能力愈发突出，带动高毛利商品销售，成功盈利。公司将这样的模式不断复制扩张，如今门店已遍布全国全部7个大区。截至2016年6月底，公司全国已开业门店达425家，开业面积386.48万平方米；已签约未开业门店196家（包括云南首家门店），已签约未开业面积195.77万平方米。

在扩张阶段凭借生鲜打开市场，建立成熟的供应链与培养成熟的门店（店龄两年及以上的门店）则是盈利的关键，如今公司物流配送网络建设已基本成熟，能覆盖全国所有门店，成熟门店占比超过7成，同时目前经营性现金流已经能覆盖每年开店支出。截至2016年6月底，公司拥有成熟门店319家，占比达73%，成熟门店面积349.5万平方米。

虽然总数增长使得门店增速逐年放缓，不过根据公司规划，2015起每年开店数量会较之前有所增加。预计公司未来每年开店70家左右，关闭5家左右，即每年净增门店约65家，到2018年末公司开业门店数将达到约583家，开业门店面积将达到约500万平方米。随着店龄逐渐成长，成熟门店数量及比例也会增长，预计公司业绩将进入快速增长期。

图 13：永辉超市坪效高于同行（单位：元/平方米）



数据来源：wind 资讯，群益证券整理

表 1：永辉超市近年新开店情况（2016 年半年报）（单位：家）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	期末合計
華東	福建	9	8(-1)	5(-5)	7(-3)	11	1	32
	江蘇	5	5	5	3(-3)	4	1	20
	浙江		1	3	2	2	1	9
	上海			1	2	8	7	18
	安徽	5	2	3	4(-1)	4	1	18
華南	廣東			3	2	3	2	10
華北	北京	6	5	2	4	6	1	24
	天津	2				1	2	5
	河北	1	5	2	5			13
	山西					1		1
華中	河南	3	4	4	1	3	2	17
西南	重慶	11	8(-1)	8	9	5	5	45
	貴州	3	1	1	1	1	2	9
	四川		3	4	6	13	4	30
西北	陝西			2	2	2		6
東北	遼寧	1	4		2(-2)	1		6
	吉林	1	1	2(-2)	1			3
	黑龍江	1		1		2		4
淨增合計		48	45	39	42	67	29	270

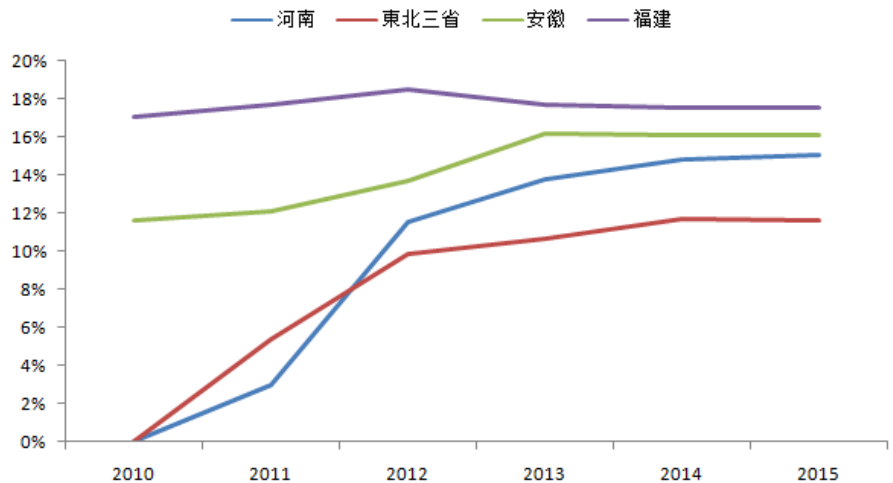
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

表 2: 永辉超市各地区门店情况 (2016 年半年报) (单位: 家)

		精品店	大賣場	賣場	社區店	會員店	地區合計	未開門店
華東	福建	14	22	51	26		113	24
	江蘇	8	9	2			19	7
	浙江	3	5	1			9	14
	上海	7	1			21	29	17
	安徽		12	11	2		25	16
華南	廣東	5	4	1			10	4
華北	北京	12	12	5	2		31	6
	天津	3	2				5	1
	河北		9	4			13	9
	山西	1					1	
華中	河南	1	10	4	2		17	16
西南	重慶	4	11	70	12		97	21
	貴州		6	4			10	12
	四川	5	13	11	1		30	34
西北	陝西	3	3				6	8
東北	遼寧		3	1			4	4
	吉林		1	1			2	1
	黑龍江		4				4	1
全國合計		66	127	166	45	21	425	195

数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 14: 永辉超市各地区毛利率



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

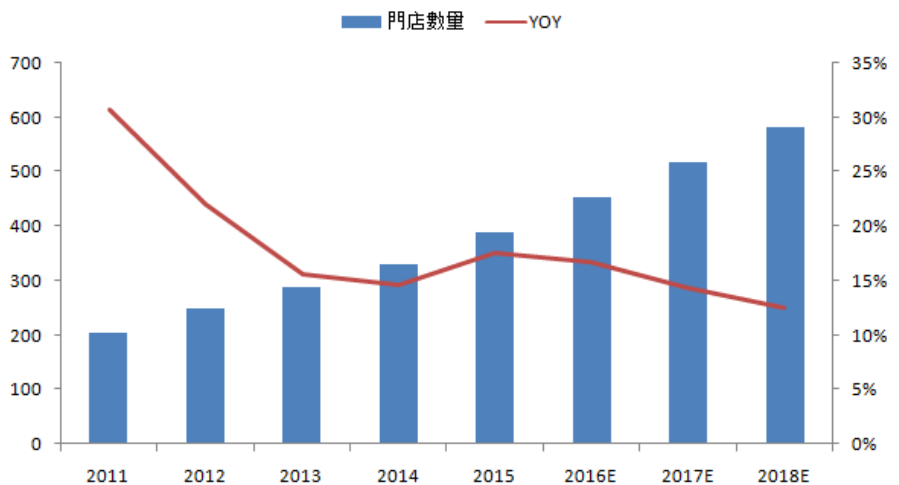
表 3: 永辉超市全国物流中心情况 (2016 年半年报)

名稱	配送範圍
福建南嶼 CDC	福建大區及全國性商品
廣東東莞 RDC (3PL)	廣東省、深圳
重慶西永 CDC	西南大區
四川彭州 RDC	四川省
安徽肥東 CDC	安徽省
浙江杭州 RDC (3PL)	浙江省
江蘇南京 RDC (3PL)	華東大區19家門店
上海 RDC (3PL)	華東大區11家門店
北京郎各莊 RDC	北京大區
河南鄭州 RDC	河南省
河北石家莊 RDC	河北省
東北沈陽 RDC	東北三省

注:
 1. CDC: 中央配送中心 central distribution center
 2. RDC: 区域配送中心 regional distribution center
 3. 3PL: 第三方物流 third-party logistics

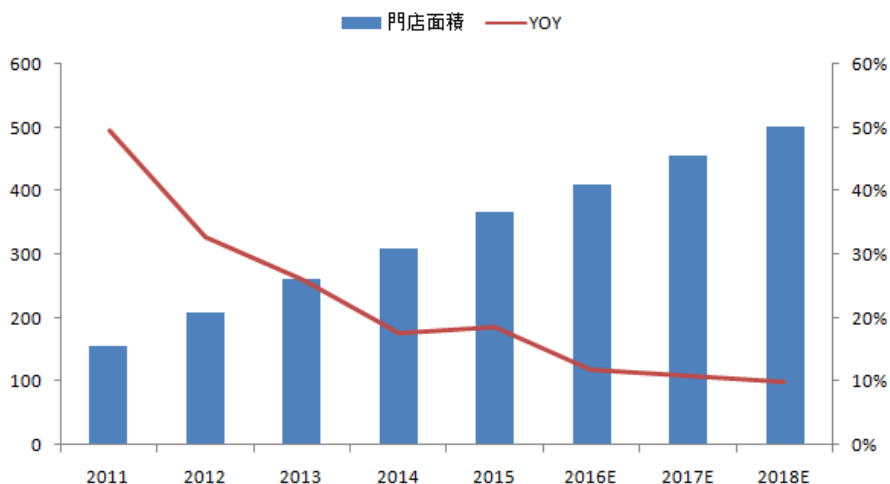
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 15: 永辉超市门店数量 (单位: 家, %)



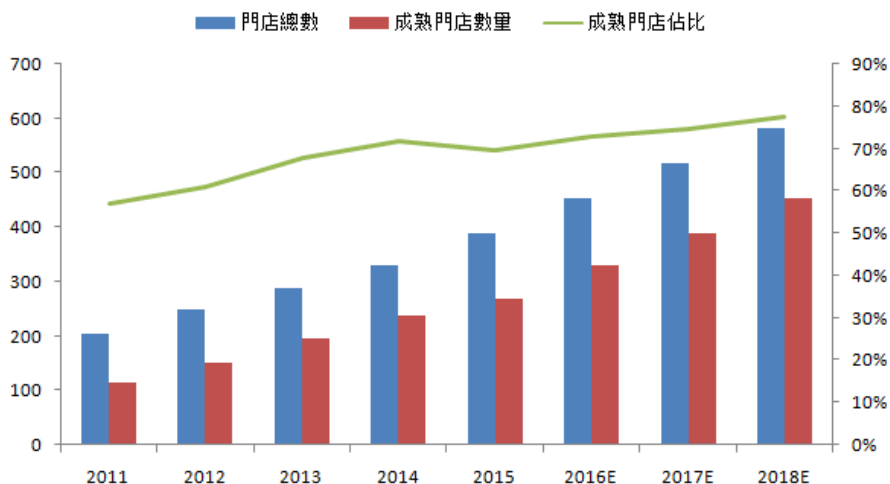
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 16: 永辉超市门店面积 (单位: 万平方米, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 17: 永辉超市成熟门店 (单位: 万平方米, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

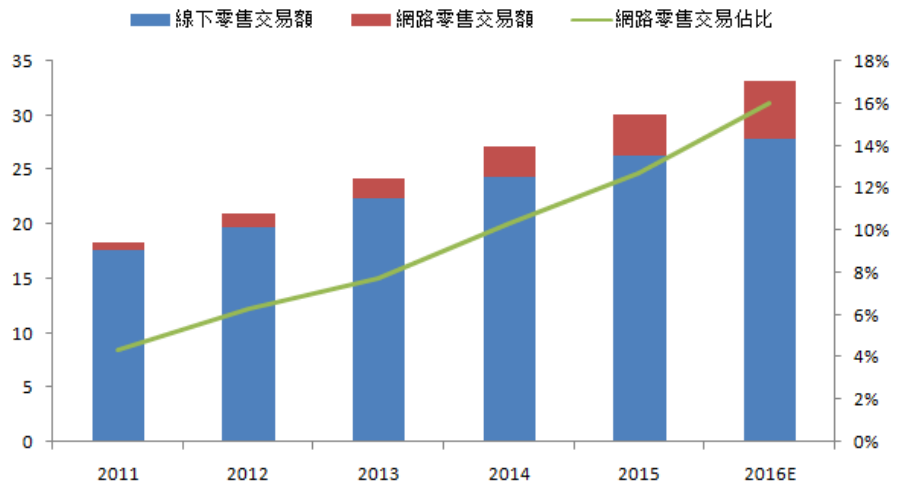
◇ 联手京东进军电商

近年来, 实体超市受到来自便利店、电商平台的竞争压力, 尤其是电商的冲击巨大, 将社会消费品零售总额划分为线下和网路两部分后可以明显看出, 网路零售增速远高于线下, 2015 年中国网路零售交易额为 3.83 万亿元, 同比增长 35.7%, 远远快于 12.7% 的线下增速, 占比已快速增至 16%。

然而由于生鲜产品的品质、新鲜度等难以控制, 需要成熟的供应体系、严格的品控和完善的冷链系统, 电商化难度较大, 所以在生鲜领域来自电商的冲击较小。上述条件又恰恰是公司的优势所在, 公司 2016 年 8 月 63.42 亿元定增落地, 京东系持股 10%, 拓展线上市场。

京东商城的物流配送覆盖了全国大部分地区, 结合公司的门店网络、供应链体系, 强化生鲜优势、顾客粘性, 进军成长空间广阔的生鲜电商领域。同时最近几年公司规划在北上广等一线城市开设精品店、会员店, 主打精致体验营销, 与京东到家合作, 当日购当日达, 打通线下与线上, 积极发展 O2O 经营模式。

图 18: 线上与线下零售交易额 (单位: 万亿元, %)



数据来源: wind 资讯, 中国电子商务研究中心, 群益证券整理

◇ 公司业绩较快增长

公司在生鲜业务的巨大优势, 不仅带动了其他商品销售, 更助力公司在全国迅速扩张, 因此每年公司收入保持较快增长, 至于经营成本的增速也基本与收入保持一致。2016 年上半年, 公司实现营业收入 245.18 亿元, 同比增长 17.68%; 营业成本 195.61 亿元, 同比增长 17.18%。

而公司收入最主要的来源就是成熟门店的经营收入, 2016 年上半年, 公司成熟门店收入 192.81 亿元, 同比增长 16.16%, 占总收入比达到 79%。随着公司不断开店, 成熟门店不断增加, 预计未来公司收入将进入快速增长阶段。

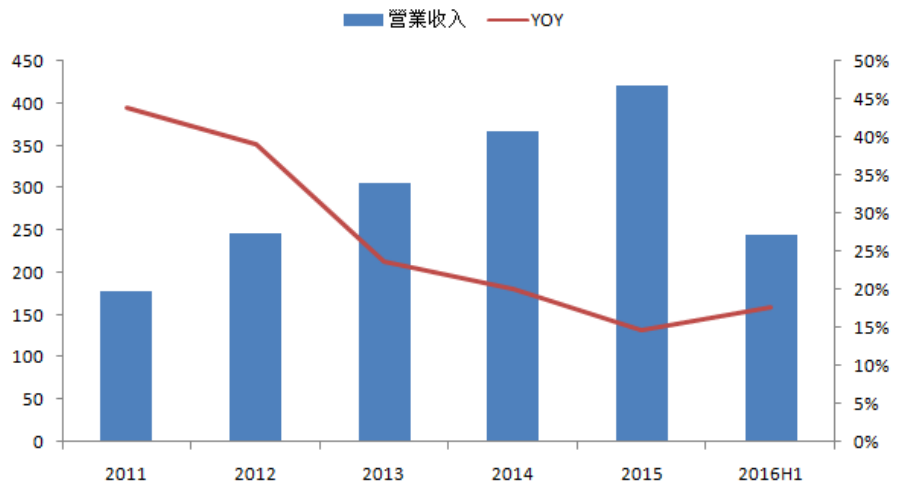
费率方面, 公司总体费用基本稳定, 其中管理费用变化不大; 而由于 2015 年 3 月公司非公开发行募集资金导致利息收入上升, 所以 2015 年起一段时期内财务费用为负, 减轻了财务压力; 最重要的销售费用的增速则基本跟随公司扩张速度正在逐年放缓, 2016 年上半年公司销售费用同比增长 15.66% 至 35.34 亿元, 增速水平已降至低于收入的增长。

近年来公司净利润平稳较快增长, 唯有去年下滑, 原因是: 2015 年 9 月对联华超市完成 21.17% 的股权受让后, 当年联华巨亏 5 亿, 按权益法确认投资损失 7 千万元。而 2014 年同期因中百集团股票从交易性金融资产转为长期股权投资, 转换时点的公允价值变动与帐面价值变动差异转入投资收益 2.2 亿元, 产生了较高的基期。

如果从扣非后归母净利润来看, 2014 年实际增速为 12%, 2015 年扣非后同比下滑 8%; 2016 年上半年, 公司扣非后归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 40%。计算 2010-2015 年的净利润复合年均增长率, 扣非前为 17%, 扣非后为 15%。可见虽然前几年非经常性损益对公司业绩产生较大的扰动, 但目前公司净利润已经恢复到正常的增速区间。

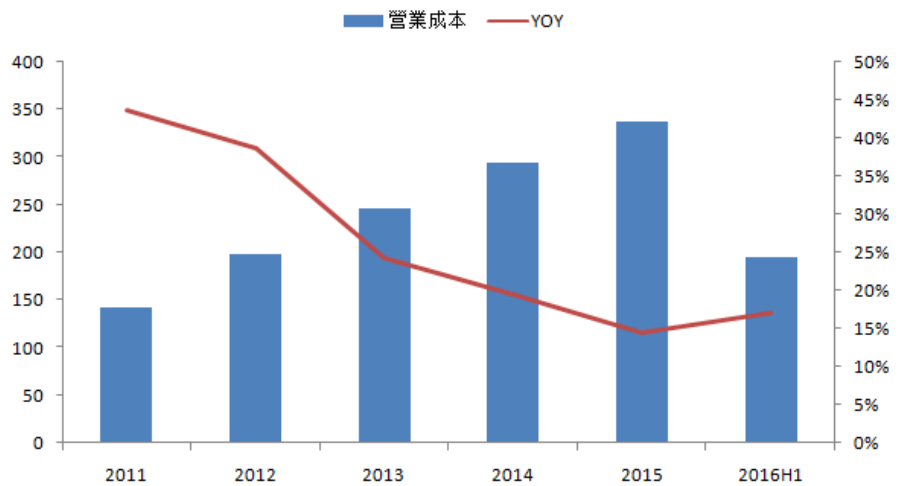
因为去年大量的投资损失主要发生在 4 季度, 导致下半年业绩大幅下滑, 产生了很低的基期。今年上半年利润已经超过全年也很好印证了这一点, 因此我们预计今年全年公司业绩将迎来较快增长。

图 19: 永辉超市营业收入 (单位: 亿元, %)



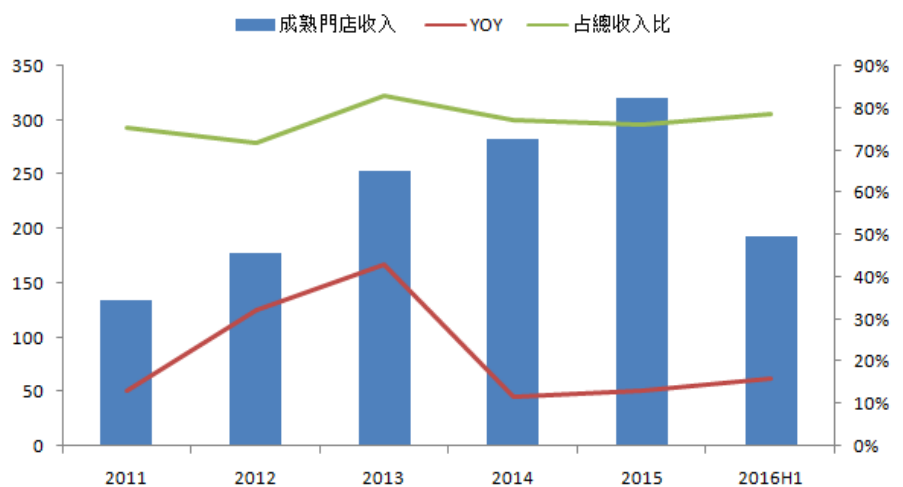
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 20: 永辉超市营业成本 (单位: 亿元, %)



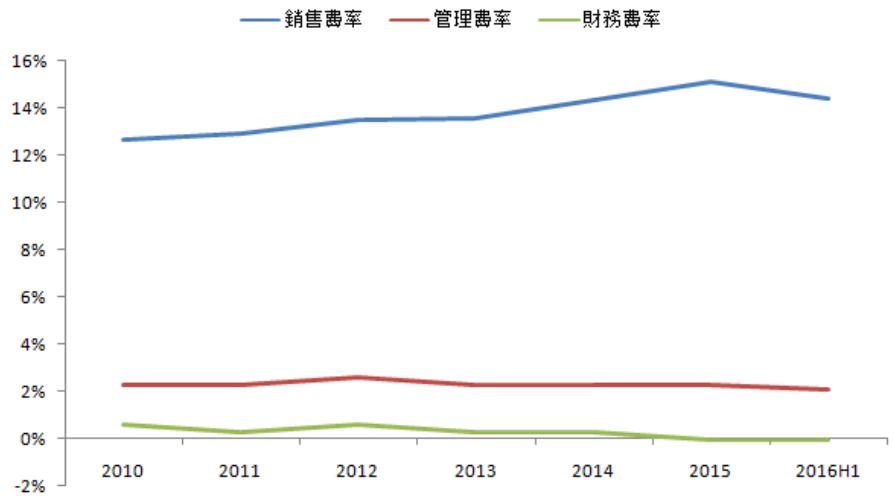
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 21: 永辉超市成熟门店 (两年期及以上) 收入 (单位: 亿元, %)



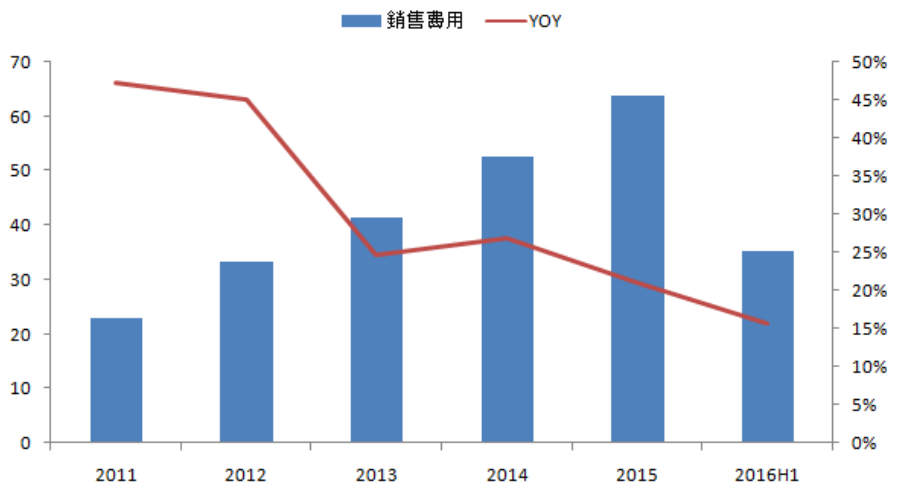
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 22: 永辉超市各项费率



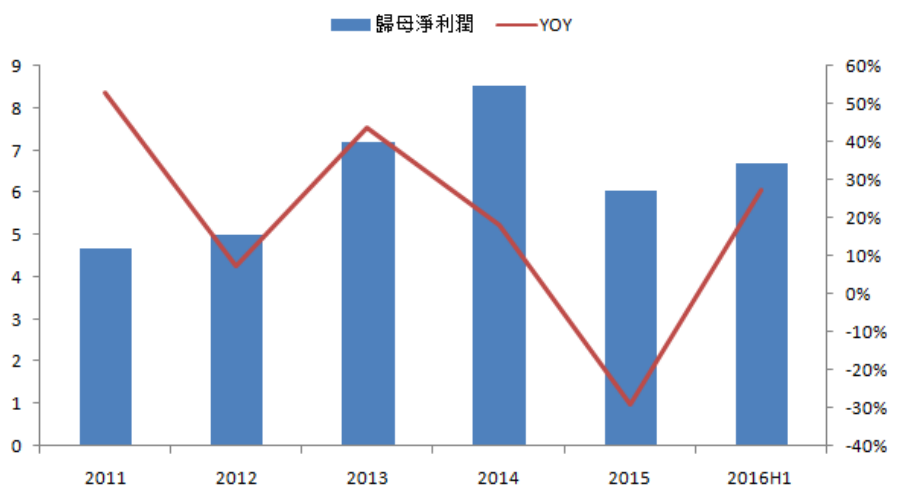
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 23: 永辉超市销售费用 (单位: 亿元, %)



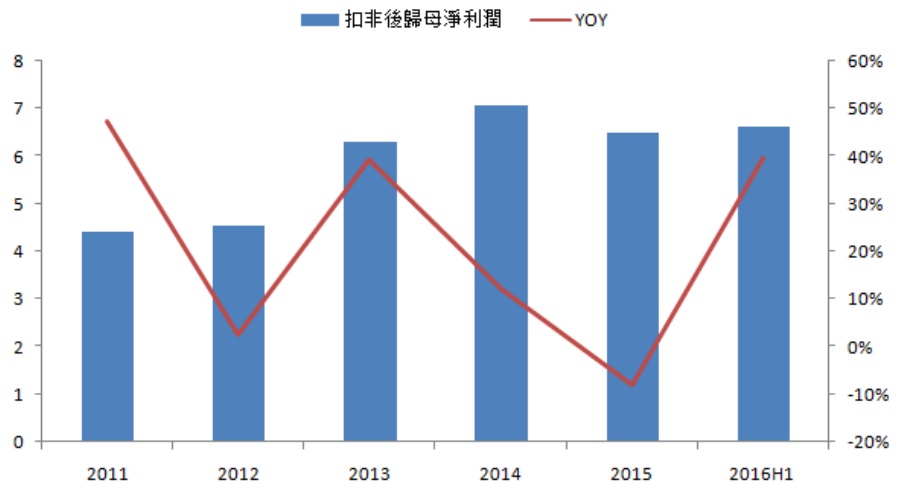
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 24: 永辉超市净利润 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 25: 永辉超市扣非后净利润 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

➤ 盈利预测

永辉超市生鲜业务实力强劲, 带动高毛利产品销售, 同时在全国范围内扩张门店, 进一步联手京东进军电商; 并且由于去年下半年投资损失集中, 以及四季度所得税大增, 使得基期很低。

综合以上分析, 我们预计公司 2016 年和 2017 年实现归母净利润分别为 10.24 亿元 (YOY+69.19%, EPS 为 0.126 元) 和 12.71 亿元 (YOY+24.12%, EPS 为 0.156 元), 当前 A 股股价对应 P/E 分别为 35 倍和 29 倍, 给予买入的投资建议。

➤ 风险提示

1. 国际国内宏观经济加速下行, 导致消费低迷;
2. 公司现金流出现问题, 全国扩张布局慢于预期;
3. 公司线上销售状况不佳, O2O 业务进展低于预期。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业额	24684	30543	36727	42145	50540	60016
经营成本	19859	24682	29507	33785	40515	48011
毛利	4825	5861	7220	8359	10025	12005
营业税金及附加	115	139	176	207	253	300
销售费用	3329	4148	5264	6377	7328	8702
管理费用	644	705	828	970	1162	1380
财务费用	148	82	104	(25)	(25)	(30)
资产减值损失	24	3	14	12	10	10
投资收益	13	(1)	220	(73)	(30)	(30)
营业利润	568	801	1056	761	1248	1623
税前利润	664	945	1084	797	1348	1673
所得税	161	224	232	197	323	401
少数股东权益	1	1	1	(5)	0	0
净利润	502	721	852	605	1024	1271

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	1399	1896	2093	4294	4944	5219
存货	2872	3349	3699	4250	4463	4686
应收帐款	178	98	111	102	107	112
流动资产合计	6277	7500	8250	11930	10213	10716
长期投资净额	0	23	1237	1945	2043	2145
固定资产合计	4630	5473	7229	8374	8792	9232
在建工程	482	670	465	376	394	414
无形资产及其他资产合计	523	581	572	600	630	662
资产总计	10907	12973	15480	20304	22578	23655
流动负债合计	6408	6934	8893	7929	9175	8975
长期负债合计	77	124	122	94	98	103
负债合计	6484	7058	9015	8023	9273	9078
少数股东权益	5	5	26	54	56	59
股东权益合计	4422	5915	6464	12281	13305	14577
负债和股东权益总计	10907	12973	15480	20304	22578	23655

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1832	1769	2016	1538	1231	738
投资活动产生的现金流量净额	(1144)	(1333)	(1954)	(3067)	(2454)	(1963)
筹资活动产生的现金流量净额	(886)	88	103	3748	1874	1499
现金及现金等价物净增加额	(198)	524	165	2219	651	274

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。