

2017年7月12日

何敏亮

H70383@capital.com.tw

目标价(元)

8

永辉超市 (601933. SH)

Buy 买入

半年度业绩超预期，利润率继续提升

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	商业贸易		
A 股价(2017/7/11)	7.26		
上证指数(2017/7/11)	3203.04		
股价 12 个月高/低	7.38/4.19		
总发行股数(百万)	9570.46		
A 股数(百万)	6508.87		
A 市值(亿元)	472.54		
主要股东	牛奶有限公司 (19.99%)		
每股净值(元)	2.00		
股价/账面净值	3.63		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.3	22.2	71.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016/9/28	4.49	买入
2017/4/19	5.94	买入

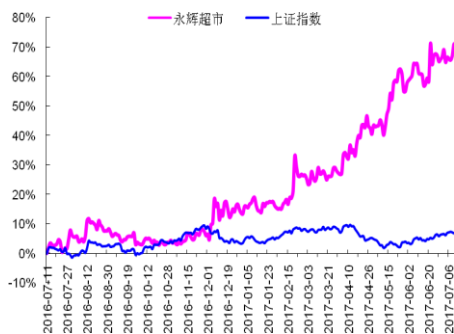
产品组合

食品用品	47.10%
生鲜及加工	50.03%
服装	2.86%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.9%
一般法人	2.5%

股价相对大盘走势



■ **半年度业绩预增：**永辉超市发布业绩快报：2017 年上半年公司实现营业收入 283.17 亿元，同比增长 15.49%；归母净利润 10.51 亿元，同比增长 56.94%。超出此前预期。对应二季度营业收入和归母净利润分别为 130.55 亿元和 3.07 亿元，同比增速分别为 17.6%和 55.49%。

■ **版图扩张带动收入增长。**公司上半年营收增长的主要原因是新开门店数加快，根据公司官网，永辉超市 2017 年上半年新开 BRAVO 门店 35 家，新开卖场和超级物种各 1 家，加上未公布的优选店和会员店，预计公司已经完成此前计划 2017 年新开门店 100 家的半数。我们认为下半年永辉将继续扩大门店版图，加之此前永辉再度增持中百集团 5%股权（持股比例达到 25%），推进湖北市场布局，因此预计下半年开店将继续加速；此外，今年上半年粮油食品类零售增速不断提升，6 月 YOY 达到 14.4%，预计公司下半年营业收入将保持较快增速。

■ **规模优势迎来收获期。**2017 年上半年永辉超市营业利润率和净利润率分别为 4.3%和 3.7%，较去年同期均提升了 1 个百分点，我们认为利润率持续上升的主要原因是近年来门店不断扩张所致。我们估计截至今年 6 月末公司已开业门店约 540 家门店，其中年满 2 年的成熟门店约 350 家。扩张带来规模效应持续释放，供应链资源整合，导致单位采购成本下降；此外也与公司的合伙人制度有关，合伙人红利制度持续发酵，刺激了员工人均效用上升，也间接降低了公司管理费用。由于公司门店规模仍在快速增长，预计公司利润率先仍有空间继续上行。

■ **冷链物流优势明显。**永辉超市优势在于其主打生鲜产品以及供应链，目前生鲜行业面临品质和渠道的消费升级，永辉生鲜直采比例超过 7 成，作为龙头企业能够率先受益。此前引入京东战投，进军生鲜电商，推出“超级物种”业态。工坊系列与永辉超市共用供应链，凭借其成熟的冷链物流体系，在生鲜电商领域内优势明显，预计未来将成为永辉超市一大盈利点。

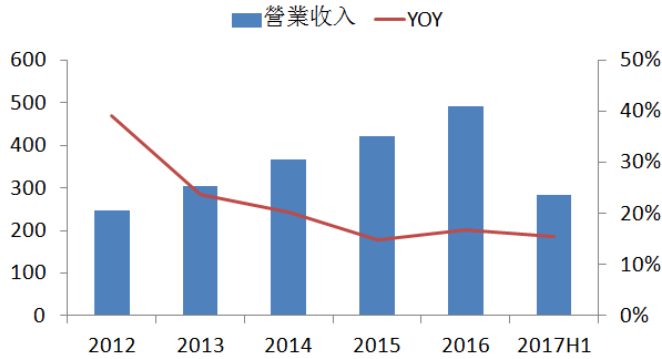
■ **盈利预测：**目前永辉超市合伙人红利制度和规模效应优势不断凸显，预计未来几年仍将保持收入稳定增长，利润率提升，业绩较快增长。预计公司 2017、2018 年可分别实现净利润 18.77 亿元(YOY+51.14%，EPS 为 0.196 元)、22.81 亿元(YoY+21.49%，EPS 为 0.238 元)。当前 A 股股价对应 P/E 分别为 36x、30x，维持买入的投资建议。

■ **风险提示：**消费低迷，门店扩张慢于预期，生鲜电商发展低于预期。

..... 接续下页

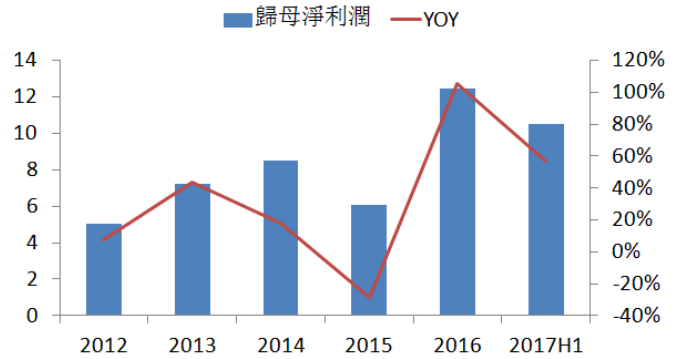
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	720.58	851.56	605.33	1,242.01	1,877.23	2,280.70
同比增减	%	43.51%	18.18%	-28.92%	105.18%	51.14%	21.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.44	0.26	0.15	0.13	0.20	0.24
同比增减	%	-32.28%	-40.91%	-43.13%	-12.80%	51.14%	21.49%
A 股市盈率(P/E)	倍	15.92	26.94	47.37	54.32	35.94	29.58
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.12	0.15	0.12	0.12	0.12
股息率 (Yield)	%	6.42%	2.12%	3.58%	2.49%	1.70%	1.70%

图 1: 永辉超市营业收入 (单位: 亿元)



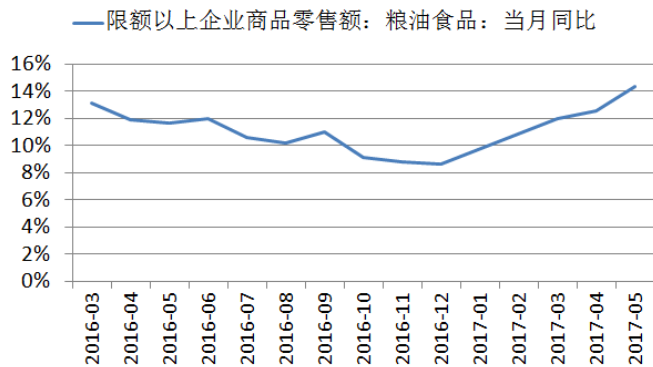
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 永辉超市归母净利润 (单位: 亿元)



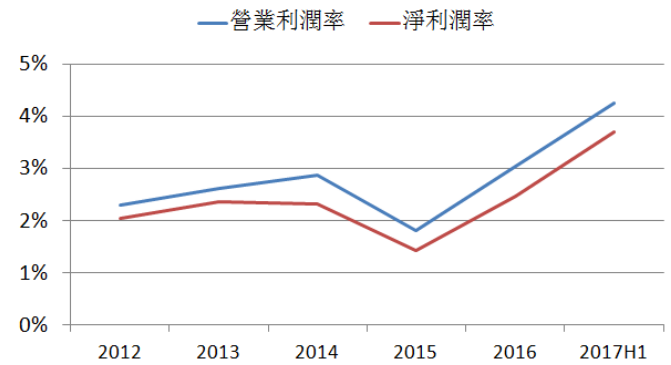
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 3: 限额以上企业粮油食品类商品零售额当月同比



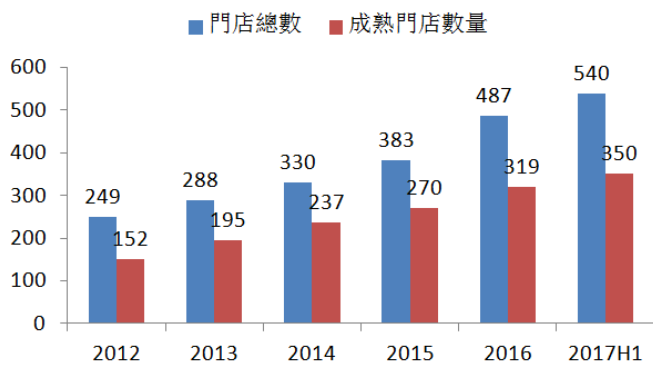
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 4: 永辉超市利润率



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 5: 永辉超市门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

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	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	30543	36727	42145	49232	56406	64582
经营成本	24682	29507	33785	39292	44429	50646
毛利	5861	7220	8359	9940	11978	13936
营业税金及附加	139	176	207	219	254	291
销售费用	4148	5264	6377	7165	8179	9364
管理费用	705	828	970	1289	1546	1802
财务费用	82	104	(25)	(74)	(85)	(97)
资产减值损失	3	14	12	19	15	15
投资收益	(1)	220	(73)	167	200	200
营业利润	801	1056	761	1498	2267	2771
税前利润	945	1084	797	1556	2347	2851
所得税	224	232	197	343	516	627
少数股东权益	1	1	(5)	(28)	(47)	(57)
净利润	721	852	605	1242	1877	2281

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1896	2093	4294	8097	10745	12631
存货	3349	3699	4250	5379	5647	5930
应收帐款	98	111	102	487	511	537
流动资产合计	7499	8250	11930	20566	17603	19798
长期投资净额	23	1237	1945	1976	2075	2178
固定资产合计	822	1540	2068	2357	2475	2599
在建工程	670	465	376	324	341	358
无形资产及其他资产合计	581	572	600	629	660	693
资产总计	12973	15480	20304	29438	23713	26168
流动负债合计	6934	8893	7929	10049	3589	4903
长期负债合计	124	122	94	147	155	162
负债合计	7058	9015	8023	10197	3743	5066
少数股东权益	5	26	54	43	45	47
股东权益合计	5915	6464	12281	19241	19970	21102
负债和股东权益总计	12973	15480	20304	29438	23713	26168

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	1769	2016	1538	1928	1157	694
投资活动产生的现金流量净额	(1333)	(1954)	(3067)	(3883)	(3106)	(2485)
筹资活动产生的现金流量净额	88	103	3748	5746	4597	3677
现金及现金等价物净增加额	524	165	2219	3792	2647	1886

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。