

## 展店提速 收入增长显著

——2017年三季度点评

季报点评

### ◆ 展店速度提高，单季收入持续增长：

公司10月30日披露2017年三季度报。公司前三季实现营收433.08亿元，同比增长17%；毛利率20.31%，同比增长0.27个百分点；归属净利润13.92亿元，同比增长70.74%；扣非净利13.71亿元，同比增长68.98%；EPS为0.15元，同比增长50.00%。三季度单季实现营收149.91亿元，同比增长19.95%；毛利率20.06%，同比增长0.38个百分点；归属净利润3.37亿元，同比增长131.25%；扣非净利3.34亿元，EPS为0.04元。

单季拆分来看，1-3季度营收增速分别13.76%/17.60%/19.95%，单季营收增长显著，从年初开始，公司加快了门店扩展，从而持续增加了营业收入。单季第三季度，公司在吉林、北京、河北、河南、湖北、江苏、浙江、安徽、福建、广东、贵州、四川、陕西等区域新开33家门店（不含超级物种店4家、生活店51家）；在吉林关店1家，重庆关店（均为优选店）2家。2017年上半年新开门店35家（不含会员店、超级物种、优选店业态），三季度开店速度明显加快。展店速度让公司营收增长明显。截止半年报，已签约未开业门店达207家，储备面积183.04万平方米。全年目标100家，四季度仍将继续保持快速展店模式。

### ◆ 优化品类管理 聚焦核心商品保持毛利率稳健增长：

1-3季度毛利率增速分别为20.93%/19.88%/20.06%，毛利率的增速得益于永辉优化品类管理，通过设立主打单品专柜，聚焦核心商品，生鲜商品汰换率上半年达15%。公司生鲜壁垒优势明显，公司继续加强生鲜营运创新，顺应消费升级趋势，同时实行分级销售，推动选聘专业化及精细化，预计未来生鲜占比由现有44%进一步提高，发挥公司优势。

### ◆ 构建全球供应链 提高自有品牌占有率：

11月15日公司公告，永辉超市间接参股的美国达曼国际公司拟被美国 Advantage Solution 公司吸收合并，合并后的 Advantage 计划首次公开发行（IPO）并上市。若上述重组完成，永辉超市将间接持有 Advantage 约8%的股权。达曼国际为全球最大零售商服务公司，Advantage 为全球顶尖零售供应商服务公司，本次交易将更上一层，就整体零售服务行业而言，将产生全球最大公司，在零售供应商销售、自有品牌发展及销售和营销服务方面具有更大优势。永辉超市还与 Advantage 签署战略合作框架协议，包括后者主要业务在中国的整体市场和趋势进行评估和研究、就 Advantage 中国业务的定位、开发和拓展相互协作，并制定相关战略等。

### ◆ 未来三年符合增速31%，长期来看成长空间巨大，给予“买入评级”：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.19/0.25/0.33元。对应PE分别为53/42/31倍。考虑到公司作为国内生鲜超市竞争壁垒高，公司华东区域增速三季度增速45%，作为零售竞争激烈的华东区，公司取得如此快速增长，看好公司展店加快业绩提升显著。首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示：宏观经济不达标，消费需求回落，展店效果不理想。

业绩预测和估值指标

## 买入（首次评级）

### 分析师

陈文倩（执业证书编号：S0170511070001）

010-83561313

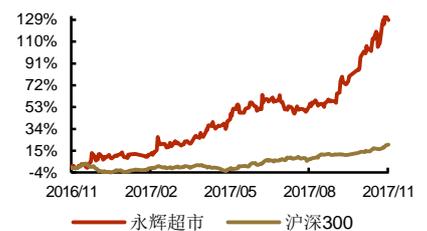
chenwenqian@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.11.13

收盘价(元)：10.17  
 总股本(亿股)：95.7  
 总市值(亿元)：973.32  
 一年最低/最高(元)：4.5/10.49  
 近3月换手率：51.86%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	19.38	43.37	114.14
绝对	25.09	54.03	135.41

### 相关研报

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42145	49,232	58,332	69,001	81,318
增长率(%)	14.8	16.8	18.5	18.3	17.8
净利润(百万元)	605.3	1,242	1,854	2,356	3,144
增长率(%)	-28.9	105.2	49.2	27.1	33.5
毛利率(%)	19.8	20.2	20.7	21.1	21.7
净利率(%)	1.4	2.5	3.2	3.4	3.9
ROE(%)	4.9	6.3	8.8	10.8	13.1
EPS(摊薄/元)	0.06	0.13	0.19	0.25	0.33
P/E(倍)	163.16	79.5	53.3	41.9	31.4
P/B(倍)	8.08	5.1	5.0	4.7	4.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11930	20566	21971	25234	28416	<b>营业收入</b>	<b>42145</b>	<b>49232</b>	<b>58332</b>	<b>69001</b>	<b>81318</b>
现金	4294	8097	8696	9559	11525	营业成本	33785	39292	46262	54429	63712
应收账款	102	487	680	700	926	营业税金及附加	207	219	216	248	293
其他应收款	767	1221	1135	1652	1632	营业费用	6377	7165	8108	9591	11303
预付账款	1063	1443	1526	1986	2153	管理费用	970	1289	1721	2049	2440
存货	<b>4250</b>	<b>5379</b>	<b>5958</b>	<b>7380</b>	<b>8233</b>	财务费用	-25	-74	-80	-54	-67
其他流动资产	1455	3939	3977	3957	3947	资产减值损失	12	19	19	24	28
<b>非流动资产</b>	8374	8872	9090	9381	9537	公允价值变动收益	15	7	-40	-20	10
长期投资	1945	1976	2013	2051	2088	投资净收益	-73	167	97	97	97
固定资产	3008	3109	3466	3833	4205	<b>营业利润</b>	<b>761</b>	<b>1498</b>	<b>2143</b>	<b>2790</b>	<b>3716</b>
无形资产	600	629	654	652	644	营业外收入	<b>181</b>	<b>179</b>	<b>200</b>	<b>210</b>	<b>220</b>
其他非流动资产	<b>2820</b>	<b>3158</b>	<b>2956</b>	<b>2845</b>	<b>2600</b>	营业外支出	145	120	100	100	100
<b>资产总计</b>	<b>20304</b>	<b>29438</b>	<b>31061</b>	<b>34615</b>	<b>37953</b>	<b>利润总额</b>	<b>797</b>	<b>1556</b>	<b>2243</b>	<b>2900</b>	<b>3836</b>
<b>流动负债</b>	7929	10049	11071	13512	15007	所得税	<b>197</b>	<b>343</b>	<b>494</b>	<b>639</b>	<b>845</b>
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1214</b>	<b>1749</b>	<b>2261</b>	<b>2991</b>
应付账款	5201	6495	7276	8927	10039	少数股东损益	<b>-5</b>	<b>-28</b>	<b>-105</b>	<b>-94</b>	<b>-152</b>
其他流动负债	<b>2728</b>	<b>3554</b>	<b>3796</b>	<b>4586</b>	<b>4968</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>605</b>	<b>1242</b>	<b>1854</b>	<b>2356</b>	<b>3144</b>
<b>非流动负债</b>	94	147	148	148	148	EBITDA	<b>1480</b>	<b>2254</b>	<b>2824</b>	<b>3590</b>	<b>4624</b>
长期借款	0	0	1	1	1	EPS(元)	0.06	0.13	0.19	0.25	0.33
其他非流动负债	<b>94</b>	<b>147</b>	<b>147</b>	<b>147</b>	<b>147</b>						
<b>负债合计</b>	<b>8023</b>	<b>10197</b>	<b>11219</b>	<b>13660</b>	<b>15156</b>						
少数股东权益	54	43	-62	-156	-308						
股本	4068	9570	9570	9570	9570						
资本公积	5675	6511	6511	6511	6511						
留存收益	2485	3117	3248	3419	3644						
归属母公司股东权益	12228	19199	19904	21111	23106						
<b>负债和股东权益</b>	<b>20304</b>	<b>29438</b>	<b>31061</b>	<b>34615</b>	<b>37953</b>						

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1538	1928	2653	3140	4199
净利润	600	1214	1749	2261	2991
折旧摊销	811	941	834	964	1104
财务费用	-25	-74	-80	-54	-67
投资损失	73	-167	-97	-97	-97
营运资金变动	-34	-142	215	41	279
其他经营现金流	113	158	32	24	-12
<b>投资活动现金流</b>	-3067	-3883	-987	-1182	-1151
资本支出	<b>1313</b>	<b>1440</b>	<b>288</b>	<b>200</b>	<b>146</b>
长期投资	-818	-1656	-37	-30	-37
其他投资现金流	-2573	-4099	-736	-1012	-1043
<b>筹资活动现金流</b>	3748	5746	-1068	-1094	-1082
短期借款	<b>-1369</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	-34	0	1	0	(0)
普通股增加	813	5503	0	0	0
资本公积增加	4859	836	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-521</b>	<b>-593</b>	<b>-1068</b>	<b>-1095</b>	<b>-1082</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>2219</b>	<b>3792</b>	<b>598</b>	<b>863</b>	<b>1966</b>

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.8	16.8	18.5	18.3	17.8
营业利润(%)	(27.9)	96.9	43.1	30.2	33.2
归属于母公司净利润(%)	(28.9)	105.2	49.2	27.1	33.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.8	20.2	20.7	21.1	21.7
净利率(%)	1.4	2.5	3.2	3.4	3.9
ROE(%)	4.9	6.3	8.8	10.8	13.1
ROIC(%)	4.1	5.3	7.8	9.7	11.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.5	34.6	36.1	39.5	39.9
净负债比率(%)	-35.0	(42.1)	(43.8)	(45.6)	-50.5
流动比率	1.5	2.0	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.0	1.5	1.4	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.4	2.0	1.9	2.1	2.2
应收账款周转率	396.1	167.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转率	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.13	0.19	0.25	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.06	0.28	0.33	0.44
每股净资产(最新摊薄)	1.28	2.01	2.08	2.21	2.41
<b>估值比率</b>					
P/E	163.16	79.52	53.28	41.93	31.42
P/B	8.08	5.14	4.96	4.68	4.27
EV/EBITDA	63.86	39.6	31.4	24.4	18.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b> 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>