

# 永辉超市 (601933)

## 腾讯受让 5% 股权并增资云创，推动新零售迭代升级！

公告腾讯拟通过协议转让方式受让公司 5% 股权，同时拟增资永辉云创，取得云创在该次增资完成后 15% 股权，有关股份转让及增资细节将由双方进一步磋商并签署正式协议确定。12 日继续停牌，并于 18 日前公告并复牌。

新零售至今已满周年，回顾发现，线上资本在寻求与实体零售合作时频频将触角伸向泛超市业态。2 月阿里牵手百联，双方宣布合作，进而 5 月阿里受让百联旗下联华超市 18% 股权，阿里与百联的合作首先落脚在超市领域，双方将通过大数据重构新零售智慧门店。11 月阿里再度聚焦超市，224 亿港元收购高鑫零售 36% 股权，又提出以 6.5 港元/股现金要约收购其全部股权。今日腾讯受让永辉 5% 股权并增资云创，再次印证互联网资本对泛超市业态的青睐。

线上资本为何如此青睐超市？主要原因有：①快消品尤其是生鲜品类物流成本较高，纯电商模式难以实现规模化盈利。但嫁接超市之后可有效控制并降低物流成本，进而实现盈利。②当前互联网、大数据和实体零售正经历深度融合，超市因具备显著的渠道和场景优势，可作为大数据与实体嫁接的良好着力点。③传统的电商面临着渠道来源不丰富、线上场景单一化等问题。借助超市渠道+场景支付价值可有效扩大电商生态圈。此外，超市多具备电商所没有的独特生鲜供应链，强势供应链在保证品质满足消费者的同时，作为提质增效的关键点被电商看好。

永辉为什么被选中？①当前超市行业竞争已从前端门店延伸到了后端供应链，永辉在供应链搭建上早做布局，在激烈的竞争下以强势供应链从容应对。②公司对优秀管理人才一予以充分的重视，合伙人制+赛马机制+股权激励计划齐发力，激励到位后使门店运营焕然一新，利于大幅提升门店的规模效应。③前端门店扩张已进入加速期，超市行业虽竞争激烈，但永辉凭借规模化和盈利模式创新仍实现了逆势扩张。

腾讯为何增资永辉云创？云创是永辉孵化新业态的主要平台，以超级物种为例，其作为标杆式新零售产物一直被市场关注：①超级物种主打“超市+餐饮”深度融合模式，颠覆了传统超市及菜市场的商业模式。②因超级物种店内实现了多重餐厅的结合，且主打生鲜，聚客能力显著提升，消费者滞留时间增加+多样化消费需求的满足带动坪效提高。此外，合伙人制利于经营方面提质增效。本次入股永辉，有望在永辉内部加速新零售技术的落地与推动，从技术和数据层面助力永辉更好实现智能化升级。

维持盈利预测，维持买入评级。当前已进入收入与盈利双上行通道，未来在外延展店与内生增长双重推动下价值将进一步提升，预计 Q4 将继续保持高速增长，2017-19 年归母净利润分别为 20/28/36 亿，EPS 分别为 0.21/0.29/0.38，当前股价对应 PE 分别为 47/34/26 倍，维持买入评级。

风险提示：与腾讯合作进展不达预期；未来展店速度低于预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42,144.83	49,231.65	59,460.83	80,762.86	101,010.18
增长率(%)	14.75	16.82	20.78	35.83	25.07
EBITDA(百万元)	1,202.57	1,969.41	2,430.85	3,440.17	4,415.60
净利润(百万元)	605.33	1,242.01	1,964.62	2,793.87	3,621.84
增长率(%)	(28.92)	105.18	58.18	42.21	29.64
EPS(元/股)	0.06	0.13	0.21	0.29	0.38
市盈率(P/E)	154.63	75.36	47.64	33.50	25.84
市净率(P/B)	7.65	4.88	4.79	4.74	4.65
市销率(P/S)	2.22	1.90	1.57	1.16	0.93
EV/EBITDA	28.54	17.60	32.43	22.03	16.98

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.78 元
目标价格	12 元
上次目标价	12 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,570.46
流通 A 股股本(百万股)	6,508.87
A 股总市值(百万元)	93,599.12
流通 A 股市值(百万元)	63,656.76
每股净资产(元)	2.03
资产负债率(%)	34.35
一年内最高/最低(元)	10.63/4.72

### 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

吴晓楠 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517050001  
wuxiaonan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《永辉超市-公司点评:面向核心人员推出激励计划，聚拢人才齐心协力打造新永辉!》2017-12-01
- 《永辉超市-季报点评:收入盈利跃入双轨加速通道，新零售价值龙头加速成长!》2017-10-31
- 《永辉超市-公司点评:增资五家子公司，资金到位加速经营进一步优化》2017-09-15

公告腾讯拟通过协议转让方式受让公司 5% 股权，同时拟增资永辉云创，取得云创在该次增资完成后 15% 股权，有关股份转让及增资细节将由双方进一步磋商并签署正式协议确定。12 日继续停牌，并于 18 日前公告并复牌。

新零售至今已满周年，回顾发现，线上资本在寻求与实体零售合作时频频将触角伸向泛超市业态。2 月阿里牵手百联，双方宣布合作，进而 5 月阿里受让百联旗下联华超市 18% 股权，阿里与百联的合作首先落脚在超市领域，双方将通过大数据重构新零售智慧门店。11 月阿里再度聚焦超市，224 亿港元收购高鑫零售 36% 股权，又提出以 6.5 港元/股现金要约收购其全部股权。今日腾讯受让永辉 5% 股权并增资云创，再次印证互联网资本对泛超市业态的青睐。

图：2017 年以来线上资本加大对超市业态投入

时间	线上	线下	合作领域	合作内容
2017.2	阿里	百联集团	业务&战略层面 层面，具体未知	正式开启线上线下商业业态的全面融合，合作方向包括用户体验、技术等多领域
2017.5	阿里	百联(联华超市)	聚焦至超市业态	入股联华超市18%股份成为第二大股东，新零售融合率先从高超市业态展开
2017.11	阿里	高鑫零售	商超、卖场	推进高鑫零售店铺数字化，提供新的零售解决方案
2017.12	腾讯	永辉超市	超市	腾讯入股永辉5%股权并增资云创，细节待定

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**线上资本为何如此青睐超市？** 从阿里与百联合作进而入股联华超市，到现金要约收购高鑫零售，再到腾讯受让永辉股份并增资云创，线上资本频频加码对超市业态的资本投入，主要原因有 3：①快消品在我国拥有逾 10 万亿规模，约占社零总额 30%。因大量快消品客单价偏低且采取小包配送，物流成本较高，尤其对于生鲜品类需要多考虑到高损耗率及冷链配送设备的投入，因此纯电商模式难以实现规模化盈利。但嫁接超市之后，依托其网点布局丰富，贴近消费者带来凸显渠道价值，通过超市渠道依托门店作为前置仓可有效控制并降低物流成本，进而实现盈利。②当前互联网、大数据和实体零售正经历深度融合，超市因具备显著的渠道和场景优势，可作为大数据与实体嫁接的良好着力点。通过数字化经营及大数据应用，分析市场和消费者偏好以把握消费趋势和特征，针对用户画像进行针对性营销推送。同时可实现精准化补货选品，利于显著提升供应链运营效率。③传统的电商已形成涉及运营、物流仓储、客户等的完整产业链，然而却面临着渠道来源不丰富、线上场景单一化等问题。超市作为巨大的线下流量入口具备较强的渠道价值，同时具备多样化场景支付手段（如传统扫码、微信支付、会员卡等），借助超市渠道+场景支付价值可有效扩大电商生态圈，通过生态圈的融入与整合，电商价值创造有望进一步被放大。此外，当前生鲜消费占比提升，因其经营涉及源头采购和冷链配送等问题，使生鲜供应链存在一定的运营壁垒。超市多具备电商所没有的独特生鲜供应链，强势供应链在保证品质满足消费者的同时，作为提质增效的关键点被电商看好。

**永辉为什么被选中？** 中后端持续强化供应链、对人才激励到位；前端展店提速、业态不断创新迭代迎合新零售，作为消费领域白马龙头，未来几年公司成长空间可观！

①当前超市行业竞争已从前端门店延伸到了后端供应链，永辉在供应链搭建上早做布局，在激烈的竞争下以强势供应链从容应对。公司成立于 1998 年，2010 年上市，积累了大量供应链管理经验和生鲜商品采用源头直采，降低物流仓储和损耗成本。随着供应链的逐步完善，公司探索 B2B 加盟新模式打造中央大厨房，彩食鲜业务全面启动。一方面利用并掌控上下游供应链强化竞争壁垒，另一方面开放供应链延伸 B 端业务，并通过彩食鲜业务实现对各类食品的标准化和品牌化处理。整体来看，公司对上游供应链条的把控度较强，对未来扩张形成有力支撑。

②公司对优秀管理人才一贯予以充分的重视，此前通过赛马机制、合伙人机制等提升内部

经营效率。10月公司4位高管离职，腾挪位置为吸引更多IT及智慧零售领域的人才腾挪空间。11月，公司推出限制性股票激励计划，建立长效激励机制，再次体现出对高级管理人才及技术人才的高度重视，助力永辉在新零售关键时期成就新辉煌。合伙人制+赛马机制+股权激励计划齐发力，激励到位后使门店运营焕然一新，利于大幅提升门店的规模效应。

③前端门店扩张已进入加速期，超市行业虽竞争激烈，但永辉凭借规模化和盈利模式创新仍实现了逆势扩张。三季度公司新开33家门店，签约48家门店，当前公司已有门店526家（不包含超级物种9家、生活店102家）。当前公司门店拓展已经实现工厂模式形成规模化，未来扩张有望提速。1) 红、绿标改进、开店稳步推进，盈利周期不断缩短；2) 生活会员店将加快推进，盈利性伴随规模的提升将不断改善；3) 新业态超级物种，坪效高、盈利快，新模式适应消费升级，并将不断迭代。

**腾讯为何增资永辉云创？**云创是永辉孵化新业态的主要平台，以超级物种为例，其作为标杆式新零售产物一直被市场关注：①超级物种主打“超市+餐饮”深度融合模式，颠覆了传统超市及菜市场的商业模式，充分迎合新一代消费人群多样化消费需求，当前超级物种的成功经营也证明已获市场认可。②因超级物种店内实现了多重餐厅的结合，且主打生鲜，聚客能力显著提升，消费者滞留时间增加+多样化消费需求的满足带动坪效提高。此外，合伙人制利于经营方面提质增效，通过优化选品铺设和革新营销手段使盈利周期大幅缩短。腾讯致力于推出“去中心化”的智慧零售解决方案。本次入股永辉，有望在永辉内部加速新零售技术的落地与推动，从技术和数据层面助力永辉更好实现智能化升级。

**维持盈利预测，维持买入评级。**当前已进入收入与盈利双上行通道，未来在外延展店与内生增长双重推动下价值将进一步提升，预计Q4将继续保持高增长，2017-19年归母净利润分别为20/28/36亿，EPS分别为0.21/0.29/0.38，当前股价对应PE分别为47/34/26倍，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,293.57	8,097.48	11,846.43	15,104.95	16,077.58
应收账款	868.90	1,707.93	1,156.96	(328.24)	(410.53)
预付账款	1,063.04	1,443.00	1,843.89	2,490.05	2,867.86
存货	4,250.06	5,378.52	5,915.58	9,415.07	9,722.18
其他	1,454.84	3,939.41	1,887.05	2,426.86	2,751.65
<b>流动资产合计</b>	<b>11,930.41</b>	<b>20,566.33</b>	<b>22,649.91</b>	<b>29,108.69</b>	<b>31,008.74</b>
长期股权投资	1,945.45	1,975.84	1,975.84	1,975.84	1,975.84
固定资产	3,008.06	3,108.69	3,104.38	3,064.35	2,989.87
在建工程	375.64	324.46	230.68	186.41	141.84
无形资产	600.03	629.01	577.21	525.41	473.61
其他	2,444.50	2,833.88	2,431.67	2,022.51	1,610.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,373.69</b>	<b>8,871.88</b>	<b>8,319.78</b>	<b>7,774.51</b>	<b>7,191.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,304.10</b>	<b>29,438.21</b>	<b>30,969.69</b>	<b>36,883.20</b>	<b>38,200.14</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	6,150.23	7,763.90	9,050.85	13,680.65	14,702.86
其他	1,779.09	2,285.60	2,264.26	3,363.41	3,323.82
<b>流动负债合计</b>	<b>7,929.32</b>	<b>10,049.49</b>	<b>11,315.11</b>	<b>17,044.06</b>	<b>18,026.68</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	93.60	147.33	109.58	116.83	124.58
<b>非流动负债合计</b>	<b>93.60</b>	<b>147.33</b>	<b>109.58</b>	<b>116.83</b>	<b>124.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,022.92</b>	<b>10,196.82</b>	<b>11,424.69</b>	<b>17,160.89</b>	<b>18,151.26</b>
少数股东权益	53.53	42.85	22.92	(15.93)	(72.56)
股本	4,067.54	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46
资本公积	5,675.39	6,511.40	6,511.40	6,511.40	6,511.40
留存收益	8,160.12	9,628.01	9,951.62	10,167.78	10,550.98
其他	(5,675.39)	(6,511.33)	(6,511.40)	(6,511.40)	(6,511.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,281.19</b>	<b>19,241.40</b>	<b>19,545.00</b>	<b>19,722.31</b>	<b>20,048.88</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>20,304.10</b>	<b>29,438.21</b>	<b>30,969.69</b>	<b>36,883.20</b>	<b>38,200.14</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	600.07	1,213.73	1,964.62	2,793.87	3,621.84
折旧摊销	811.05	940.66	209.89	216.11	220.83
财务费用	20.59	(0.37)	(245.05)	(331.15)	(383.14)
投资损失	73.36	(167.47)	(180.00)	(180.00)	(150.00)
营运资金变动	(1,270.67)	(1,010.41)	2,368.04	3,110.10	674.37
其它	1,303.96	952.05	(11.72)	(28.56)	(47.96)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,538.36</b>	<b>1,928.19</b>	<b>4,105.78</b>	<b>5,580.37</b>	<b>3,935.94</b>
资本支出	1,398.32	601.10	97.75	72.74	42.25
长期投资	708.10	30.39	0.00	0.00	0.00
其他	(5,173.77)	(4,514.34)	927.61	(139.02)	(151.46)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,067.35)</b>	<b>(3,882.86)</b>	<b>1,025.36</b>	<b>(66.27)</b>	<b>(109.20)</b>
债权融资	0.00	0.00	13.50	4.50	6.00
股权融资	5,697.96	6,413.61	245.72	331.88	383.76
其他	(1,950.36)	(667.84)	(1,641.41)	(2,591.96)	(3,243.87)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,747.60</b>	<b>5,745.77</b>	<b>(1,382.19)</b>	<b>(2,255.58)</b>	<b>(2,854.11)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,218.61</b>	<b>3,791.10</b>	<b>3,748.94</b>	<b>3,258.52</b>	<b>972.63</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>42,144.83</b>	<b>49,231.65</b>	<b>59,460.83</b>	<b>80,762.86</b>	<b>#####</b>
营业成本	33,785.44	39,291.93	47,112.21	63,872.04	79,809.56
营业税金及附加	206.54	218.99	280.09	378.49	466.16
营业费用	6,376.54	7,165.23	8,245.25	10,932.16	13,387.25
管理费用	969.91	1,288.54	1,775.70	2,531.27	3,294.94
财务费用	(24.58)	(74.20)	(245.05)	(331.15)	(383.14)
资产减值损失	12.10	18.52	14.82	15.15	16.16
公允价值变动收益	15.20	7.49	8.20	10.30	8.66
投资净收益	(73.36)	167.47	180.00	180.00	150.00
其他	116.31	(349.92)	(376.41)	(380.60)	(317.33)
<b>营业利润</b>	<b>760.74</b>	<b>1,497.60</b>	<b>2,466.01</b>	<b>3,555.21</b>	<b>4,577.91</b>
营业外收入	181.45	179.14	150.00	120.00	110.00
营业外支出	144.87	120.25	100.00	90.00	80.00
<b>利润总额</b>	<b>797.33</b>	<b>1,556.49</b>	<b>2,516.01</b>	<b>3,585.21</b>	<b>4,607.91</b>
所得税	197.26	342.76	571.31	830.20	1,042.69
<b>净利润</b>	<b>600.07</b>	<b>1,213.73</b>	<b>1,944.69</b>	<b>2,755.02</b>	<b>3,565.22</b>
少数股东损益	(5.26)	(28.28)	(19.93)	(38.86)	(56.63)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>605.33</b>	<b>1,242.01</b>	<b>1,964.62</b>	<b>2,793.87</b>	<b>3,621.84</b>
每股收益 (元)	0.06	0.13	0.21	0.29	0.38

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.75%	16.82%	20.78%	35.83%	25.07%
营业利润	-27.95%	96.86%	64.66%	44.17%	28.77%
归属于母公司净利润	-28.92%	105.18%	58.18%	42.21%	29.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.83%	20.19%	20.77%	20.91%	20.99%
净利率	1.44%	2.52%	3.30%	3.46%	3.59%
ROE	4.95%	6.47%	10.06%	14.15%	18.00%
ROIC	15.73%	20.31%	24.98%	52.08%	169.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.51%	34.64%	36.89%	46.53%	47.52%
净负债率	44.61%	19.38%	10.74%	-2.21%	10.23%
流动比率	1.50	2.05	2.00	1.71	1.72
速动比率	0.97	1.51	1.48	1.16	1.18
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	47.89	38.21	41.51	194.91	-273.46
存货周转率	10.60	10.23	10.53	10.54	10.56
总资产周转率	2.36	1.98	1.97	2.38	2.69
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.06	0.13	0.21	0.29	0.38
每股经营现金流	0.16	0.20	0.43	0.58	0.41
每股净资产	1.28	2.01	2.04	2.06	2.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	154.63	75.36	47.64	33.50	25.84
市净率	7.65	4.88	4.79	4.74	4.65
EV/EBITDA	28.54	17.60	32.43	22.03	16.98
EV/EBIT	46.62	24.35	35.50	23.50	17.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com