

零售业

报告原因：事件点评

2018年1月3日

永辉超市 (601933.SH)

首次

同红旗连锁战略合作，推广社区新零售模式

增持

公司研究/点评报告

近期市场表现



市场数据：2018年1月3日

收盘价(元):	10.22
年内最高/最低(元):	11.18/4.77
流通A股/总股本(亿):	65.1/95.7
流通A股市值(亿元):	665
总市值(亿元):	978

基础数据：2017年9月30日

每股净资产(元):	2.03
每股资本公积(元):	0.68
每股未分配利润(元):	0.31

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

E-mail: zhangxu@sxzq.com

研究助理：谷茜

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

事件追踪：

➢ 2018年1月2日，公司以5.80元每股作价受让红旗连锁实际控制人曹世如女士、股东曹曾俊先生所持有的红旗连锁股份共1.22亿股，交易总价为7.10亿元。本次转让完成后，公司将持有红旗连锁2.86亿股股份，占红旗连锁股份总数的21.00%。

投资要点：

➢ 顺应消费升级趋势，构建全球供应链平台。2017年，公司进一步明确发展自有品牌，优化品质定制商品的开发流程，拓展营销思路和渠道，销售同比增长较快。公司持续关注运营创新，生鲜品类顺应消费升级趋势，设立主打单品专柜，同时实行分级销售，优化买手团队，寻找源头优质产品，推动选品专业化及精细化。公司持有美国达曼公司（全球最大的零售商服务企业）40%的股权，而 Advantage（全球顶尖零售供应商服务公司）拟吸收合并达曼国际并计划 IPO，这一战略合作即将产生全球最大的零售服务公司。公司同时与 Advantage 签署战略框架协议，言明在所有相关方面进行具体商业合作，包括关于大供应商直供模式、营销服务、内容开发、数据分析服务等，这有利于公司拓展国际市场，构建全球供应链平台，提高自有品牌占比，结构性提升公司零售技术和服务能力。

➢ 构建新型管理形态，降低生鲜损耗率。公司打破传统垂直型组织架构，去职能化、去管理层，以“大平台+小前端+富生态+共治理”为原型建立的新型组织形态。深入实行合伙人机制与赛马机制，员工报酬采取基本工资+业绩分成的方式，同一门店和同一大区实行赛马机制，实现货品管理的垂直化与人员组织管理的扁平化。一方面通过员工激励机制提升了员工的人效，另一方面通过引进德国折叠框，从田间到物流到销售门店利用折叠框配送工具实现标准件配送，提高商品鲜度，降低损耗，加快门店上架速度。公司生鲜损耗率约4%，远低于行业8%及生鲜电商10%左右的损耗水平。

➢ 探索推广社区新零售模式，打造社区冷链物流配送体系。公司与红旗连锁、中民未来签订战略合作框架协议，在零售网点增值、零售模式创新、普惠金融和居家养老方面及社区物流方面协同合作。依托中民未来拥有的物业管理优势地位，三方共同探索推广社区新零售模式，包括无人便利店、无人售货柜、场景化社区消费模式等。在多个城市合作建立以公司及红旗连锁的零售门店作为中心仓、中民未来物业入口和智能柜作为分发点的多级生鲜冷链物流体系。为公司和红旗连锁的生鲜类食品销售提供快速安全的端到端冷链物流服务，创造极致的用户体验，打造中国领先的社区冷链物流配送体系。

投资建议：

- 公司拥有专业的采购团队、以深度直采为主的采购体系以及完善的物流配送体系，还有垂直化的货品管理和扁平化的人员组织管理，加上业界领先的合伙人机制和赛马机制的新型管理体系。我们看好公司在生鲜超市行业的龙头地位及持续创造新概念、新业态的创新运营能力，我们认为公司仍然存在一定的安全边际。根据我们的假设测算，预计 2017-19 年公司的 EPS 分别为 0.18、0.22 和 0.26 元，以 1 月 3 日收盘价计算，对应 PE 分别是 56.07X、46.00X、39.84X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：市场竞争加剧，线上冲击线下的风险；消费升级不达预期的风险；门店快速扩张成效不达预期的风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	20,566	26,325	32,768	39,890	营业收入	49,232	58,999	71,419	84,731
现金	8,097	11,800	14,284	16,946	营业成本	39,292	46,910	56,699	67,276
应收账款	1,708	1,565	1,948	2,499	营业税金及附加	219	265	314	381
其他应收款	1,221	1,263	1,534	1,912	销售费用	7,165	8,561	10,320	12,201
预付账款	1,443	1,683	1,829	2,218	管理费用	1,289	1,445	1,700	2,034
存货	5,384	6,085	7,427	8,919	财务费用	(74)	(80)	30	155
其他流动资产	2,713	3,929	5,747	7,396	资产减值损失	19	12	0	1
非流动资产	8,872	8,107	8,118	7,914	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	1,976	1,720	1,880	1,859	投资净收益	167	105	66	113
固定资产	3,109	2,912	2,715	2,518	营业利润	1,498	1,990	2,421	2,795
无形资产	629	587	548	511	营业外收入	179	161	174	171
其他非流动资产	3,158	2,888	2,975	3,026	营业外支出	120	120	128	123
资产总计	29,438	34,432	40,886	47,804	利润总额	1,556	2,031	2,467	2,843
流动负债	10,049	14,300	19,939	25,759	所得税	343	305	370	427
短期借款	0	2,775	6,245	9,342	净利润	1,214	1,727	2,097	2,417
应付账款	6,495	7,676	9,126	10,986	少数股东损益	(28)	(18)	(30)	(38)
其他流动负债	3,554	3,849	4,568	5,431	归属母公司净利润	1,242	1,744	2,126	2,455
非流动负债	147	151	186	234	EBITDA	1,969	2,149	2,687	3,184
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.13	0.18	0.22	0.26
其他非流动负债	147	151	186	234					
负债合计	10,197	14,451	20,125	25,993	主要财务比率				
少数股东权益	43	25	(4)	(43)	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	9,570	9,570	9,570	9,570	成长能力				
资本公积	6,511	6,501	6,501	6,501	营业收入	16.82%	19.84%	21.05%	18.64%
留存收益	3,117	3,884	4,694	5,782	营业利润	96.86%	32.88%	21.67%	15.42%
归属母公司股东权益	19,199	19,956	20,766	21,854	归属于母公司净利润	105.18%	40.45%	21.91%	15.46%
负债和股东权益	29,438	34,432	40,886	47,804	获利能力				
					毛利率(%)	20.19%	20.49%	20.61%	20.60%
					净利率(%)	2.52%	2.96%	2.98%	2.90%
					ROE(%)	6.31%	8.64%	10.10%	11.08%
					ROIC(%)	20.57%	23.93%	11.23%	11.06%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.64%	41.97%	49.22%	54.37%
					净负债比率(%)	-0.39%	-8.02%	-12.63%	-14.08%
					流动比率	2.05	1.84	1.64	1.55
					速动比率	1.51	1.42	1.27	1.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.98	1.85	1.90	1.91
					应收账款周转率	167.33	149.68	199.52	169.13
					应付账款周转率	8.42	8.33	8.50	8.43
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.22	0.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.14	0.05	0.10
					每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.09	2.17	2.28
					估值比率				
					P/E	78.8	56.1	46.0	39.8
					P/B	5.1	4.9	4.7	4.5
					EV/EBITDA	17.63	45.02	37.25	32.39

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,928	1,363	488	986
净利润	1,214	1,744	2,126	2,455
折旧摊销	941	239	236	233
财务费用	(0)	(80)	30	155
投资损失	(167)	(105)	(66)	(113)
营运资金变动	(1,199)	(429)	(1,809)	(1,708)
其他经营现金流	1,140	(6)	(29)	(37)
投资活动现金流	(3,883)	371	(95)	134
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(30)	256	(161)	22
其他投资现金流	(3,852)	115	66	113
筹资活动现金流	5,746	1,881	2,114	1,576
短期借款	0	2,775	3,470	3,097
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	5,503	0	0	0
资本公积增加	836	(10)	0	0
其他筹资现金流	(593)	(883)	(1,356)	(1,521)
现金净增加额	3,791	3,615	2,508	2,697

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。