



2018-04-02

公司点评报告

买入/维持

永辉超市(601933)

目标价: 13.20

昨收盘: 9.84

日常消费 食品与主要用品零售 II

业绩符合预期，科技赋能再启航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	9,570/8,135
总市值/流通(百万元)	94,173/80,049
12个月最高/最低(元)	11.57/5.72

相关研究报告:

永辉超市(601933)《战略入股红旗,巩固华西发展进程》--2017/12/28
 永辉超市(601933)《激励计划草案出台,业绩有望继续高增长》--2017/12/01
 永辉超市(601933)《净利高增长,加速布局新业态》--2017/11/06

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

联系人: 蔡小为

电话: 0755-33329948

E-MAIL: caixw@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117070013

事件: 公司近日发布 2017 年年报, 实现营业收入 585.9 亿元, 同比增 19.0%, 归母净利润 18.2 亿元, 同比增 46.3%, 扣非归母净利润 17.8 亿元, 同比增 63.6%。每股收益为 0.19 元。业绩符合 2 月份的业绩预告。

新业态加速布局增收, 线上线下齐发力。 单季度经营状况来看, 2017Q1/Q2/Q3/Q4 实现营业收入分别为 152.6 亿元/130.6 亿元/149.9 亿元/152.8 亿元, 同比分别增长 14%/18%/20%/25%, 与 2016 年同期涨幅相比 (Q1-Q4: 20%/15%/18%/14%), 17 年二季度到四季度增幅显著提升。收入端的提速得益于公司主力区域 (华西 yoy+15.5%、福建 yoy+9.6%、北京 yoy+13.8%) 稳定增长的基础上, 安徽、华东、河南三大区域维持高增长, 同比分别 yoy+23.4%/50.4%/19.9%; 17Q3 和 Q4 两个季度公司展店提速, 具体表现为: Bravo 门店, Q3 增 33 家, 增量持平于上半年, 同时 Q4 翻倍增 64 家; 超级物种店 Q3/Q4 分别增 4 家/16 家, 全年新增 27 家; 永辉生活店全年新增 173 家, 其中下半年展店提速, Q3/Q4 分别新增 51 家/96 家。同时, 公司未停止新签约门店的步伐, Q3/Q4 分别新签约超级物种店 3 家/26 家, 生活店 82 家/100 家。

线上业务方面, 公司自主研发的永辉生活 APP 已覆盖全业态, 42 个城市的 559 家门店, 累计注册用户 289 万。以“操作方便”、“活动优惠”、“自助买单”等特色功能吸引着消费者。9 月推出永辉生活小程序, 半年内获新客 73 万。全年线上的交易额达到 7.3 亿元, 是 2016 年的三倍。报告期内, 京东到家业务覆盖 401 家门店 (云超 235 家, 云创 166 家), 其中新增部分有 290 家, (云超 150 家, 云创 140 家), 增幅达 161.3%。

综合毛利率稳步提升, 坪效改善, 供应链整合初见成效。 公司综合毛利率逐年稳步小幅提升, 2015-17 年分别为 19.83%、20.19%、20.84%, 受益于业务规模化优势叠加品牌优势, 反映在收入端即收入增速高于成本增速。公司不断巩固生鲜经营特色, 报告期内生鲜产品的毛利率同比上升 19bps, 且近三年来生鲜占主营业务收入比重逐年提升 (46.04%、47.10%、47.56%)。生鲜自带聚客效应。2017 年, 公司门店升级 (红标转绿标)、业态升级 (超市+餐饮, 永辉生活店)、门店品类孵化 (打造出“餐厨生活馆”、“智慧顽童”、“梦享 E 家”) 不断推进, 加上公司内部赛马制度、合伙人制度等对员工的充分激励, 显著降低生鲜损耗率, 增强消费者购买体验及增强消费者粘

性。同时，公司积极整合供应链，通过与生鲜源头生产商、制造商合作，引入并推广差异化、地标性、定量包装商品等，根据季节和营销节点主推单品营销。从坪效上看，总坪效为 1074 元/平米，与 2016 年统一口径后的同比提升了 23 元/平米。

报告期内，销售费用率同比下降 13bps，主要系薪酬总额（yoy+15.4%）和房租（yoy+13.3%）两大项目的增长率低于营业收入（yoy+19.0%）的增长。管理费用率同比上升 42bps 至 3.04%，主要系职能部门搬迁上海、吸引高端人才等费用增加所致。当期财务费用 -8276.8 万元，同比下降 11.55%，且近三年来财务费用持续为负，得益于利息收入部分的抵消拉低财务费用。综合费用率同比小幅上升 0.3 个百分点至 17.3%。

2018 年人、财、技术支撑公司加速扩张。公司 2018 年计划新增 Bravo 店 135 家、超级物种 100 家、永辉生活店 1000 家，其各业态新增门店数量分别为 2017 年全年新增数量的约 1 倍、3.7 倍、5.8 倍，打通线上线下，永辉生活 APP 覆盖全业态所有门店，永辉云创整体线上销售占比有望突破 50%；彩食鲜 2018 年计划新增拓展工厂 4-6 家。与腾讯和做方面，推进辉腾 2.0 全流程拉通所包含的供应链、人资、财务、主数据等子项目的流程梳理、拉通及系统落地等工作，同步配套建立 IT 治理体系、流程治理体系，培养永辉流程人才梯队以实现自身持续改进流程，经营效率有望进一步提升。近三年来看，经营活动产生的现金流量净额分别为 15 亿元、19 亿元、26 亿元，2018 年公司预备在利用自有资金解决资本开支以外，发行约 81 亿元短期融资券满足资金需求。同时，为确保公司需要时有良好的融资能力及渠道，公司拟向 11 家银行申请约 256 亿元综合授信额度。

盈利预测与评级。公司生鲜及供应链壁垒高，激励制度见成效，云超、云创、云商、云金四大业务板块协同发展。2018 年门店加速扩张，引入腾讯后更有望增强线上线下融合发展。我们预计 2018-20 年 EPS 0.24/0.32/0.45 元，维持“买入”评级。

风险提示：新零售推进不及预期，新店培育期延长。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	58591.3	71135.8	85092.6	100077.4
(+/-%)	19.0%	21.4%	19.6%	17.6%
净利润(百万元)	1816.	2253.08	3108.7	4271.7
(+/-%)	46.3%	24.0%	37.9%	37.4%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.24	0.32	0.45
市盈率(PE)	53	43	31	23

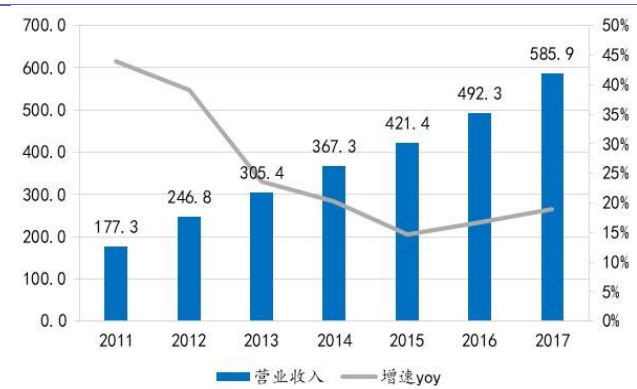
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 2017 年单季度收入利润及增速

	Q1	Q2	Q3	Q4
营业收入	152.6	130.6	149.9	152.8
yoy 增速	13.8%	17.6%	20.0%	25.1%
归母净利润	7.4	3.1	3.4	4.2
yoy 增速	57.5%	57.6%	131.2%	-0.5%
2017 毛利率 (%)	20.9%	19.9%	20.1%	22.3%
2016 毛利率 (%)	20.5%	19.9%	19.7%	20.7%
2017 归母净利率 (%)	4.9%	2.4%	2.2%	2.8%
2016 归母净利率 (%)	3.5%	1.8%	1.2%	3.5%

资料来源: 公司年报, WIND, 太平洋证券整理

图表 2: 营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, WIND, 太平洋证券整理

图表 3: 门店扩张情况

	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017全年	2018E
截止期末已开业门店 (红标、绿标)	522	555	579	579	
截止期末已开业超级物种	5	9	25	27	
截止期末已开业生活 (会员)	51	102	198	200	
当期新开门店 (除超级物种、生活店)	35	33	64	133	135
当期新开业超级物种	5	4	16	27	100
当期新开业生活店	25	51	96	172	1000

资料来源: 公司年报, WIND, 太平洋证券整理

图表 4: 期间费用率



资料来源: 公司年报, WIND, 太平洋证券整理

图表 5: 分业态坪效

2017年					
业态	门店数量	2017年收入 (万元)	同比增减	坪效 (元/平米)	平均租金水平 (元/平米)
红标	245	3,041,694.15	1.5%	1,038	33
绿标	121	1,488,878.06	3.5%	1,157	40
合计	366	4,530,572.22	2.2%	1,074	35

2016年					
业态	门店数量	2016年收入 (万元)	同比增减	坪效 (元/平米)	平均租金水平 (元/平米)
大卖场	95	1,443,530	2.5%	1,643	39
卖场	155	1,756,370	0%	1,858	30
社区店	43	221,568	1.2%	2,243	29
BRAVO精致超市	26	308,448	11.3%	1,810	50
合计	319	3,729,915	1.9%	1,782	36

资料来源: 公司年报, WIND, 太平洋证券整理

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	58591.34	71135.75	85092.58	100077.39	净利润	1684.67	2145.79	2989.13	4147.26
营业成本	46382.80	55543.15	65513.86	75907.99	折旧与摊销	1075.56	661.65	661.65	661.65
营业税金及附加	209.42	290.70	338.34	394.90	财务费用	-82.77	0.50	-2.00	-5.00
销售费用	8451.61	10385.82	12508.61	14761.41	资产减值损失	22.66	20.00	19.00	18.00
管理费用	1781.08	2489.75	3301.59	4153.21	经营营运资本变动	-1083.96	28.21	-287.86	-390.08
财务费用	-82.77	0.50	-2.00	-5.00	其他	1024.86	-173.48	-179.42	-174.56
资产减值损失	22.66	20.00	19.00	18.00	经营活动现金流净额	2641.03	2682.66	3200.49	4257.26
投资收益	145.09	150.00	150.00	150.00	资本支出	-745.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-80.55	10.00	8.00	6.00	其他	-5036.55	160.00	158.00	156.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5782.07	160.00	158.00	156.00
营业利润	1940.64	2565.83	3571.19	5002.87	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	92.51	75.70	84.11	79.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2033.16	2641.53	3655.30	5082.77	股权融资	127.59	0.00	0.00	0.00
所得税	348.48	495.74	666.17	935.51	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1684.67	2145.79	2989.13	4147.26	其他	-758.87	-0.87	2.00	5.00
少数股东损益	-132.12	-107.29	-119.57	-124.42	筹资活动现金流净额	-631.28	-0.87	2.00	5.00
归属母公司股东净利润	1816.79	2253.08	3108.69	4271.68	现金流量净额	-3775.65	2841.79	3360.49	4418.26
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4607.79	7449.58	10810.07	15228.33	成长能力				
应收和预付款项	3696.32	4317.66	4796.69	5591.43	销售收入增长率	19.01%	21.41%	19.62%	17.61%
存货	5582.12	7141.38	8153.68	9606.83	营业利润增长率	29.58%	32.22%	39.18%	40.09%
其他流动资产	6450.30	6455.81	7938.63	8664.30	净利润增长率	38.80%	27.37%	39.30%	38.74%
长期股权投资	3659.06	3659.06	3659.06	3659.06	EBITDA 增长率	24.08%	10.04%	31.07%	33.77%
投资性房地产	356.67	356.67	356.67	356.67	获利能力				
固定资产和在建工程	4099.09	3792.74	3486.39	3180.04	毛利率	20.84%	21.92%	23.01%	24.15%
无形资产和开发支出	641.77	577.96	514.15	450.34	三费率	17.32%	18.10%	18.58%	18.90%
其他非流动资产	3777.34	3485.85	3194.37	2902.88	净利率	2.88%	3.02%	3.51%	4.14%
资产总计	32870.47	37236.71	42909.72	49639.89	ROE	8.25%	9.51%	11.70%	13.97%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.13%	5.76%	6.97%	8.35%
应付和预收款项	10267.13	12411.29	14521.61	16788.79	ROIC	11.35%	13.59%	17.78%	22.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.01%	4.54%	4.97%	5.66%
其他负债	2195.28	2271.96	2845.52	3161.25	营运能力				
负债合计	12462.42	14683.25	17367.13	19950.04	总资产周转率	1.88	2.03	2.12	2.16
股本	9570.46	9573.28	9573.28	9573.28	固定资产周转率	17.27	20.19	26.45	34.39
资本公积	6638.99	6636.17	6636.17	6636.17	应收账款周转率	79.88	80.72	109.92	127.78
留存收益	3784.95	6038.03	9146.72	13418.40	存货周转率	8.46	8.73	8.56	8.54
归属母公司股东权益	19994.77	22247.48	25356.17	29627.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.40%	—	—	—
少数股东权益	413.27	305.98	186.42	62.00	资本结构				
股东权益合计	20408.05	22553.47	25542.59	29689.85	资产负债率	37.91%	39.43%	40.47%	40.19%
负债和股东权益合计	32870.47	37236.71	42909.72	49639.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.65	1.75	1.84	1.97
EBITDA	2933.44	3227.97	4230.84	5659.51	速动比率	1.20	1.25	1.37	1.49
PE	53.27	42.96	31.13	22.66	每股指标				
PB	4.74	4.29	3.79	3.26	每股收益	0.19	0.24	0.32	0.45
PS	1.65	1.36	1.14	0.97	每股净资产	2.13	2.36	2.67	3.10
EV/EBITDA	30.12	26.50	19.42	13.74	每股经营现金	0.28	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。