

# 永辉超市 (601933.SH)

上蔬永辉、BRAVO 朝阳业态继续拓展，关注牛奶国际协同效应

## ● Q4 门店开业集中在 12 月导致 Q4 收入增速略低于预期

永辉超市 14 年实现收入 367.69 亿，同比增长 22.38%，Q4 实现收入 98.24 亿，同比增长 15.18%，低于全年平均增速；14 年归属母公司净利 8.51 亿，同比增长 18.05%，其中 Q4 实现归母净利 2.02 亿，同比增长 18.22%，增速低于 Q2、Q3，去年高基数和费用刚性上涨压低净利增速。

## ● 关注上蔬永辉、绿标店推进进度、牛奶国际供应链协同、全渠道转型

1) 公司 Q1-3 开店 22 家，Q4 开店 32 家(去年同期新开 23 家)，全年完成 50 家以上展店目标。其中 Q4 开设 BRAVO YH 9 家、上蔬永辉 2 家、永辉大卖场 12 家、永辉卖场 6 家、永辉社区店 2 家。2) 公司 Q3 首次开出两家 3000 平左右的上蔬永辉超市，反响热烈，生鲜/整体毛利率、平效高于公司整体水平，盈利能力较强，但预计由于所有权问题展店将较为缓慢；公司亦在 14H1 第一次明确加速绿标 BRAVO 展店。朝阳业态上蔬永辉、绿标 BRAVO 展店速度将决定公司估值切换拐点。3) 牛奶国际在中国有成熟的便利店、餐饮、美妆业态，预计将在供应链、鲜食熟食、自有品牌与公司产生较强协同效应，有利于毛利率长期提升。

## ● 盈利预测与投资建议

公司以生鲜为特色，在激烈市场竞争中充分体现出自身的竞争定位和差异化，生鲜聚客效应也将成为抵御新兴渠道的重要壁垒，有望成为未来中国超市业态龙头之一，牛奶国际入股有望加速公司竞争力提升步伐。但公司主打的大卖场业态聚客能力与转租能力处于下行通道，公司在一、二线城市向标准超市、中高端生鲜超市等朝阳业态转型进度仍有待确认。公司 14-16 年 EPS 预测为 0.26、0.27、0.35 元，剔除牛奶国际定增 14-16 净利 CAGR 25%，8.69 元收盘价对应 14-16 年 31X、30X、23XPE，维持“谨慎增持”评级。

## ● 风险提示：牛奶国际整合、上蔬展店、O2O 进度不达预期。

## 盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	24,684.32	30,542.82	36,768.78	44,606.87	54,317.73
增长率(%)	39.21%	23.73%	20.38%	21.32%	21.77%
EBITDA(百万元)	1,205.06	1,477.35	1,919.78	2,432.32	3,074.81
净利润(百万元)	502.12	720.58	850.67	1,099.76	1,412.77
增长率(%)	7.54%	43.51%	18.05%	29.28%	28.46%
EPS(元/股)	0.654	0.443	0.261	0.270	0.347
市盈率(P/E)	38.55	30.01	30.99	29.96	23.32
市净率(P/B)	4.38	3.66	3.14	2.20	2.01
EV/EBITDA	15.56	13.97	13.40	11.22	9.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

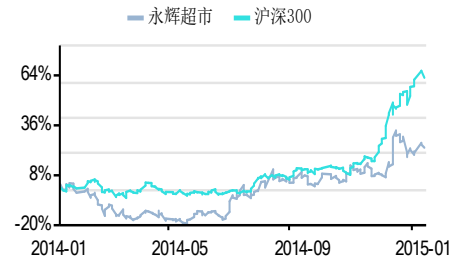
## 公司评级 谨慎增持

当前价格 8.69 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2015-01-12

## 相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

分析师：欧亚菲 S0260511020002

020-87555888-8641

oyf@gf.com.cn

## 相关研究：

【广发零售-永辉超市】14Q3 2014-10-31

点评：投资收益拉升净利，关注生鲜超市、牛奶国际协同效应

【广发零售-永辉超市】14H1 2014-08-21

点评：投资收益推动净利增长，关注高端超市、移动互联、牛奶国际合作进展

【广发零售-永辉超市】牛奶 2014-08-12

国际入股加速效率提升、推动并购扩张

联系人：倪华 020-87555888-8423

nihua@gf.com.cn

图 1: 永辉超市年度营业收入情况

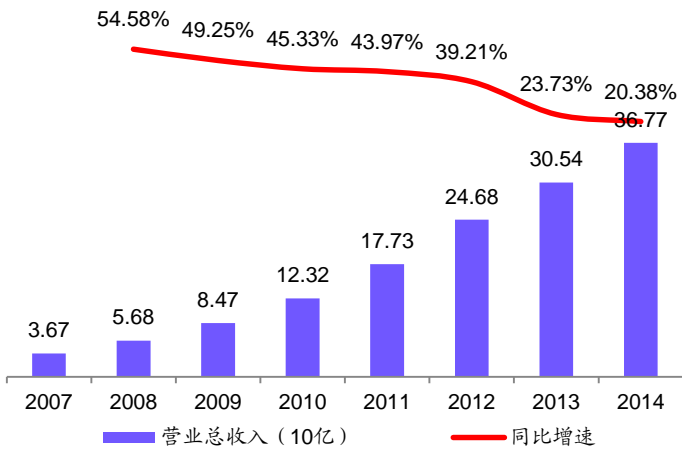
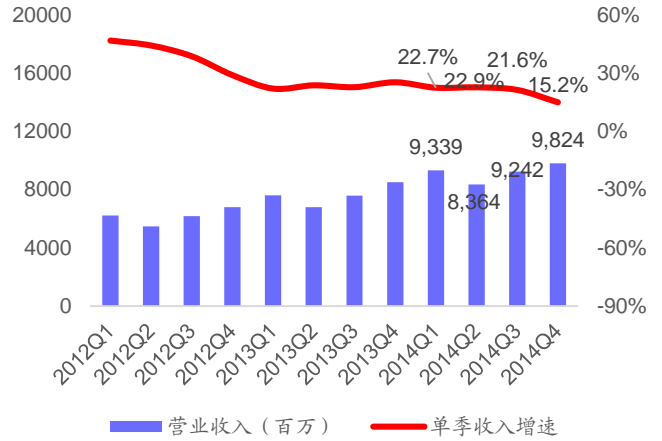


图 2: 永辉超市单季收入情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 永辉超市年度归母净利情况

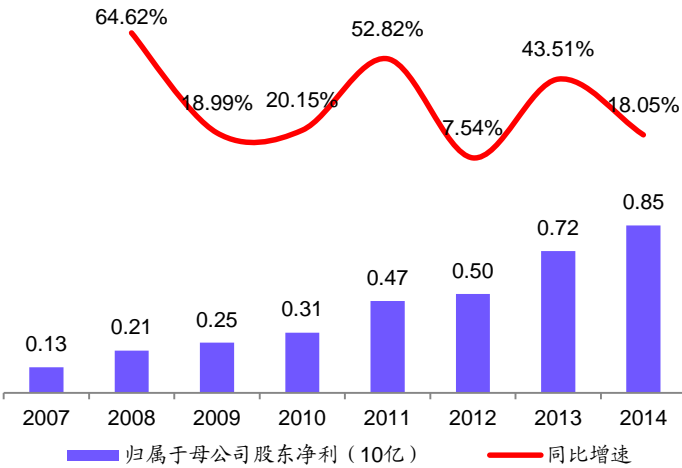
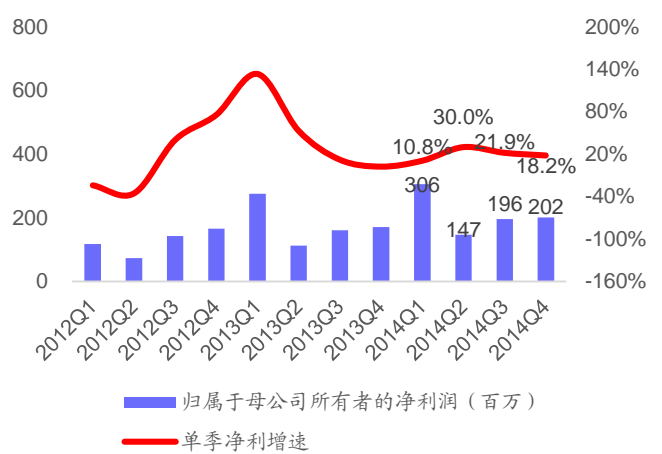


图 4: 永辉超市单季归母净利情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 永辉超市门店、营业面积增长情况

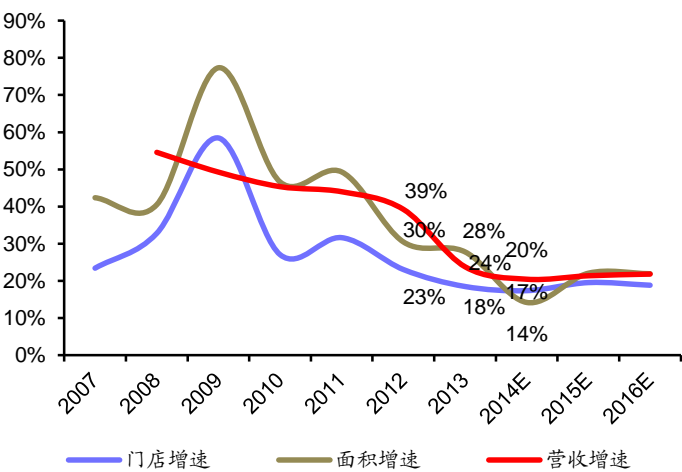
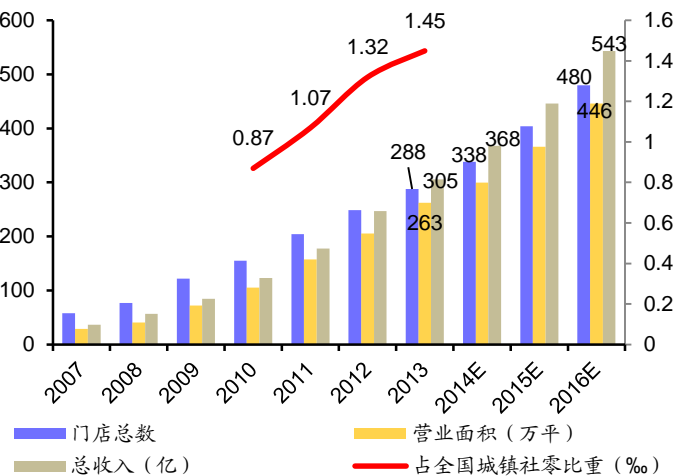


图 6: 永辉超市门店总数、营业面积情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**表 1: 永辉超市 2014Q4 新增门店情况**

开业门店	所在地	门店类型	开业时间	经营面积 (万平)
上蔬永辉虹口株洲路店	上海	上蔬永辉	2014 年 10 月 14 日	0.2
四川南充嘉南路店	四川	永辉卖场	2014 年 10 月 28 日	0.8
福建邵武恒华店	福建	永辉卖场	2014 年 10 月 28 日	1.0
河北遵化店	河北	永辉大卖场	2014 年 10 月 30 日	1.2
江苏盐城中南城店	江苏	永辉大卖场	2014 年 10 月 31 日	1.8
河北石家庄怀特店	河北	永辉卖场	2014 年 11 月 1 日	0.9
福州红星苑店	福建	BRAVO YH	2014 年 11 月 6 日	1.0
福建龙岩万达店	福建	永辉卖场	2014 年 11 月 7 日	1.1
上蔬永辉云山店	上海	上蔬永辉	2014 年 11 月 20 日	0.3
吉林长春临河街店	吉林	永辉卖场	2014 年 11 月 26 日	0.9
重庆国奥村店	重庆	永辉社区店	2014 年 11 月 27 日	0.3
北京通州万达店	北京	BRAVO YH	2014 年 11 月 29 日	1.2
安徽淮南朝阳中路店	安徽	永辉卖场	2014 年 12 月 3 日	0.9
浙江绍兴金帝银泰城店	浙江	BRAVO YH	2014 年 12 月 5 日	0.7
福建福清万达店	福建	BRAVO YH	2014 年 12 月 5 日	1.0
浙江温州平阳万达店	浙江	永辉大卖场	2014 年 12 月 6 日	1.0
四川成都凯德天府店	四川	BRAVO YH	2014 年 12 月 12 日	0.7
陕西西安曲江池东路店	陕西	BRAVO YH	2014 年 12 月 20 日	0.9
重庆龙湖仟百汇店	重庆	永辉社区店	2014 年 12 月 20 日	0.15
河北石家庄平山店	河北	永辉大卖场	2014 年 12 月 20 日	1.3
北京鸿坤理想城店	北京	永辉大卖场	2014 年 12 月 20 日	1.1
北京龙湖长楹天街店	北京	BRAVO YH	2014 年 12 月 20 日	1.1
河南郑州北环路店	河南	永辉大卖场	2014 年 12 月 24 日	1.0
重庆合川宝龙店	重庆	永辉大卖场	2014 年 12 月 27 日	1.5
福建漳州翠峰广场店	福建	永辉大卖场	2014 年 12 月 27 日	1.0
辽宁沈阳汪河路店	辽宁	永辉大卖场	2014 年 12 月 27 日	1.3
河北省衡水市安平店	河北	永辉大卖场	2014 年 12 月 27 日	1.3
重庆南川渝南大道店	重庆	永辉大卖场	2014 年 12 月 27 日	
西安南关正街店	西安	BRAVO YH	2014 年 12 月 27 日	1.0
贵州贵阳新世界花园店	贵州	永辉大卖场	2014 年 12 月 30 日	1.6
北京喜隆多店	北京	BRAVO YH	2014 年 12 月 30 日	0.6

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

## 风险提示

牛奶国际整合、上蔬展店、O2O进度不达预期

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6277	7499	7393	13060	13829
货币资金	1399	1896	1133	5748	5326
应收及预付	1938	1887	2285	2656	3040
存货	2872	3349	3616	4297	5104
其他流动资产	68	367	359	359	359
<b>非流动资产</b>	4630	3657	5158	7384	9978
长期股权投资	0	23	23	23	23
固定资产	2068	2357	3441	5167	7177
在建工程	482	670	970	1320	1720
无形资产	2045	581	690	840	1024
其他长期资产	35	28	35	35	35
<b>资产总计</b>	10907	11157	12551	20444	23807
<b>流动负债</b>	6408	6934	7477	8772	10720
短期借款	700	833	414	0	0
应付及预收	4878	6065	7023	8732	10680
其他流动负债	830	37	40	40	40
<b>非流动负债</b>	77	124	123	123	123
长期借款	0	43	43	43	43
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	81	80	80	80
<b>负债合计</b>	6484	7058	7600	8894	10843
股本	768	1627	3254	4068	4068
资本公积	2298	2441	2441	7125	7125
留存收益	1351	1841	2692	3792	5205
归属母公司股东权	4417	5910	8388	14984	16397
少数股东权益	5	5	7	8	10
<b>负债和股东权益</b>	10907	12973	15994	23887	27250

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	24684	30543	36769	44607	54318
营业成本	19859	24682	29890	36435	44354
营业税金及附加	115	139	585	709	864
销售费用	3329	4148	4387	5091	6055
管理费用	644	705	743	862	1026
财务费用	148	82	124	133	245
资产减值损失	24	3	-2	7	8
公允价值变动收益	-11	18	0	0	0
投资净收益	13	-1	10	15	20
<b>营业利润</b>	568	801	1051	1384	1785
营业外收入	127	180	93	112	134
营业外支出	31	36	43	54	67
<b>利润总额</b>	664	945	1101	1442	1852
所得税	161	224	249	340	437
<b>净利润</b>	503	722	852	1101	1415
少数股东损益	1	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	502	721	851	1100	1413
EBITDA	1205	1477	1920	2432	3075
EPS (元)	0.65	0.44	0.26	0.27	0.35

**现金流量表**

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1832	1769	1870	2620	3141
净利润	503	722	852	1101	1415
折旧摊销	468	609	757	924	1056
营运资金变动	713	398	302	650	749
其它	148	41	-41	-56	-79
<b>投资活动现金流</b>	-1144	-1333	-2190	-3077	-3563
资本支出	-1781	-1319	-2200	-3092	-3583
投资变动	252	-244	10	15	20
其他	385	230	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-886	88	-443	5072	0
银行借款	2730	2887	-418	-414	0
债券融资	-3383	-3466	5	0	0
股权融资	0	1003	0	5497	0
其他	-233	-336	-30	-10	0
<b>现金净增加额</b>	-198	524	-763	4614	-422
<b>期初现金余额</b>	2019	1399	1896	1133	5748
<b>期末现金余额</b>	1821	1923	1133	5748	5326

**主要财务比率**

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	39.2	23.7	20.4	21.3	21.8
营业利润增长	-3.5	41.1	31.2	31.7	29.0
归属母公司净利润增长	7.5	43.5	18.1	29.3	28.5
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	19.5	19.2	18.7	18.3	18.3
净利率	2.0	2.4	2.3	2.5	2.6
ROE	11.4	12.2	10.1	7.3	8.6
ROIC	14.7	14.3	12.0	12.7	14.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.5	54.4	47.5	37.2	39.8
净负债比率	-0.1	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3
流动比率	0.98	1.08	0.99	1.49	1.29
速动比率	0.41	0.47	0.36	0.85	0.66
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.42	2.77	3.10	2.70	2.46
应收账款周转率	161.80	197.75	214.71	214.71	214.71
存货周转率	7.53	7.91	8.30	8.49	8.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.65	0.44	0.26	0.27	0.35
每股经营现金流	2.39	1.09	0.57	0.64	0.77
每股净资产	5.75	3.63	2.58	3.68	4.03
<b>估值比率</b>					
P/E	38.6	30.0	31.0	30.0	23.3
P/B	4.4	3.7	3.1	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.6	14.0	13.4	11.2	9.0

## 广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年度新财富批零行业第三名，2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心。2014年度新财富批零行业第三名，2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。