

买入 维持

永辉超市 (601933)

2015 年 1 月 13 日

14 年收入增 20% 净利增 18%，其中 4Q14 收入和净利各增 15% 和 18%，成长性优

2015 年 1 月 12 日收盘于：8.57 元
12 个月目标价：11 元

批发和零售贸易行业首席分析师：汪立亭
SAC 执业证书编号：S0850511040005
wanglt@htsec.com
021-23219399
批发和零售贸易行业高级分析师：李宏科
SAC 执业证书编号：S0850513060001
lhk6064@htsec.com
021-23219671

公司 1 月 10 日发布 2014 年度业绩预告：全年实现收入 368 亿元，同比增长 20.38%，营业利润 10.51 亿元，同比增长 31.19%，利润总额 11.01 亿元，同比增长 16.46%，归属净利润 8.51 亿元，同比增长 18.05%，EPS 0.26 元。

简评及投资建议。

公司 2014 年实现收入 368 亿元，同比增长 20.38%，归属净利润 8.51 亿元，同比增长 18.05%，且各季度均保持 15% 以上收入和 10% 以上利润增速，均远优于行业平均，主要来自：

(A) 估计全年同店增长 4-5%，与 2013 年 (4.6%) 基本持平，仍优于同业。

(B) 保持较快开店速度：公司 2014 年 1-4 季度各开店 1、10、11 和 31 家 (2013 年各季度开店 4、9、10 和 23 家)，关闭门店约 3 家，净增 50 家 (2013 年净增 43 家)，完成年初 40-60 家的开店计划；截至 2014 年底，公司门店总数 338 家，总面积约 315 万平米，平均店龄约 5 年，签约未开业门店 159 家。另外，公司 2015 年 1 月 8 日新开四川南充英伦城邦大卖场，我们预计 2015 年开店速度有望加快。

(C) 得益于持续加强的供应链管理 (来自向上游延伸、联合采购等) 和租赁收入 (来自增加餐饮等体验业态出租面积)，公司 2014 年毛利率有所提升，且预计未来仍有提升空间。

(D) 投资收益和公允价值变动损益 (截至 12 月 18 日持有中百集团 20% 股权) 有良好正贡献驱动营业利润实现 31% 的较高增长；但估计营业外收入 (主要是补贴) 减少和营业外支出增加，致利润总额仅增 16%。

从季度拆分看，公司四季度实现收入 98.24 亿元，同比增长 15.18%，虽开店数最多但收入增速低于 1-3 季度，体现同店增长放缓 (估计主要与 4Q13 高基数有关)；营业利润仅增长 5.36%，可能主要与新店较多拉低毛利率而增加费用率有关；但利润总额和归属净利润各增长 10.78% 和 18.22%，估计来自营业外收入 (增加) 和有效税率 (减少)。

维持对公司的判断。公司 2014 年以来由之前的注重“规模和品牌”逐渐向两个方向战略转型：其一是以供应链管理和商品经营为核心，现代物流体系和信息系统为支撑的供应链体系，其二是线上线下融合、差异化协同的销售渠道为形式。我们认同公司的这一战略格局观，且无论核心还是形式，公司均在加速构建和布局，关键这些背后，一直都有民营体制下的有效激励和灵活运营机制的保障，能够使其集聚人才、培养人才，支持战略的有力执行。**战略转型，布局加速，公司面对实体零售和电商竞争的护城河将越来越深，我们坚定看好公司未来，当前应是公司中长期更快成长的新起点。**

暂维持盈利预测。以目前股本计 (不考虑定增)，预计公司 2015-2016 年收入各为 452 亿元和 540 亿元，同比增长 21.7% 和 19.4%，净利润各为 10.9 亿元和 13.7 亿元，同比增长 23.8% 和 25.3%，EPS 为 0.34 元和 0.42 元 (我们将在公司 4 月 30 日披露 2014 年报后更新盈利预测)。公司目前市值 279 亿元，对应 2015 年动态 PE 为 26 倍，PS 为 0.62 倍，我们看好公司综合竞争力提升后的中长期成长前景，考虑到未来两年 20% 左右的净利润复合增长，维持 12 个月目标价 11 元 (对应 15 年 0.8 倍 PS) 和“买入”评级。

风险和不确定性。跨区域扩张的风险，包括扩张区域的选择及扩张速度等；规模快速发展可能带来的管理风险；激励机制改善的不确定性。

表 1 永辉超市单季度主要经营指标（1Q2013-4Q2014）

	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	2013	2014
营业收入（万元）	760906	680367	760096	852911	933897	836442	924178	982361	3054282	3676878
同比增长（%）	22.26	23.97	23.01	25.55	22.73	22.94	21.59	15.18	23.73	20.38
营业利润（万元）	30729	11202	17064	21130	38122	18729	26003	22263	80125	105116
同比增长（%）	108.92	29.32	0.93	27.88	24.06	67.18	52.39	5.36	41.06	31.19
利润总额（万元）	35119	15473	20133	23821	39372	18600	25745	26390	94546	110107
同比增长（%）	120.77	48.90	10.37	9.16	12.11	20.21	27.87	10.78	42.47	16.46
归属净利润（万元）	27591	11313	16088	17065	30566	14708	19617	20174	72058	85065
同比增长（%）	133.31	52.92	12.23	2.48	10.78	30.01	21.93	18.22	43.51	18.05
净利率（%）	3.63	1.66	2.12	2.00	3.27	1.76	2.12	2.05	2.36	2.31
摊薄 EPS（元）	0.085	0.035	0.049	0.052	0.094	0.045	0.060	0.062	0.221	0.261

资料来源：公司 2014 年度业绩快报，WIND，海通证券研究所

相关报告：

永辉超市公告点评：增资控股上海国资旗下东展国贸 55% 股权，有望与牛奶国际进口业务协同合作，强化海外供应链，构建电商、跨境电商渠道体系等，维持买入 20141225

永辉超市跟踪报告：以供应链管理和商品经营为核心，加速布局线上线下融合的销售渠道，买入调高 20141208

永辉超市 2014 三季报点评：三季度收入净利均增 22%，符合预期，维持增持 20141031

永辉超市公告点评：与中百集团签订战略合作协议，有望提升双方议价能力和采购物流效率，关注短期估值提升和中长期业绩改善机会，维持增持 20141013

永辉超市调研简报：华西大区年初至今同店增长优于同业；启用全国领先的自动化分拣线，降低门店库存，提高供应链效率，维持增持 20140915

永辉超市跟踪报告：预计 2014-16 年发展重点由“规模和品牌”向“供应链”升级，有望夯实生鲜以外的综合竞争力；关注上海农改超进展，维持增持 20140903

永辉超市 2014 半年报点评：1H14 收入增 23% 净利增 16%，竞争力提升将驱动更快成长，维持增持 20140821

永辉超市公告点评：定增引入战投，短期略摊薄业绩但增强中长期核心竞争力，维持增持 20140812

永辉超市 2014 一季报点评：高基数上 1Q 净利增 10% 以上，体现较好盈利能力，维持增持 20140423

永辉超市年报点评：13 年收入增 24%，净利增 44%，符合预期，维持增持 20140228

永辉超市公告点评：公司增持 3400 万股中百集团，占比 4.99% 成第三大股东，增持维持 20131125

永辉超市 2013 三季报点评：前三季收入增 23%，净利增 64% 主因费用管控及补贴增加；3Q 净利增 12% 略低预期，增持维持 20131028

永辉超市 2013 年中报点评：受益毛利率费用率双重改善及政府补贴增加，上半年净利增 102%，增持维持 20130830

永辉超市 2013 一季报点评：受益毛利率提升及销售费用有效管控等因素，1Q13 净利增 133%，维持增持 20130424

永辉超市公告点评：业绩快报 1Q13 收入增 21%；净利增 134% 超过前次预增，维持增持 20130410

永辉超市 2012 年报点评：12 年扣非净利增 2%，有效费用管控、毛利率提升及补贴增加等因素致 2H 业绩显著优于 1H，维持增持 20130401

永辉超市公告点评：预告 1Q13 净利润增约 100%，维持增持 20130227

永辉超市跟踪报告：预计 1Q13 净利润高增长，源于费用管控及开店节奏，维持增持 20130121

永辉超市 2012 三季报点评：三季度收入增 39% 净利润增 40%，新区域门店培育情况好转，维持增持 20121022

永辉超市公告点评：定增引入长期战略合作伙伴并有效节约财务费用，维持增持 20120905

永辉超市 2012 半年报点评：新店培育及财务费用高企导致上半年净利润同比下降近 30%，维持增持 20120807

永辉超市跟踪报告：上半年收入增 45%，但因新店培育和财务费用高企，归属净利降不超过 30%，维持增持 20120710

永辉超市 2012 一季报点评：新进区域集中开店导致一季度净利润同比下降 23%，收入仍实现 47% 高增长，维持增持 20120420

永辉超市 2011 年报点评：11 年新进区域集中开店致利润率下降，预告 12 年一季度收入增 45% 净利降近 25%，维持增持 20120412

永辉超市跟踪报告：持续高速扩张的优质超市企业，维持增持 20111226

永辉超市 2011 三季报点评：门店快速扩张带来三季度收入增速回升至 42%，最优质超市 A 股，维持增持 20111025

永辉超市 2011 半年报点评：规模持续高速增长，异地扩张形势良好，维持增持 20110829

永辉超市 2011 一季报点评：一季度收入增 49%净利增 67%，规模持续扩张带来利润高速增长，维持增持 20110428
永辉超市 2010 年报点评：10 年收入增 45%利润增 20%符合预期，未来看点仍是销售规模的高速增长，维持增持 20110330
永辉超市公告点评：以合作开发获取定制物业，抢占稀有资源，维持增持 20110226

信息披露

分析师声明

汪立亭：批发和零售贸易行业

李宏科：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁云商（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、百联股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大东方（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。