

强烈推荐-A (维持)

永辉超市 601933.SH

目标估值: 7.3 元  
当前股价: 6.06 元  
2017 年 04 月 19 日

依托生鲜核心实力，四大板块协同发展

基础数据

上证综指	3197
总股本(万股)	957046
已上市流通股(万股)	650887
总市值(亿元)	580
流通市值(亿元)	394
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	32.7%
主要股东	牛奶有限公司
主要股东持股比例	19.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	35	40
相对表现	9	31	33



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《永辉超市(601933)——季报大超预期，制度改革成效显著》2017-04-15
- 2、《永辉超市(601933)——业绩符合预期，四大板块协同发展》2017-03-31

许荣聪

021-68407349  
xurc@cmschina.com.cn  
S1090514090002

邹恒超

021-68407543  
zouhc@cmschina.com.cn  
S1090515040001

市场对于永辉超市印象还是一个以生鲜为杀手的零售企业，但近年来公司不断创新，已经将触角延伸到了金融、B2B 以及以云创为代表的创新领域。除了依靠门店扩张盈利外，永辉不断致力于打造完整的供应链、构建强大的后台，促进毛利优化、缩短新开门店培育期。我们认为公司未来内生性增长有望维持在 30% 左右，维持“强烈推荐-A”评级。

- **创新融合“零售+餐饮”业态，引领消费升级和新零售浪潮。**公司 2016 年新开门店 105 家，较上年多增 38 家，包括推出的全新业态优选店 4 家和“餐饮+零售”的“超级物种”。超级物种福州温泉店日坪效高达 400 元/平方米，远高于盒马鲜生的 116 元/平方米，其高坪效主要得益于永辉后台搭建的供应链及实行的合伙人模式。2017 年“超级物种”拟开店 24 家，随着门店逐渐铺开，“超级物种”有望成为公司高利润增长点。
- **全力整合全球供应链，促进毛利优化。**公司全力整合全球供应链，从品牌商合作转向工业化采购、向市场化贸易商机制转变，全面提升采购服务和效率，收购美国达曼国际股权，深化源头采购，加快全球优势资源落地。2017 年一季度公司毛利率较去年同期提升 0.45 个百分点，公司强大的供应链管理功不可没。
- **实体、云创、B2B、金融四大板块协同发展。**实体方面，公司实行“合伙人制”、“赛马”制，以激发员工的工作热情；云创方面，继续引领“超市+餐饮”行业转变，布局会员店；B2B 方面与韩国食品行业巨头联手打造“彩食鲜系”中央厨房；金融方面，战略投资华通银行，开展保理、小贷业务。
- **内生性增长有望维持在 30% 左右。**公司未来新开店增速预计 20% 左右，同店收入依托生鲜优势好于同业增速，再叠加供应链整合后净利率的提升，公司未来内生性增长有望维持在 30% 左右。我们预计公司 17 年实现净利润 17 亿元，同比增长 37%，目前估值为 32x17PE，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**居民消费增速不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	42145	49232	58192	68550	77873
同比增长	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润(百万元)	761	1498	2133	2788	3587
同比增长	-28%	97%	42%	31%	29%
净利润(百万元)	605	1242	1695	2200	2818
同比增长	-29%	105%	36%	30%	28%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29
PE	40.7	46.7	34.2	26.4	20.6
PB	2.0	3.0	2.9	2.8	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一张图看懂永辉超市布局.....	4
一、实体：以生鲜为经营特色带动消费.....	5
（一）以生鲜为经营特色带动消费.....	5
（二）借投资达曼，构建全球供应链，强化生鲜优势.....	8
（三）红标升级绿标，布局高端消费.....	9
二、云创：创新融合“零售+餐饮”，引领消费升级.....	11
（一）会员店：定位中高端，以到家模式切入社区 O2O.....	11
（二）超级物种：打造“零售+餐饮”新业态.....	14
三、B2B：打造“彩食鲜”系，进军生鲜 B2B.....	16
四、金融：频繁布局金融领域，着力打造供应链金融.....	18
（一）银行.....	18
（二）商业保理.....	18
（三）小额贷款.....	20

## 图表目录

图 1: 永辉超市实体、云创、B2B、金融四大板块 .....	4
图 2: 永辉超市 2011-2016 年营业收入构成 (%) .....	5
图 3: 同行业 2011-2015 年生鲜毛利率比较 (%) .....	5
图 4: 永辉超市 2011-2016 年存货周转率 (%) .....	6
图 5: 永辉超市 2016 年各业态月坪效 .....	7
图 6: 永辉超市 2010-2016 年门店总面积 (万平方米) .....	7
图 7: 永辉超市 2010-2016 年已开业门店数量 .....	8
图 8: 永辉超市 APP “永辉生活” 中的 “新品试吃” .....	9
图 9: 永辉超市 2011-2016 年红标店、绿标店数量 .....	10
图 10: 永辉超市红标店内部陈设 .....	10
图 11: 永辉超市绿标店内部陈设 .....	10
图 12: 日本和中国台湾 1965-1985 年人均 GDP .....	11
图 13: 中国 2002-2015 年便利店门店总数 .....	12
图 14: 中国 2002-2016 年便利店商品销售额 .....	12
图 15: 中国 2000-2014 年就业总人数 (万人) .....	13
图 16: 中国 2000 年-2015 年离婚率 (%) .....	13
图 17: 中国 2006-2016 年人口结构 (%) .....	13
图 18: 永辉会员店 .....	14
图 19: 永辉超级物种 .....	14
图 20: 鲑鱼工坊 .....	15
图 21: 波龙工坊 .....	15
图 22: 盒牛工坊 .....	15
图 23: “彩食鲜” APP .....	17
图 24: “彩食鲜” 系结构图 .....	17
图 25: 华通银行股东结构 .....	18
图 26: 永辉金融官网 .....	19
图 27: 永辉金融旗下 APP “惠常赢” .....	20
图 28: 永辉超市 2011-2016 年应付账款 (万元) .....	21
图 29: 永辉超市历史 PE Band .....	22
图 30: 永辉超市历史 PB Band .....	22
表 1: 超级物种和盒马鲜生的比较 .....	16
表 2: CJ 集团四大核心事业部 .....	16
表 3: 永辉超市 2015 年前五大供应商情况 .....	21
附: 财务预测表 .....	23

## 一张图看懂永辉超市布局

市场对于永辉超市印象还是一个以生鲜为杀手锏的零售企业，但近年来公司不断创新，已经将触角延伸到了金融、B2B 以及以云创为代表的创新领域。除了依靠门店扩张盈利外，永辉不断致力于打造完整的供应链、构建强大的后台，促进毛利优化、缩短新开门店培育期。

- 公司推出“超级物种”全新业态，将餐饮与零售相结合，线上线下结合，无疑永辉正走在新零售这波浪潮的最前端。超级物种定位中高端消费者，对标阿里的盒马鲜生。2017 年在福州、南京、上海进行试水之后已经开始进行北京市场的选址。单从超级物种福州温泉店来看，不到 500 平米的门店集合了波龙工坊、鲑鱼工坊、麦子工坊等多个物种，其日均坪效达到 400 元/平方米，远高于盒马鲜生的 116 元/平方米。其超高坪效主要得益于永辉后台搭建的供应链及实行的合伙人模式，“超级物种”有望成为公司高利润增长点。
- 从永辉近年来的举动看，其供应链布局战略逐渐明晰。1) 2017 年初收购达曼国际 40% 股份，与达曼国际达成合作协议开发自有品牌，学习其供应链技术。2) 与韩国食品行业巨头 CJ 集团合作打造“彩食鲜”系中央厨房，打造全球生鲜直采平台。目前彩食鲜已覆盖永辉超市、Bravo YH、永辉会员店及超级物种。最初永辉与 CJ 集团计划共同出资成立两家合资公司，即 JV1 和 JV2，但由于 JV2 涉及外资限制类业务，永辉将独立出资 1 亿元在北京设立 JV2。可以看出，永辉为打造完整供应链可谓不遗余力。
- 集齐保理+银行+小贷三块金融牌照，打通供应链金融布局最后一环。2015 年公司成立永辉青禾，2017 年 1 月参股的华通银行正式获银监局批准，2017 年 3 月公司筹建的永辉小贷获批，由此公司彻底打通供应链金融布局的最后一环。供应链金融布局有望加强供应商的黏性，完善其“大生鲜食品全产业链共享经济生态圈”。

图 1：永辉超市实体、云创、B2B、金融四大板块



资料来源：招商证券

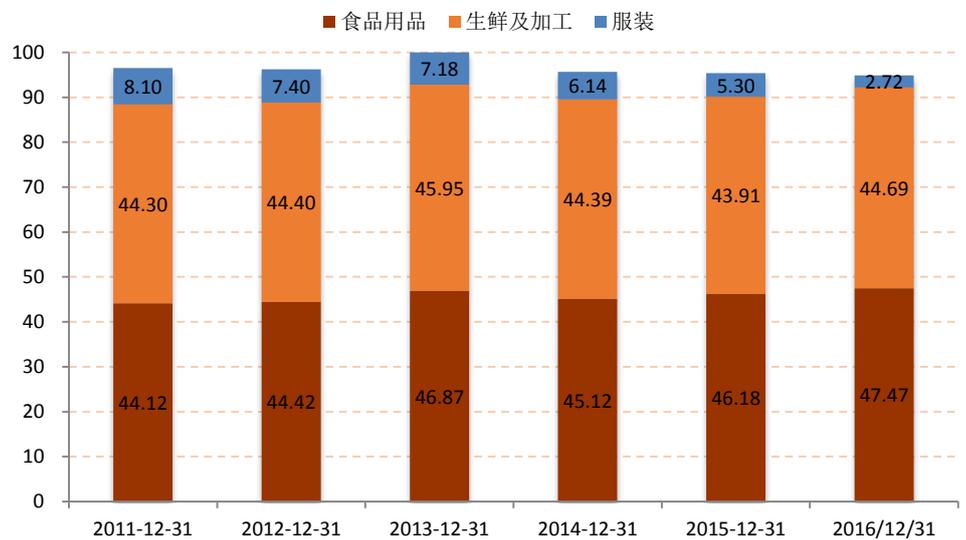
## 一、实体：以生鲜为经营特色带动消费

### (一) 以生鲜为经营特色带动消费

#### 1、生鲜实力一流，毛利率同行第一

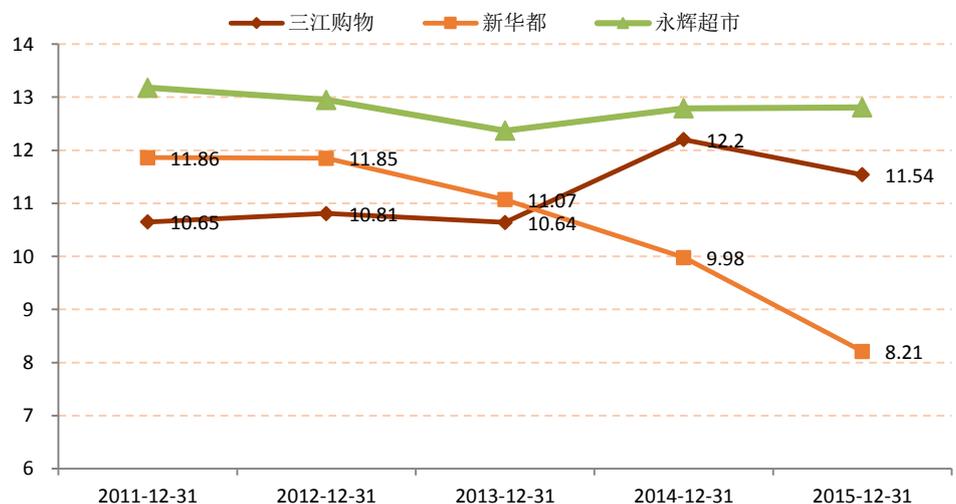
生鲜毛利率高于同行。生鲜具有强大的聚客效应，能有效的吸引客流，从而带动服装、食品等高毛利品类的销售。生鲜一直是永辉的核心业务，也是其最大的王牌。永辉生鲜及加工历年营业收入及毛利率均高于同业水平。2015 年同样以生鲜为核心主要业务的三江购物毛利率为 11.54%，新华都为 9.05%，而永辉生鲜毛利率为 12.81%，领跑同行业其他企业。

图 2：永辉超市 2011-2016 年营业收入构成 (%)



资料来源：公司财报、招商证券

图 3：同行业 2011-2015 年生鲜毛利率比较 (%)

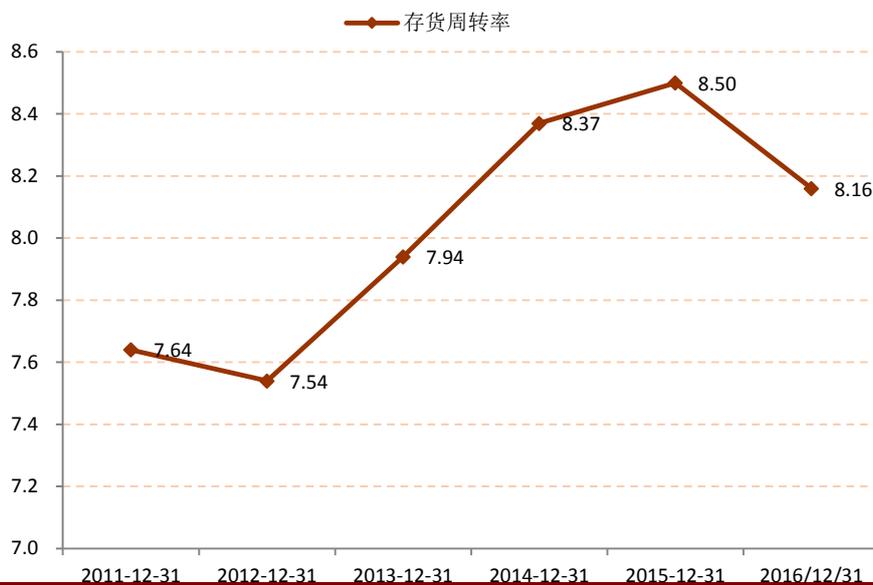


资料来源：公司财报、招商证券

**专业生鲜买手团队——低价格。**买手就是超市生鲜供应链底端的代理人，往往把控着生鲜供应的新鲜度，可以说是生鲜供应链中至关重要的一环。永辉培养了一支 2500 余人的买手采购队伍，从源头直采，与当地合作社签供销合同，为永辉独家提供货源，并且仅加 10%-15% 左右毛利率，所以其生鲜价格比城市农贸市场更低，且远低于超市同行。专业的买手团队保证了客户能够买到新鲜价廉的生鲜产品，同时直采模式极大地减少了中间流通成本，低价格无疑是永辉生鲜业务领先的关键。

**强大的物流中心——低损耗。**2016 年公司新增安徽生鲜、哈尔滨中转仓、西安、贵州四个物流仓。其物流中心已覆盖多个省市和地区，包括东北沈阳、广东东莞、浙江杭州、重庆西永、成都彭州、安徽合肥、福建福州等。通过建立完善的物流体系，永辉生鲜周转率持续提高，同时库存压力减小，从而生鲜损耗率较低。以永辉绿标店为例，生鲜损耗率一般在 2.5%-3%，低于同行 3%-3.5%。

图 4：永辉超市 2011-2016 年存货周转率（%）

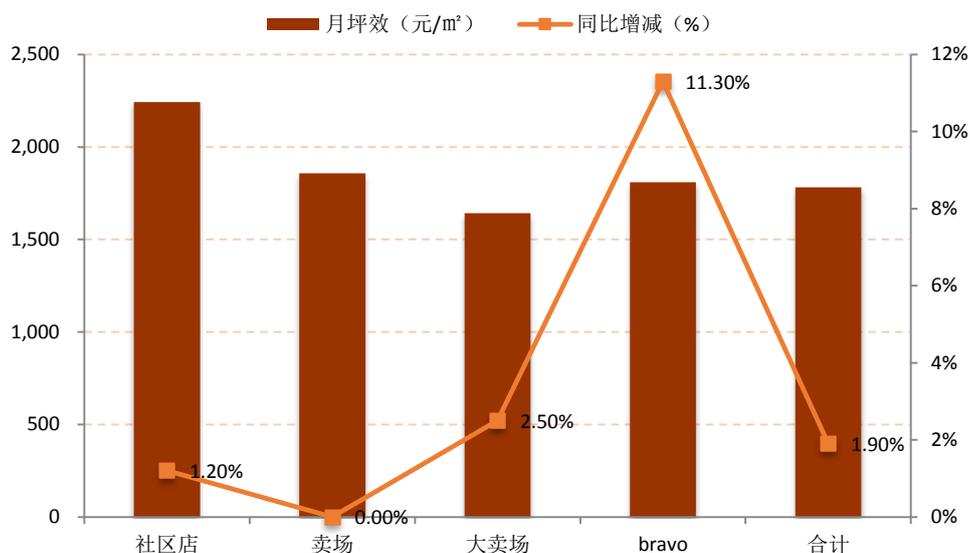


资料来源：公司财报、招商证券

## 2、借助生鲜聚客效应，公司快速实现区域扩张

**生鲜具备聚客效应。**生鲜的聚客效应主要体现在坪效上。公司 2016 年社区店月均坪效为 2243 元/平方米，卖场为 1858 元/平方米，大卖场为 1643 元/平方米，BRAVO 为 1810 元/平方米，平均为 1728 元/平方米，而同行其他企业普遍低于 1000 元/平方米，这充分反映了生鲜所具备的强大的集客效应。

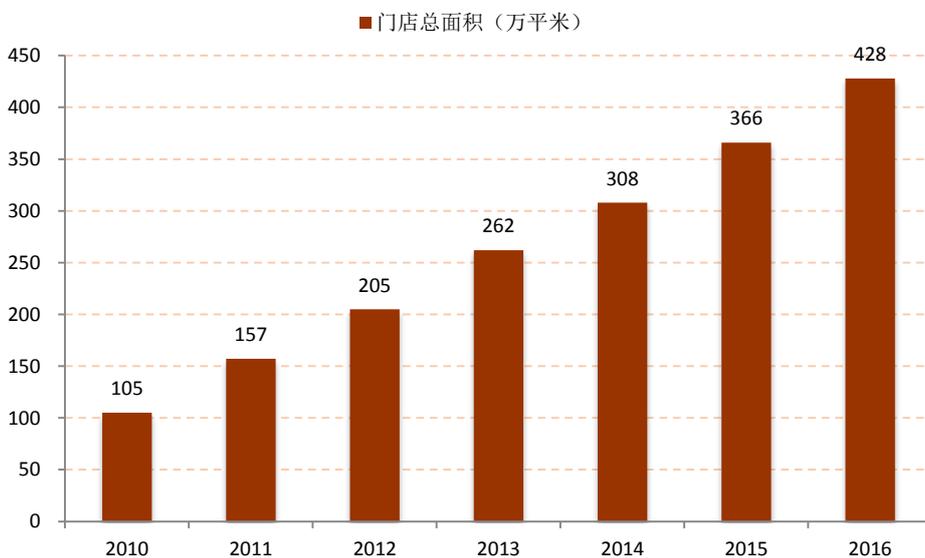
图 5: 永辉超市 2016 年各业态月坪效



资料来源: 公司财报、招商证券

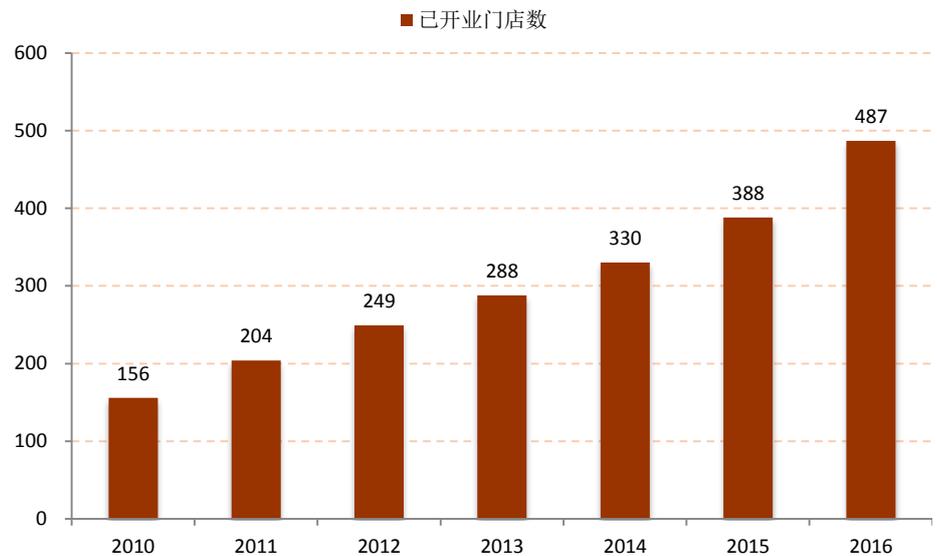
借助生鲜经营特色快速实现跨区域扩张。截止到 2016 年底, 永辉已在 20 个省和直辖市开设 487 家门店, 较上年度增加 38 家。其中福建 119 家、重庆 106 家、北京 34 家、安徽 32 家、贵州 12 家。开业门店经营面积 427.68 万平方米, 单店平均面积 8781.93 平方米, 已签约未开店门店达 202 家, 储备面积 178.52 万平方米。

图 6: 永辉超市 2010-2016 年门店总面积 (万平方米)



资料来源: 公司财报、招商证券

图 7：永辉超市 2010-2016 年已开业门店数量



资料来源：公司财报、招商证券

## （二）借投资达曼，构建全球供应链，强化生鲜优势

1月17日，公司公告出资1.65亿美元受让达曼公司40%股权。达曼国际是全球最大的零售商服务企业，在自有品牌开发、全球采购等方面具有丰富的经验。达曼公司服务于来自14类零售渠道的全球51个国家的超过100家零售企业。在此之前，2016年永辉曾与达曼国际签订了《自有品牌服务协定》，依靠达曼打造全球定制商品，增强消费者的品牌忠实度和线下黏性。这次二度合作将助力永辉构建全球供应链，强化公司的生鲜业务优势。

达曼国际拥有三大核心技术：

- 一是拥有全球12000家工厂的数据，对自有品牌的建设和设计拥有丰富的经验和专业能力。达曼国际与步步高、我买网、北京华联、好家乡等中国著名零售商都有过合作。
- 二是专业高效的货架管理水平。货架管理是根据消费者的购买决策、商品品种等，结合商品的销售比例，用科学的分析方法确定在货架上的陈列位置和陈列面，从而优化空间分配，使有限的货架空间创造出最好的销售效益。
- 三是体验行销，试吃试喝，推广新品。在永辉APP“永辉生活”中就有新品试吃的活动。用户只要加入成为正式会员免费试吃全球美食。

图 8: 永辉超市 APP “永辉生活” 中的 “新品试吃”



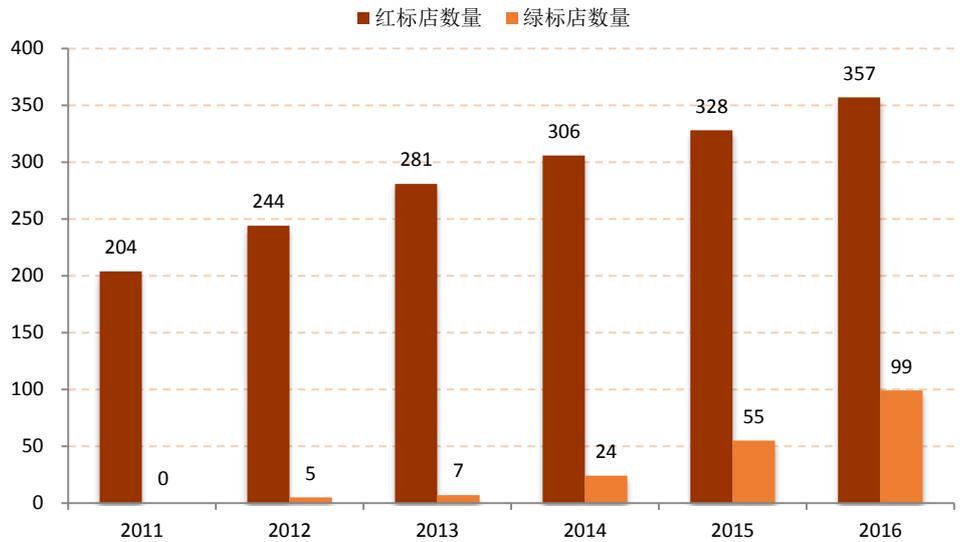
资料来源：公司 APP、招商证券

### （三）红标升级绿标，布局高端消费

从 2015 年开始，永辉将一线城市中原有的红标店升级为绿标店，2017 年红标店绿标化将继续推进。永辉红标店为普通门店，分为社区店、卖场、大卖场三类，主要针对大众消费。而 Bravo 精致超市俗称绿标店，定位为服务中高端消费者。

Bravo 精致超市与普通超市相比，人力资源管理、商品、设计布局等方面都有所不同。最主要的是 Bravo 精致超市采用合伙人机制，即将门店拆成小店，一个小店 6 个人，自主形成一个领头人，每季度考核一次，连续两个季度排名最末的人则被淘汰。6 个组重新组合成一个群，最后一个淘汰，从而形成扁平化的结构。合伙人自主创业模式可以最大限度地激发员工经营热情，调动员工积极性。

图 9：永辉超市 2011-2016 年红标店、绿标店数量



资料来源：公司财报、招商证券

绿标店营收同比增长高于红标店。2016 年大卖场营业收入同比增长 2.5%，卖场与上年同期持平，社区店增长 1.2%，而 Bravo 精致超市营业收入同比增长 11.3%。从 2010 年第一家 Bravo 精致超市在重庆开业，其表现足够亮眼，红标店绿标化的持续推进预计会给公司带来更高的利润增长。

图 10：永辉超市红标店内部陈设



资料来源：网络资料、招商证券

图 11：永辉超市绿标店内部陈设



资料来源：网络资料、招商证券

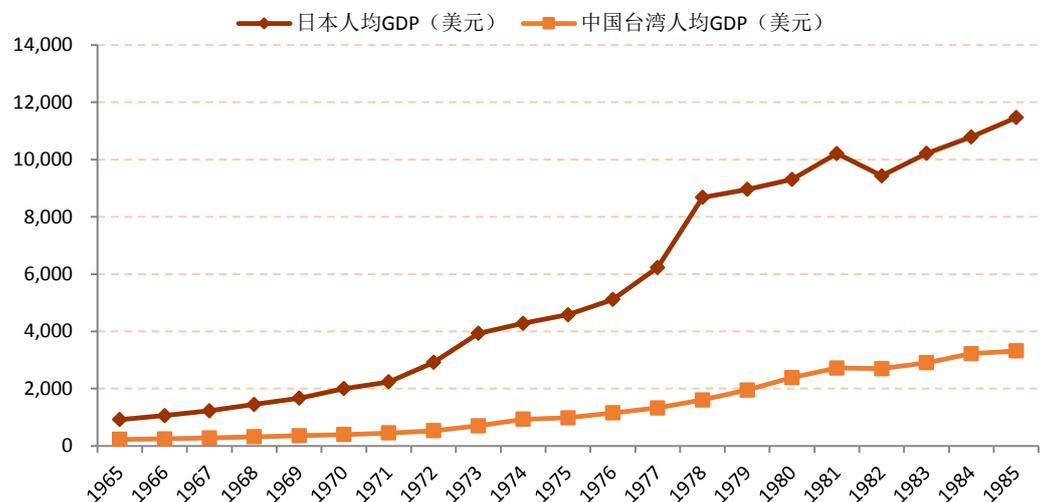
## 二、云创：创新融合“零售+餐饮”，引领消费升级

### （一）会员店：定位中高端，以到家模式切入社区 020

国内便利店行业前景广阔。便利店兴起一般需要具备以下几个必要条件：人均 GDP 达到 3000 美元、老龄化水平急速上升、单身者增加等。

零售业态的发展与人均 GDP 水平密切相关。一般来说，人均 GDP 达到 3000 美元是便利店发展的必备条件。以日本为例，1973 年日本人均 GDP 达到 3000 美元，紧接着 7-11、全家等便利店便开始在日本市场上发展起来；同样地，在 1983 年台湾人均 GDP 超 3000 美元后，涌现了以罗森、全家等为代表的便利店。

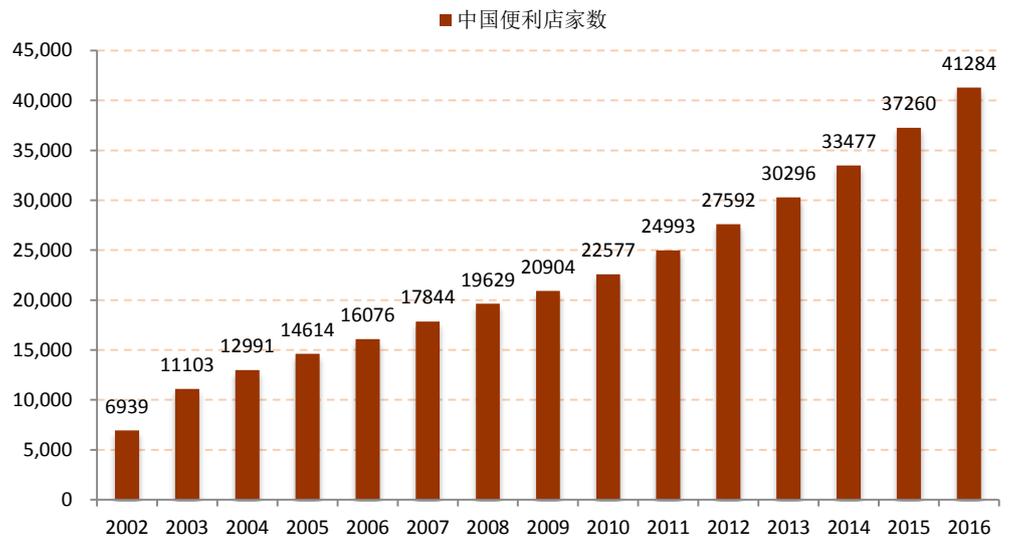
图 12：日本和中国台湾 1965-1985 年人均 GDP



资料来源：wind、招商证券

2008 年中国人均 GDP 已达到 3000 美元。从 2008 年到 2016 年，中国便利店零售额从 305 亿元增长到 738 亿元；便利店数量也从 2008 年 19629 家增长到 2016 年的 41284 家，便利店销售额和门店数均呈现不断增长的态势。由此可见，我国便利店行业已进入高速增长期。

图 13: 中国 2002-2015 年便利店门店总数



资料来源: Euromonitor、招商证券

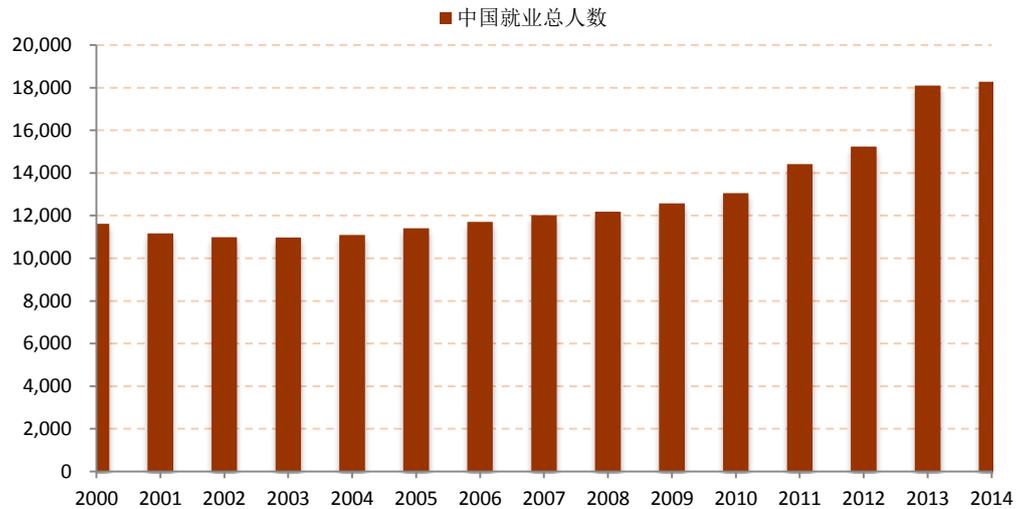
图 14: 中国 2002-2016 年便利店商品销售额



资料来源: Euromonitor、招商证券

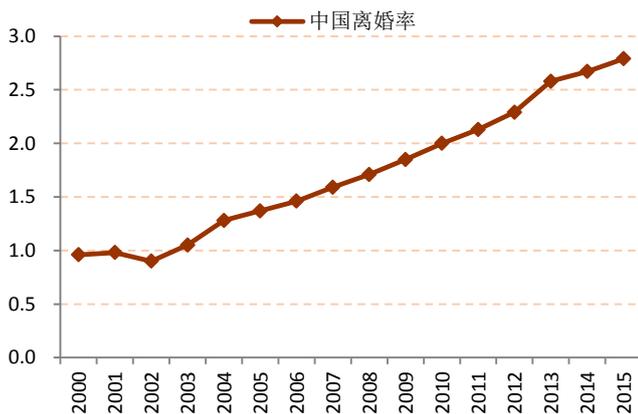
随着社会的变迁,我国就业人数、单身家庭和老龄人口比例逐年上升,越来越多的消费者偏好更加便利、快捷的购物方式。近年来我国就业人数持续上升,生活工作节奏加快,这使便利服务的高附加值功能显得尤为重要;高离婚率促使家庭小型化,而使单次采购量减少;社会老龄化带来老龄人口快速增长,从而对便利服务提出了更多需求。

图 15: 中国 2000-2014 年就业总人数 (万人)



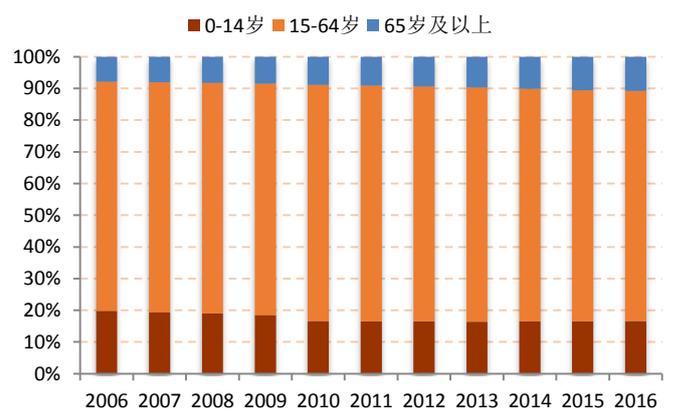
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 中国 2000 年-2015 年离婚率 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 中国 2006-2016 年人口结构 (%)



资料来源: Wind、招商证券

永辉会员店定位中高端, 以到家模式切入社区 O2O。2015 年永辉首家会员店在上海开业, 2016 年永辉会员店有进入北京地区。会员店是永辉在新形势下的一种新尝试, 为顾客提供购物、餐饮等一站式服务体验。它是在永辉绿标 Bravo 的基础上, 为忠实粉丝消费者提供优质的商品, 包括全球购的线下体验等。

图 18: 永辉会员店



资料来源: 招商证券

## (二) 超级物种: 打造“零售+餐饮”新业态

超级物种是永辉继红标店、绿标店和会员店之后推出的又一全新业态。其 2017 年 1 月首家永辉会员电商超级物种体验店在福州开业, 目前已融合了鲑鱼工坊、波龙工坊、盒牛工坊、麦子工坊、咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆、静候开花艺馆 8 个物种, 并且预计还会不断升级优化。超级物种以 CBD 城中心为导向, 预计今年全国至少达到 24 家。未来超级物种会和会员店进行组合, 根据社区定位来选择一个或两个物种放在会员店。

图 19: 永辉超级物种



资料来源: 招商证券

- **鲑鱼工坊**。鲑鱼工坊是一家以三文鱼为主线的体验店，对标日式餐饮，主要迎合年轻人的需求。依托永辉的全球采购链，从供货源产地到餐桌，坚持不过夜原则以保证食材的新鲜，满足人们对于品质化、标准化餐饮服务的要求。
- **波龙工坊**。波龙工坊是引入了加拿大和美国的鲜活波龙，除此之外还有帝王蟹、面包蟹和生蚝等海鲜。
- **盒牛工坊**。盒牛工坊依托永辉全球供应链资源，为顾客提供最地道鲜美的澳洲安格斯牛肉。
- **麦子工坊**。麦子工坊主推手感烘焙，力求为顾客提供健康、优质、营养的烘焙品。麦子工坊还退出了下午茶系列产品。
- **咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆、静候开花艺馆**是全球供应链将红酒、饮食辅料、有机产品和鲜花等进行品类集中意境陈列销售。

图 20: 鲑鱼工坊



资料来源：招商证券

图 21: 波龙工坊



资料来源：Wind、招商证券

图 22: 盒牛工坊



资料来源：Wind、招商证券

超级物种单店日坪效高达 400 元/平方米，经营模式更加具有灵活性。通过与盒马鲜生进行比较可以看出，超级物种的优势在于高坪效以及更加灵活的经营模式。超级物种的高坪效主要得益于永辉特有的合伙人制度；而在经营模式方面，前期永辉已经发展了会

员店、精品店两大业态，可以与超级物种进行组合搭配，更加具有灵活性。

表 1: 超级物种和盒马鲜生的比较

	超级物种温泉店	盒马鲜生金桥店
单店日均销售	20 万元	52 万元
门店面积	约 500 平方米	约 4500 平方米
日坪效	400 元/平方米	116 元/平方米
线上销售占比	10%	66%
经营模式	可以与会员店、精品店在不同城市自由搭配更具灵活性	更适合标准化复制门店
终端配送	由店员配送至周边三公里	覆盖门店周边三公里，由配送员半小时送到

资料来源：第三只眼看零售、招商证券

### 三、B2B：打造“彩食鲜”系，进军生鲜 B2B

2015 年 7 月，永辉注册成立重庆彩食鲜食品加工有限公司，启动建设永辉首家“中央厨房”。2015 年 11 月，公司与韩国食品行业巨头 CJ 集团共同出资成立了希杰富乐味永辉（上海）贸易有限公司和北京彩食鲜食材流通有限公司两个合资公司。2016 年 4 月，永辉联合伊利、农夫山泉、康师傅等 100 多家企业宣布将拓展生鲜 B2B 业务。永辉 B2B 业务主要是为党政机关、事业单位、院校、医院等单位食堂及餐饮行业、家庭提供食材，并会涉及生鲜出口业务。

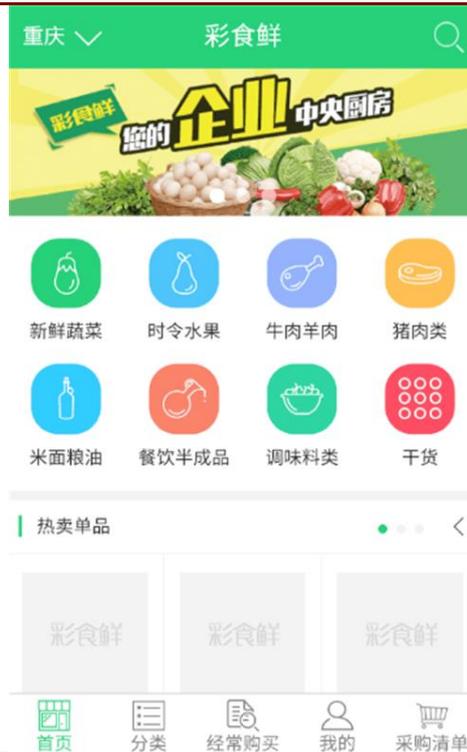
韩国 CJ 集团是韩国最大的生活文化企业。业务涵盖食品餐饮服务、生物科技、娱乐传媒、新流通等四大领域。90 年代中期 CJ 韩国株式会社进入中国市场，现在在北京上海等 19 个省市有 16 家工厂和 22 个办事处，其四大核心业务均已进军中国市场。

表 2: CJ 集团四大核心事业部

	自有品牌
食品餐饮事业	多乐之日、必品阁、味爱普思、途尚咖啡
生物科技事业	肯迪醒、买饲特（中国）
娱乐传媒事业	CJ CGV 星聚汇影城、4DX、ScreenX、4DX VR
新流通事业	CJ 物流、CJ IMC

资料来源：公司官网、招商证券

图 23: “彩食鲜” APP



资料来源: 彩食鲜 APP、招商证券

图 24: “彩食鲜” 系结构图



资料来源: 公司公告、招商证券

**反腐或成彩食鲜 B2B 业务发展的机会。**在反腐败的党政方针下，机关事业部门食堂开始通过公开招标的形式解决公共食堂的食材问题。而公共食堂最核心的问题就是食品安全问题，凭借永辉在生鲜食品领域的知名度，相信未来会有更多政府事业单位与永辉合作。

## 四、金融：频繁布局金融领域，着力打造供应链金融

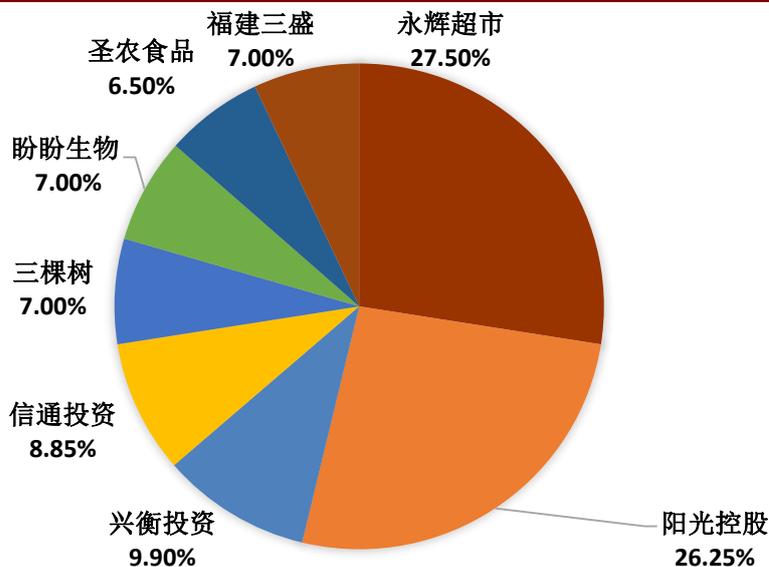
### （一）银行

**民营银行。**2016年11月，公司与阳光控股、永荣控股共同作为发起人发起设立的福建华通银行获银监会批准。福建华通银行注册资本拟定为24亿元，其中公司拟出资6.6亿元，认购福建华通银行27.5%的股份。我们认为公司投资设立民营银行将实现公司资源配置优化升级，并且有助于拓宽公司融资渠道。

**华通银行定位持有金融牌照的“科技金融公司”。**获得银监会批复之后，华通银行成为继安徽新安银行之后的第二家民营银行。华通银行更侧重于科技金融，其核心业务框架主要围绕“科技金融、普惠金融、创新支付和供应链金融”，致力于打造一家以“线上服务为主，线下体验为辅”的新型银行。

**背后股东阵容强大，兴业银行前高管掌舵。**第一大股东永辉超市为国内零售龙头企业，第二大股东阳光控股旗下拥有阳光金控、阳光教育、阳光医疗等五大产业。其中阳光金控曾发起设立阳光证券、海峡人寿，收购以色列三大保险巨头之一的凤凰控股。兴业银行总行原副行长陈德康将出任华通董事长，微众银行原副行长郑新林将出任行长，前摩根士丹利执行总经理王治渊将主管华通的技术团队。

图 25：华通银行股东结构



资料来源：公司公告、招商证券

投资华通银行主要为了解决客户支付、客户联系以及永辉会员卡布局的问题。永辉致力于实现去购物卡、去现金，实现非现金支付，与2000万个家庭形成良性关系，并依托银行来解决客户的授信问题。华通银行本身定位为持有金融牌照的科技金融公司，即以支付和财富管理为核心业务，其中支付业务将与永辉深度合作。

### （二）商业保理

**商业保理。**2016年3月，由永辉超市发起设立的永辉青禾商业保理(重庆)有限公司在

重庆江北注册成立并获得商业保理牌照，注册资本 5000 万元人民币，将在全国大部分省市开拓业务市场，着眼于为中小企业提供贸易融资，通过线上线下联合发展，突破供应链领域的各个环节，为整个大型零售产业提供商业保理服务。

**惠付产品。**惠付是针对永辉超市上游供应商的应收账款池融资保理产品，供应商客户注册并通过审核并签订保理合同后，永辉金融将依托永辉超市的大数据平台，自动计算供应商客户在永辉的应收账款，供应商客户获得额度后可在线提交融资申请，当日或次日即可获得款项到账（依据申请时间和银行转账情况），按日计息，日息低至万分之三，供应商货款到期后，永辉超市将直接划转至永辉金融，供应商也可主动还款。

**惠租产品。**惠租是为永辉的物业业主提供的融资服务，旨在解决物业业主的短期流动资金需求，同时降低门店的租金成本。物业业主与永辉签署租赁协议，以门店的营收租金为唯一的还款来源。

图 26：永辉金融官网



资料来源：公司官网、招商证券

图 27: 永辉金融旗下 APP “惠常赢”



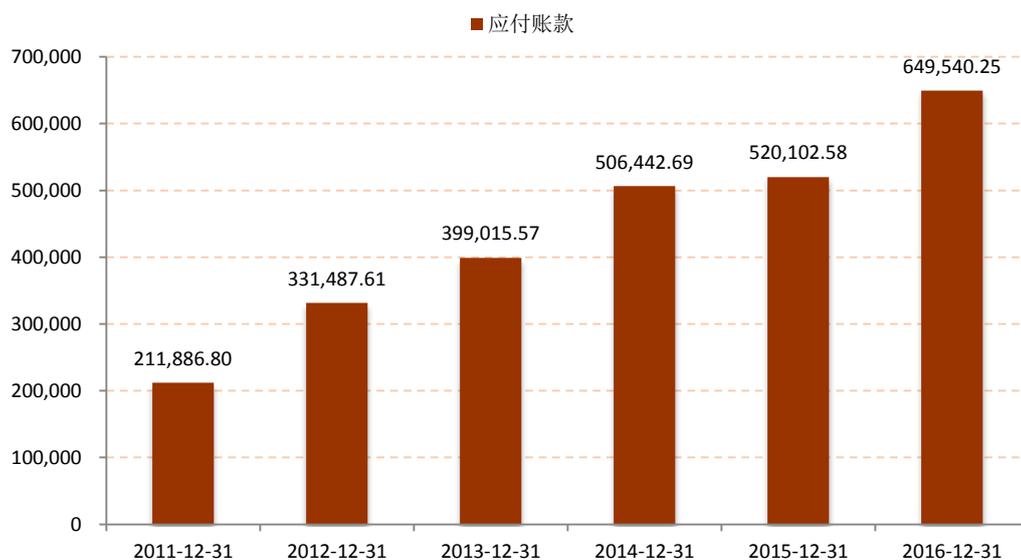
资料来源：公司 APP、招商证券

### （三）小额贷款

**小额贷款。**2017年3月17日，公司公告宣布，公司拟筹建的重庆永辉小额贷款有限公司获批，这是继保理、银行之后永辉拿下的第三块金融牌照。永辉小贷拟注册地在重庆江北区，注册资金达3亿元，其主要业务包括各项贷款、票据贴现、资产转让和市金融办批准的其他业务，各项贷款和票据贴现业务将通过线上开展。

永辉小贷是服务于永辉超市生态体系内的中小企业融资和消费者及员工信用消费的类**金融机构**。永辉经过多年积累已掌握数万家供应商资源，其应付账款逐年上升，截止到2016年底已达到65亿元，未来通过小贷平台向中小规模供应商提供小贷业务，既可以加强与供应商之间的联系，又可以创造出新的利润增长点。

图 28: 永辉超市 2011-2016 年应付账款 (万元)



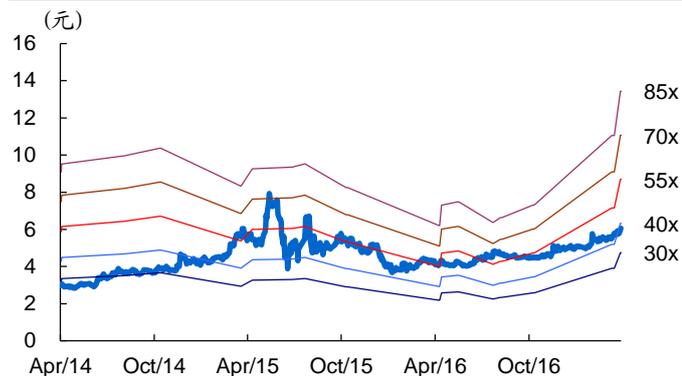
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 永辉超市 2015 年前五大供应商情况

序号	客户名称	采购额 (亿元)	占营业成本比重
1	福建天朗商业有限公司	2.85	0.85
2	重庆旺峰肉业有限公司	2.69	0.80
3	中粮国际(北京)有限公司厦门分	2.64	0.78
4	福建五丰大商场有限公司(VIP)	2.53	0.75
5	福州久泰贸易有限公司	2.51	0.74
	合计	13.23	3.92

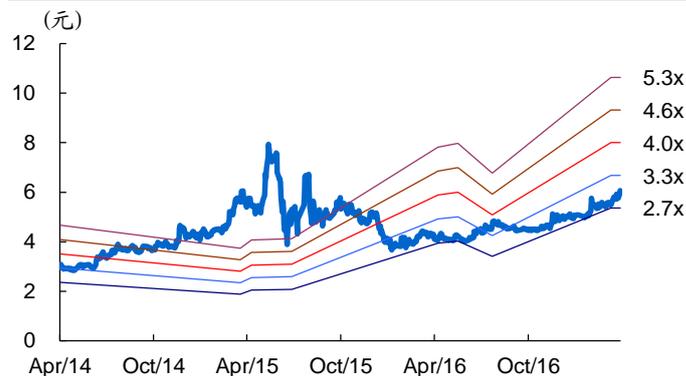
资料来源: 公司年报、招商证券

图 29: 永辉超市历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 30: 永辉超市历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《永辉超市 (601933) ——一季报大超预期, 制度改革成效显著》2017/04/15
- 2、《永辉超市 (601933) ——业绩符合预期, 四大板块协同发展》2017/03/31

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11930	20566	22912	25561	28099
现金	4294	8097	8562	8962	9513
交易性投资	82	1441	1441	1441	1441
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	102	487	553	651	740
其它应收款	767	1221	1443	1700	1931
存货	4250	5379	6274	7352	8294
其他	2436	3942	4639	5454	6181
<b>非流动资产</b>	8374	8872	8422	8060	7767
长期股权投资	1945	1976	1976	1976	1976
固定资产	3008	3109	3201	3278	3343
无形资产	600	629	566	509	459
其他	2820	3158	2680	2297	1990
<b>资产总计</b>	<b>20304</b>	<b>29438</b>	<b>31334</b>	<b>33620</b>	<b>35867</b>
<b>流动负债</b>	7929	10049	11400	13011	14419
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5201	6495	7588	8892	10031
预收账款	1212	1532	1789	2097	2365
其他	1516	2022	2022	2022	2022
<b>长期负债</b>	94	147	147	147	147
长期借款	0	0	0	0	0
其他	94	147	147	147	147
<b>负债合计</b>	<b>8023</b>	<b>10197</b>	<b>11547</b>	<b>13158</b>	<b>14566</b>
股本	4068	9570	9570	9570	9570
资本公积金	5675	6511	6511	6511	6511
留存收益	2485	3117	3663	4338	5176
少数股东权益	54	43	42	42	43
归属于母公司所有者权益	12228	19198	19745	20420	21258
<b>负债及权益合计</b>	<b>20304</b>	<b>29438</b>	<b>31334</b>	<b>33620</b>	<b>35867</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1538	1928	2077	2369	2951
净利润	605	1242	1695	2200	2818
折旧摊销	811	941	1045	958	888
财务费用	21	(0)	(67)	(70)	(74)
投资收益	73	(167)	(27)	(32)	(37)
营运资金变动	39	(76)	(535)	(643)	(585)
其它	(11)	(11)	(34)	(44)	(59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3067)</b>	<b>(3883)</b>	<b>(531)</b>	<b>(514)</b>	<b>(494)</b>
资本支出	(1313)	(1440)	(596)	(596)	(596)
其他投资	(1754)	(2443)	65	82	102
<b>筹资活动现金流</b>	3748	5746	(1082)	(1455)	(1906)
借款变动	(1463)	(109)	0	0	0
普通股增加	813	5503	0	0	0
资本公积增加	4859	836	0	0	0
股利分配	(488)	(610)	(1148)	(1525)	(1980)
其他	27	126	67	70	74
<b>现金净增加额</b>	<b>2219</b>	<b>3791</b>	<b>464</b>	<b>400</b>	<b>551</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	42145	49232	58192	68550	77873
营业成本	33785	39292	45902	53789	60678
营业税金及附加	207	219	259	305	346
营业费用	6377	7165	8469	9977	11334
管理费用	970	1289	1523	1794	2038
财务费用	(25)	(74)	(67)	(70)	(74)
资产减值损失	12	19	0	0	0
公允价值变动收益	15	7	7	7	7
投资收益	(73)	167	20	25	30
<b>营业利润</b>	761	1498	2133	2788	3587
营业外收入	181	179	179	179	179
营业外支出	145	120	120	120	120
<b>利润总额</b>	797	1556	2192	2846	3646
所得税	197	343	536	696	892
<b>净利润</b>	600	1214	1656	2150	2754
少数股东损益	(5)	(28)	(39)	(50)	(64)
<b>归属于母公司净利润</b>	605	1242	1695	2200	2818
<b>EPS (元)</b>	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	17%	18%	18%	14%
营业利润	-28%	97%	42%	31%	29%
净利润	-29%	105%	36%	30%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.8%	20.2%	21.1%	21.5%	22.1%
净利率	1.4%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%
ROE	5.0%	6.5%	8.6%	10.8%	13.3%
ROIC	4.6%	5.6%	7.9%	10.0%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.5%	34.6%	36.9%	39.1%	40.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	2.0	2.0	2.0	1.9
速动比率	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.1	1.7	1.9	2.0	2.2
存货周转率	8.5	8.2	7.9	7.9	7.8
应收帐款周转率	396.1	167.3	111.9	113.8	111.9
应付帐款周转率	6.6	6.7	6.5	6.5	6.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.15	0.13	0.18	0.23	0.29
每股经营现金	0.38	0.20	0.22	0.25	0.31
每股净资产	3.01	2.01	2.06	2.13	2.22
每股股利	0.15	0.12	0.16	0.21	0.27
<b>估值比率</b>					
PE	40.7	46.7	34.2	26.4	20.6
PB	2.0	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	13.7	8.3	5.1	4.4	3.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许荣聪**，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

**邹恒超**，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。