

龙头生态，非线性发展

中信证券研究部

2017年12月12日

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

执业证书编号：S1010513070005

徐晓芳

电话：0755-23835427

邮件：xuxiaofang@citics.com

执业证书编号：S1010515010003

投资评级

买入（维持）

当前价：9.78 元

目标价：12.6 元

事项：

公司公告：林芝腾讯科技有限公司（简称：腾讯）拟以协议转让方式受让公司 5% 股权；此外，腾讯拟对永辉云创（公司持股 52%）进行增资，拟获得云创增资后 15% 股权。对此我们点评如下：

评论：

腾讯入局新零售，线下商企价值再重估

2014 年 3 月以来，阿里巴巴已投资（含私有化）银泰商业、苏宁云商、三江购物、联华超市、新华都、高鑫零售等近十家线下商企，业态涵盖百货/购物中心、电器连锁、超市连锁等；2016 年 1 月，融合“超市+餐饮”及 O2O 的新业态盒马鲜生开始扩张；截至 2017/12/4，在上海/北京/深圳/宁波/杭州/贵阳 6 城开出 22 家门店。

腾讯在零售方面的直接布局主要在综合电商（京东、美丽说等）、垂直电商（每日优鲜、Roseonly、珂兰钻石等）、团购（拼多多等）、二手电商（转转、回收宝等）以及餐饮 O2O（美团、饿了么等）等。在投资线下商企推动新零售方面，腾讯处后发位置。入局新零售，有望完善腾讯生态体系，提升腾讯流量变现；同时推进其“去中心化”战略。

腾讯、阿里的新零售布局，也将进一步推动线下商企价值再重估。预计腾讯对新零售的布局将不局限于超市业态，后续百货/购物中心、专业连锁等领域也将以股权为纽带利益绑定、深度融合；拥有供应链、物流、密集线下入口/场景、会员资源的商企价值将再获重估。

图 1： 腾讯零售相关业务、投资版图



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

图 2： 阿里巴巴零售相关业务布局



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

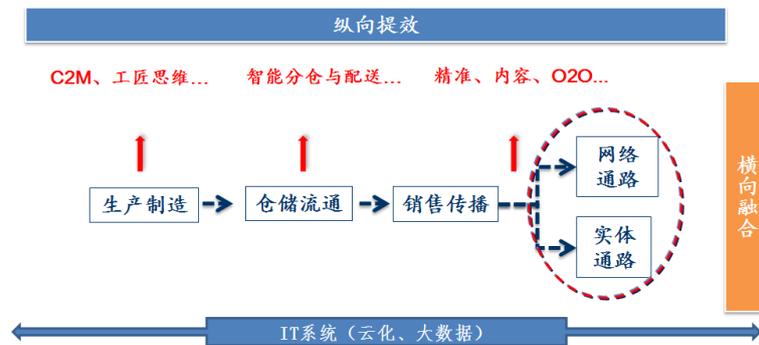
腾讯、阿里差异化赋能，全流程提效、精准营销、体验升级为共同方向

阿里生态及流量具有强烈电商属性，短期看其对线下商企的投资比例较高或进行私有化，长期看其新零售实践会深度介入运营管理，进行颠覆式改造。

腾讯生态具有强烈社交属性：一方面，其商业模式较阿里更轻资产化；另一方面，腾讯缺少实体运营团队与经验，预计其新零售实践以参股为主要方向，运营以引流、赋能、去中心化为主。

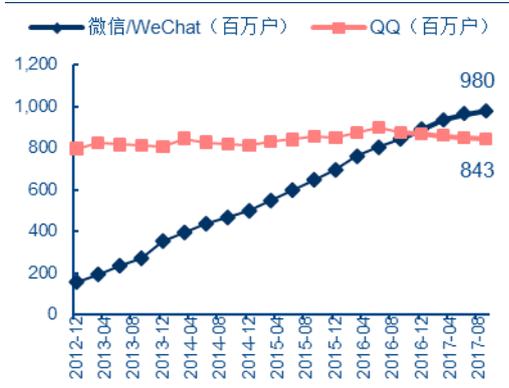
在新零售实践的大方向上，预计腾讯和阿里均将依托其完善的生态、海量用户、大数据资源对商业流通全链条进行智能化改造，包括生产环节、仓储物流、销售传播、终端零售、售后服务、金融等各环节。短期看零售端，消费者画像、精准引流/营销、提升体验料将最快落地。

图 3： 新零售本质在于全流通链条提效



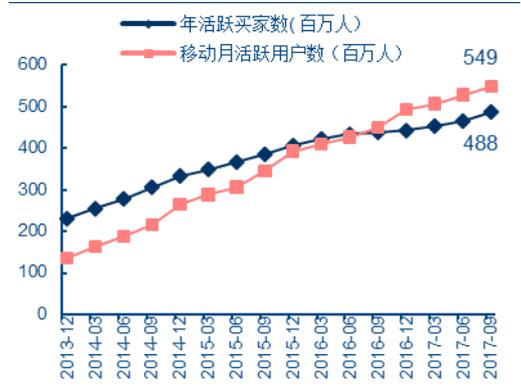
资料来源：中信证券研究部

图 4: 腾讯月度活跃用户数 (百万户)



资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

图 5: 阿里巴巴活跃用户数



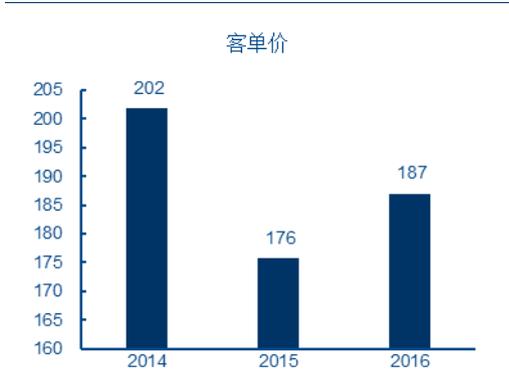
资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

超市竞争升级, 供应链、互联网、生态体系为竞争三维

不同于百货的联营模式、购物中心的租赁模式, 超市企业以自营为主。商品供应链是超市企业经营的基石, 广义供应链涵盖品类组合、流通环节扁平度 (是否源头/品牌直采)、独有商品、自有品牌、仓储、物流、配送等。

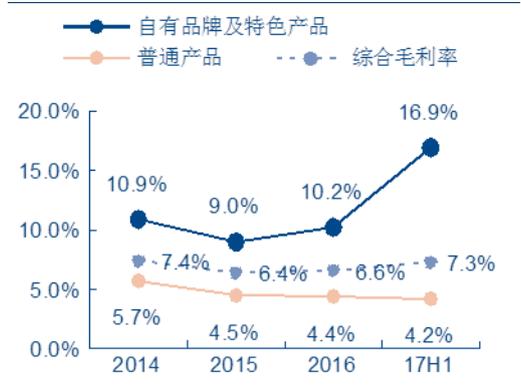
超市品类具刚需、高频、短半径等特征; 日杂、粮油往往体积大、质量大, 生鲜品类则易腐烂, 具有高配送成本特征。较其他商业业态, 超市企业拥抱互联网、推动双线融合的迫切性更强。

图 6: 中粮我买网客单价



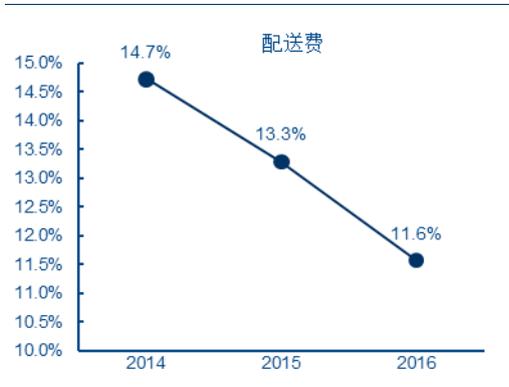
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 中粮我买网毛利率



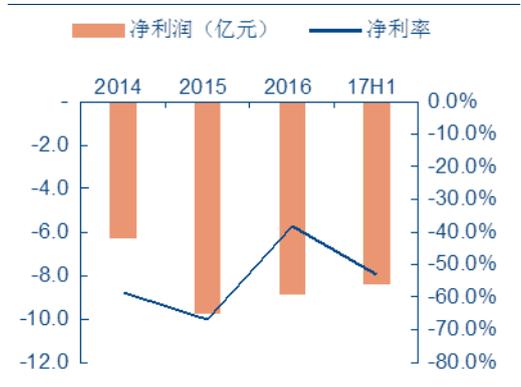
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 中粮我买网配送费用率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 中粮我买网净利润与净利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

中国商业零售进入全渠道运营阶段，一切经营将围绕消费者运营展开，而消费者的行为涵盖购物、餐饮、娱乐、休闲、出行、教育、体育等众多维度，生态化运营是必然趋势。

腾讯入股助力科技永辉、数据永辉提速，非线性发展进行时

永辉云创是打造科技永辉、数据永辉的主力军；旗下近百名 IT 人员来自各互联网龙头、商业龙头、海内外高校、科研机构等，拥有“永辉 YH”自主知识产权的收银（YH Cash）、供应链（YH SMS）、仓储物流（YH WMS）、店铺管理（YH Shop）、客户管理（YH CRM）等中台、后台系统研发接近尾声，进入后期调试阶段，预计将于 2018 年中上线，后续有望向同业输出；永辉自主研发的无人收银设备、无人值守便利店已投入使用，处持续升级换代中。

腾讯增资云创，中短期看，将从三方面助力永辉：

1. 注入资金，推动超级物种、永辉生活等创新业态高速扩张。截至 2017/12/5，超级物种已在福州、厦门、深圳、北京、上海、南京、成都 7 城市开设 19 家门店，预计 2017 年底门店数达到 25~30 家；2018 年计划展店 100 家。截至 2017/12/5，永辉生活已在上海、北京、深圳、重庆、福州、厦门、杭州、成都、苏州等地开设 162 家门店，预计 2017 年底门店数达到 200 家；预计 2018 年末门店数量达到 800~1000 家；中期将建立万家店网。

2. 通过微信为永辉门店引流，运营大数据为消费者画像，助力永辉精准营销。

3. 腾讯、永辉研发协同，推动前端门店、中后台信息系统、智能商业硬件研发。

从中长期看，腾讯、永辉生态体系将在供应链、物流、金融、数据等更广、更深维度相互赋能。

云超：截至 2017/12/8，公司 Bravo 大卖场已展店 96 家，预计全年展店 120~130 家；预计 2018/2019 年分别展店 150/200 家左右。

表 1：永辉云创股权结构（2017 年 1 月第二轮增资后）

股东名称	股权比例（%）	认缴注册资本 (人民币, 元)	相应资本公积 (人民币, 元)
永辉超市股份有限公司	52	520,000,000	0
彭华生等管理人员	24	240,000,000	0
张轩宁	12	120,000,000	30,000,000
CTGEI（今日资本）	12	120,000,000	30,000,000
总计	100	1,000,000,000	60,000,000

资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险因素：

经济复苏不达预期；新业务培育不达预期。

投资建议：

公司团队年轻化、采购全球化、应用科技化战略推进将有力推动业态、客群、商品升级，腾讯入股有望加速该进程。合伙人文化激发基层创造力，限制性股票激励则在中、高层层面优化激励，打造立体多维激励体系。维持 2017-19 年营业收入预测为 581.9 亿/727.8 亿/947.2 亿元，分别同比+18.2%/+25.1%/+30.1%，维持 2017-19 年归母净利润预测 18.1 亿/24.1 亿/32.1 亿元，分别同比+45.6%/+33.4%/+32.9%，对应净利率分别为 3.1%/3.3%/3.4%，对应 EPS 分别为 0.19/0.25/0.33 元，维持目标价 12.6 元，维持“买入”评级。

表 2：永辉超市估值预测

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42,145	49,232	58,191	72,784	94,723
增长率 YoY%	14.8	16.8	18.2	25.1	30.1
净利润(百万元)	605	1242	1808	2412	3205
增长率 YoY%	-28.9	105.2	45.6	33.4	32.9
每股收益 EPS(元)	0.06	0.13	0.19	0.25	0.33
毛利率%	19.8	20.2	20.4	20.7	20.9
净资产收益率 ROE%	5.0	6.5	9.2	12.0	15.5
PE	155	75	52	39	29
PB	3.3	4.9	4.8	4.7	4.5
EV/EBITDA	52	86	34	26	20

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2017 年 12 月 8 日收盘

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	42,145	49,232	58,191	72,784	94,723
营业成本	33,785	39,292	46,345	57,720	74,956
毛利率	19.83%	20.19%	20.36%	20.70%	20.87%
营业税金及附加	207	219	259	324	421
营业费用	6,377	7,165	8,084	9,765	12,666
营业费用率	15.13%	14.55%	13.89%	13.42%	13.37%
管理费用	970	1,289	1,677	2,293	2,889
管理费用率	2.30%	2.62%	2.88%	3.15%	3.05%
财务费用	-25	-74	-153	-124	-100
财务费用率	-0.06%	-0.15%	-0.26%	-0.17%	-0.11%
投资收益	-73	167	184	191	197
营业利润	761	1,498	2,170	2,992	4,079
营业利润率	1.81%	3.04%	3.73%	4.11%	4.31%
营业外收入	181	179	150	130	140
营业外支出	145	120	85	84	88
利润总额	797	1,556	2,235	3,038	4,131
所得税	197	343	514	699	950
所得税率	24.74%	22.02%	23.00%	23.00%	23.00%
少数股东损益	-5	-28	-87	-73	-25
归属于母公司股东的净利润	605	1,242	1,808	2,412	3,205
净利率	1.44%	2.52%	3.11%	3.31%	3.38%
每股收益(元)(摊薄)	0.06	0.13	0.19	0.25	0.33

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	600	1,214	1,808	2,412	3,205
少数股东损益	-5	-28	-87	-73	-25
折旧和摊销	811	941	1,064	1,226	1,457
营运资金变动	-40	-125	-77	231	961
其他	173	-73	-299	-238	-201
经营现金流	1,538	1,928	2,409	3,558	5,397
资本支出	-1,313	-1,440	-1,648	-2,140	-2,950
投资收益	20	1	145	120	110
资产变卖	3	4	0	0	0
其他	-1,777	-2,448	0	0	0
投资现金流	-3,067	-3,883	-1,503	-2,020	-2,840
财务费用	12	19	-153	-124	-100
新增借款	-34	0	0	0	0
股息支出	0	0	-1,446	-1,929	-2,564
其他	3,770	5,727	306	248	200
融资现金流	3,748	5,746	-1,293	-1,805	-2,464
现金净增加额	2,219	3,791	-388	-268	93

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,294	8,097	7,710	7,442	7,536
存货	4,250	5,379	6,257	7,792	10,119
应收账款	102	487	383	479	623
其他流动资产	3,285	6,603	7,129	7,919	8,829
流动资产	11,930	20,566	21,478	23,633	27,107
固定资产	3,008	3,109	3,187	3,370	3,720
长期股权投资	1,945	1,976	1,976	1,976	1,976
无形资产	600	629	603	577	551
其他长期资产	2,820	3,158	3,690	4,447	5,617
非流动资产	8,374	8,872	9,456	10,370	11,864
资产总计	20,304	29,438	30,935	34,003	38,971
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5,201	6,495	7,415	9,235	11,993
其他流动负债	2,728	3,554	3,850	4,689	6,282
流动负债	7,929	10,049	11,265	13,924	18,275
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	147	154	154	154
非流动性负债	94	147	154	154	154
负债合计	8,023	10,197	11,419	14,077	18,428
股本	4,068	9,570	9,570	9,570	9,570
资本公积	5,675	6,511	6,511	6,511	6,511
股东权益合计	12,228	19,198	19,560	20,042	20,683
少数股东权益	54	43	-44	-117	-141
负债股东权益总计	20,304	29,438	30,935	34,003	38,971

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率（%）					
营业收入	14.8	16.8	18.2	25.1	30.1
营业利润	-27.9	96.9	44.9	37.9	36.3
净利润	-28.9	105.2	45.6	33.4	32.9
利润率（%）					
毛利率	19.8	20.2	20.4	20.7	20.9
EBIT Margin	1.9	2.6	3.1	3.7	4.0
EBITDA Margin	3.8	4.5	5.0	5.4	5.5
净利率	1.4	2.5	3.1	3.3	3.4
回报率（%）					
净资产收益率	5.0	6.5	9.2	12.0	15.5
总资产收益率	3.0	5.0	6.0	7.4	8.8
其他（%）					
资产负债率	39.5	34.6	36.9	41.4	47.3
所得税率	24.7	22.0	23.0	23.0	23.0
股利支付率	101.7	92.5	84.0	82.5	80.6

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。