证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

永辉超市（601933） 买入

重大事件快评 （维持评级）

2019 年 01 月 15 日

从绝对估值的角度看待永辉

证券分析师： 王念春 0755-82130407 wangnc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027
联系人： 刘馨竹 liuxinz@guosen.com.cn

小结结论：

保守假设条件下，在 WACC=9.0-11.00%区间，永续增长率=0.9-2.1%区间，公司估值区间为 7.42-11.36 元。

效率提升带动下的 ROE 增长将是最大的超预期来源周转率存在较大的提升空间。

核心观点：

1）市场对永辉合理的相对估值水平争议较大，我们不妨从绝对估值的角度，暂不考虑云创、云商、云金业务以及并购影响，静态分析基于当前经济环境及竞争格局，探索不同 P/E 水平下的估值，隐含对 10 年后的永辉，怎样的预期？我们的预测 2027 年公司销售收入将突破 3000 亿元，净利润达到 138 亿元，净利率达到 4.3%。从 2018-2027 年 10 年间，收入复合增速达到 18.45%，利润复合增速达到 22.51%；2027 年，永辉的门店总数达到 2926 家。

2）合理的相对估值及绝对估值：从相对估值的角度，我们预测 2019 年云超业务的净利润应在 28-30 亿，给予 30x 估值，则合理估值区间 8.77 元-9.40 元；从绝对估值的角度，在 WACC=10%，永续增长率=1.5%的假设下，公司合理估值为 9.04 元；在 WACC=9.0-11.00%区间，永续增长率=0.9-2.1%区间，公司估值区间为 7.42-11.36 元。

3）云超业务增长的三个驱动力；展店、同店、并购。绝对估值的核心因子假设合理性的探讨：同店增速以及展店增速。静态考虑同店，由于电商分流持续以及门店加密分流的影响，我们认为公司未来 10 年同店增速将很难超过 CPI；然而，在乐观条件下，公司未来到家+到店的全渠道融合加速，或将获得良好的同店增长。开店假设方面，我们预测，2027 年公司门店总数将接近 3000 家。

4）周转率存在较大的提升空间；周转率提升将成为未来 ROE 提升的最主要来源。公司当前资产周转率与沃尔玛差异较大，后续随着门店加密和规模效应仍然存在较大提升空间。当前永辉资产周转率较低，一方面与企业资产结构差异较大相关；另一方面，也与企业的科技化水平相关。我们期待辉腾 2.0 正式上线后，通过流程化改造对企业效率的提升。

评论：

■ **永辉超市的合理估值：25x，30x，还是 35x？**

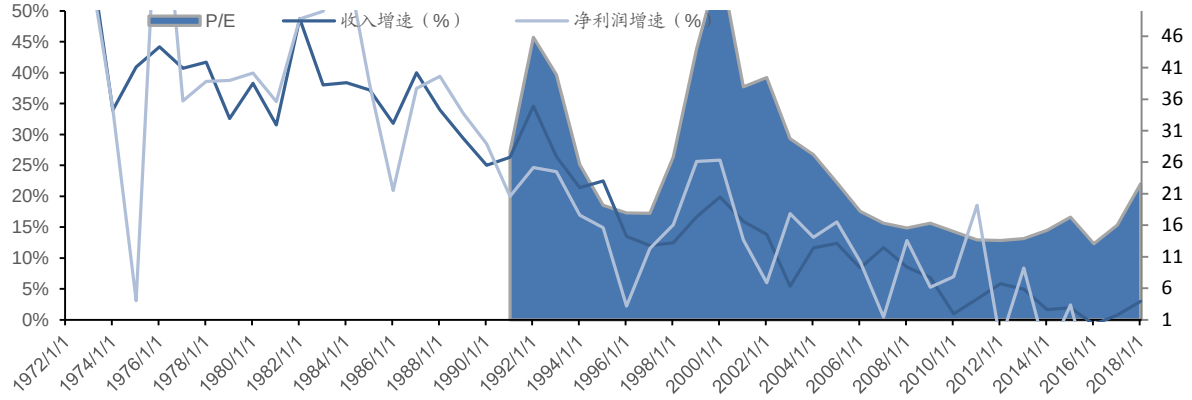
沃尔玛高成长期 P/E 估值中枢超过 30 倍：市场对永辉的相对估值参照主要是海外超市龙头高成长期估值体系，我们在前期沃尔玛专题系列报告探讨中过，沃尔玛高速成长期的估值中枢长期在 30x+。在沃尔玛发展的第二阶段，FY1981-FY1992 期间，沃尔玛实现收入从 16.55 亿美元至 439 亿美元，净利润从 5568 万美元至 16.09 亿美元的突破性增长，11 年间，收入增长 26 倍，利润增长 28 倍，收入、利润 CAGR 分别达到 34.24%、35.25%；门店从 330 家增加至 1724 家，年均开店 127 家，CAGR 为 16.21%。

我们再将沃尔玛从 FY1992 的第三个发展阶段进行拆分：FY2002 开始，沃尔玛的估值中枢从 30x 开始下移，FY2005 后，公司的估值中枢下降至 20x。FY1992-FY2002 的 10 年间，沃尔玛收入达到 2296 亿美元，净利润达到 78.18 亿美元，收入、利润 CAGR 分别为 17.37%、15.28%；沃尔玛美国门店增至 2744 家，山姆会员店数量也达到 500 家；合计年均开店数 152 家。

30x 的估值水平具有合理性：我们认为，当前永辉超市处于沃尔玛从第二阶段中后期，然而收入和利润复合增速将低于同时期的沃尔玛：主要因同店增速差异较大（**FY1992-2002 沃尔玛同店 CAGR 达到 6.92%，而中性假设下我们对永辉未来 10 年同店增长预期为 1-2%**）。因此，在给定开店假设条件下（2019-2028 年门店增速 CAGR 超过 16%），未来 10 年永辉的业绩增速将低于沃尔玛的第二阶段而略高于第三阶段，因此 30x 的估值是存在合理性的。

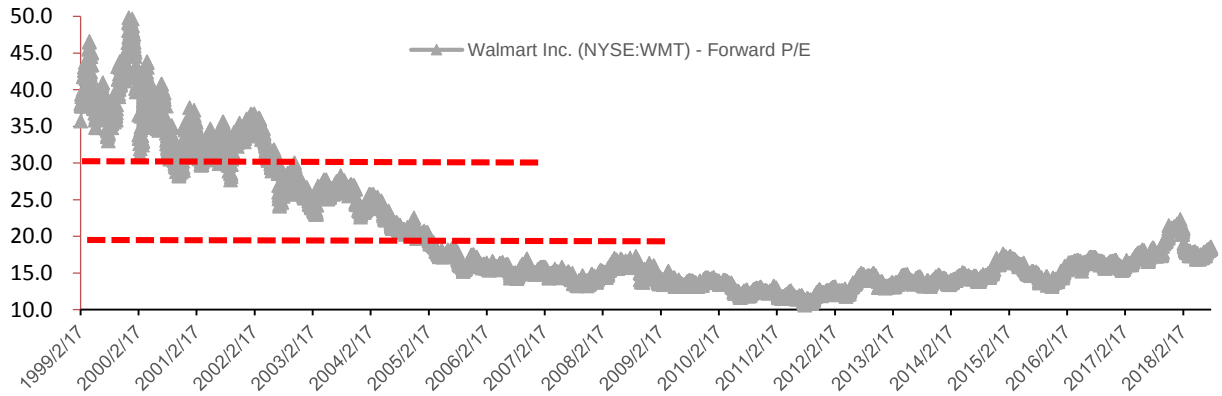
核心业务云超合理估值区间 8.77 元-9.40 元：由于永辉财务表观利润受到诸多因素影响（投资收益、股权激励费用、部分利息支出），我们仅对核心云超业务进行估值。我们估算 2019 年公司核心利润，即云超业务的净利润应在 28-30 亿，给予 30x 估值，则合理估值区间 8.77 元-9.40 元。

图 1：沃尔玛历年收入增速、利润增速及 P/E 对比（%，%，倍）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 2：沃尔玛历年 P/E 变化（倍）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

绝对估值的角度：我们希望 10 年后，看到一个怎样的永辉？

市场对永辉合理的相对估值水平争议较大，我们不妨从绝对估值的角度，暂不考虑云创、云商、云金业务，静态分析基于当前经济环境及竞争格局，探索不同 P/E 水平下的估值，隐含对 10 年后的永辉，怎样的预期？

根据我们的静态假设，2027 年的永辉，销售收入将突破 3000 亿元，净利润达到 138 亿元，净利率达到 4.3%。从 2018-2027 年 10 年间，收入复合增速达到 18.45%，利润复合增速达到 22.51%；2027 年，永辉的门店总数达到 2926 家。

诚然，我们需要深刻的意识到，绝对估值只能够给予一个“精确的模糊”，我们只能够根据目前已知的信息，对未来的永辉做出预测；**在 WACC=10%，永续增长率=1.5%的假设下，公司合理估值为 9.04 元。**

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	58591	71010	86790	105014	125881	150581	178775	210492	244601	281002	318492
增长率（YOY)	19.0%	21.2%	22.2%	21.0%	19.9%	19.6%	18.7%	17.7%	16.2%	14.9%	13.3%
毛利率（%）	20.8%	22.3%	22.7%	22.8%	22.9%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
销售费用率（%）	14.4%	16.2%	15.5%	15.4%	15.4%	15.2%	15.0%	14.7%	14.3%	14.0%	13.7%
管理费用率（%）	3.0%	4.2%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EBITDA(百万元)	2819	2267	4389	5771	7102	8702	10807	13158	16206	19413	22606
EBITDA margin	4.8%	3.2%	5.1%	5.5%	5.6%	5.8%	6.0%	6.3%	6.6%	6.9%	7.1%
增长率(YOY)	28.8%	-19.6%	93.6%	31.5%	23.1%	22.5%	24.2%	21.8%	23.2%	19.8%	16.5%
EBIT(百万元)	1744	1045	2945	4080	5109	6357	8067	9995	12607	15403	18216
EBIT/销售收入（%）	3.0%	1.5%	3.4%	3.9%	4.1%	4.2%	4.5%	4.7%	5.2%	5.5%	5.7%
增长率(YOY)	39.7%	-40.1%	181.8%	38.5%	25.2%	24.4%	26.9%	23.9%	26.1%	22.2%	18.3%
税后利润(百万元)	1817	1597	2223	3048	3842	4739	5972	7443	9456	11631	13834
净利率（%）	3.1%	2.2%	2.6%	2.9%	3.1%	3.1%	3.3%	3.5%	3.9%	4.1%	4.3%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

主要指标假设：WACC10.0%；永续增长 1.5%。

表 2：公司 FCFF 企业自由现金流模型（百万元，元，%）

		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT		1,045.3	2,945.3	4,079.9	5,108.6	6,357.4	8,066.8	9,994.8	12,607.4	15,402.8	18,216.5	
所得税税率		19.00%	20.00%	21.00%	22.00%	23.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	
EBIT*(1-所得税税率)		846.7	2,356.2	3,223.1	3,984.7	4,895.2	6,130.8	7,596.0	9,581.6	11,706.2	13,844.5	
折旧与摊销		1,221.8	1,444.0	1,691.6	1,993.2	2,344.8	2,740.1	3,163.7	3,598.7	4,009.8	4,390.0	
营运资金的净变动	(568.5)	392.5	(48.2)	(66.1)	(4.7)	57.9	112.5	(207.9)	(239.9)	(252.8)	(255.4)	
资本性投资		(2,345)	(2,761)	(3,348)	(3,913)	(4,474)	(4,966)	(5,403)	(5,439)	(5,365)	(5,272)	
FCFF		115.8	990.7	1,500.4	2,060.2	2,823.9	4,017.2	5,148.8	7,501.1	10,097.8	12,706.4	151,729.9
PV(FCFF)		105.3	818.8	1,127.3	1,407.1	1,753.4	2,267.6	2,642.1	3,499.3	4,282.5	4,898.9	58,498.4
核心企业价值	81,300.7			51.44%	37.31%	37.07%	42.26%	28.17%	45.69%	34.62%	25.83%	
减：净债务	(5,245.1)											
股票价值	**86,545.8**											
每股价值	**9.04**											

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

绝对估值的敏感性分析：在 WACC=9.0-11.00%区间，永续增长率=0.9-2.1%区间，公司估值区间为 7.42-11.36 元。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.0%	9.5%	10.00%	10.5%	11.0%
永续增长率变化	2.1%	11.36	10.37	9.51	8.77	8.11
	1.9%	11.11	10.16	9.34	8.62	7.98
	1.7%	10.88	9.96	9.17	8.47	7.86
	1.5%	10.65	9.78	9.01	8.34	7.74
	1.3%	10.44	9.60	8.86	8.21	7.63
	1.1%	10.24	9.43	8.71	8.08	7.52
	0.9%	10.05	9.26	8.57	7.96	7.42

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

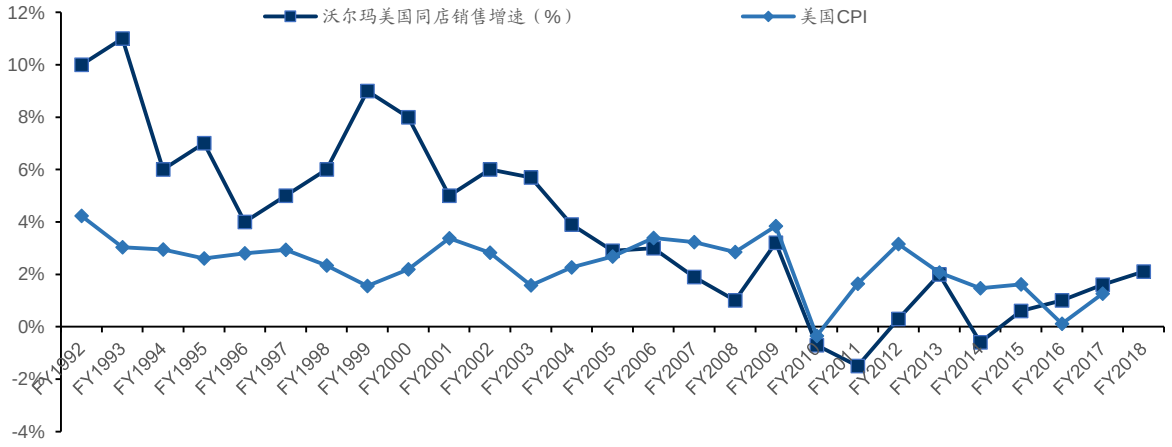
关于同店：同店增速与通胀相关：到店与到家的份额变化

假设门店面积不变，同店增速等于坪效增速，**同店增速=（1+客流量增速）（1+客单价增速）-1。不考虑品类优化、格局变化等因素对客流量、产品组合的影响，同店增速应与 CPI 的变化一致。**然而，我们观察到，FY2005 年以前，沃尔玛的同店增速明显高于 CPI 增速，体现企业的竞争优势；而从金融危机之后，沃尔玛美国的同店增速则在相当长的时间内跑输通胀。我们认为，2008 年后同店增速低于通胀，主要系电商渠道的兴起、以及细分业态竞争对手出现两方面的影响。

基于“到店”模式的超市业态同店增速不宜太乐观：主要因：1）电商分流持续；2）门店加密分流。尽管国内电商渠道增速放缓，但是电商增速仍然超过整体增速，对线下分流的效应仍将持续。因此对于国内超市企业，基于当前竞争格局做出静态假设，企业经营方式仍以“到店为主”，我们很难在长期给予同店增速超过通胀的预期。然而，对于行业龙头如永辉超市等，基于龙头地位以及创新能力，永辉的到家业务的探索有可能成为同店增速的增量，规模效应的持续集聚也有可能通过份额争夺获得更高的同店增速。**这一影响我们将在乐观假设中展现。**

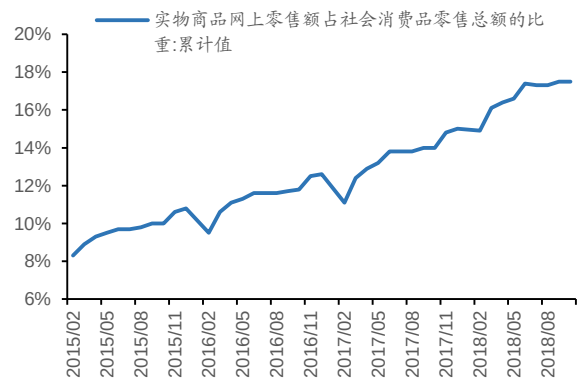
关注“到家”业务对同店客流量的影响：到家业务对商超客流量影响的一个典型案例在于沃尔玛中国同店状况的拆解。截止 FY2018，沃尔玛中国门店总数达 443 家，我们测算销售规模约在 700-900 亿间。FY2018Q4（2017 年 10 月-2018 年 1 月），沃尔玛中国的同店客流量数据由负转正，我们预计是因为京东到家线上引流的影响。继 2016 年底沃尔玛以 10.1%的持股比例成为京东团第三大股东，2017 年 7 月份，双方宣布实施“三通”战略。2018 年 7 月 19 日，全国已有 30 个城市的 200 家沃尔玛门店入驻京东到家平台。据亿欧网，2018 年 8 月 9 日，达达-京东到家获沃尔玛和京东 5 亿美元融资，沃尔玛投资额 3.2 亿美元，股权占比达到 10%。然而，由于到家业务长期、稳定的盈利能力尚未得到验证，我们将密切关注全渠道融合对同店增速的影响，此外，补贴退坡、人口红利消退的影响仍然值得考虑。

图 3：沃尔玛历年同店增速与美国 CPI 变化（%，%）



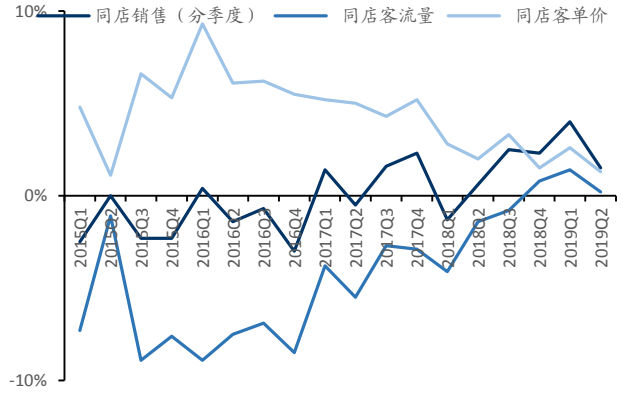
资料来源:Blommberg、国信证券经济研究所整理
注，沃尔玛财年以每年 1 月 31 结束，为更直观分析，FY2018 为 2017 年 1 月至 2018 年 1 月的经营数据；而 FY2018 的 CPI 则为 2017 年自然年的宏观数据

图 4：历年我国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重（%）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

图 5：京东到家上线后对沃尔玛中国区同店增速，尤其是客流增速影响明显（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

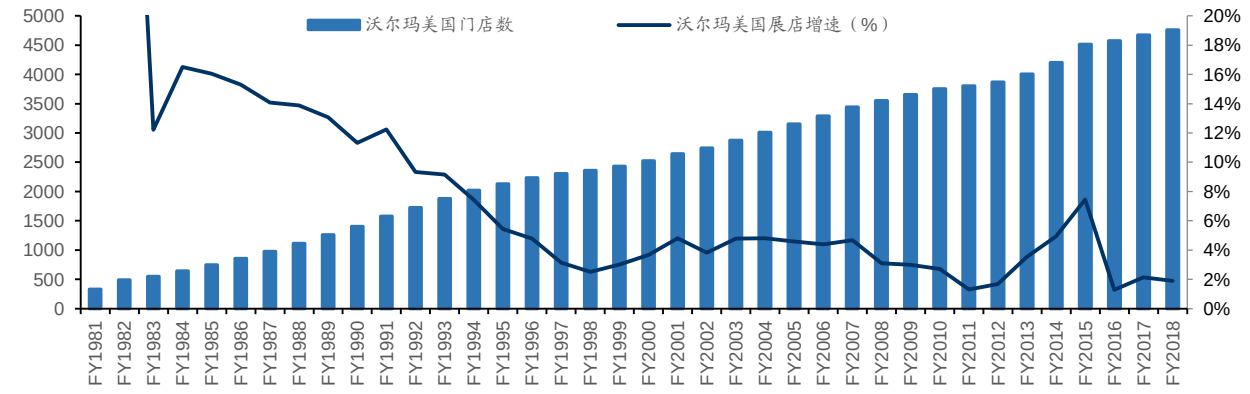
关于展店：更积极的内生展店数，期待外延拓张的协同

永辉将在未来 10 年保持较高的展店数，2028 年门店数超 3000 家：我们认为未来 10 年永辉将保持较高的展店速度，中性情景假设公司每年开店数上限为 300 家。沃尔玛在第二阶段，门店从 330 家增加至 1724 家，年均开店 127 家，CAGR 为 16.21%。我们认为永辉将维持更高的开店速度，主要因 1）沃尔玛门店多以自有为主，且门店面积较大，单店投资额更高；2）我国连锁商业加速扩张的基础条件已经具备，未来 10 年，连锁对非连锁份额的侵蚀将提速。

我们预测，2019-2028 年间，公司年均新开店数达到 250 家，2028 年门店总数达到 3225 家，门店数量 CAGR16.32%。

外延式参股+合作的模式拓展大云超门店数：除了内生展店，公司还通过参股、合资等方式与区域性龙头合作，扩展广义云超的门店数。基于多种原因，目前公司入股的区域型连锁零售商中百集团、红旗连锁等的效应暂时还不明显，并购整合的影响仍需持续跟踪。通过投资或合资公司模式，如永辉百佳等的方式；以及 B2B 管理输出等模式的探索，仍然值得期待。由于模式尚未成熟，我们暂未考虑这部分对业绩的影响。

图 6：沃尔玛美国历年门店数及同店增速（个，%）



资料来源:Bloomberg、国信证券经济研究所整理
注，沃尔玛财年以每年 1 月 31 结束，为更直观分析，FY2018 为 2017 年 1 月至 2018 年 1 月的经营数据；而 FY2018 的 CPI 则为 2017 年自然年的宏观数据

ROE 提升的来源：周转率提升仍然存在巨大空间

周转率提升将成为未来 ROE 提升的最主要来源。公司当前资产周转率与沃尔玛差异较大，后续随着门店加密和规模效应仍然存在较大提升空间。当前永辉资产周转率较低，一方面与企业资产结构差异较大相关（如永辉的现金类科目与长期股权投资占比较高，固定资产占比较低）；另一方面，也与企业的科技化水平相关。我们期待辉腾 2.0 正式上线后，通过流程化改造对企业效率的提升。

表 4：公司及部分可比公司 2015-2017 年三年平均杜邦分析及存货周转率分析

	永辉超市	高鑫零售	家家悦	沃尔玛	costco
资产周转率	2.07	1.75	2.09	2.44	3.66
净利率	2.35%	2.69%	2.48%	2.79%	2.06%
权益乘数	1.69	2.70	3.43	2.53	3.08
ROE	7.83%	12.28%	17.89%	17.18%	23.25%
存货周转率	8.37	5.63	7.02	8.30	11.74

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

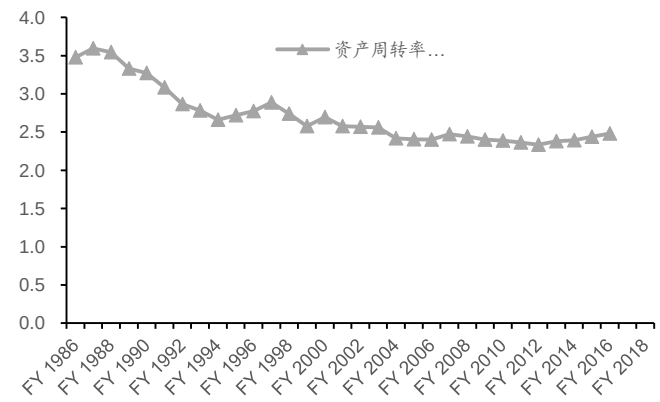
表 5：公司及部分可比公司 2015-2017 年三年平均资产类合并科目/总资产（%）)

	永辉超市	高鑫零售	家家悦	沃尔玛	costco
存货	19%	24%	23%	21%	27%
应收预付类合计	11%	7%	5%	3%	4%
现金类合计（货币资金，其他流动资产）	30%	14%	42%	4%	16%
固定资产类合计（固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊）	26%	54%	25%	56%	50%
投资（长期股权投资、交易性、可供出售金融资产）	14%	0%	1%	8%	0%
其他	1%	1%	4%	7%	3%

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

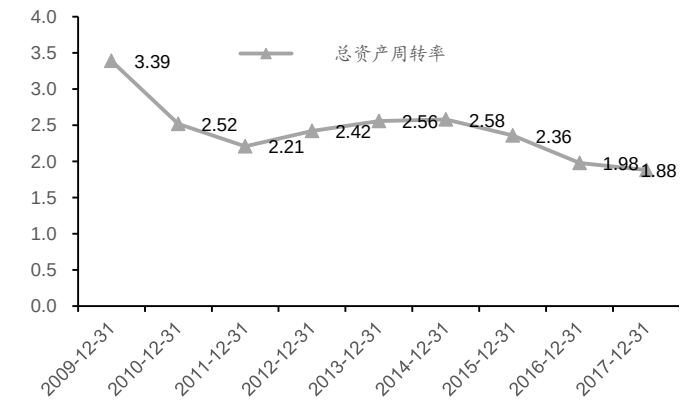
高生鲜占比，存货周转率存在较大提升空间。目前公司与沃尔玛的存货周转率相似，都在 8x 左右，然而公司定位生鲜超市，与大卖场定位的沃尔玛在产品结构方面存在较大差异，而收入占比超过 40%的生鲜品类周转率应当远高于其他品类。我们观察，2019 年公司存货周转率曾高达 12.91x，且当时业态以红标店为主，后续存货周转率的下降或因全国化扩张导致。我们认为，随着门店加密，存货周转率存在提升的预期。

图 7：沃尔玛历年资产周转率



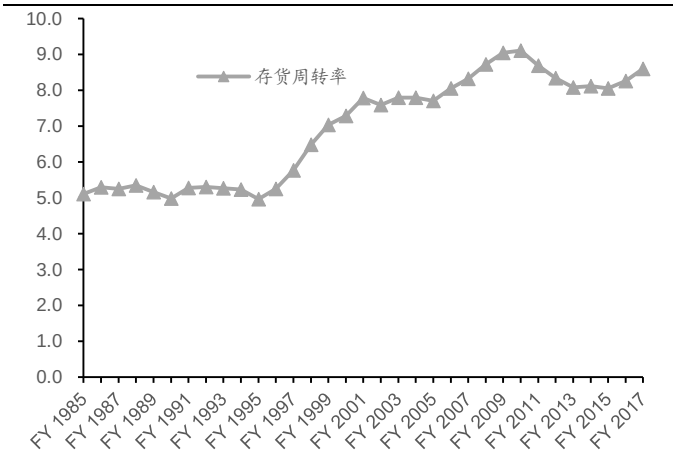
资料来源 :Blomberg、国信证券经济研究所整理

图 8：永辉超市历年资产周转率



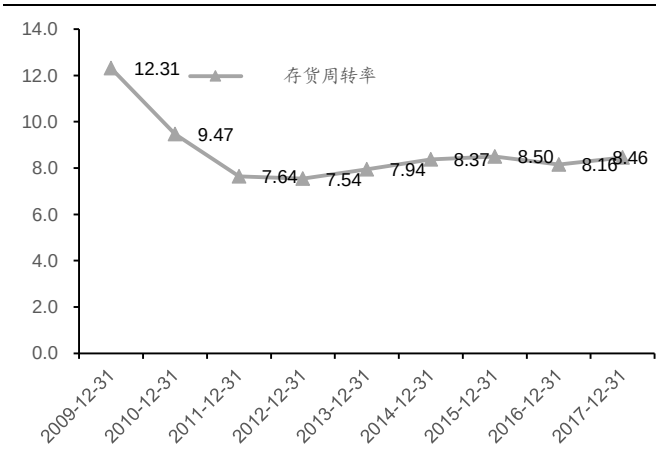
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：沃尔玛历年存货周转率



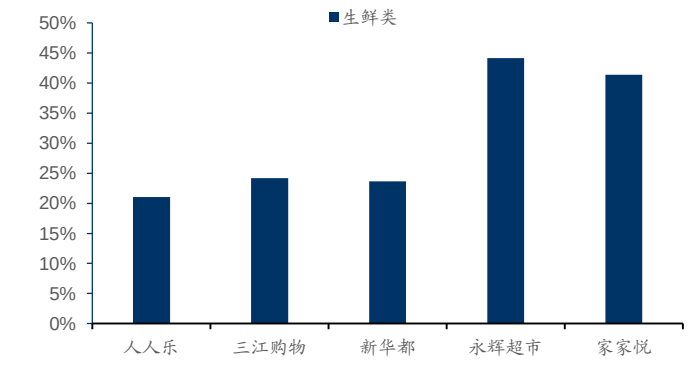
资料来源 :Blomberg、国信证券经济研究所整理

图 10：永辉超市历年存货周转率



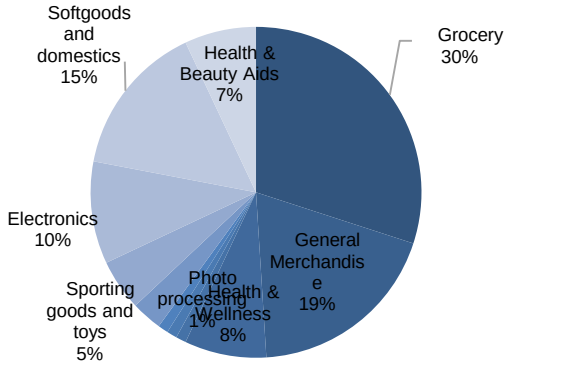
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：2017 年国内主要 企业生鲜产品占比（%）



资料来源 :Blomberg、国信证券经济研究所整理

图 12：FY2006 沃尔玛美国国分产品营业收入构成（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：FY2006 后沃尔玛对分品类收入构成口径进行调整

毛利率是向上下游综合议价能力的体现：生鲜食百作为必选消费，作为标品，对大众消费者基本不具备较强的定价能力，**我们可以给予消费者价格敏感型的画像，低价策略是大多数大众型消费零售企业的立足之本**（暂且不论消费升级或消费分层，消费者总是希望在给定的预算线达到更高的无差异曲线，即效用水平）。因此对于超市企业，通过下游提价提升毛利率的方式是不可取的，而无限制压榨上游供应商提升毛利率也是不可持续的，最终应该是通过效率提升，资源节约，实现全产业链的共赢。

效率提升的源泉：规模效应与供应链管理能力。相对于供应链管理能力直接研究的不可琢磨性，规模效应对零售企业的影响更易于理解。主要体现在：1）品牌效应：门店增加和门店加密，将提升品牌影响力和消费者辨识，对于聚集客流、推广自有品牌具有积极作用；2）上游议价能力：规模化采购增强上游议价能力，加强直采占比甚至通过自有品牌等直接间接布局上游，提升毛利率水平；2）基础设施及中后台费用的摊销：区域加密对于物流运输系统的营运效率提升明显，同时整体规模增大对于中后台采购、营销、管理等费用摊销将有效改善。

供应链管理能力更多是抽象的、难以直接研究的，往往只能够通过财务数据如毛利率、费用率水平，去反向证明企业拥有较强的中后台能力。超市企业供应链管理的成功经验都是老调重弹，如加强直采、自建物流中心、信息化建设、自有品牌等，《向沃尔玛学习供应链管理》一书中，将沃尔玛的成功归于信息流、物流、薄利多销的快速现金流的“三流合一”，在此不一一赘述。

物流中心：门店加密提升 DC 利用效率从而提升周转率

门店加密提升 DC 利用效率从而提升周转率。部分文献显示，“沃尔玛在美国拥有 25 个大规模配送中心，一个配送中心要为 100 个零售店服务”。“沃尔玛配送中心的面积一般在 10 万平米左右，标准辐射半径为 250 英里（约合 400 公里），雇佣 500-1000 名员工，最多可服务于 75-100 家门店。”以沃尔玛美国为例，FY1995（国际化初期），沃尔玛美国门店总数 2133 家，DC 数量为 30 个，平均每 71 个门店对应一个 DC，存货周转天数为 69.78，资产周转率为 2.78）。FY2018，沃尔玛美国门店总数达到 4761 个，DC 数量达到 157 个，平均每 30.32 个门店数对应一个 DC，资产周转率 3.05；沃尔玛整体资产周转率 2.43，而存货周转天数则下降至 42.44；这些数据显示，虽然单位 DC 对应门店数下降，但是整体周转率却是提升的。

然而，单位 DC 对应门店数与周转率难以验证直接关系，主要因 DC 面积差异较大导致。例如永辉超市的 DC 面积从 20 亩-550 亩不等，然而简单线性根据 DC 数量及门店数量判断周转率是不可取的，然而通过门店加密提升 DC 利用效率，从而提升周转率的逻辑仍然是成立的。

盈利预测的假设：

开店假设：

我们假设未来 10 年，公司每年开店呈现加速趋势，每年新开店上限为 300 个。

表 6：公司未来 10 年新开门店数量及面积假设（个，千平方米，%）

	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
门店数量（个）	579	711	861	1,051	1,261	1,500	1,762	2,044	2,334	2,629	2,926
净增加数（个）	116	135	150	180	210	239	262	282	290	295	297
门店数 yoy(%)	25.22%	23.44%	21.10%	20.00%	17.00%	14.00%	*10.00%*	*8.00%*	*3.00%*	*2.00%*	*1.00%*
门店面积假设											
门店面积(千平方米)	5,197	6,209	7,334	8,684	10,259	12,052	14,017	16,132	18,307	20,519	22,747
平均单店面积（平方米）	8,975	8,733	8,518	8,263	8,136	8,034	7,955	7,892	7,843	7,805	7,774
新开店面积（千平方米）	927	1,013	1,125	1,350	1,575	1,793	1,965	2,115	2,175	2,213	2,228
门店面积 yoy(%)	21.70%	19.48%	18.12%	18.41%	18.14%	17.47%	16.31%	15.09%	13.48%	12.09%	10.86%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

同店假设：

在中性假设下，我们对未来的同店增速预期在 1.0-1.5%之间。

表 7：公司未来 10 年可比店、新店同店收入及假设（百万元，个，千平方米，%）

	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
可比店收入及预测											
可比门店数	366	439	561	692	842	1032	1242	1481	1743	2025	2315
可比店面积（千平方米）	3,515	4,124	5,051	6,063	7,188	8,538	10,113	11,906	13,871	15,986	18,161
可比店坪效（月/元）	1074	1,090.11	1,105.37	1,120.85	1,135.42	1,150.18	1,163.98	1,177.95	1,190.91	1,204.01	1,216.05
坪效 yoy(%)	2.19%	1.50%	1.40%	1.40%	1.30%	1.30%	*1.20%*	*1.20%*	*1.10%*	*1.10%*	*1.00%*
可比店收入(百万元）	45,306	53,948	66,994	81,551	97,939	117,845	141,258	168,291	198,224	230,962	265,010
可比店收入占比（%）	82.55%	81.73%	83.34%	83.96%	84.11%	84.61%	85.42%	86.44%	87.61%	88.86%	89.96%
新店收入及预测											
新店数量	213	272	300	359	419	468	520	563	591	604	611
新店面积（千平方米）	1,681	2,085	2,283	2,621	3,071	3,513	3,903	4,226	4,436	4,533	4,586
新店坪效(月/元）	474.78	481.90	488.65	495.49	501.93	508.46	514.56	520.73	526.46	532.25	537.57
新店坪效 yoy(%)		1.50%	1.40%	1.40%	1.30%	1.30%	*1.20%*	*1.20%*	*1.10%*	*1.10%*	*1.00%*
新店销售收入（百万元）	9,578	12,057	13,389	15,583	18,496	21,437	24,102	26,406	28,024	28,955	29,583
新店收入占比	17.45%	18.27%	16.66%	16.04%	15.89%	15.39%	14.58%	13.56%	12.39%	11.14%	10.04%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

收入假设:

我们预测随着规模效应释放，未来零售业毛利率将小幅提升；服务收入增速则与零售收入增速一致。

表 8: 公司未来 10 年营业收入及毛利率假设（百万元，%）

	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
零售业收入(百万元)	**54,884**	**66,005**	**80,383**	**97,134**	**116,435**	**139,282**	**165,360**	**194,698**	**226,247**	**259,917**	**294,593**
零售收入 yoy（%）	17.49%	20.26%	21.78%	20.84%	19.87%	19.62%	*18.72%*	*17.74%*	*16.20%*	*14.88%*	*13.34%*
零售业毛利率（%）	16.40%	17.40%	17.50%	17.60%	17.70%	17.80%	17.90%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
服务收入(百万元)	3,707	5,005	6,406	7,880	9,446	11,299	**13,415**	**15,795**	**18,354**	**21,085**	**23,898**
服务收入 yoy（%）	47.15%	35%	28%	23%	19.87%	19.62%	18.72%	17.74%	16.20%	14.88%	13.34%
服务业毛利率（%）	86.41%	86.41%	86.40%	86.20%	86.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
总收入（百万元）	58,591	71,010	86,790	105,014	125,881	150,581	178,775	210,492	244,601	281,002	318,492
总收入 yoy（%）	19.01%	21.20%	22.22%	21.00%	19.87%	19.62%	*18.72%*	*17.74%*	*16.20%*	*14.88%*	*13.34%*
毛利润（百万元）	12,205	15,810	19,602	23,888	28,732	34,396	41,002	48,471	56,325	64,707	73,340
综合毛利率（%）	20.83%	22.26%	22.59%	22.75%	22.82%	22.84%	22.93%	23.03%	23.03%	23.03%	23.03%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

资本开支:

资本开支主要包括固定资产投资以及用于装修的长期待摊费用投资。固定资产投资与物流中心等重大项目建设相关；长期待摊费用与新开门店数相关，长期待摊费用=新开店数*平均新店面积*每平米产期待摊费用支出。

表 9: 公司未来 10 年资本开支假设（百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	58591	71010	86790	105014	125881	150581	178775	210492	244601	281002	318492
营业收入 yoy（%）	19.01%	21.20%	22.22%	21.00%	19.87%	19.62%	18.72%	17.74%	16.20%	14.88%	13.34%
capex（百万元）	2256	2345	2761	3348	3913	4474	4966	5403	5439	5365	5273
yoy	56.68%	3.97%	17.74%	21.25%	16.87%	14.34%	11.00%	8.80%	0.67%	-1.36%	-1.73%
capex/营业收入	3.85%	3.30%	3.18%	3.19%	3.11%	2.97%	2.78%	2.57%	2.22%	1.91%	1.66%
固定资产投资(百万元)	1028	1246	1523	1842	2135	2429	2701	2941	2882	2738	2601
yoy	75.05%	21.20%	22.22%	21.00%	15.90%	13.74%	11.23%	8.87%	-2.00%	-5.00%	-5.00%
每平米固定资产投资（元）	1,109	1,230	1,354	1,365	1,356	1,355	1,375	1,391	1,325	1,238	1,168
长期待摊费用投资(百万元)	991	1,099	1,239	1,506	1,778	2,045	2,265	2,462	2,557	2,627	2,671
yoy	74.20%	10.91%	12.67%	21.56%	18.07%	15.06%	10.72%	8.71%	3.87%	2.74%	1.68%
新开门店数	116	135	150	180	210	239	262	282	290	295	297
门店增速（%）	25.44%	23.32%	21.10%	20.91%	19.98%	18.95%	17.47%	16.00%	14.19%	12.64%	11.30%
平均新开单店面积	7,988	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500.00
平均每平米长期待摊费用投资（元）	1,070	1,086	1,101	1,115	1,129	1,141	1,153	1,164	1,176	1,187	1,199.33
单位长期待摊费用增加(%)		1.50%	1.40%	1.30%	1.20%	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

情景分析:

我们拟根据同店增速的不同假设，进行情景分析。

乐观假设：受益于到店+到家模式全渠道融合，公司 2019-2027 年同店增速达到 3%；悲观假设：2019-2027 年同店增速逐步下降至 0.5%。在乐观假设下，2027 年，公司营业收入达到 3685 亿元，净利率水平为 5.2%，净利润达到 193 亿元；而悲观假设中，公司 2027 年收入仅为 2981 亿元，净利润为 89.26 亿元，净利率 2.99%。

表 10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
乐观预测											
营业收入(百万元)	58,591	71,010	88,058	108,103	131,600	159,875	192,947	230,938	273,059	319,193	368,469
(+/-%)	19.01%	21.20%	24.01%	22.76%	21.74%	21.48%	20.69%	19.69%	18.24%	16.90%	15.44%
净利润(百万元)	1817	1497	2298	3312	4381	5651	7392	9691	12579	15815	19317
(+/-%)	46.3%	-17.6%	53.5%	44.1%	32.3%	29.0%	30.8%	31.1%	29.8%	25.7%	22.1%
净利率(%)	3.1%	2.1%	2.6%	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.2%	4.6%	5.0%	5.2%
摊薄 EPS	0.19	0.16	0.24	0.35	0.46	0.59	0.77	1.01	1.31	1.65	2.02
中性预测											
营业收入(百万元)	58,591	71,010	86,790	105,014	125,881	150,581	178,775	210,492	244,601	281,002	318,492
(+/-%)	19.01%	21.20%	22.22%	21.00%	19.87%	19.62%	18.72%	17.74%	16.20%	14.88%	13.34%
净利润(百万元)	1,817	1,497	2,159	2,971	3,749	4,629	5,842	7,437	9,450	11,627	13,831
(+/-%)	46.28%	-17.63%	44.26%	37.60%	26.21%	23.47%	26.21%	27.31%	27.06%	23.04%	18.96%
净利率(%)	3.10%	2.11%	2.49%	2.83%	2.98%	3.07%	3.27%	3.53%	3.86%	4.14%	4.34%
摊薄 EPS	0.19	0.16	0.23	0.31	0.39	0.48	0.61	0.78	0.99	1.21	1.45
悲观预测											
营业收入(百万元)	58,591	70,464	85,475	102,675	122,348	145,344	171,364	200,371	231,458	264,325	298,106
(+/-%)	19.01%	20.26%	21.30%	20.12%	19.16%	18.80%	17.90%	16.93%	15.51%	14.20%	12.78%
净利润(百万元)	1,817	1,134	1,461	1,952	2,431	2,934	3,676	4,673	6,028	7,469	8,926
(+/-%)	46.28%	-37.61%	28.85%	33.62%	24.54%	20.71%	25.28%	27.15%	28.99%	23.89%	19.51%
净利率(%)	3.10%	1.61%	1.71%	1.90%	1.99%	2.02%	2.14%	2.33%	2.60%	2.83%	2.99%
摊薄 EPS	0.19	0.12	0.15	0.20	0.25	0.31	0.38	0.49	0.63	0.78	0.93

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

周转率提升不及预期；费用率优化不及预期；展店进度不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4608	4600	4600	4600
应收款项	1813	2043	2378	2877
存货净额	5582	6009	7133	8394
其他流动资产	6464	7811	9547	11552
流动资产合计	**20337**	**22333**	**25528**	**29293**
固定资产	4099	4716	5490	6446
无形资产及其他	638	613	587	562
投资性房地产	1223	1223	1223	1223
长期股权投资	3659	6909	6909	6909
资产总计	**32870**	**39236**	**43744**	**49160**
短期借款及交易性金融负债	0	34	599	1235
应付款项	10474	12468	15180	18333
其他流动负债	1837	2240	2687	3235
流动负债合计	**12311**	**14743**	**18466**	**22804**
长期借款及应付债券	0	3500	3500	3500
其他长期负债	151	151	151	151
长期负债合计	**151**	**3651**	**3651**	**3651**
负债合计	**12462**	**18394**	**22117**	**26455**
少数股东权益	413	268	268	268
股东权益	19995	20574	21358	22436
负债和股东权益总计	**32870**	**39236**	**43744**	**49159**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.19	0.17	0.23	0.31
每股红利	0.12	0.11	0.14	0.20
每股净资产	2.09	2.15	2.23	2.34
ROIC	12%	7%	18%	23%
ROE	9%	8%	10%	13%
毛利率	21%	22%	23%	23%
EBIT Margin	3%	1%	3%	4%
EBITDA Margin	5%	3%	5%	5%
收入增长	19%	21%	22%	21%
净利润增长率	46%	-12%	35%	38%
资产负债率	39%	48%	51%	54%
息率	1.6%	1.4%	1.9%	2.6%
P/E	40.7	46.3	34.3	24.9
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	30.7	40.7	22.3	17.7

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**58591**	**71010**	**86790**	**105014**
营业成本	46383	55200	67188	81126
营业税金及附加	209	256	312	378
销售费用	8452	11512	13437	16144
管理费用	1781	2997	2988	3383
财务费用	(83)	(104)	109	136
投资收益	145	298	(87)	(116)
资产减值及公允价值变动	(103)	0	0	0
其他收入	50	0	0	0
营业利润	1941	1447	2669	3730
营业外净收支	93	30	30	30
利润总额	**2033**	**1477**	**2699**	**3760**
所得税费用	348	281	540	790
少数股东损益	(132)	(400)	0	0
归属于母公司净利润	**1817**	**1597**	**2159**	**2971**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**1817**	**1597**	**2159**	**2971**
资产减值准备	17	4	5	6
折旧摊销	1076	1222	1444	1692
公允价值变动损失	103	0	0	0
财务费用	(83)	(104)	109	136
营运资本变动	(1331)	397	(31)	(58)
其它	(64)	(150)	(5)	(6)
经营活动现金流	**1617**	**3070**	**3572**	**4604**
资本开支	(2118)	(2345)	(2761)	(3348)
其它投资现金流	(430)	0	0	0
投资活动现金流	**(4231)**	**(5595)**	**(2761)**	**(3348)**
权益性融资	561	0	0	0
负债净变化	0	3500	0	0
支付股利、利息	(1157)	(1017)	(1375)	(1892)
其它融资现金流	877	34	565	636
融资活动现金流	**(876)**	**2517**	**(810)**	**(1256)**
现金净变动	**(3490)**	**(8)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	8097	4608	4600	4600
货币资金的期末余额	4608	4600	4600	4600
企业自由现金流	(166)	116	939	1426
权益自由现金流	712	3734	1416	1955

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《永辉超市-601933-重大事件快评：治理优化，云创出表，投资万达，聚焦云超》 ——2018-12-06
《永辉超市-601933-2018 年三季报点评：收入增长提速，坚定发展信心》 ——2018-10-31
《永辉超市-601933-重大事件快评：携手百佳、腾讯设立合资公司，广东布局加速》 ——2018-10-25
《永辉超市-601933-2018 年中报点评：经营短期波动不改长期投资价值》 ——2018-08-20
《永辉超市-601933-2018 年一季报点评：收入增长靓丽，坚定发展信心》 ——2018-04-23

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。