

# 永辉超市 (601933)

证券研究报告

2018年04月19日

1Q18 收入+23%延续高增长，剔除激励费用&云创亏损后净利增速+35%，功在当下，利在长远！

2018 一季报：营收 187.67 亿，同比增 22.97%；归母净利 7.48 亿，同比增 0.56%；EPS 为 0.08 元。传统云超增长稳健，期权激励费用与云创发力致短期承压，剔除该因素后净利润增速仍约 35%，公司依旧处于良性向上发展轨道！

收入端分析：2018Q1 营收 187.67 亿，同比增 22.97%。一季度新开店 77 家，绿标/永辉生活/超级物种分别为 19/47/11 家，(1Q17 分别为 23/9/1 家)，展店进入提速期，同时 Q1 同店增速达 4.8% (2017 全年 2.2%)，表现优秀。同店+展店共同推动 Q1 收入端继续维持 20%以上稳健增长。分地区来看：华东大区新业态发展最快，营收同比增长 52.98%至 22.68 亿，增速领跑七大区；安徽、河南大区营收迈入快车道，同比增长 28.87%至 19.87 亿；华西大区营收同比增长 21.36%至 64.82 亿(占比 21.36%)，本期区域共拓展门店 13 家(绿标/永辉生活/超级物种分别为 10/2/1)，规模优势带动营收持续增长；福建大区，涵盖大本营福建省以及营收增长新锐地区广东省(17 年增速超 30%)，区域内享有品牌优势，全区重点布局云创业务，营收同比增长 14.52%至 37.72 亿；北京大区市场逐渐成熟，营收同比增长 11.87%至 26.77 亿；东北大区市场规模较小，营收 3.50 亿(占比 1.99%)，同比增长 15.09%。

盈利端分析：基地直采+全球垂直供应体系有效控制生鲜等商品损耗，规模化采购提升议价能力，精简产品结构共同推动毛利率持续向上。期间费用率 18.29%，同比增加 3.40pct。其中，销售费用率同比增加 1.64pct 至 14.48%，主要系展店提速所致；管理费用率 3.65%，同比增加 1.47pc，主要因为报告期内股权激励计划摊销，致管理费用增长 105.9%；财务费用率增加 0.29pct 至 0.16%，主要系结构性存款赎回致利息减少。公司发力云创新业态，短期带来压力，致使本期净利率同比下滑 1.28pct 至 3.48%，但改革势在必行，伴随腾讯加持，资金逐步到位，云创规模不断扩大，减亏趋势逐渐明晰，未来业绩可期。

调整盈利预测，维持买入评级。四朵云业务全面布局，打造供应链平台型公司，合伙人+赛马制激发人效，腾讯赋能加快线上线双轨发展。考虑期权费用的摊销情况，以及云创平台短期仍处于亏损状态，调整盈利预测。预计 2018-20 年 EPS 自 0.29/0.37/0.45 调整为 0.26/0.35/0.44 元，当前股价对 PE 分别为 35/25/20 倍。

**风险提示：**线下资源整合低于预期；与腾讯、家乐福等合作推进新零售进程过慢；门店扩张不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,231.65	58,591.34	79,702.77	100,232.58	120,535.84
增长率(%)	16.82	19.01	36.03	25.76	20.26
EBITDA(百万元)	1,969.41	2,413.82	3,224.94	4,388.18	5,538.30
净利润(百万元)	1,242.01	1,816.79	2,475.58	3,380.88	4,213.89
增长率(%)	105.18	46.28	36.26	36.57	24.64
EPS(元/股)	0.13	0.19	0.26	0.35	0.44
市盈率(P/E)	68.97	47.15	34.60	25.34	20.33
市净率(P/B)	4.46	4.28	4.10	3.81	3.42
市销率(P/S)	1.74	1.46	1.07	0.85	0.71
EV/EBITDA	17.60	35.82	22.79	15.36	11.77

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	8.95 元
目标价格	13.50 元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,570.46
流通 A 股股本(百万股)	8,135.07
A 股总市值(百万元)	85,655.64
流通 A 股市值(百万元)	72,808.90
每股净资产(元)	2.02
资产负债率(%)	39.81
一年内最高/最低(元)	12.32/5.85

## 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**吴晓楠** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517050001  
wuxiaonan@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

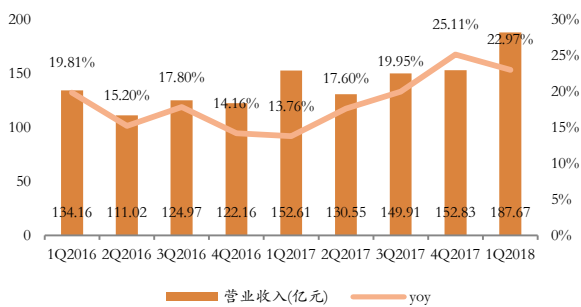
- 《永辉超市-年报点评报告:腾讯赋能&云创发力打造供应链+创业型平台公司!》2018-04-01
- 《永辉超市-公司点评:辉腾携手注资家乐福，新零售加速超市整合!》2018-01-24
- 《永辉超市-公司点评:增持红旗晋升二股东，携手中民未来探索社区新零售!》2018-01-09



**2018 一季报：**营收 187.67 亿，同比增 22.97%；归母净利 7.48 亿，同比增 0.56%；EPS 为 0.08 元。传统云超增长稳健，期权激励费用与云创发力致短期承压，剔除该因素后净利润增速仍约 35%，公司依旧处于良性向上发展轨道！

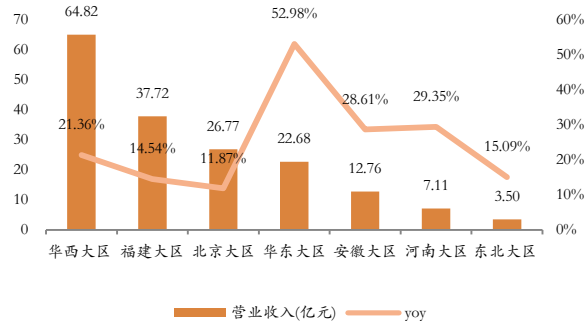
**收入端分析：2018Q1 营收 187.67 亿，同比增 22.97%。**一季度新开店 77 家，绿标/永辉生活/超级物种分别为 19/47/11 家，(1Q17 分别为 23/9/1 家)，展店进入提速期，同时 Q1 同店增速达 4.8% (2017 全年 2.2%)，表现优秀。同店+展店共同推动 Q1 收入端继续维持 20%以上稳健增长。**分地区来看：**华东大区新业态发展最快，营收同比增长 52.98% 至 22.68 亿，增速领跑七大区；安徽、河南大区营收迈入快车道，同比增长 28.87%至 19.87 亿；华西大区营收同比增长 21.36%至 64.82 亿 (占比 21.36%)，本期区域共拓展门店 13 家 (绿标/永辉生活/超级物种分别为 10/2/1)，规模优势带动营收持续增长；福建大区，涵盖大本营福建省以及营收增长新锐地区广东省 (17 年增速超 30%)，区域内享有品牌优势，全区重点布局云创业务，营收同比增长 14.52%至 37.72 亿；北京大区市场逐渐成熟，营收同比增长 11.87%至 26.77 亿；东北大区市场规模较小，营收 3.50 亿 (占比 1.99%)，同比增长 15.09%。

图 1：2018Q1 营收同比增长 22.97%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2018Q1 华东大区营业收入同比增长 52.98%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

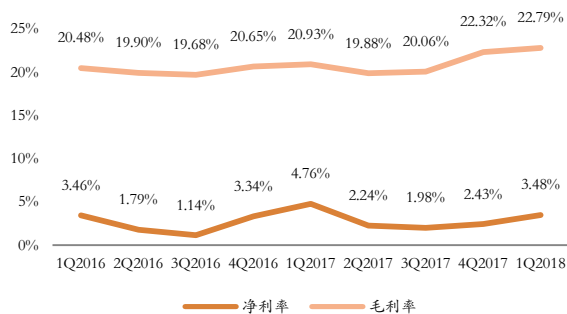
表 1：2018Q1 新开门店 77 家

	截至 2017 年 12 月 31 日门店数	本期新增	本期签约门店数
红标+绿标店	579	19	36
永辉生活	200	47	20
超级物种	27	11	7
合计	806	77	63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

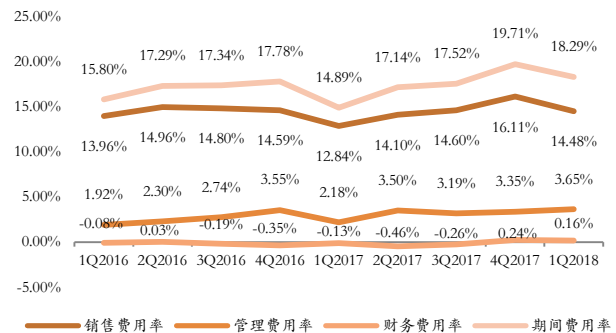
**盈利端分析：**基地直采+全球垂直供应体系有效控制生鲜等商品损耗，规模化采购提升议价能力，精简产品结构共同推动毛利率持续向上。期间费用率 18.29%，同比增加 3.40pct。其中，销售费用率同比增加 1.64pct 至 14.48%，主要系展店提速所致；管理费用率 3.65%，同比增加 1.47pc，主要因为报告期内股权激励计划摊销，致管理费用增长 105.9%；财务费用率增加 0.29pct 至 0.16%，主要系结构性存款赎回致利息减少。公司发力云创新业态，短期带来压力，致使本期净利率同比下滑 1.28pct 至 3.48%，但改革势在必行，伴随腾讯加持，资金逐步到位，云创规模不断扩大，减亏趋势逐渐明晰，未来业绩可期。

图 3：2018Q1 毛利率 22.79%，净利率 3.48%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2018Q1 期间费用率 18.29%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**布局四朵云，合伙人&赛马制提升人效，供应链发力，腾讯赋能加速新零售转型：**①**老店升级与新店加速落地并行：**持续推动“红改绿”提升同店业绩，完善“云超+云创+云商+云金”四大板块战略布局，核心打造“云创”业态，密集式开店增强永辉生活店、超级物种市场规模，推动构建“全供应链+线下零售门店网络全覆盖+消费者”的移动智能科技金融，争取 2018 年实现永辉生活 APP 覆盖全业态所有门店，云创整体线上销售占比突破 50%，打造盈利新亮点。“合伙制+赛马机制”激发员工积极性，提质增效。②**供应链日趋成熟：**3 月收购国联 10% 股权，布局全球优质水产资源，打造生鲜供应链改革示范项目，提升生鲜商品毛利空间。互联网云技术打造供应链可视化追踪体系，开展彩食鲜项目发力 B2B2C，生鲜源头直采+全球垂直供应体系优势，推动构建智能供应链中台，打造核心竞争力。③**腾讯赋能，加速新零售转型：**腾讯入股云创 5% 股权，加速线上网络布局，推动云创板块线上线下一体化，打造智慧零售平台。此外，公司整合红旗连锁、中百集团等线下优质资源，探索零售模式创新，形成协同效应共同发力。

**调整盈利预测，维持买入评级。**四朵云业务全面布局，打造供应链平台型公司，合伙人+赛马制激发人效，腾讯赋能加快线上线下双轨发展。考虑期权费用的摊销情况，以及云创平台短期仍处于亏损状态，调整盈利预测。预计 2018-20 年 EPS 自 0.29/0.37/0.45 调整为 0.26/0.35/0.44 元，当前股价对 PE 分别为 35/25/20 倍。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,097.48	4,607.79	7,819.54	13,902.60	16,425.18
应收账款	1,707.93	1,792.09	2,294.97	(55.31)	(66.52)
预付账款	1,443.00	1,904.23	2,373.18	2,941.92	3,556.30
存货	5,378.52	5,582.12	9,301.39	9,409.25	12,893.15
其他	3,939.41	6,450.30	3,948.78	4,779.42	5,059.54
<b>流动资产合计</b>	<b>20,566.33</b>	<b>20,336.53</b>	<b>25,737.86</b>	<b>30,977.88</b>	<b>37,867.64</b>
长期股权投资	1,975.84	3,659.06	3,659.06	3,659.06	3,659.06
固定资产	3,108.69	3,676.17	3,704.25	3,679.66	3,610.47
在建工程	324.46	422.91	289.75	221.85	163.11
无形资产	629.01	638.11	579.34	520.57	461.81
其他	2,833.88	4,104.68	3,523.17	3,015.22	2,515.31
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,871.88</b>	<b>12,500.94</b>	<b>11,755.57</b>	<b>11,096.37</b>	<b>10,409.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,438.21</b>	<b>32,870.47</b>	<b>37,504.43</b>	<b>42,088.92</b>	<b>48,296.96</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7,763.90	9,635.43	12,916.69	15,431.03	18,792.90
其他	2,285.60	2,675.75	3,256.48	3,850.68	4,339.00
<b>流动负债合计</b>	<b>10,049.49</b>	<b>12,311.18</b>	<b>16,173.17</b>	<b>19,281.71</b>	<b>23,131.90</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	147.33	151.24	130.72	143.09	141.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>147.33</b>	<b>151.24</b>	<b>130.72</b>	<b>143.09</b>	<b>141.68</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,196.82</b>	<b>12,462.42</b>	<b>16,303.89</b>	<b>19,424.81</b>	<b>23,273.58</b>
少数股东权益	42.85	413.27	325.34	176.09	(39.10)
股本	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46
资本公积	6,511.40	6,638.99	6,638.99	6,638.99	6,638.99
留存收益	9,628.01	10,423.94	11,304.74	12,917.56	15,492.01
其他	(6,511.33)	(6,638.62)	(6,638.99)	(6,638.99)	(6,638.99)
<b>股东权益合计</b>	<b>19,241.40</b>	<b>20,408.05</b>	<b>21,200.54</b>	<b>22,664.11</b>	<b>25,023.38</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,438.21</b>	<b>32,870.47</b>	<b>37,504.43</b>	<b>42,088.92</b>	<b>48,296.96</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,213.73	1,684.67	2,475.58	3,380.88	4,213.89
折旧摊销	940.66	1,075.56	223.86	231.25	236.69
财务费用	(0.37)	(102.54)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(167.47)	(145.09)	(180.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(1,010.41)	(2,026.56)	1,493.41	4,821.88	(5.15)
其它	952.05	2,154.98	(107.22)	(180.03)	(258.72)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,928.19</b>	<b>2,641.03</b>	<b>3,905.63</b>	<b>8,103.99</b>	<b>4,036.71</b>
资本支出	601.10	2,959.87	80.52	67.63	51.41
长期投资	30.39	1,683.22	0.00	0.00	0.00
其他	(4,514.34)	(10,425.17)	820.28	(320.30)	73.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,882.86)</b>	<b>(5,782.07)</b>	<b>900.80</b>	<b>(252.67)</b>	<b>125.34</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6,413.61	210.65	0.11	0.29	0.26
其他	(667.84)	(841.93)	(1,594.78)	(1,768.55)	(1,639.73)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,745.77</b>	<b>(631.28)</b>	<b>(1,594.67)</b>	<b>(1,768.26)</b>	<b>(1,639.47)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,791.10</b>	<b>(3,772.32)</b>	<b>3,211.75</b>	<b>6,083.06</b>	<b>2,522.57</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>49,231.65</b>	<b>58,591.34</b>	<b>79,702.77</b>	#####	#####
营业成本	39,291.93	46,382.80	62,304.99	77,934.76	93,268.10
营业税金及附加	218.99	209.42	343.33	411.96	481.82
营业费用	7,165.23	8,451.61	11,389.40	14,260.65	17,111.82
管理费用	1,288.54	1,781.08	2,806.92	3,567.86	4,458.92
财务费用	(74.20)	(82.77)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	18.52	22.66	17.76	19.65	20.02
公允价值变动收益	7.49	(80.55)	(19.29)	(30.78)	(43.54)
投资净收益	167.47	145.09	180.00	150.00	150.00
其他	(349.92)	(178.64)	(321.43)	(238.44)	(212.92)
<b>营业利润</b>	<b>1,497.60</b>	<b>1,940.64</b>	<b>3,001.08</b>	<b>4,156.92</b>	<b>5,301.61</b>
营业外收入	179.14	166.54	160.00	130.00	110.00
营业外支出	120.25	74.03	100.00	90.00	80.00
<b>利润总额</b>	<b>1,556.49</b>	<b>2,033.16</b>	<b>3,061.08</b>	<b>4,196.92</b>	<b>5,331.61</b>
所得税	342.76	348.48	673.44	965.29	1,332.90
<b>净利润</b>	<b>1,213.73</b>	<b>1,684.67</b>	<b>2,387.65</b>	<b>3,231.63</b>	<b>3,998.71</b>
少数股东损益	(28.28)	(132.12)	(87.94)	(149.25)	(215.18)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,242.01</b>	<b>1,816.79</b>	<b>2,475.58</b>	<b>3,380.88</b>	<b>4,213.89</b>
每股收益(元)	0.13	0.19	0.26	0.35	0.44

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.82%	19.01%	36.03%	25.76%	20.26%
营业利润	96.86%	29.58%	54.64%	38.51%	27.54%
归属于母公司净利润	105.18%	46.28%	36.26%	36.57%	24.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.19%	20.84%	21.83%	22.25%	22.62%
净利率	2.52%	3.10%	3.11%	3.37%	3.50%
ROE	6.47%	9.09%	11.86%	15.03%	16.81%
ROIC	20.31%	22.40%	23.90%	36.71%	93.46%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.64%	37.91%	43.47%	46.15%	48.19%
净负债率	19.38%	10.29%	37.05%	37.44%	22.07%
流动比率	2.05	1.65	1.59	1.61	1.64
速动比率	1.51	1.20	1.02	1.12	1.08
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	38.21	33.48	39.00	89.51	-1,978.82
存货周转率	10.23	10.69	10.71	10.71	10.81
总资产周转率	1.98	1.88	2.27	2.52	2.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	0.19	0.26	0.35	0.44
每股经营现金流	0.20	0.28	0.41	0.85	0.42
每股净资产	2.01	2.09	2.18	2.35	2.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	68.97	47.15	34.60	25.34	20.33
市净率	4.46	4.28	4.10	3.81	3.42
EV/EBITDA	17.60	35.82	22.79	15.36	11.77
EV/EBIT	24.35	47.81	24.49	16.22	12.29



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com