

收入毛利持续提升，加速扩张费用率短期上扬

——永辉超市 2018 年一季报

季报点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

● 一季度营收保持两位数增长，云创亏损股权激励导致净利润增速下滑

永辉超市公布 18 年一季报，公司实现营收 187.67 亿元，同比增长 22.97%；净利润 7.48 亿元，同比增长 0.56%。一季度营收仍维持两位数高增长，主要系新业态、新门店扩展仍在加速，一季度公司新开绿标店 19 家、永辉生活店 47 家、超级物种 11 家。但利润总额出现负增长，净利润增速低于营收增速，主要因为一是云创业务处于加速拓展期，与盈利模式探索期，费用成本较高，导致归母净利润亏损约 1.03 亿元；二是一季度股权激励费用摊销较高为 1.8 亿元。

● 毛利率持续提升，受门店扩张影响销售费用率上扬：

公司 2018Q1 综合毛利率为 22.79%，较去年同期增长 1.86%，毛利率的提升主要源于供应链的提效，两大集群的高效合作。费用上由于云创新业态，新门店处于加速扩张期，使得销售费用率达到 14.48%，较去年同期增长 1.64%；受股权激励摊销费用增加影响，管理费用率同比增长 1.47% 至 3.65%；财务费用率为 0.16%，同比增长 0.29%。我们认为费用率上升为短期现象，后期随着新开门店逐步成熟，合伙人制度继续完善，费用率仍存在改善空间。

● 加速产业链布局，腾讯智慧零售赋能，增长可期

公司强化生鲜供应链建设，从源头直采到链条标准化的路径被逐步打通。收购国联水厂，有利于永辉超市打通产业链上游，完善水产供应稳定性，整合品类供应商，提升单品差异化竞争力，提升毛利空间。其次腾讯的加入，意味着亿级线上社交流量的引流，大数据等科技的赋能，更好的开展线上业务，进行消费行为分析、精确选址等，助力永辉实现智慧零售。

● 持续开店收入增长毛利额提升 维持“强烈推荐”评级：

看好公司全国性布局超市龙头，短期持续高速开店费用提升，但公司不强化供应链优势，赛马机制不断完善毛利持续提升，同时积极建设储备人才队伍，应对门店扩张需要，实现内生外延增长并举。我们预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.24 (-0.01) / 0.30 (-0.03) / 0.39 元（费用提高利润有所回落）。对应 PE 分别为 41/32/25x。继续维持“强烈推荐”。

● 风险提示：消费需求回落，云创新业态发展低于预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49232	58,591	72,428	87,655	107,717
增长率(%)	16.8	19.0	23.6	21.0	22.9
净利润(百万元)	1242.0	1,817	2,304	2,904	3,712
增长率(%)	105.2	46.3	26.8	26.1	27.8
毛利率(%)	20.2	20.8	22.9	23.4	23.8
净利率(%)	2.5	3.1	3.2	3.3	3.4
ROE(%)	6.3	8.3	10.1	12.0	14.1
EPS(摊薄/元)	0.13	0.19	0.24	0.30	0.39
P/E(倍)	75.82	51.8	40.9	32.4	25.4
P/B(倍)	4.91	4.7	4.5	4.2	3.8

强烈推荐(维持评级)

市场数据 时间 2018.05.08

收盘价(元):	9.39
一年最低/最高(元):	5.85/12.32
总股本(亿股):	95.7
总市值(亿元):	898.67
流通股本(亿股):	81.35
流通市值(亿元):	763.88
近 3 月换手率:	43.46%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.94	-4.32	35.82
绝对	-8.48	-9.66	49.17

相关报告

《展店加速和同店增长 单季营收增速持续提升》2018-03-04

《永辉拟再受让红旗连锁 9% 股份》2018-01-03

《向核心人员推激励计划 留住人才更重要》2017-12-05

《展店提速 收入增长显著》2017-11-13

1、一季度营收保持两位数增长，云创亏损和股权激励导致净利润增速下滑

永辉超市公布 2018 年一季报，公司实现营业总收入 187.67 亿元，同比增长 22.97%；利润总额完成 8.58 亿元，同比-5.95%；归属于上市公司股东的合并净利润 7.48 亿元，同比增长 0.56%。公司一季度营收仍然维持两位数高速增长，主要系新业态、新门店扩展仍在加速，一季度公司新开绿标店 19 家、永辉生活店 47 家、超级物种 11 家。但利润总额出现负增长，净利润增速大幅低于营收增速，主要因为一是云创业务处于加速拓展期，与盈利模式探索期，费用成本较高，导致归母净利润亏损约 1.03 亿元；二是一季度股权费用摊销较高为 1.8 亿元。

从区域来看，福建/华西/北京/安徽/华东/河南/东北大区 2018Q1 营收占比分别为 21.51%/36.97%/15.26%/7.28%/12.93%/4.05%/1.99%，华西大区、福建大区和北京大区为主要营收贡献区域且其中作为成熟区收入增速稳定稳定，华东区/河南区/安徽区为一季度营收最快的三个区域，分别为 52.98%/29.35%/28.61%。

2、毛利率持续提升，受门店扩张影响销售费用率上扬

公司 2018Q1 综合毛利率为 22.79%，较去年同期增长 1.86%，毛利率的提升主要源于供应链的提效，两大集群的高效合作。分区域来看，公司成熟区毛利率稳定维持高位，福建和华西大区毛利率分别为 19.34%和 18.75%；除安徽大区毛利率出现微弱下降约为-0.08%外，其他各区呈现不同涨幅的增速，其中华东大区/北京大区/东北大区毛利率增速显著，分别较去年同期增长 2.23%/1.54%/1.41%；河南大区和东北大区毛利率偏低，分别为 15.72%和 14%，可提升空间较大。

费用角度来看，由于云创新业态，新门店处于加速扩张期，使得销售费用率达到 14.48%，较去年同期增长 1.64%；受股权激励摊销费用增加影响，管理费用率同比增长 1.47%至 3.65%；财务费用率为 0.16%，同比增长 0.29%。我们认为费用率上升为短期现象，后期随着新开门店逐步成熟，合伙人制度继续完善，费用率仍存在改善空间。

3、加速产业链布局，腾讯智慧零售赋能，增长可期

公司强化生鲜供应链建设，从源头直采到链条标准化的路径被逐步打通。收购国联水厂，有利于永辉超市打通产业链上游，完善水产供应稳定性，整合品类供应商，提升单品差异化竞争力，提升毛利空间。其次腾讯的加入，意味着亿级线上社交流量的引流，大数据等科技的赋能，更好的开展线上业务，进行消费行为分析、精确选址等，助力永辉实现智慧零售。

4、公司经营计划

公司预计 2018 年新开 Bravo 店 135 家、超级物种 100 家、永辉生活店 1000 家；、彩食鲜新增拓展工厂 4~6 家；加强物流体系建设，建设南通综合体、1 号冷冻库及干货仓；建设四川新仓库；启动昆山定温物流运作，推动昆山综合物流园建设，联动云超（常温、定温）、云创（永辉生活、超级物种）物流中心实现共享综合配送等；继续强化线上业务，永辉生活 APP 覆盖全业态所有门店，力争实现永辉云创整体线上销售占比突破 50%。

4.1、盈利预测与估值建议

看好公司全国性布局超市龙头，短期持续高速开店费用提升，但公司不强化供应链优势，赛马机制不断完善毛利持续提升，同时积极建设储备人才队伍，应对门店扩张需要，实现内生外延增长并举。我们预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.24 (-0.01) /0.30 (-0.03) /0.39 元（费用提高利润有所回落）。对应 PE 分别为 41/32/25x。继续维持“强烈推荐”。

5、风险提示

消费需求回落，云创新业态发展低于预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>