

# 主业稳步改善，云创进入高投入阶段

## ——永辉超市（601933）半年报点评

2018年08月18日

推荐/首次

永辉超市 | 事件点评

### 事件：

8/17日晚，公司发布2018年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入343.97亿元，同比增长21.47%，归属于上市公司股东的合并净利润9.33亿元，同比下降11.54%。

### 主要观点：

#### 1、云超制霸中国，主业稳步改善

公司上半年新增云超门店45家，其中二季度开店27家；永辉生活净开店85家，超级物种新增19家。目前永辉凭借952家门店（绿标345家、红标276家、生活店285家，超级物种46家）延续行业龙头“制霸全国”的气势。

同时，上半年绿标店可比店坪效增1.5%，绿标店增6.8%。虽然进入二季度后，伴随行业竞争和消费增长趋势受阻，永辉同店改善的趋势受到一定冲击，但整体而言，云超业务生鲜毛利1.66bps和食品毛利0.74bps的提升都彰显行业龙头主业的稳步改善。上半年云超业务实现营收326亿（19%YoY），实现净利润14亿元（29%YoY）。

#### 2、云创进入高投入阶段，永辉生活应为亏损主因

初代超级物种已经可以做到6万的坪效，优秀门店如福州温泉公园店坪效可破10万，考虑到超级物种租金及运营成本与绿标店差异不大，我们认为超级物种盈利能力高于传统商超业务。但是，上半年云创整体净利润亏损3.89亿元，较去年同期的9000万有明显增长。这一方面来自于永辉生活店开店数量的增加，但更多来自于小店业务所面临的激烈竞争和形成规模优势前较高的经营成本。

当前成熟的永辉生活坪效约5万，是坪效1.4万绿标店的3.5倍，但在一线城市仍难以完全覆盖租金和水电费的成本差距。通常来说，小店业务在同类产品毛利上难与大店形成差异，面对数倍的租金及水电开支，唯有高毛利产品如食品（中央厨房供货）形成一定规模方能使小店进入盈利模式。

### 分析师：郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120012

### 研究助理：宋劲

010-66554029 songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480116110028

### 交易数据

52周股价区间（元）	6.85-11.57
总市值（亿元）	671.85
流通市值（亿元）	571.08
总股本/流通A股（万股）	957046/813507
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.017

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《商贸零售行业2018年8月份第2期周报》：7月线下零售数据疲软，棚改货币化退出冲击可选消费 2018-08-13

### 3、短期“烧钱”带来业绩阵痛，长期云创构建主业安全垫

上半年按合并报表口径，公司实现归母净利润 9.33 亿元，净利润 7.47 亿元，若按云创 46%持股比例计算，归母净利与净利润间差额基本与云创 3.89 亿亏损相符。若考虑到上半年 3.44 亿股权激励费用，公司实际整体费用管控仍十分优异。

短期而言，考虑到超级物种优异的盈利能力，永辉生活店的亏损数额或将远高于 3.9 亿元水平。在小店业务拓展期间，永辉云创板块正式进入“烧钱”阶段，对于公司短期业绩带来较大幅度的阵痛。长期而言，云创业务的尝试为公司云超主业持续构建安全垫。即使新业务试点不成功，我们认为也可以看作是商超在业态革新期为主业发展消耗的研发成本。

#### 结论：

我们预计公司 2018-2020 年每股收益 (EPS) 分别为 0.19 元、0.23 元和 0.30 元；对应当前收盘价的 PE 依次为 36.25、30.56 和 23.79 倍。公司回调后当前市值 672 亿，对应 2018 年 PE (TTM) 为 39 倍。考虑到永辉云超主业仍受益公司自身及行业发展双击，未来增长的空间和确定性强。同时永辉生活在形成规模后对于资金投入的需求或将大幅削减，我们认为公司仍存在极大长期投资价值，予以“推荐”评级。

**风险提示：**创新业务投入金额超预期、居民消费增速不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	20566	20337	27765	33900	42881	<b>营业收入</b>	49232	58591	70701	83929	103635						
货币资金	8097	4608	8264	9872	12265	<b>营业成本</b>	39292	46383	55654	65942	81360						
应收账款	487	980	989	1174	1450	营业税金及附加	219	209	253	300	370						
其他应收款	1221	812	980	1163	1436	营业费用	7165	8452	9951	11964	14773						
预付款项	1443	1904	2458	3113	3922	管理费用	1289	1781	2149	2719	3461						
存货	5379	5582	6545	7755	9569	财务费用	-74	-83	57	229	423						
其他流动资产	2496	4241	6341	8634	12050	资产减值损失	18.52	22.66	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动资产合计</b>	8872	12534	11613	11282	10873	公允价值变动收益	7.49	-80.55	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	1976	3659	3659	3659	3659	投资净收益	167.47	145.09	145.09	145.09	145.09						
固定资产	3108.69	3676.1	3691.55	3822.83	4183.56	<b>营业利润</b>	1498	1941	2783	2920	3392						
无形资产	629	638	596	556	519	营业外收入	179.14	166.54	166.54	166.54	166.54						
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	120.25	74.03	74.03	74.03	74.03						
<b>资产总计</b>	29438	32870	39378	45183	53754	<b>利润总额</b>	1556	2033	2875	3013	3485						
<b>流动负债合计</b>	10049	12311	18330	23008	30665	所得税	343	348	464	486	562						
短期借款	0	0	4105	6657	11243	<b>净利润</b>	1214	1685	1721	2067	2692						
应付账款	6495	7591	9136	10825	13357	少数股东损益	-28	-132	-132	-132	-132						
预收款项	1532	1837	2206	2643	3184	归属母公司净利润	1242	1817	1853	2199	2824						
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2548	3043	3234	3542	4207						
<b>非流动负债合计</b>	147	151	97	97	97	<b>EPS (元)</b>	0.14	0.19	0.19	0.23	0.30						
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>											
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
<b>负债合计</b>	10197	12462	18427	23105	30762	<b>成长能力</b>											
少数股东权益	43	413	281	149	17	营业收入增长	16.82%	19.01%	20.67%	18.71%	23.48%						
实收资本(或股	9570	9570	9570	9570	9570	营业利润增长	96.86%	29.58%	43.40%	4.94%	16.16%						
资本公积	6511	6639	6639	6639	6639	归属于母公司净利	2.02%	18.63%	2.02%	18.63%	28.46%						
未分配利润	2702	3241	3360	3500	3680	<b>获利能力</b>											
归属母公司股东	19199	19995	20667	21466	22491	毛利率(%)	20.19%	20.84%	21.28%	21.43%	21.49%						
<b>负债和所有者权</b>	29438	32870	39375	44720	53271	净利率(%)	2.47%	2.88%	2.43%	2.46%	2.60%						
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					<b>偿债能力</b>										
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	4.18%	4.22%	5.53%	4.71%	4.87%						
<b>经营活动现金流</b>	1928	2641	689	871	217	ROE(%)	6.47%	9.09%	8.97%	10.24%	12.56%						
净利润	1214	1685	1721	2067	2692	资产负债率(%)	35%	38%	47%	52%	58%						
折旧摊销	1124.42	1185.2	0.00	368.92	368.92	流动比率	2.05	1.65	1.51	1.47	1.40						
财务费用	-74	-83	57	229	423	速动比率	1.51	1.20	1.16	1.14	1.09						
应收账款减少	0	0	-9	-185	-276	<b>营运能力</b>											
预收帐款增加	0	0	369	438	540	总资产周转率	1.98	1.88	1.96	2.00	2.12						
<b>投资活动现金流</b>	-3883	-5782	440	145	145	应收账款周转率	167	80	72	78	79						
公允价值变动收	7	-81	0	0	0	应付账款周转率	8.42	8.32	8.45	8.41	8.57						
长期股权投资减	0	0	664	0	0	<b>每股指标(元)</b>											
投资收益	167	145	145	145	145	每股收益(最新摊	0.13	0.19	0.19	0.23	0.30						
<b>筹资活动现金流</b>	5746	-631	2858	923	2364	每股净现金流(最新	0.40	-0.39	0.42	0.20	0.28						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.01	2.09	2.16	2.24	2.35						
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>											
普通股增加	5503	0	0	0	0	P/E	50.14	36.95	36.25	30.56	23.79						
资本公积增加	836	128	0	0	0	P/B	3.50	3.36	3.25	3.13	2.99						
<b>现金净增加额</b>	3791	-3772	3987	1939	2726	EV/EBITDA	23.19	20.56	19.49	18.06	15.73						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016年加入东兴证券研究所，从事策略及零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。