

综合毛利提升近2个百分点，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2018年上半年公司实现营业收入343.97亿元，同比增长21.47%；实现归属净利润9.33亿元，同比下降11.54%；实现归属扣非净利润8.26亿元，较上年同期下降20.33%。经营现金流量净额为13.08亿元，较上年同期减少49.79%。

2. 我们的分析与判断

（一）规模扩张推动营收增长，利润端短期面临较大压力

2018年上半年公司主营业务实现增量收入53.94亿元主要由云超和云创板块贡献；归属扣非净利较2017年上半年下降2.11亿元，主要是由于永辉创新业态超级物种和永辉生活所在的云创公司亏损达到3.88亿元，对公司净利润的影响为-1.91亿元。

从行业分类角度来看，商业主营部分，即零售业实现319.83亿元的收入，同比上升20.29%，其占比主营收份额稳步上升至92.98%；服务业仅贡献24.15亿元的营收，同比上升39.74%。永辉超市上半年度零售业与服务业营收实现增长主要原因是门店数量和规模的持续扩张，新开门店数量持续增加，同时老店客流量也稳步上涨。

从产品品类角度来看，生鲜及加工/食品用品/服装类产品分别实现营业收入151.91/160.33/7.59亿元，分别实现YOY21.9%/20.9%/-12.29%，生鲜加工和食品用品合计占比主营业务收入97.63%，份额保持的相对稳定。

从地区角度来看，华东大区新业态加速布局，营收增速实现YOY49.9%；华西大区的营收占营收总收入的比率保持最高，仍是收入的主要来源，达到36.37%，增量达18.83亿元，领先其他地区；东北大区营业收入由2017年同期的下降转为现在的上升16.19%。

（二）综合毛利率上浮1.97个百分点，期间费用率增长4.15%

公司2018年上半年综合毛利率为22.41%，较去年同期上浮1.97个百分点，主要是服务业的占比提升0.9%，而服务业的毛利率比去年同期增加了近6%。生鲜及加工的毛利率在主营产品中达到

永辉超市 (601933.SH)

推荐 维持评级

分析师

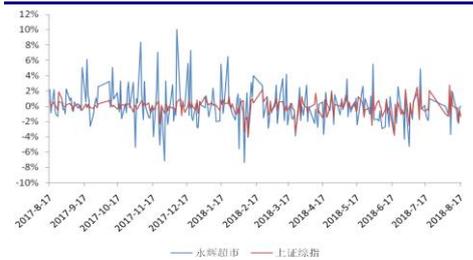
李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

行业数据时间 2018.08.22



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近期研究

1、【银河零售_李昂】永辉超市2017年报点评：一七年归属扣非净利增长达63%，一八年续看龙头效应_2018.03.31

15%，提升 1.66%，门店通过管控生鲜库存、梳理生鲜定价、推行行销卖手提升了生鲜毛利率。食品用品聚焦核心竞争力，对标市场，内部不断孵化迭代小物种。

公司的期间综合费用率为 20.08%，相比上年同期增长 4.15 个百分点，销售/管理/财务费用率同比变动分别为 43.97%/75.91%/-156.64%，销售费用的增长主要源于人力费用及新开业店费用增长，管理费用的大幅上涨主要是报告期内计提股权激励 3.44 亿所致，而财务费用大幅下降是由于公司赎回理财产品及结构性存款使得利息收入有所减少。

(三) 线下门店持续扩张，实现业态升级与数字化管理

截止上半年末，永辉门店总数达到 952 家，其中绿标店 345 家、红标店 276 家、永辉生活 285 家，超级物种 46 家，业务覆盖二十二个省市，增加云超门店 45 家，永辉生活店 96 家，超级物种 19 家。得益于新开门店数量持续增加，同时随着老店客流量增加，营业收入也稳步上涨。云超业务方面，报告期内营业收入 326 亿元，同比增长 19%，利润 14 亿元，同比增长 29%。上半年公司对部分门店进行业态升级、动线优化、引入智能管理系统，新型柜式自助收银机，调整各省区网络架构，通过微信企业号，每天分类定向推送报表，实现重大营销活动期间每小时推送实时数据，推动手机端小程序的开发和运用，提升业务效率。推进大屏管理驾驶舱项目，实现数据可视化。打造小前端、大平台的敏锐反应团队，平台端精选优秀人才。

(四) 云创规模飞速扩张，但仍处高投资阶段

2018 年上半年归属扣非净利较去年同期下降 2.11 亿元，主要是因为超级物种和永辉生活两大创新业态所在的云创公司亏损达到 3.88 亿元，对公司净利润的影响为 -1.91 亿元。但云创公司上半年表现较好，业收入 9 亿元，同比增加 594%，永辉生活业态整体线上销售占比 25%。永辉生活至 2018 年 6 月年全国布局达 10 城 285 家，超级物种至 2018 年 6 月年全国布局达 10 城 46 家。永辉生活 APP 截至 2018 年 6 月总注册用户数 665 万，比年初增加 188%。

3. 投资建议

公司扩大线下门店规模的同时，不断进行进行业态升级。根据此前的经营计划，永辉今年将在小型业态集中发力，全年计划开出超级物种 100 家、永辉生活店 1000 家。在销售渠道方面，永辉生活 APP 将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%。目前公司主要经营指标明显向好，预计 2018-2020 实现营收 726.56/898.50/1072.52 亿元，对应 PS 0.9/0.8/0.6 倍；鉴于云创仍处于高投入阶段，我们预计公司归母净利润 19.15/28.44/34.38 亿元，对应 PE33/27/23 倍。

4. 风险提示

跨行业新零售业态对实体经济的冲击，自身创新的不确定性等。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（单位：亿元）	421.45	492.32	585.91	726.56	898.50	1072.52
增长率	14.75%	16.82%	19.01%	24.00%	23.67%	19.37%
归属母公司股东净利润（单位：亿元）	6.05	12.42	18.17	19.15	28.44	34.38
增长率	-28.92%	105.18%	46.28%	5.41%	48.49%	20.89%
EPS（元/股）	0.16	0.14	0.19	0.21	0.26	0.31
销售毛利率	19.83%	20.19%	20.84%	21.25%	20.95%	19.57%
净资产收益率(ROE)	4.95%	6.47%	9.09%	8.88%	12.87%	14.79%
市盈率(P/E)	51.37	57.05	53.14	33.34	26.96	22.92
市净率(P/B)	3.4	2.5	4.8	2.03	1.97	1.89
市销率(P/S)	1	0.99	1.75	0.93	0.75	0.63

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测

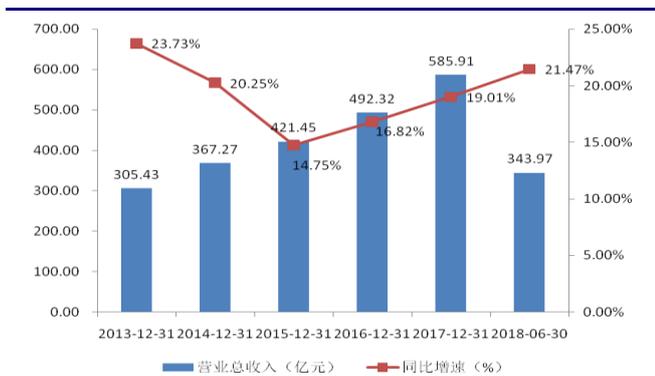
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	永辉超市	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团			
PE	52	23	84	46	84	58	52	
PB	5	1	2	3	2	3	2	
PS	2	0	1	1	0	1	1	
	境外可比公司					均值	中位数	
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	全食			
PE	28	27	19	17	19	17	16	
PB	4	7	1	4	3	3	2	
PS	1	1	0	0	1	0	1	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

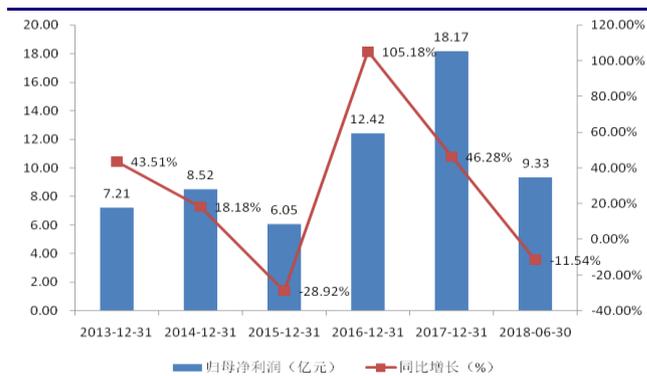
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2013-2018H1 营业收入(亿元)及同比(%)

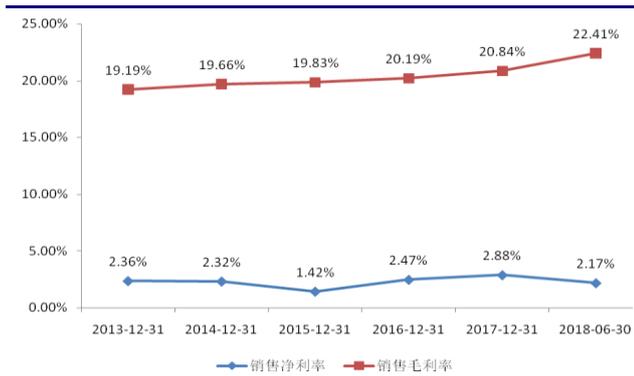


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

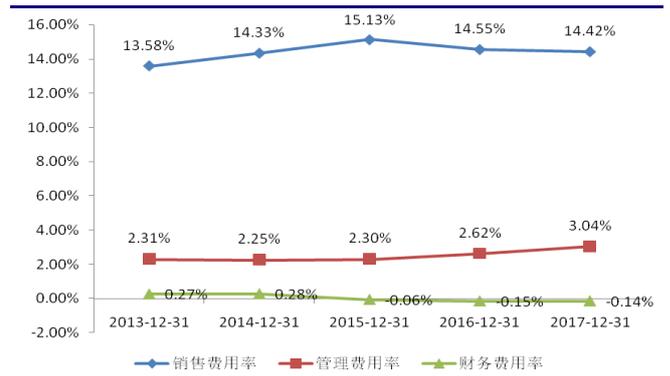
图 2：2013-2018H1 归母净利润(亿元)及同比(%)



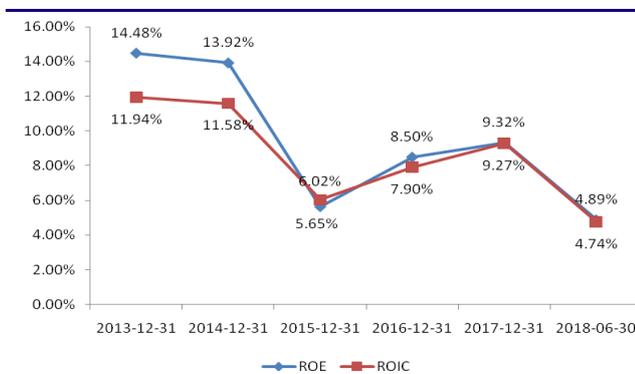
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2013-2018H1 销售毛利率(%)和净利率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2013-2018H1 期间费用率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2013-2018H1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 永辉超市 2018 年上半年门店分布情况

地区	绿标店		红标店		永辉生活店		超级物种	
	数量 (家)	面积 (m ²)						
重庆市	30	244,806	86	630,343	34	5,605	2	1,630
贵州省	8	63,969	13	150,011	21	213,980	3	23,052
四川省	31	254,239	29	313,929	4	6,369	64	574,537
陕西省	9	63,616	5	68,908	14	132,524	2	15,716
安徽省	16	175,206	28	280,396	12	1,681	56	457,283
河南省	10	71,578	18	189,567	28	261,145	1	6,349
江西省	3	21,455	3	21,455	7	51,483		
河北省	7	48,651	14	193,767	21	242,418	3	21,645
山西省	5	43,133	5	43,133	2	16,468	7	50,182
云南省	1	7,370	1	7,370	5	29,809		
广西省	2	11,951						
湖北省	1	7,920	1	7,920	3	20,901		
湖南省	3	26,104						
宁夏省	1	8,775	1	8,775	1	8,775	2	15,659
福建省	87	620,446	38	362,453	56	8,225	14	11,844

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

北京市	24	237,586	14	161,542	23	3,727	4	4,511
天津市	6	46,606	2	30,941	8	77,547	1	5,813
浙江省	39	304,685	4	52,690	4	503	4	3,415
江苏省	32	276,046	10	134,585	14	1,968	5	3,845
上海市	15	120,874	1	13,916	121	17,675	4	3,997
广东省	13	73,980	5	60,247	21	2,860	9	5,815
辽宁省	4	46,291	4	46,291	5	38,135		
吉林省	3	26,299	2	22,798	5	49,097		
黑龙江省	4	44,861	3	34,544	7	79,405	1	6,637
合计	345	2,762,101	276	2,746,928	285	42,244	46	41,426

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：永辉超市营业收入和成本构成

	2018/6/30				2017/6/30			
	营业收入 (单位：亿元)	占比比重	营业成本 (单位：亿元)	占比比重	营业收入 (单位：亿元)	占比比重	营业成本 (单位：亿元)	占比比重
分行业								
零售业	319.83	92.98%	264.18	98.99%	265.89	93.90%	222.33	98.69%
服务业	24.15	7.02%	2.69	1.01%	17.28	6.10%	2.94	1.31%
合计	343.97	100.00%	266.87	100.00%	283.17	100.00%	225.27	100.00%
分产品								
生鲜及加工	151.91	47.50%	129.11	48.87%	124.62	46.87%	107.99	48.57%
食品用品	160.33	50.13%	129.84	49.15%	132.62	49.88%	108.37	48.74%
服装	7.59	2.37%	5.24	1.98%	8.66	3.26%	5.98	2.69%
合计	319.83	100.00%	264.18	100.00%	265.89	100.00%	222.33	100.00%
分地区								
福建大区	70.26	21.97%	56.85	21.52%	62.02	23.33%	51.22	23.04%
华西大区	116.32	36.37%	95.93	36.31%	97.49	36.67%	80.86	36.37%
北京大区	47.77	14.94%	39.91	15.11%	43.45	16.34%	36.77	16.54%
安徽大区	22.27	6.96%	18.61	7.05%	17.90	6.73%	15.04	6.76%
华东大区	45.29	14.16%	37.61	14.24%	30.22	11.36%	25.66	11.54%
河南大区	11.97	3.74%	10.15	3.84%	9.70	3.65%	8.33	3.75%
东北大区	5.94	1.86%	5.12	1.94%	5.11	1.92%	4.46	2.01%
合计	319.83	100.00%	264.18	100.00%	265.89	100.00%	222.33	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：永辉超市主营产品毛利率

	2018/6/30	2017/6/30
分行业		
零售业	17.40%	16.38%
服务业	88.85%	82.97%
分产品		
生鲜及加工	15.01%	13.35%

食品用品	19.02%	18.28%
服装	31.03%	30.96%
分地区		
福建大区	19.09%	17.42%
华西大区	17.54%	17.06%
北京大区	16.44%	15.38%
安徽大区	16.41%	15.98%
华东大区	16.97%	15.08%
河南大区	15.22%	14.17%
东北大区	13.82%	12.70%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 6：永辉超市 2018 年上半年重大事项进展

事件类型	内容
受让红旗连锁 9% 股份完成过户登记	经公司第三届董事会第三十次会议批准，公司于 2018 年 1 月 2 日签署受让成都红旗连锁股份有限公司 9% 股份的股份购买协议，并于 2018 年 1 月 24 日当日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成有关股份过户登记手续。
受让国联水产 10% 股份完成过户登记	经公司第三届董事会第三十二次会议批准，公司于 2018 年 3 月 23 日签署了《关于湛江国联水产开发股份有限公司之股份购买协议》，受让湛江国联水产开发股份有限公司 10% 股份（公告编号：2018-021），并于 2018 年 5 月 23 日收到中国证券登记结算有限公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，完成有关股份过户登记手续。
全资子公司审核通过	2018 年 3 月 27 日，公司全资子公司向新投资基金管理有限公司收到中国证券投资基金业协会的通知，资产管理业务综合报送平台首次登记审核通过。注册地为福建省福州市，注册资本 5000 万元，经营范围：股权投资（非证券类）
股东减持股份结果	郑文宝先生和叶兴针先生为本公司第三届董事会董事，并已于 2017 年 10 月 12 日辞去公司董事职务。郑文宝和叶兴针先生本次交易前持有永辉超市股份 182,576,880 股，占比 1.91%。郑文宝先生计划自 2018 年 4 月 9 日起 15 个交易日后 6 个月前，以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份不超过 45,644,220 股（不超过公司总股本比例的 0.48%）。叶兴针先生计划自 2018 年 4 月 12 日起 15 个交易日后 6 个月前，以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份不超过 45,644,220 股（不超过公司总股本比例的 0.48%）。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 7：永辉超市前十大股东情况（更新自 2018 年半年报）

排名	股东名称	方向	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股东性质
1	牛奶有限公司	-	191313.53	0	19.99	0.00	境外法人
2	张轩松	-	140725.02	0	14.70	0.00	境内自然人
3	张轩宁	-	74381.12	0	7.77	0.00	境内自然人
4	江苏京东邦能投资管理有限公司	比上期增加	61545.57	13693.26	6.43	1.43	境内非国有法人

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

5	林芝腾讯科技有限公司	-	47852.31	0	5.00	0.00	境内非国有法人
6	江苏圆周电子商务有限公司	-	47852.31	0	5.00	0.00	境内非国有法人
7	永辉超市股份有限公司 回购专用证券账户	-	16634.34	0	1.74	0.00	境内非国有法人
8	郑文宝	比上期减少	13693.26	-4564.42	1.43	-0.48	境内自然人
9	叶兴针	比上期减少	13693.26	-4564.42	1.43	-0.48	境内自然人
10	谢香镇	比上期减少	13693.26	-4564.42	1.43	-0.48	境内自然人
	合计	-	621384.02		64.92		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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。

谨慎推荐：是指未来 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：是指未来 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：是指未来 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。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

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

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn