

中航证券金融研究所
 分析师 薄晓旭
 证券执业证书号：S0640513070004
 研究助理 刘琛
 证券执业证书号 S0640118040009
 电话：0755-83778731
 邮箱：xiaoxu_bo@163.com

永辉超市 (601933)： 营收持续稳步增长，云创亏损拖累业绩

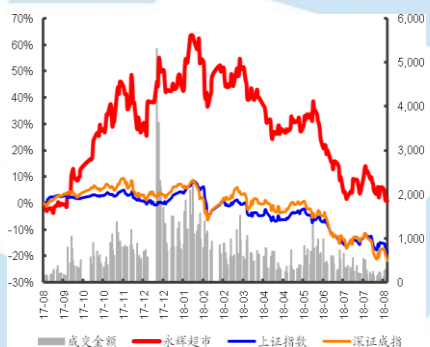
行业分类：商业贸易

2018年8月20日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	8.69元
当前股价 (18.8.20)	7.07元

基础数据	
上证指数	2698.47
总股本 (亿)	95.7
流通 A 股 (亿)	81.35
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	575.14
每股净资产 (元)	1.93
ROE(2018H)	4.85%
资产负债率	39.11%
动态市盈率	39.9
市净率	3.66

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：Wind

2018年半年度报告：

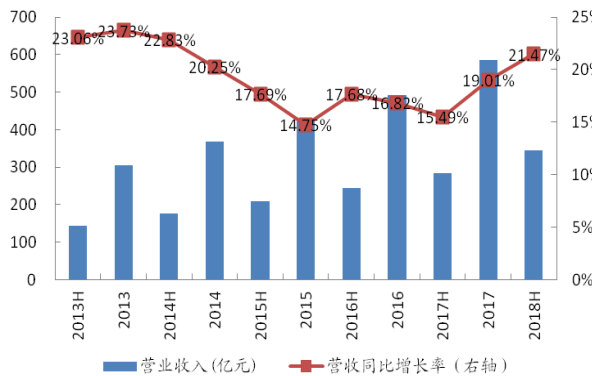
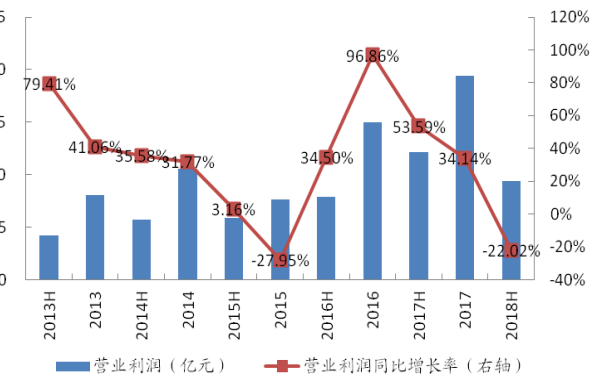
- 2018年上半年公司实现营业收入343.97亿元，同比增长21.47%；归属于上市公司股东的净利润9.33亿元，同比下降11.54%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.26亿元，同比下降20.33%，基本每股收益0.1元。
- 项目储备依然丰富，云超板块业绩较好。上半年公司在江苏、上海、北京、广东等地共净增门店146家，其中，云超门店净增42家，永辉生活店净增85家，超级物种新增19家；截止上半年末，公司已开业门店952家，其中，绿标店345家，红标店276家，永辉生活店285家，超级物种46家；已签约未开业门店达259家，公司储备项目依然丰富。从各区域的经营数据来看，华东大区表现依然亮眼，营收同比增长49.9%，安徽及河南大区紧随其后，营收分别增长24.44%、23.39%，除北京大区外其他区域均保持两位数以上增长。从业务板块来看，云超业务上半年实现营业收入326亿元，同比增长19%，利润14亿元，同比增长29%；云创业务实现营业收入9.05亿元，同比增加594%，净利润-3.89亿元。预计随着全国布局的继续完善，以及公司云创板块在门店布局和展店速度上进一步优化，未来几年营收仍将保持20%左右的增速。
- 毛利、费用率均明显提升。公司通过优化品类和供应链整合，毛利率持续提升，达到22.41%，比去年同期提升1.97个百分点；其中，门店通过管控生鲜库存、梳理生鲜定价、推行行销卖手，生鲜及加工业务毛利率提升1.66个百分点至15.01%。从费用端来看，受公司新开业店费用增长所致，费用率同比提升4.15个百分点，其中销售费用率、管理费用率同比提升2.49、1.25个百分点。
- 公司在报告期内对红旗连锁追加投资7.04亿元，追加投资后，持股比例为21%；新增国联水产的投资5.38亿元，持股比例为10%。公司有望与合作方一起，充分发挥双方优势，拓展合作领域，优化产业链，实现双赢互利。
- 盈利预测与投资评级：估值方面，我们下调公司2018-2020年EPS为0.158元、0.178元、0.206元，对应PE为44.64倍、39.62倍、34.32倍。公司云创业务短期内仍难盈利，但总体扩张继续，加之在生鲜和供应链管理上的优势，及在新零售上的布局，我们调整公司2018年估值到55倍PE，下调目标价至8.69元，结合当前股价，维持“买入”评级。
- 风险提示：新业态经营情况弱于预期、消费疲软

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

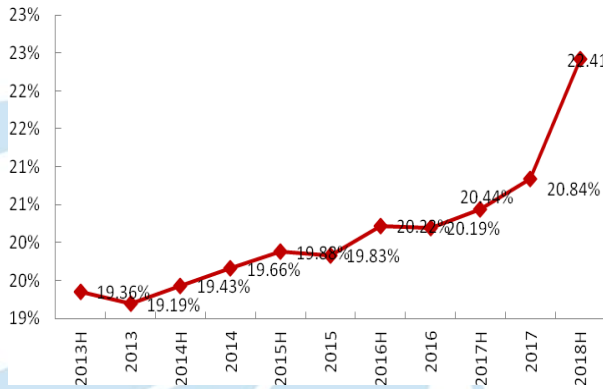
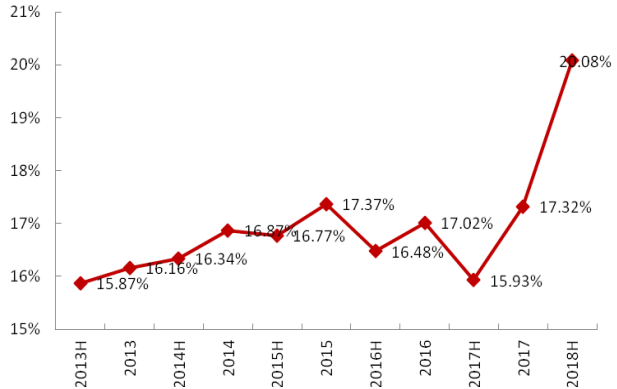
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

图表 1: 营业收入及同比增速

图表 2: 营业利润及同比增速


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 毛利率走势

图表 4: 期间费用率走势


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 云超板块同店同比 (两年期) 开业门店资料

业态	门店数	2018 年上半年营业收入 (万元)	同比增减 (%)	坪效 (元/m ²)
红标	276	1,721,292	1.5	1,043
绿标	165	980,039	6.8	1,171
合计	441	2,701,331	3.3	1,086

数据来源: 公司 2018 年半年度报告, 中航证券金融研究所

公司财务报表预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	42144.83	49231.65	58591.34	70895.53	85074.63	102089.56
增长率(%)	14.75%	16.82%	19.01%	21.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	605.33	1242.01	1784.21	1515.75	1707.66	1971.40
增长率(%)	-28.92%	105.18%	43.66%	-15.05%	12.66%	15.44%
每股收益(EPS)	0.063	0.130	0.186	0.158	0.178	0.206
每股股利(DPS)	0.051	0.064	0.120	0.103	0.098	0.144
每股经营现金流	0.166	0.210	0.288	0.272	0.454	0.221
销售毛利率	19.83%	20.19%	20.84%	22.30%	22.40%	22.40%
销售净利率	1.42%	2.47%	2.82%	1.97%	1.84%	1.76%
净资产收益率(ROE)	4.95%	6.47%	8.92%	7.38%	8.02%	9.01%
投入资本回报率(ROIC)	7.01%	11.26%	13.13%	8.41%	9.50%	12.46%
市盈率(P/E)	111.78	54.48	37.92	44.64	39.62	34.32
市净率(P/B)	5.53	3.52	3.38	3.30	3.18	3.09
股息率(分红/股价)	0.007	0.009	0.017	0.015	0.014	0.020

报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	42144.83	49231.65	58591.34	70895.53	85074.63	102089.56
减: 营业成本	33785.44	39291.93	46382.80	55085.82	66017.91	79221.50
营业税金及附加	206.54	218.99	209.42	262.31	306.27	387.94
营业费用	6376.54	7165.23	8451.61	10988.81	13271.64	16028.06
管理费用	969.91	1288.54	1781.08	2694.03	3402.99	4083.58
财务费用	-24.58	-74.20	-82.77	45.19	30.26	28.89
资产减值损失	12.10	18.52	22.66	20.00	20.00	20.00
加: 投资收益	-73.36	167.47	145.09	1.50	1.50	1.50
公允价值变动损益	15.20	7.49	-80.55	15.00	15.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	760.74	1497.60	1891.07	1815.86	2042.07	2341.09
加: 其他非经营损益	36.58	58.89	92.51	41.32	41.32	41.32
利润总额	797.33	1556.49	1983.58	1857.18	2083.39	2382.41
减: 所得税	197.26	342.76	331.49	460.17	516.72	590.23
净利润	600.07	1213.73	1652.09	1397.01	1566.66	1792.18
减: 少数股东损益	-5.26	-28.28	-132.12	-118.75	-141.00	-179.22
归属母公司股东净利润	605.33	1242.01	1784.21	1515.75	1707.66	1971.40
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3727.57	7261.51	3813.21	4773.20	7661.84	7919.36
应收和预付款项	1931.94	3150.92	3696.32	4445.36	4918.52	5442.70
存货	4250.06	5378.52	5582.12	6659.18	7239.33	8604.97
其他流动资产	1441.74	3936.67	6429.82	6429.82	6429.82	6429.82
长期股权投资	1945.45	1975.84	3659.06	3660.56	3662.06	3663.56



投资性房地产	136.17	367.05	356.67	318.51	280.34	242.17
固定资产和在建工程	3383.70	3433.15	4099.09	3739.62	3250.16	2740.69
无形资产和开发支出	603.69	632.67	641.77	1054.03	1466.29	1878.55
其他非流动资产	2229.28	2403.67	3611.92	2154.49	697.06	697.06
资产总计	19649.62	28540.00	31889.99	33234.77	35605.41	37618.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	7362.43	9295.54	11472.53	12405.54	14148.74	15750.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.00	3.07	9.41	9.41	9.41	9.41
负债合计	7368.43	9298.61	11481.94	12414.95	14158.15	15759.41
股本	4067.54	9570.46	9570.46	9570.46	9570.46	9570.46
资本公积	5675.39	6511.40	6638.99	6638.99	6638.99	6638.99
留存收益	2484.74	3116.69	3785.32	4315.84	5084.29	5675.70
归属母公司股东权益	12227.66	19198.55	19994.77	20525.29	21293.74	21885.16
少数股东权益	53.53	42.85	413.27	294.53	153.53	-25.69
股东权益合计	12281.19	19241.40	20408.05	20819.82	21447.27	21859.47
负债和股东权益合计	19649.62	28540.00	31889.99	33234.77	35605.41	37618.88
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	1592.81	2006.24	2760.72	2602.64	4341.97	2111.22
投资性现金净流量	-3067.35	-3882.86	-5782.07	-754.01	-654.01	-649.01
筹资性现金净流量	3747.60	5745.77	-631.28	-888.64	-799.32	-1204.69
现金流量净额	2273.38	3869.59	-3655.96	959.99	2888.64	257.52

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

AVIC

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄晓旭, SAC 执业证书号: S0640513070004, 金融学硕士, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所, 从事商业贸易、休闲服务行业研究。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。