

展店加快, 费用大幅上涨拉低业绩

投资要点

- **事件:** 公司2018年前三季度实现了526.9亿元营业收入, 同比+21.7%, 其中Q3单季实现营收183亿元, 同比+22%, 增速较Q2单季提升2.32pp。受股权激励费用及云创拖累, 前三季度实现归母净利润10.2亿元, 同比-26.9%, 扣非后归母净利润同比-36.5%, 其中Q3单季实现归母净利润0.84亿元, 同比-75%。
- **毛利率稳定上升, 期间费用率大幅上涨拉低业绩:** 公司前三季度毛利率提升1.51pp至21.8%, 其中Q3单季毛利率提升0.66pp至20.7%, 毛利率提升主要在于供应链的强化和服务业的占比的提升。前三季度期间费用率提升3.83pp至20.3%, 主要是股权激励费用、门店拓展及人力成本增加导致, 其中销售费用率上升2.12pp至16.0%, 管理费用率上升1.31pp至4.2%; 财务费用率上升0.39pp至0.1%。而Q3单季公司销售费用和管理费用同比增幅为+34.1%、+76.8%, 期间费用率大幅上涨拉低了公司整体业绩。
- **加速全国扩张, 打造生鲜零售帝国:** 公司上半年增加云超45家、永辉生活店96家、超级物种19家, 而Q3单季新开门店就达172家, 其中绿标店25家、永辉生活店137家、超级物种10家, 可见公司第三季度门店扩张加速; 此外, 第三季度公司新签约门店191家, 其中签约绿标店34家, 永辉生活店138家, 超级物种19家, 共计191家, 预计第四季度公司的开店速度会进一步加快。
- **公司作为新零售先锋带来估值提振。** 在新零售时代, 巨头们都不约而同地选择涉足生鲜和商超领域, “生鲜超市”成为当前“新零售”布局重点, 永辉成为新零售先锋, 旗下云创业务成功推出“高端超市+生鲜餐饮+O2O”混合业态的“超级物种”, 同时进军便利店业态——永辉生活店。虽然云创业务短期业绩承压, 但云创提供全方位科技服务、加快线上线下双轨发展, 为公司注入活力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年的归母净利润为14.1、20.9、28.1亿元, 同比增速分别为-22.5%、48.2%、34.3%, EPS为0.15、0.22、0.29元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 大量超市涉足生鲜领域, 行业竞争加剧的风险; 公司开店速度不达预期的风险; 新开门店培育期拉长, 业绩受到影响的风险。

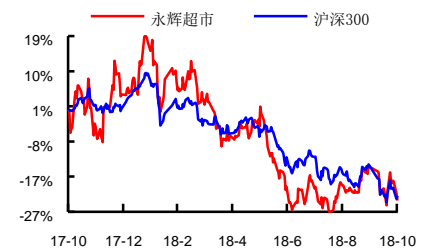
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	58591.34	72508.73	87944.10	106006.25
增长率	19.01%	23.75%	21.29%	20.54%
归属母公司净利润(百万元)	1816.79	1408.91	2088.22	2805.08
增长率	46.28%	-22.45%	48.22%	34.33%
每股收益EPS(元)	0.19	0.15	0.22	0.29
净资产收益率ROE	8.25%	6.02%	8.51%	10.78%
PE	39	51	34	26
PB	3.58	3.56	3.35	3.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 嵇文欣
电话: 021-58351812
邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	95.70
流通A股(亿股)	79.76
52周内股价区间(元)	7.02-11.57
总市值(亿元)	714.91
总资产(亿元)	380.10
每股净资产(元)	1.96

相关研究

1. 永辉超市(601933): 加速全国扩张, 打造生鲜零售帝国 (2018-10-17)

关键假设：

1、各区域开店面积预测：(1) 华西大区、福建大区、北京大区是公司较早布局且发展相对成熟的区域，占公司整体收入比重位列前三，因此规模效应凸显，预计未来开店面积将保持稳定增长，各地区未来三年开店面积复合增速分别为 21%、10%、12%。(2) 华东地区布局相对较晚，但华东区域市场空间巨大，将是未来公司高速和大力扩展的区域，因此开店面积增速呈上升趋势，预计 2018-2020 年开店面积增速分别为 90%、50%、40%。(3) 安徽大区与河南大区属于次新区，但目前未形成强有力的规模效应，因此扩张步伐不宜太快，安徽未来三年开店面积增速 35%、30%、25%，河南为 25%、23%、21%。(4) 东北地区目前开店面积最少，大部分处于亏损状态，因此扩张速度会放缓。

2、各区域毛利率预测：(1) 成熟区域毛利率保持稳定，如华西大区、福建大区和北京大区，预计未来三年毛利率基本与当前持平。(2) 华东区域正在走向规模扩张，因此毛利率不断上升逼近成熟区域，东北区域基数较低，毛利率提升空间较大。(3) 其他次新区域仍处在拓展阶段，前期成本控费较弱。

3、公司费用预测：公司整体规模不断扩大，为拓展更多市场份额，需要一定的费用支持，但总体变化幅度不大，预计 2018-2020 年销售费用率分别为 16%、16.2%、16.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年各区域收入成本如下表：

表 1：各区域收入成本拆分 (万元)

报告期	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
华西 (重庆、贵州、四川、陕西+湖北、云南)						
收入	1,429,330.1	1,705,577.9	1,970,693.0	2,279,899.9	2,637,622.2	3,051,472.0
收入增长率	13.5%	19.3%	15.5%	15.7%	15.7%	15.7%
店面数	133	163	226			
面积(平米)	1,125,808	1,378,699	1,671,651	2,022,697.92	2,447,464.48	2,961,432.02
面积增速	21%	22%	21%	21.0%	21.0%	21.0%
单店面积	8,465	8,458	7,397	8,107	8,107	8,107
坪效(元/平米/年)	12,696	12,371	11,789	11,271.58	10,776.96	10,304.04
成本	1,181,936.0	1,408,308.2	1,638,081.4	1,869,517.9	2,162,850.2	2,502,207.1
毛利率(%)	17.3%	17.4%	16.9%	18.0%	18.0%	18.0%
福建 (福建、广东、江西)						
收入	1,096,199.2	1,193,080.9	1,307,818.8	1,438,600.7	1,582,460.8	1,740,706.8
收入增长率	1.0%	8.8%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
店面数	121	130	214			
面积(平米)	967,555	1,044,651	1,170,641	1,287,705	1,416,475	1,558,123
面积增速	16.24%	7.97%	12.06%	10.0%	10.0%	10.0%
单店面积	7,996	8,036	5,470			
坪效(元/平米/年)	11,330	11,421	11,172	11,172	11,172	11,172
成本	904,279.5	985,141.2	1,080,045.3	1,165,266.6	1,281,793.2	1,409,972.5
毛利率(%)	17.5%	17.4%	17.4%	19.0%	19.0%	19.0%
北京 (北京、天津、河北、山西、云南-云南)						

报告期	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	647,252.3	758,235.7	862,803.1	1,012,218.7	1,190,369.2	1,399,874.2
收入增长率	27.6%	17.1%	13.8%	17.3%	17.6%	17.6%
店面数	47	57	84			
面积(平米)	589,412	659,036	724,302	809,270	906,382	1,015,148
面积增速	13%	12%	10%	11.7%	12.0%	12.0%
单店面积	12,541	11,562	8,623			
坪效(元/平米/年)	10,981	11,505	11,912	12,508	13,133	13,790
成本	548,357.6	642,043.6	727,716.3	846,214.9	995,148.7	1,170,294.8
毛利率(%)	15.3%	15.3%	15.7%	16.4%	16.4%	16.4%
华东 (浙江、上海、江苏)						
收入	368,676.4	456,337.2	686,314.9	1,199,678.4	1,709,541.7	2,321,557.6
收入增长率	41.0%	23.8%	50.4%	74.8%	42.5%	35.8%
店面数	37	74	195			
面积(平米)	407,819	510,046	814,095	1,546,780	2,320,171	3,248,239
面积增速	24.1%	25.1%	59.6%	90.0%	50.0%	40.0%
单店面积	11,022	6,893	4,175			
坪效(元/平米/年)	9,040	8,947	8,430	7,756	7,368	7,147
成本	316,004.8	386,758.3	579,481.5	1,007,796.7	1,428,588.8	1,940,023.6
毛利率(%)	14.3%	15.2%	15.6%	16.0%	16.4%	16.4%
苏皖 (安徽)						
收入	245,264.9	293,917.1	362,559.9	469,877.7	592,515.7	725,831.8
收入增长率	20.6%	19.8%	23.4%	29.6%	26.1%	22.5%
店面数	24	32	44			
面积(平米)	269,620	343,160	442,254	597,043	776,156	970,195
面积增速	27.0%	27.3%	28.9%	35.0%	30.0%	25.0%
单店面积	11,234	10,724	10,051			
坪效(元/平米/年)	9,097	8,565	8,198	7,870	7,634	7,481
成本	205,718.2	246,488.5	305,434.0	394,670.5	497,679.5	609,657.4
毛利率(%)	16.1%	16.1%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
河南						
收入	124,712.0	161,207.3	193,225.3	241,569.3	297,189.7	359,671.4
收入增长率	19.4%	29.3%	19.9%	25.0%	23.0%	21.0%
店面数	15	20	27			
面积(平米)	173,393	207,920	254,797	318,496	391,750	474,017
面积增速	20.5%	19.9%	22.5%	25.0%	23.0%	21.0%
单店面积	11,560	10,396	9,437			
坪效(元/平米/年)	7,192	7,753	7,584	7,585	7,586	7,588
成本	105,919.4	137,582.2	165,794.3	207,753.7	256,168.7	310,718.9
毛利率(%)	15.1%	14.7%	14.2%	14.0%	13.8%	13.6%

报告期	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
东北 (辽宁、吉林、黑龙江)						
收入	108,513.7	102,867.3	104,980.9	118,103.5	134,638.0	140,696.7
收入增长率	17.9%	-5.2%	2.1%	12.5%	14.0%	4.5%
店面数	11	11	16			
面积(平米)	128,683	133,169	174,793	218,491.08	262,189.29	288,408.22
面积增速	8.9%	3.5%	31.3%	25.0%	20.0%	10.0%
单店面积	11,698	12,106	10,925			
坪效(元/平米/年)	8,433	7,725	6,006	5,405	5,135	4,878
成本	95,909.9	90,643.6	91,590.1	102,610.7	116,474.3	121,176.1
毛利率(%)	11.6%	11.9%	12.8%	13.1%	13.5%	13.9%
其他 (服务业)						
收入	194534.32	251941.28	370738.47	490924.792	650073.2212	860814.5276
收入增长率	21.8%	29.5%	47.2%	32.4%	32.4%	32.4%
成本	20418.32	32227.2	50136.52	54725.75112	72466.79307	95959.14153
毛利率(%)	89.5%	87.2%	86.5%	88.9%	88.9%	88.9%
总合计						
收入	4214483.0	4923164.6	5859134.3	7250873.0	8794410.5	10600625.1
收入增长率	14.8%	16.8%	19.0%	23.8%	21.3%	20.5%
成本	3378543.8	3929192.7	4638279.5	5648556.8	6811170.2	8160009.6
毛利率(%)	19.8%	20.2%	20.8%	22.1%	22.6%	23.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	58591.34	72508.73	87944.10	106006.25	净利润	1684.67	1225.14	1815.85	2439.20
营业成本	46382.80	56485.57	68111.70	81600.10	折旧与摊销	1075.56	657.58	676.10	682.85
营业税金及附加	209.42	259.17	314.34	378.90	财务费用	-82.77	72.51	105.53	159.01
销售费用	8451.61	11601.40	14246.94	17279.02	资产减值损失	22.66	20.59	21.63	21.11
管理费用	1781.08	2900.35	3253.93	3922.23	经营营运资本变动	-1085.14	24.18	-790.25	-1299.17
财务费用	-82.77	72.51	105.53	159.01	其他	1026.04	-226.38	-225.87	-218.18
资产减值损失	22.66	20.59	21.63	21.11	经营活动现金流净额	2641.03	1773.62	1602.98	1784.81
投资收益	145.09	244.66	244.66	244.66	资本支出	-745.52	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	-80.55	-35.25	-43.23	-46.79	其他	-5036.55	209.41	201.43	197.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5782.07	9.41	1.43	97.87
营业利润	1940.64	1378.56	2091.46	2843.76	短期借款	0.00	2204.68	890.00	1231.06
其他非经营损益	92.51	100.00	100.00	100.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2033.16	1478.56	2191.46	2943.76	股权融资	127.59	0.00	0.00	0.00
所得税	348.48	253.42	375.61	504.56	支付股利	-1148.46	-1271.76	-845.34	-1148.52
净利润	1684.67	1225.14	1815.85	2439.20	其他	389.59	-72.88	-105.53	-159.01
少数股东损益	-132.12	-183.77	-272.38	-365.88	筹资活动现金流净额	-631.28	860.05	-60.88	-76.47
归属母公司股东净利润	1816.79	1408.91	2088.22	2805.08	现金流量净额	-3775.65	2643.08	1543.54	1806.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4607.79	7250.87	8794.41	10600.63	成长能力				
应收和预付款项	3696.32	4594.01	5808.82	6841.48	销售收入增长率	19.01%	23.75%	21.29%	20.54%
存货	5582.12	5926.17	7862.42	9201.22	营业利润增长率	29.58%	-28.96%	51.71%	35.97%
其他流动资产	6450.30	6875.60	8208.95	9403.14	净利润增长率	38.80%	-27.28%	48.22%	34.33%
长期股权投资	3659.06	3659.06	3659.06	3659.06	EBITDA 增长率	24.08%	-28.12%	36.25%	28.28%
投资性房地产	356.67	356.67	356.67	356.67	获利能力				
固定资产和在建工程	4099.09	4016.34	3915.08	3707.07	毛利率	20.84%	22.10%	22.55%	23.02%
无形资产和开发支出	641.77	558.42	475.06	391.71	三费率	17.32%	20.10%	20.02%	20.15%
其他非流动资产	3777.34	3485.85	3194.37	2902.88	净利率	2.88%	1.69%	2.06%	2.30%
资产总计	32870.47	36723.00	42274.85	47063.86	ROE	8.25%	6.02%	8.51%	10.78%
短期借款	0.00	2204.68	3094.68	4325.74	ROA	5.13%	3.34%	4.30%	5.18%
应付和预收款项	10267.13	11738.47	14873.98	16617.71	ROIC	11.35%	7.75%	10.59%	12.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.01%	2.91%	3.27%	3.48%
其他负债	2195.28	2418.80	2974.63	3498.17	营运能力				
负债合计	12462.42	16361.95	20943.29	24441.62	总资产周转率	1.88	2.08	2.23	2.37
股本	9570.46	9570.46	9570.46	9570.46	固定资产周转率	17.27	18.85	22.18	27.82
资本公积	6638.99	6638.99	6638.99	6638.99	应收账款周转率	79.88	74.03	73.72	71.24
留存收益	3784.95	3922.10	5164.98	6821.54	存货周转率	8.46	9.81	9.87	9.56
归属母公司股东权益	19994.77	20131.55	21374.43	23030.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.40%	—	—	—
少数股东权益	413.27	229.50	-42.87	-408.75	资本结构				
股东权益合计	20408.05	20361.06	21331.56	22622.24	资产负债率	37.91%	44.56%	49.54%	51.93%
负债和股东权益合计	32870.47	36723.00	42274.85	47063.86	带息债务/总负债	0.00%	13.47%	14.78%	17.70%
					流动比率	1.65	1.52	1.48	1.48
					速动比率	1.20	1.15	1.10	1.11
					股利支付率	63.21%	90.27%	40.48%	40.94%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.15	0.22	0.29
					每股净资产	2.09	2.10	2.23	2.41
					每股经营现金	0.28	0.19	0.17	0.19
					每股股利	0.12	0.13	0.09	0.12
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2933.44	2108.65	2873.09	3685.62					
PE	39.40	50.81	34.28	25.52					
PB	3.58	3.56	3.35	3.11					
PS	1.22	0.99	0.81	0.68					
EV/EBITDA	21.54	29.75	21.61	16.69					
股息率	1.60%	1.78%	1.18%	1.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn