

Q3营收+22.04%，展店提速致亏损扩大

——永辉超市（601933）三季度报点评

2018年10月31日

推荐/维持

永辉超市

事件点评

事件：

10/30 晚公司发布三季报称，前三季度实现营业收入 526.92 亿元，较去年同期增长 21.67%；归属于上市公司股东的净利润 10.18 亿元，较去年同期减少 26.90%；基本每股收益为 0.11 元，较上年同期减 26.67%。

主要观点：

1、Q3 云创亏损幅度或扩大，致归母净利同比下滑

公司 1-9 月营收+21.67%，其中 Q3 实现营收 182.95 亿元，同比+22.04%，收入提速；归母净利-26.90%，其中 Q3 实现归母净利 0.84 亿元，同比-74.98%，股权激励费用摊销及云创板块投入仍是同比亏损的主因。据公司公告，2017 年股权激励计划的费用共计 10.53 亿元，扣除上半年已计提摊销的 3.44 亿，推测三季度计提 1.7 亿元摊销费用，对归母净利影响约 1.28 亿（扣税）；预计四季度需计提 1.74 亿元的摊销费用。三季度公司持股云创占比 46.6%，据少数股东损益估算，Q3 云创板块净利-2.55 亿元，对归母净利影响 1.19 亿元。剔除摊销费用和云创亏损因素后，Q3 公司归母净利约 3.31 亿元，同比-1.82%；前三季度归母净利约 17.12 亿元，同比+23.01%。

2、新业态展店大幅提速，老区或拖累同店增速

三季度绿标/永辉生活/超级物种分别新增门店 25 家/137 家/10 家，永辉生活开店较上半年明显提速(+41)；新签约门店分别 34 家/138 家/19 家。截至本报告期末，绿标/永辉生活/超级物种共开店 370 家/422 家/56 家，营业面积增 18 万平至 577.7 万平米。年内有望实现永辉生活开店 300-400 家/超级物种开店 50-80 家的目标。

3 季度营收+22.04%，环比 Q2+2.32%，营收提速来自新店增量。分地区来看，华西和福建大区作为公司收入的主力，营收占比仍保持 36.27%/21.9%，其中华西营收保持 20.93%的高增，福建地区增速下滑至 11.05%或拖累同店增长；河南/安徽大区营收稳定增长

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

研究助理：魏鹤翀

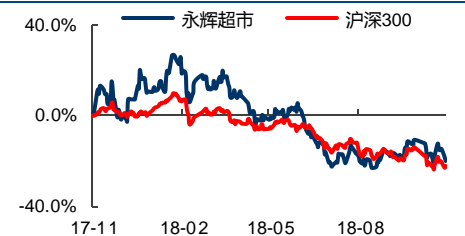
010-66554121 weihch@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480118070038

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.85-11.57
总市值 (亿元)	679
流通市值 (亿元)	582
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

+26.21%/24.78%; 华东大区营收同比高增 49.08%, Q3 华东区新增生活店/超级物种各 64 家/7 家, 新业态在江浙沪区域布局加速。

3、新店铺设及股权激励费用推升期间费用率

1-9 月公司综合毛利率为 21.83%, 同比增 1.51pct; Q3 综合毛利 20.72%, 同比增 0.66pct。其中福建大区毛利率水平大幅提升 1.32pct 至 18.64%, 主业盈利能力仍不断改善。

1-9 月销售费用率同比增 2.13pct 至 15.95%, 其中 Q3 增 1.44pct 至 16.04%, 展店提速推升销售费用; 管理费用率同比增 1.31pct 至 4.24%, 其中 Q3 增 1.43pct 至 4.62%, 主要来自股权激励费用摊销; 财务费用率同比增 0.34pct 至 0.07%, 其中 Q3 增 0.39pct 至 0.11%。期间费用率增 3.83pct 至 20.31%。

结论:

Q3 永辉生活展店明显提速, 且集中于一二线城市, 高经营成本下致使云创板块亏损幅度扩大。在小店业务探索出可快速复制的盈利模式之前, 对业绩形成的压力或将持续。虽然在消费增长趋缓下, 云超部分区域的同店增长有所放缓, 但毛利率的提升仍彰显公司主业的优势。我们认为, 公司仍不断受益于居民生鲜需求增长及自身基本面的改善, 重视公司的长期投资价值。

我们维持对公司的盈利预测, 预计 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 38.69、31.28 和 24.2 倍, 维持“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
流动资产合计	20566	20337	24178	31893	44674	营业收入	49232	58591	71699	90773	121592
货币资金	8097	4608	4343	5781	8556	营业成本	39292	46383	56692	71402	95662
应收账款	487	980	1003	1270	1701	营业税金及附加	219	209	256	324	435
其他应收款	1221	812	994	1258	1685	营业费用	7165	8452	10091	12925	17297
预付款项	1443	1904	2468	3178	4129	管理费用	1289	1781	2108	2896	4024
存货	5379	5582	6668	8398	11251	财务费用	-74	-83	-19	124	435
其他流动资产	2496	4241	6513	9820	15163	资产减值损失	18.52	22.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	8872	12534	12277	11947	11537	公允价值变动收益	7.49	-80.55	-80.55	-80.55	-80.55
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	#####	#####	3822.83	4183.56	营业利润	1498	1941	2635	3167	3803
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
资产总计	29438	32870	36455	43840	56211	利润总额	1556	2033	2727	3259	3896
流动负债合计	10049	12311	15459	22495	33984	所得税	343	348	440	526	629
短期借款	0	0	1059	5207	12079	净利润	1214	1685	2287	2733	3267
应付账款	6495	7591	9307	11722	15704	少数股东损益	-28	-132	-481	-500	-380
预收款项	1532	1837	2211	2684	3318	归属母公司净利润	1242	1817	1806	2233	2887
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2548	3043	3048	3717	4659
非流动负债合计	147	151	151	151	151	EPS (元)	0.13	0.19	0.19	0.23	0.30
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	10197	12462	15610	22646	34135	成长能力					
少数股东权益	43	413	-68	-567	-947	营业收入增长	16.82%	19.01%	22.37%	26.60%	33.95%
实收资本(或股	9570	9570	9570	9570	9570	营业利润增长	96.86%	29.58%	35.76%	20.19%	20.10%
资本公积	6511	6639	6639	6639	6639	归属于母公司净利	-0.60%	23.68%	-0.60%	23.68%	29.28%
未分配利润	2702	3241	3618	4084	4687	获利能力					
归属母公司股东	19199	19995	20912	22046	23513	毛利率(%)	0.00%	0.00%	20.93%	21.34%	21.33%
负债和所有者权	29438	32870	36455	44125	56701	净利率(%)	2.47%	2.88%	3.19%	3.01%	2.69%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.22%	5.53%	4.95%	5.09%	5.14%
						ROE(%)	6.47%	9.09%	8.64%	10.13%	12.28%
						偿债能力					
经营活动现金流	1928	2641	1146	91	-1095	资产负债率(%)	35%	38%	43%	51%	60%
净利润	1214	1685	2287	2733	3267	流动比率	2.05	1.65	1.56	1.42	1.31
折旧摊销	1124.42	#####	#####	368.92	368.92	速动比率	1.51	1.20	1.13	1.04	0.98
财务费用	-74	-83	-19	124	435	营运能力					
应收账款减少	0	0	-23	-267	-431	总资产周转率	1.98	1.88	2.07	2.25	2.41
预收帐款增加	0	0	374	473	634	应收账款周转率	167	80	72	80	82
投资活动现金流	-3883	-5782	-305	-221	-140	应付账款周转率	8.42	8.32	8.49	8.63	8.87
公允价值变动收	7	-81	-81	-81	-81	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.13	0.19	0.19	0.23	0.30
投资收益	167	145	145	145	145	每股净现金流(最新	0.40	-0.39	0.11	0.29	0.40
筹资活动现金流	5746	-631	189	2925	5016	每股净资产(最新摊	2.01	2.09	2.19	2.30	2.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	56.25	38.45	38.69	31.28	24.20
普通股增加	5503	0	0	0	0	P/B	3.64	3.49	3.34	3.17	2.97
资本公积增加	836	128	0	0	0	EV/EBITDA	24.24	21.44	21.84	18.64	15.75
现金净增加额	3791	-3772	1031	2795	3781						

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。

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

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。