

前三季度规模增长符合预期，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2018年前三季度公司实现营业收入526.92亿元，同比增长21.67%；前三季度实现归属净利润10.18亿元，同比下降26.90%；实现归属扣非净利润8.70亿元，较上年同期下降36.53%。前三季度经营现金流量净额为23.92亿元，较上年同期减少23.59%。

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年前三季度公司实现营业收入526.92亿元，较上年同期增加93.84亿元；分季度来看，Q1/Q2/Q3分别贡献营收增量35.06/25.75/33.04亿元，分别实现单季YOY 22.97%/19.72%/22.04%。公司归属扣非净利较2017年前三季度下降5.01亿元，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、股权激励费用增加所致。

公司2018年1-9月份连锁超市业态主营收入为491.37亿元，较上年同期增长84.57亿元，实现同比增速20.79%，主营收入占比总营收93.25%，份额较去年同期的93.93%略有下滑。

从地区角度来看，2018年前三季度福建/华西/北京/安徽/华东/河南/东北大区分别实现营收增量10.71/30.85/7.6/6.67/23.98/3.71/1.05亿元，较去年同期YOY 11.05%/20.93%/11.71%/24.78%/49.08%/26.21%/13.61%，其中华东和华西大区贡献主要的增量，受益于地区内新业态加速布局；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36.27%，领先其他地区。

（二）综合毛利率上浮1.52个百分点，期间费用率增长3.83%

公司2018年上半年综合毛利率为21.83%，较去年同期上浮1.52个百分点。连锁超市主营部分毛利率为17.03%，较去年同期增加0.7个百分点。分地区来看，福建/华西/北京/安徽/华东/河南/东北大区分别实现毛利率18.64%/17.27%/15.98%/15.99%/16.49%/14.80%/13.68%，其中福建和华东大区毛利率同比增加1.32/1.28个百分点，提升较为明显。

公司的期间综合费用率为20.31%，相比上年同期大幅增长3.83

永辉超市 (601933.SH)

推荐 维持评级

分析师

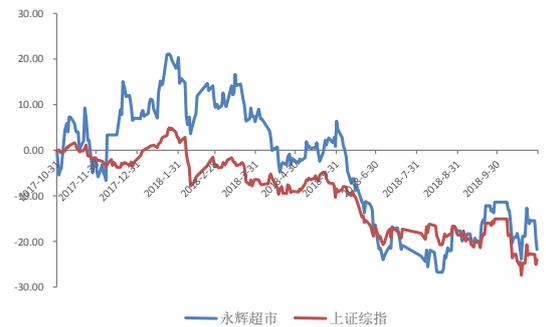
李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

行业数据时间 2018.10.31



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】行业点评：社消增速走低符合淡季规律，CPI回暖利好超市板块_2018.08.14
- 2、【银河零售_李昂】永辉超市(601933.SH)2018半年报点评_半年度表现符合预期，下半年继续看好门店扩张和业态创新共同推进 2018.08.20

个百分点，销售/管理/财务费用率同比变动分别为 40.37%/76.20%/-149.27%，销售费用的增长主要是本期新开门店费用增加所致，管理费用的大幅上涨主要是报告期内职工薪酬（含股权激励）费用增加所致，而财务费用大幅下降是由于公司本期开店及对外投资使得存款利息收入减少、贷款利息费用增加。

（三）线下门店持续扩张，实现业态升级与数字化管理

2018 年第三季度，公司增加绿标店 25 家，永辉生活店 137 家，超级物种 10 家，现有门店已覆盖 20 多个省市。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。2018 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）持续布局云创业务，合伙人制度红利持续释放

2018 年前三季度归属扣非净利润较去年同期下降 5.00 亿元，主要是超级物种和永辉生活两大创新业态所在的云创公司亏损、股权激励摊销所致。永辉生活业态整体线上销售占比逐渐扩大，永辉生活、超级物种在第三季度继续进行全国布局，分别增加 137 家、10 家。永辉生活 APP 总注册用户数不断增长。

同时公司推进组织结构扁平化，进行权力的上移与下放，同时大力创新合伙人制度，激发员工工作热情和创新举动，提高工作效率、降低成本。短期激励费用摊销侵蚀公司净利，但长远看其红利释放的优势会逐步显现，公司管理水平将持续向好。

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，按照先前计划，全年计划开出超级物种 100 家、永辉生活店 1000 家，目前来看数量可观但与预期数量存在差距。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。鉴于云创板块依旧亏损，并考虑股权激励的相应费用增加，维持归母公司净利润至 13.26/26.15/33.37 亿元，对应 PE34/27/23 倍，对应 PS 0.94/0.76/0.64 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

网上交易对线下实体业务的影响；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，利润导向短期效益的不良影响。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(单位:亿元)	492.32	585.91	726.56	898.50	1072.52
增长率	16.82%	19.01%	24.00%	23.67%	19.37%
归属母公司股东净利润(单位:亿元)	12.42	18.17	13.26	26.15	33.37
增长率	105.18%	46.28%	-27.05%	97.26%	27.61%
EPS(元/股)	0.14	0.19	0.21	0.26	0.31
销售毛利率	20.19%	20.84%	21.25%	20.95%	19.57%
净资产收益率(ROE)	6.47%	9.09%	5.70%	11.63%	14.24%
市盈率(P/E)	57.05	53.14	33.67	27.23	23.15
市净率(P/B)	2.5	4.8	2.06	2.00	1.93
市销率(P/S)	0.99	1.75	0.94	0.76	0.64

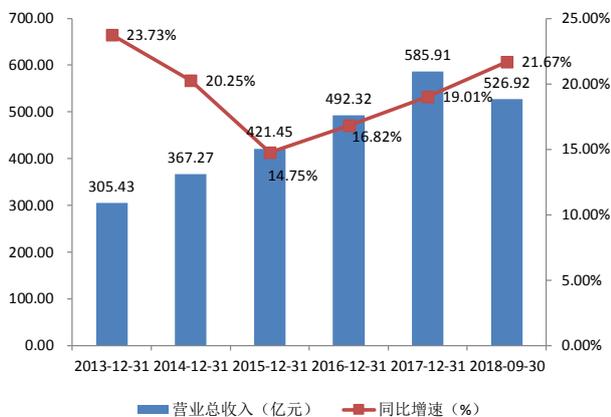
资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2018 年 10 月 31 日收盘价)

表 2: 可比公司最新估值情况

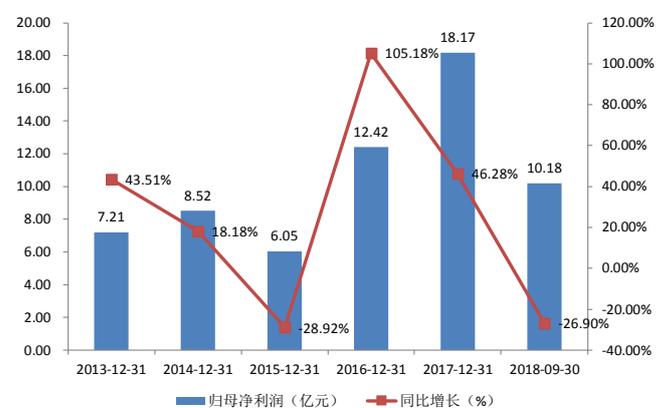
	境内可比公司						均值	中位数
	永辉超市	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团			
PE	46	20	49	30	11	31	30	
PB	4.16	1.02	0.99	2.58	1.27	2.00	1.27	
PS	1.21	0.35	0.42	0.93	0.29	0.64	0.42	
	境外可比公司						均值	中位数
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	莫里森			
PE	29	34	19	7	17	21	19	
PB	3.49	8.42	1.34	3.58	1.29	3.62	3.49	
PS	0.52	0.73	0.18	0.20	0.32	0.39	0.32	

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

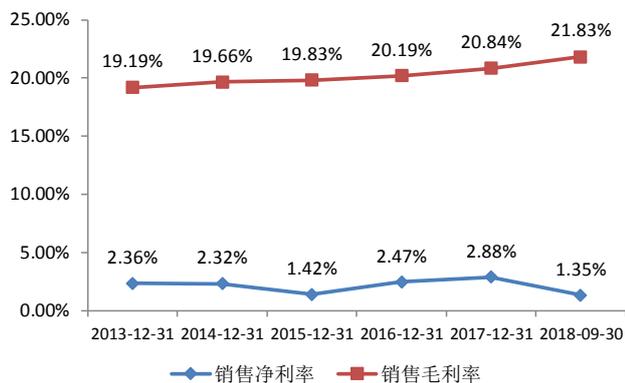
图 1: 2013-2018Q3 营业收入(亿元)及同比(%)


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2013-2018Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)


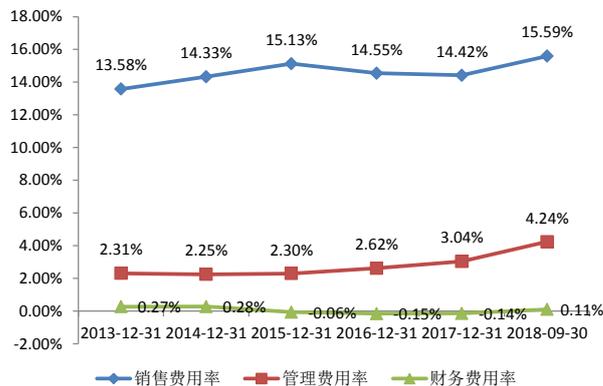
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2013-2018Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



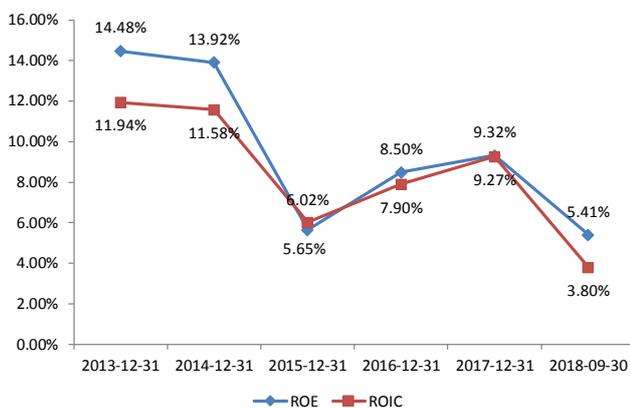
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2013-2018Q3 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: 2013-2018Q3 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 Q3 新开门店及签约情况

	绿标店	红标店	永辉生活店	超级物种
新开门店	25		137	10
签约项目	34		138	9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 永辉超市前三季度主营收入构成

分地区	2018/9/30		2017/9/30	
	营业收入 (单位: 亿元)	占比比重	营业收入 (单位: 亿元)	占比比重
福建大区	107.62	21.90%	96.91	23.82%
华西大区	178.23	36.27%	147.39	36.23%
北京大区	72.47	14.75%	64.87	15.95%

安徽大区	33.61	6.84%	26.93	6.62%
华东大区	72.84	14.82%	48.86	12.01%
河南大区	17.85	3.63%	14.15	3.48%
东北大区	8.75	1.78%	7.70	1.89%
合计	491.37	100.00%	406.80	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

	2018/9/30	2017/9/30
分地区		
福建大区	18.64%	17.32%
华西大区	17.27%	16.94%
北京大区	15.98%	15.47%
安徽大区	15.99%	15.72%
华东大区	16.49%	15.21%
河南大区	14.80%	14.16%
东北大区	13.68%	12.74%
合计	17.03%	16.33%

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 年第三季度重大事项进展

事件类型	内容
关联交易	2018 年 10 月 24 日，公司拟与百佳（中国）投资有限公司(以下简称“百佳中国”)和 Tencent Mobility Limited(以下简称“腾讯”)三方共同出资 12.49 亿元于中国境内设立一家中外合资经营企业(以下简称“合资公司”)，其中，永辉以广东省内超市业务（广东永辉、深圳永辉的 100%股权）作价 6.22 亿元置入合资公司，持股 50%（合资公司将合并报表）；百佳中国以广东省内超市业务（广州百佳及其子公司的 96.67%股权）及现金 0.19 亿共作价 5.02 亿元置入合资公司，持股 40%；腾讯以现金 1.25 亿元出资，持股 10%。合资公司将永辉超市及百佳中国于中国广东省内的超级市场业务进行整合，以期进一步提高相关业务与资产的运营能力。
股权激励权益授予	2018 年 10 月 24 日，公司召开第三届董事会第四十三次会议通过决议《关于向激励对象授予限制性股票的议案》，决定从二级市场回购股票 7,650,900 股授予李静及其他核心业务骨干，本次限制性股票的授予价格为 4.15 元/股，授予日期为 2018 年 11 月 1 日。本次股权激励计划限制性股票授予总费用预计为 29,455,965.00 元，预计 2018 年摊销金额为 3,191,062.88 元，以目前情况估计，此次股权激励授予对有效期内各年净利润有所影响，但影响程度不大。

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 年三季度报）

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
----	------	----	----------	------------	-----------	--------	------

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。

(%)

1	牛奶有限公司	-	191313.53	-	19.99	-	境外法人
2	张轩松	-	140725.02	-	14.70	-	境内自然人
3	张轩宁	-	74381.12	-	7.77	-	境内自然人
4	江苏京东邦能投资管理有限公司	-	61545.57	-	6.43	-	境内非国有法人
5	林芝腾讯科技有限公司	-	47852.31	-	5.00	-	境内非国有法人
6	江苏圆周电子商务有限公司	-	47852.31	-	5.00	-	境内非国有法人
7	郑文宝	-	13693.26	-	1.43	-	境内自然人
8	叶兴针	-	13693.26	-	1.43	-	境内自然人
9	谢香镇	-	13693.26	-	1.43	-	境内自然人
10	兴业银行股份有限公司-兴全趋势 投资混合型证券投资基金	新进	10354.90	10354.90	1.08	1.08	境内非国有法人
	合计		615104.58		64.26		

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。本报告清晰准确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