

# 永辉超市 (601933)

证券研究报告

2018年12月05日

## 云创出表盈利低点已现,携手万达一体两翼全力聚焦云超主业

公司公告,公司以3.94亿元的价格转让永辉云创20%股权;张轩松和张轩宁解除一致行动关系,修改公司章程设置轮值董事长制度;公司拟受让一方集团持有的万达商管1.5%的股份,标的资产价格为35.31亿元。

**永辉云创稀释出表,聚焦云超主业&降低云创对业绩压力。**本次转让后,张轩宁先生持有永辉云创股权由9.6%增至29.6%,为永辉云创第一大股东。公司持有永辉云创股权降低为26.6%,为永辉云创第二大股东。永辉云创现阶段还处于高速发展期尚未盈利,截止2018年6月,永辉云创亏损3.89亿,公司转让20%股份不仅可以降低云创对于公司业绩的影响,同时还有助于更加聚焦云超业务发展。

**拟35亿收购万达商管1.5%股份,拓展优质物业发力云超业务。**万达商管是全球规模领先的商业物业持有及管理运营企业,也是大连万达集团旗下商业地产投资及运营的唯一业务平台。公司拟通过35亿收购万达商管1.5%股份,能够进一步强化公司与万达商管的合作关系,依托于万达优质物业实现云超快速新开门店的战略目标。

**张轩松和张轩宁解除一致行动关系,修改公司章程设置轮值董事长制度。**本次解除一致行动关系后,牛奶国际持有公司19.99%的股份,为公司的第一大股东。张轩松先生和张轩宁先生解除一致行动关系,可以优化公司法人治理结构,提高公司决策质量,提升公司决策效率。同时,修改公司章程执行董事为公司的法定代表人,设轮值董事长一人,董事会候选人有班哲明·凯瑟克、张轩松、张轩宁、麦殷、廖建文、李国六人。

**云超&云创协同发展,加速向科技永辉转型发展。**云超方面,截止2018年11月底,云超门店达674家,并决定将云超一、二集群进行合并管理;云创方面,截止2018年八月底,永辉生活在全国10个城市开店320家,超级物种在9大核心城市共计开出55家门店,永辉生活APP总注册用户数激增到800万,到家业务2018年上半年销售占比2%左右,比去年翻了一番;云商方面,彩食鲜已在全国重庆、北京、福建等6个省建立永辉生鲜中央工厂,拓展300家企业的大宗业务,引入高瓴&红杉作为战投加速发展;云金方面,2018年上半年金融收入同比增长130%,开启良好开端,云金业务实现盈亏平衡,贷款总额突破7.6亿元。公司已经开始布局科技永辉下半场,从零售企业转型为服务零售行业的科技企业。

**投资建议:**维持买入评级。由于公司云创亏损加大和股权激励费用的存在,造成公司整体业绩有一定的承压。公司2018-20年净利润分别从17/26/49亿下调为14/22/31亿,EPS分别从0.18/0.28/0.43元下调为0.15/0.23/0.33元,当前市值对应49/32/23xPE,维持买入评级。

**风险提示:**云超同店不及预期;云创发展受阻;持股万达利息费用风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	49,231.65	58,591.34	72,246.90	91,801.81	115,030.89
增长率(%)	16.82	19.01	23.31	27.07	25.30
EBITDA(百万元)	1,969.41	2,413.82	1,805.21	2,689.27	3,873.56
净利润(百万元)	1,242.01	1,816.79	1,429.77	2,172.05	3,115.14
增长率(%)	105.18	46.28	(21.30)	51.92	43.42
EPS(元/股)	0.13	0.19	0.15	0.23	0.33
市盈率(P/E)	56.56	38.67	49.13	32.34	22.55
市净率(P/B)	3.66	3.51	3.49	3.44	3.36
市销率(P/S)	1.43	1.20	0.97	0.77	0.61
EV/EBITDA	17.60	35.82	32.76	21.39	14.51

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.34元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	9,570.46
流通A股股本(百万股)	7,975.94
A股总市值(百万元)	70,247.19
流通A股市值(百万元)	58,543.42
每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	48.53
一年内最高/最低(元)	12.32/6.68

### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《永辉超市-半年报点评:18H1 营收增长超20%,期权费&云创亏损等因素致利润下滑,剔除后净利+29%yoy!》2018-08-19
- 《永辉超市-公司点评:云创股东新增明星创投,科技发力开启新生态征程!》2018-05-23
- 《永辉超市-季报点评:1Q18收入+23%延续高增长,剔除激励费用&云创亏损后净利增速+35%,功在当下,利在长远!》2018-04-19

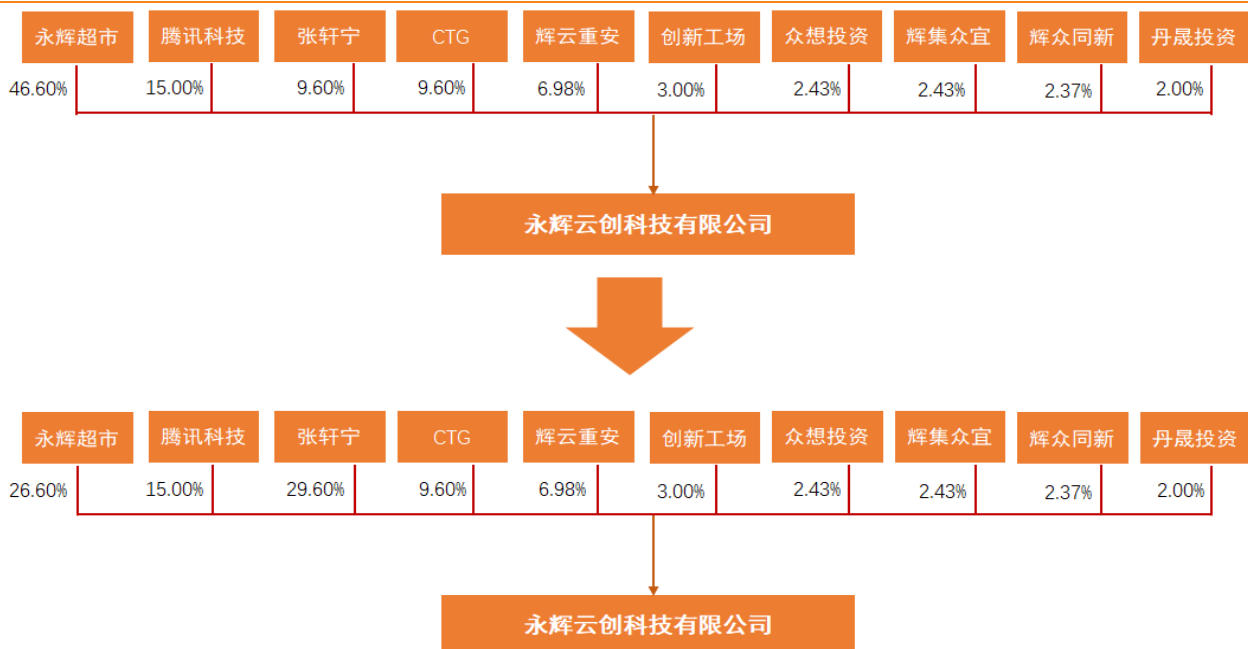
## 1. 事件

公司与张轩宁先生签订云创股权转让协议,约定以 3.94 亿元的价格转让永辉云创 20%股权;公司与一方集团、孙喜双先生签订股份转让协议,拟受让一方集团持有的万达商管 1.5%的股份,标的资产价格为 35.31 亿元;张轩松先生和张轩宁先生自 2018 年 12 月 4 日起解除一致行动关系,修改公司章程设置轮值董事长制度。

## 2. 点评

**永辉云创稀释出表, 聚焦云超主业&降低云创对业绩压力。**本次转让前,公司持有永辉云创 46.6%的股权,张轩宁先生持有永辉云创 9.6%的股份。本次转让后,张轩宁先生持有永辉云创股权由 9.6%增至 29.6%,为永辉云创第一大股东。公司持有永辉云创股权降低为 26.6%,为永辉云创第二大股东。永辉云创现阶段还处于高速发展期尚未盈利,截止 2018 年 6 月永辉云创亏损 3.89 亿,公司转让 20%股份不仅可以降低云创对于业绩的影响,同时还有助于公司更加聚焦云超业务发展。

图 1: 永辉云创股权变化



资料来源:公司公告,天风证券研究所

**拟 35 亿收购万达商管 1.5%股份, 拓展优质物业加速新开门店。**万达商管是全球规模领先的商业物业持有及管理运营企业,也是大连万达集团旗下商业地产投资及运营的唯一业务平台。截止 2017 年,已在全国开业北京 CBD、上海五角场、成都金牛、昆明西山等 235 座万达广场,持有物业面积 3151 万平方米,年客流 31.9 亿人次。公司拟通过 35 亿收购万达商管 1.5%股份,能够进一步强化公司与万达商管的合作关系,依托于万达优质物业实现云超快速新开门店的战略目标。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,097.48	4,607.79	6,616.94	8,018.80	9,409.18	营业收入	49,231.65	58,591.34	72,246.90	91,801.81	#####
应收账款	1,707.93	1,792.09	1,912.64	3,086.14	3,258.46	营业成本	39,291.93	46,382.80	56,244.98	71,181.19	88,822.50
预付账款	1,443.00	1,904.23	1,957.14	2,897.37	3,291.12	营业税金及附加	218.99	209.42	311.22	377.31	459.82
存货	5,378.52	5,582.12	7,853.77	9,546.08	10,685.71	营业费用	7,165.23	8,451.61	11,487.26	14,412.88	18,002.33
其他	3,939.41	6,450.30	3,948.72	4,779.41	5,059.53	管理费用	1,288.54	1,781.08	3,034.37	3,580.27	4,313.66
<b>流动资产合计</b>	<b>20,566.33</b>	<b>20,336.53</b>	<b>22,289.21</b>	<b>28,327.81</b>	<b>31,703.99</b>	财务费用	(74.20)	(82.77)	73.74	77.13	60.80
长期股权投资	1,975.84	3,659.06	3,659.06	3,659.06	3,659.06	资产减值损失	18.52	22.66	17.76	19.65	20.02
固定资产	3,108.69	3,676.17	3,649.22	3,567.13	3,438.64	公允价值变动收益	7.49	(80.55)	65.00	10.00	15.00
在建工程	324.46	422.91	289.75	221.85	163.11	投资净收益	167.47	145.09	310.00	160.00	150.00
无形资产	629.01	638.11	579.34	520.57	461.81	其他	(349.92)	(178.64)	(750.00)	(340.00)	(330.00)
其他	2,833.88	4,104.68	3,523.17	3,015.22	2,515.31	<b>营业利润</b>	<b>1,497.60</b>	<b>1,940.64</b>	<b>1,452.59</b>	<b>2,323.38</b>	<b>3,516.76</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,871.88</b>	<b>12,500.94</b>	<b>11,700.54</b>	<b>10,983.84</b>	<b>10,237.93</b>	营业外收入	179.14	166.54	160.00	170.00	165.00
<b>资产总计</b>	<b>29,438.21</b>	<b>32,870.47</b>	<b>33,989.76</b>	<b>39,311.65</b>	<b>41,941.92</b>	营业外支出	120.25	74.03	50.00	80.00	70.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>1,556.49</b>	<b>2,033.16</b>	<b>1,562.59</b>	<b>2,413.38</b>	<b>3,611.76</b>
应付账款	7,763.90	9,635.43	10,723.19	15,168.01	17,424.64	所得税	342.76	348.48	390.65	603.35	902.94
其他	2,285.60	2,675.75	2,847.33	3,787.41	4,098.91	<b>净利润</b>	<b>1,213.73</b>	<b>1,684.67</b>	<b>1,171.94</b>	<b>1,810.04</b>	<b>2,708.82</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10,049.49</b>	<b>12,311.18</b>	<b>13,570.52</b>	<b>18,955.42</b>	<b>21,523.55</b>	少数股东损益	(28.28)	(132.12)	(257.83)	(362.01)	(406.32)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,242.01</b>	<b>1,816.79</b>	<b>1,429.77</b>	<b>2,172.05</b>	<b>3,115.14</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.13	0.19	0.15	0.23	0.33
其他	147.33	151.24	130.72	143.09	141.68						
<b>非流动负债合计</b>	<b>147.33</b>	<b>151.24</b>	<b>130.72</b>	<b>143.09</b>	<b>141.68</b>						
<b>负债合计</b>	<b>10,196.82</b>	<b>12,462.42</b>	<b>13,701.24</b>	<b>19,098.52</b>	<b>21,665.23</b>						
少数股东权益	42.85	413.27	155.45	(206.56)	(612.88)	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46	<b>成长能力</b>					
资本公积	6,511.40	6,638.99	6,638.99	6,638.99	6,638.99	营业收入	16.82%	19.01%	23.31%	27.07%	25.30%
留存收益	9,628.01	10,423.94	10,562.61	10,849.23	11,319.11	营业利润	96.86%	29.58%	-25.15%	59.95%	51.36%
其他	(6,511.33)	(6,638.62)	(6,638.99)	(6,638.99)	(6,638.99)	归属于母公司净利润	105.18%	46.28%	-21.30%	51.92%	43.42%
<b>股东权益合计</b>	<b>19,241.40</b>	<b>20,408.05</b>	<b>20,288.52</b>	<b>20,213.13</b>	<b>20,276.69</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,438.21</b>	<b>32,870.47</b>	<b>33,989.76</b>	<b>39,311.65</b>	<b>41,941.92</b>	毛利率	20.19%	20.84%	22.15%	22.46%	22.78%
						净利率	2.52%	3.10%	1.98%	2.37%	2.71%
						ROE	6.47%	9.09%	7.10%	10.64%	14.91%
						ROIC	20.31%	22.40%	11.69%	19.96%	34.84%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	34.64%	37.91%	40.31%	48.58%	51.66%
						净负债率	19.38%	10.29%	38.71%	35.05%	54.64%
						流动比率	2.05	1.65	1.64	1.49	1.47
						速动比率	1.51	1.20	1.06	0.99	0.98
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	38.21	33.48	39.00	36.73	36.26
						存货周转率	10.23	10.69	10.75	10.55	11.37
						总资产周转率	1.98	1.88	2.16	2.50	2.83
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.13	0.19	0.15	0.23	0.33
						每股经营现金流	0.20	0.28	0.25	0.38	0.42
						每股净资产	2.01	2.09	2.10	2.13	2.18
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	56.56	38.67	49.13	32.34	22.55
						市净率	3.66	3.51	3.49	3.44	3.36
						EV/EBITDA	17.60	35.82	32.76	21.39	14.51
						EV/EBIT	24.35	47.81	38.74	23.97	15.71

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,213.73	1,684.67	1,429.77	2,172.05	3,115.14
折旧摊销	940.66	1,075.56	278.89	288.75	296.00
财务费用	(0.37)	(102.54)	73.74	77.13	60.80
投资损失	(167.47)	(145.09)	(310.00)	(160.00)	(150.00)
营运资金变动	(1,010.41)	(2,026.56)	1,136.80	1,618.47	1,094.17
其它	952.05	2,154.98	(192.83)	(352.01)	(391.32)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,928.19</b>	<b>2,641.03</b>	<b>2,416.37</b>	<b>3,644.40</b>	<b>4,024.78</b>
资本支出	601.10	2,959.87	80.52	67.63	51.41
长期投资	30.39	1,683.22	0.00	0.00	0.00
其他	(4,514.34)	(10,425.17)	876.99	(347.41)	20.28
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,882.86)</b>	<b>(5,782.07)</b>	<b>957.51</b>	<b>(279.79)</b>	<b>71.69</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6,413.61	210.65	(73.63)	(76.84)	(60.54)
其他	(667.84)	(841.93)	(1,291.10)	(1,885.91)	(2,645.55)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,745.77</b>	<b>(631.28)</b>	<b>(1,364.73)</b>	<b>(1,962.75)</b>	<b>(2,706.10)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,791.10</b>	<b>(3,772.32)</b>	<b>2,009.15</b>	<b>1,401.86</b>	<b>1,390.37</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com