

转让云创股权，业绩恢复增长

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年实现营收 705 亿, 同比+20.4%, 归母净利润 14.8 亿, 同比-18.5%, 扣非后归母净利润同比-49.6%。2019 年 Q1 实现营收 222.4 亿, 同比+18.5%, 归母净利润 11.2 亿, 同比+50.3%, 扣非后归母净利润同比+34.1%。
- **毛利率稳定上升, 期间费用率大幅上涨拉低业绩。** 公司议价能力增强、服务业占比提升以及生鲜及加工毛利率提升较快致使 2108 年毛利率提升 1.31pp 至 22.2%, 2019 年 Q1 毛利率下降 0.08pp 至 22.7%。2018 年期间费用率提升 3.55pp 至 20.9%, 其中销售费用率上升 1.97pp 至 16.4%, 管理费用率上升 1.22pp 至 4.3%; 财务费用率上升 0.35pp 至 0.2%。
- **加速全国扩张, 打造生鲜零售帝国。(1) 门店:** 公司 2018 年新开门店 135 家 (不含会员店、超级物种), 已开业门店合计 708 家, 新签约门店 165 家, 已签约未开业门店达 240 家。截至 2018 年底, 云超业务已经进入 24 个省市, 超市业态门店 708 家。2019 年 Q1 公司新开超市 21 家、Mini 店 93 家, 绿标店签约 27 家, Mini 店 146 家, 预计 2019 年新开店 150 家。**(2) 到家业务:** 2018 年超市到家业务覆盖 20 个省区的 88 个城市, 共 490 家门店为消费者提供到家服务, 已发展 300 万会员, 实现销售额 16.8 亿元, 同比去年增长 3.2 倍。其中京东到家连接公司超市门店 330 家, 同比新增 95 家。
- **供应链变革、数字化转型。(1) 供应链:** 2018 年自有品牌及品质定制销售 16 亿元, 彩食鲜主营收入 24 亿元, 开通 APP 微信商城, 实现 B2B2C。永辉超市物流中心配送作业额 409 亿, 物流供货率 58.8%, 增长 30.6%, 总费用率 1.8%。**(2) 数字化:** 一方面致力于零售业务的线上线下的解决方案创新应用, 另一方面围绕在线化、云化等数字化能力全面展开创新探索, 为业务的下一步的发展夯实科技基础。2018 年食品安全云网中心, 新增 55 个快检测中心数据, 日均检测 2500 批次, 检测合格率 98.7%; 农产品检测总批次达 60 万批次, 环比 17 年增长 252%。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司剥离云创、投资万达商管增加投资收益, 预计公司 2019-2021 年的归母净利润为 25.2 亿元、35.9 亿元、46.1 亿元, EPS 分别为 0.26 元、0.38 元、0.48 元, 对应 PE 分别为 34/24/19 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 开店展速不达预期风险; 新开店培育时间长风险; 投资收益或不及预期的风险。

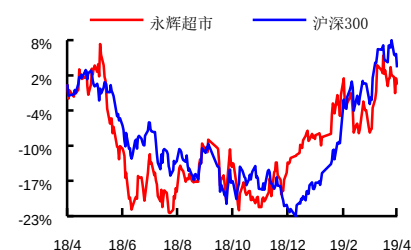
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	70516.65	89321.80	111427.62	137605.81
增长率	20.35%	26.67%	24.75%	23.49%
归属母公司净利润 (百万元)	1480.35	2515.26	3594.05	4605.66
增长率	-18.52%	69.91%	42.89%	28.15%
每股收益 EPS (元)	0.15	0.26	0.38	0.48
净资产收益率 ROE	5.13%	8.14%	10.65%	12.35%
PE	58	34	24	19
PB	4.45	3.99	3.49	3.02

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)	79.68
52 周内股价区间(元)	7.02-9.63
总市值(亿元)	861.34
总资产(亿元)	405.00
每股净资产(元)	2.15

相关研究

1. 永辉超市 (601933): 展店加快, 费用大幅上涨拉低业绩 (2018-10-31)
2. 永辉超市 (601933): 加速全国扩张, 打造生鲜零售帝国 (2018-10-17)

盈利预测

2018 年 12 月公司处置云创 20%股权取得投资收益 1.1 亿元，剩余 26.6%股权按公允价值重新计量确认投资收益 1.6 亿元。此次稀释云创股权产生 2.7 亿元投资收益，可促使公司聚焦主业云超的发展，有效减轻云创业务对公司整体运营成本和运营风险的拖累。2018 年公司购买万达商管 1.5%股权，预计每年将获得投资收益 2.7 亿元（假设万达 19 年 300 亿净利润*60%分红率*1.5%股权）。

假设 1：预计 2019-2021 年公司在华西地区的销量增速分别为 21%、20%、19%；

假设 2：预计 2019-2021 年公司在福建地区的销量增速分别为 8%、6%、5%；

假设 3：预计 2019-2021 年公司在北京地区的销量增速分别为 38%、30%、25%；

假设 4：预计 2019-2021 年公司在华东地区的销量增速分别为 46%、43%、41%；

假设 5：预计 2019-2021 年公司在苏皖地区的销量增速分别为 30%、25%、20%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	49,231.65	58,591.34	70,516.65	89,321.79	111,427.61	137,605.80
yoy	16.82%	19.01%	20.35%	26.67%	24.75%	23.49%
营业成本	39,291.93	46,382.80	54,899.74	69,135.65	85,415.74	104,620.69
毛利率	20.19%	20.84%	22.15%	22.60%	23.34%	23.97%
华西（重庆、贵州、四川、陕西、湖北、云南）						
收入	17,055.78	19,706.93	23,718.76	28,699.70	34,439.64	40,983.17
yoy	19.33%	15.54%	20.36%	21.00%	20.00%	19.00%
成本	14,083.08	16,380.81	19,583.28	23,648.55	28,309.38	33,606.20
毛利率	17.43%	16.88%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%
福建（福建、广东、江西）						
收入	11,930.81	13,078.19	13,929.01	15,043.33	15,945.93	16,743.23
yoy	8.84%	9.62%	6.51%	8.00%	6.00%	5.00%
成本	9,851.41	10,800.45	11,314.74	12,185.10	12,836.47	13,394.58
毛利率	17.43%	17.42%	18.77%	19.00%	19.50%	20.00%
北京（北京、天津、河北、山西、云南）						
收入	7,582.36	8,628.03	13,104.56	18,084.29	23,509.58	29,386.98
yoy	17.15%	13.79%	51.88%	38.00%	30.00%	25.00%
成本	6,420.44	7,277.16	11,051.26	15,190.81	19,512.95	24,244.26
毛利率	15.32%	15.66%	15.7%	16.0%	17.0%	17.5%
华东（浙江、上海、江苏）						
收入	4,563.37	6,863.15	10,011.45	14,616.72	20,901.91	29,471.69
yoy	23.78%	50.40%	45.87%	46.00%	43.00%	41.00%
成本	3,867.58	5,794.82	8,354.81	12,131.88	17,244.07	24,255.20

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	15.25%	15.57%	16.5%	17.0%	17.5%	17.7%
苏皖 (安徽)						
收入	2,939.17	3,625.60	4,777.40	6,210.62	7,763.28	9,315.93
yoy	19.84%	23.35%	31.77%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	2,464.88	3,054.34	4,017.42	5,204.50	6,482.33	7,760.17
毛利率	16.14%	15.76%	15.91%	16.20%	16.50%	16.70%
河南						
收入	1,612.07	1,932.25				
yoy	29.26%	19.86%				
成本	1,375.82	1,657.94				
毛利率	14.66%	14.20%				
东北 (辽宁、吉林、黑龙江)						
收入	1,028.67	1,049.81				
yoy	-5.20%	2.05%				
成本	906.44	915.90				
毛利率	11.88%	12.76%				
其他 (服务业)						
收入	2,519.41	3,707.38	4,975.47	6,667.13	8,867.28	11,704.81
yoy	29.51%	47.15%	34.20%	34.00%	33.00%	32.00%
成本	322.3	501.4	578.2	774.83	1,030.52	1,360.29
毛利率	87.21%	86.48%	88.38%	88.38%	88.38%	88.38%

数据来源: wind, 西南证券 (2018 年华西地区为重庆、湖北、湖南、四川、陕西、宁夏、贵州、云南、广西; 福建为福建、广东; 北京为北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林、河北、河南、山西; 苏皖为安徽、江西)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	70516.65	89321.80	111427.62	137605.81	净利润	997.40	1694.68	2421.53	3103.11
营业成本	54899.74	69135.66	85415.74	104620.70	折旧与摊销	1309.69	592.98	592.98	592.98
营业税金及附加	237.48	323.05	392.97	550.42	财务费用	147.54	590.43	499.59	420.20
销售费用	11560.29	14380.81	17828.42	22429.75	资产减值损失	68.66	20.00	20.00	20.00
管理费用	3007.20	3840.84	4791.39	6192.26	经营营运资本变动	1354.54	3.52	34.11	-16.38
财务费用	147.54	590.43	499.59	420.20	其他	-2116.92	-809.62	-212.46	-119.62
资产减值损失	68.66	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	1760.91	2092.00	3355.75	4000.29
投资收益	548.26	800.00	200.00	100.00	资本支出	-771.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	33.15	-9.03	-6.89	-0.93	其他	-2897.11	790.97	193.11	99.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3668.78	790.97	193.11	99.07
营业利润	1264.46	1821.98	2672.63	3471.55	短期借款	3690.00	2204.55	-335.64	-342.53
其他非经营损益	184.56	171.76	176.23	179.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1449.02	1993.74	2848.86	3650.72	股权融资	918.26	0.00	0.00	0.00
所得税	451.61	299.06	427.33	547.61	支付股利	0.00	-296.07	-503.05	-718.81
净利润	997.40	1694.68	2421.53	3103.11	其他	-2303.60	-591.79	-499.59	-420.20
少数股东损益	-482.95	-820.58	-1172.52	-1502.55	筹资活动现金流净额	2304.66	1316.69	-1338.28	-1481.54
归属母公司股东净利润	1480.35	2515.26	3594.05	4605.66	现金流量净额	405.65	4199.66	2210.58	2617.82
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4732.52	8932.18	11142.76	13760.58	成长能力				
应收和预付款项	4914.91	5920.10	7374.80	9145.27	销售收入增长率	20.35%	26.67%	24.75%	23.49%
存货	8118.87	10222.80	12629.74	15470.42	营业利润增长率	-34.84%	44.09%	46.69%	29.89%
其他流动资产	6186.69	6994.61	7944.34	9069.03	净利润增长率	-40.80%	69.91%	42.89%	28.15%
长期股权投资	5701.01	5701.01	5701.01	5701.01	EBITDA 增长率	-7.22%	10.42%	25.28%	19.11%
投资性房地产	346.34	346.34	346.34	346.34	获利能力				
固定资产和在建工程	4803.31	4600.29	4397.27	4194.25	毛利率	22.15%	22.60%	23.34%	23.97%
无形资产和开发支出	628.79	569.40	510.01	450.63	三费率	20.87%	21.06%	20.75%	21.11%
其他非流动资产	4194.53	3863.96	3533.38	3202.80	净利率	1.41%	1.90%	2.17%	2.26%
资产总计	39626.98	47150.69	53579.66	61340.33	ROE	5.13%	8.14%	10.65%	12.35%
短期借款	3690.00	5894.55	5558.91	5216.38	ROA	2.52%	3.59%	4.52%	5.06%
应付和预收款项	12902.92	15954.18	19804.64	24349.00	ROIC	6.42%	12.69%	15.05%	16.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.86%	3.36%	3.38%	3.26%
其他负债	3601.79	4472.44	5468.11	6642.66	营运能力				
负债合计	20194.71	26321.17	30831.66	36208.03	总资产周转率	1.95	2.06	2.21	2.39
股本	9570.46	9570.46	9570.46	9570.46	固定资产周转率	17.23	20.25	26.49	34.37
资本公积	7557.25	7557.25	7557.25	7557.25	应收账款周转率	46.01	44.10	48.44	46.26
留存收益	3854.69	6073.88	9164.88	13051.73	存货周转率	8.01	7.54	7.47	7.45
归属母公司股东权益	19354.96	21572.78	24663.78	28550.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.47%	—	—	—
少数股东权益	77.32	-743.26	-1915.79	-3418.34	资本结构				
股东权益合计	19432.28	20829.52	22748.00	25132.30	资产负债率	50.96%	55.82%	57.54%	59.03%
负债和股东权益合计	39626.98	47150.69	53579.66	61340.33	带息债务/总负债	18.27%	22.39%	18.03%	14.41%
					流动比率	1.20	1.23	1.28	1.32
					速动比率	0.79	0.84	0.87	0.89
					股利支付率	0.00%	11.77%	14.00%	15.61%
					每股指标				
					每股收益	0.15	0.26	0.38	0.48
					每股净资产	2.02	2.25	2.58	2.98
					每股经营现金	0.18	0.22	0.35	0.42
					每股股利	0.00	0.03	0.05	0.08
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2721.69	3005.39	3765.20	4484.73					
PE	58.18	34.24	23.97	18.70					
PB	4.45	3.99	3.49	3.02					
PS	1.22	0.96	0.77	0.63					
EV/EBITDA	29.40	25.96	20.04	16.17					
股息率	0.00%	0.34%	0.58%	0.83%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn