

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

永辉超市 (601933.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

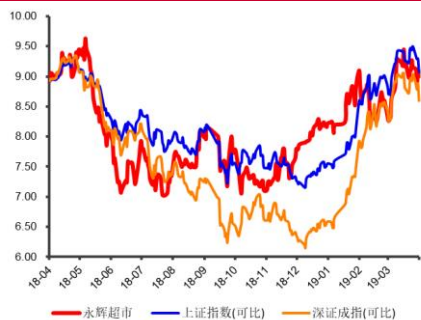
聚焦云超核心业务，供应链迭代加深商品护城河

增持

2019年4月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年4月26日

收盘价(元):	9.27
年内最高/最低(元):	26.95/18.98
流通A股/总股本(亿):	79.68/95.7
流通A股市值(亿):	739
总市值(亿):	887

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	0.15
摊薄每股收益:	0.15
每股净资产(元):	2.02
净资产收益率:	7.52%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

事件描述

- 公司于4月26日发布2018年年报和2019年一季报，实现营业总收入705亿元，同比增长20.35%，归属于上市公司股东的合并净利润14.80亿元，同比减少18.52%；2019年Q1公司实现营业收入222.36亿元，同比提升18.48%，归母净利润11.24亿元，同比增长50.28%。

事件点评

- 全国扩张巩固渠道优势，聚焦云超做强到家业务。**2018年公司积极调整战略，转让部分云创股份，成立合资公司梳理整合彩食鲜板块，专注发力核心超市业务，将原云超一、二集群的超市业务进行合并管理，重新分成十大战区，目前在福建、重庆等24个省市已有708家连锁超市，全面覆盖一至六线城市，2018年全年实现新开门店135家，完成年初下达的开店任务。2019年Q1公司新开超市21家，Mini店93家，签约绿标店27家和Mini店146家。重庆和福建作为发展较成熟的区域，依然为公司收入和利润做出了最大的贡献；四川的收入和利润已全面超过北京，成为公司第三大省；浙江开店势头依然强劲，全年21家新店高居榜首；2017年新进的江西省、湖北省，取得2018年单月均盈利的优异成绩。线上业务方面，2018年超市到家业务已覆盖20个省区的88个城市，共计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，占比2.4%，同比提高1.5%。其中京东到家连接公司超市门店330家，同比新增95家。同时公司着力打造自营到家模式的永辉生活APP，与互联网巨头合作快速拓展线上业务，强化线上场景服务能力。
- 18年毛利率稳健提升，期间费用率显著增长。**2018年公司主营业务毛利率为17.12% (+0.72pct)，分产品看，毛利率提升受生鲜及加工品类影响较大，该项毛利率14.86% (+1.32pct)，而食品用品毛利率小幅提升至19.23% (+0.23%)。分区域看，公司毛利率位居前三的区域是广东大区(18.99%)、福建大区(18.74%)、渝鄂湘大区(17.93%)，而毛利率同比提升前三的区域则是广东大区(+1.58pct)、辽宁大区(+1.42pct)、福建大区(+1.23pct)，唯一毛利率减少的区域是桂云贵大区(-0.19pct)，其中云南、广西区域门店属于新兴培育期，需要促销支持，一定程度上影响到毛利率。2018年公司期间费用率达20.87% (+3.54pct)，其中销

售费用提升 36.78%，职工薪酬、房租物业水电及折旧摊销均提升明显；管理费用提升 68.84%，主要受到股权激励的当期费用增加影响，这两项费用大幅提升是造成 2018 年净利润同比下滑的主要原因，基于此 2019 年公司主要战略目标转向节能增效。

- **19Q1 毛利率同比下滑，管理费用减少影响费用率降低。**2019Q1 公司主营业务毛利率为 17.48% (-0.63pct)，除晋冀豫 (+0.65pct) 和辽宁 (+1.67pct) 大区毛利率同比提升以外，其余八大区域毛利率均呈不同程度的减少，变动幅度较大的区域有江浙沪 (16.06%，-1.48pct)、福建 (18.52%，-1.01pct)、京津及东三省大区 (15.92%，-0.97pct)，可能是受销售费用同期增幅 (+16.19%) 较大及租金人力等成本持续提升的影响。综合来看 2019Q1 公司营收同比提升 18.48%，受本期员工股权激励费用减少导致管理费用同比降低 30.3% 的影响，期间费用率较去年同期降低 1.66pct 至 16.63%，绝对值上期间费用同比提升仅 7.72%，导致公司归母净利润提升 50.28%。
- **供应链迭代加深商品护城河，科技创新助力数字化转型。**2018 年永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市，总运作面积 45 万平。公司供应链围绕“品质、品牌、源头”三个原则，聚焦核心商品，发展战略合作厂商，商品资源产地化，全面搭建生态组织与生态供应链，打造更具柔性的供应链体系，形成全国、省区、地方供应链互补，2018 年实现自有品牌及品质定制销售 16 亿元。彩食鲜主营收入 24 亿元，已在重庆、北京、福建、四川、安徽、江苏 6 个省市建立永辉生鲜中央工厂，覆盖 405 家超市门店，并为 262 家企业单位提供福利团购服务。2018 年是永辉的科技转型年，大科技部以助力业务创新为核心，推动“科技永辉、数字赋能”的数字化转型战略的实施，致力于零售业务线上线下的解决方案创新应用，同时围绕在线化、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。

投资建议

- 公司坚持以智能中台为基础打造食品供应链的平台型企业，加深商品护城河，在全国稳步扩张的同时保证大部分地区盈利，同时以合伙人制度+赛马机制搭建创业平台，我们看好公司整合原云超一二集群后聚焦超市主营业务，回归本源节能增效的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.23/0.37/0.40 元，对应公司 4 月 26 日收盘价 9.27 元，2019-2021 年 PE 分别为 40.1X/25.4X/23.0X，给予“增持”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；新业态业务提速影响业绩；拓展新区短期亏损风险。

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,953	40,429	48,962	58,578
现金	4,733	17,704	21,717	26,571
应收账款	2,810	3,102	3,818	4,874
其他应收款	725	1,444	1,464	1,775
预付账款	2,105	2,639	3,238	3,873
存货	8,119	9,294	11,319	14,292
其他流动资产	5,462	6,246	7,405	7,194
非流动资产	15,674	12,254	12,714	12,671
长期投资	5,701	3,779	4,380	4,620
固定资产	4,512	4,226	3,940	3,654
无形资产	625	583	545	508
其他非流动资产	4,836	3,666	3,850	3,889
资产总计	39,627	52,683	61,675	71,249
流动负债	19,951	31,011	38,344	45,831
短期借款	3,690	12,513	15,360	17,451
应付账款	9,716	11,603	14,292	17,646
其他流动负债	6,544	6,895	8,691	10,734
非流动负债	244	247	289	347
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	244	247	289	347
负债合计	20,195	31,258	38,632	46,178
少数股东权益	77	(284)	(989)	(1,903)
股本	9,570	9,570	9,570	9,570
资本公积	7,557	6,900	6,900	6,900
留存收益	3,855	5,238	7,562	10,503
归属母公司股东权益	19,355	21,709	24,032	26,974
负债和股东权益	39,627	52,683	61,675	71,249

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,761	1,358	3,011	3,985
净利润	997	2,212	3,497	3,854
折旧摊销	1,310	327	325	322
财务费用	62	237	401	458
投资损失	(548)	(287)	(327)	(387)
营运资金变动	767	(774)	(178)	651
其他经营现金流	(827)	(357)	(707)	(913)
投资活动现金流	(3,669)	2,866	(274)	147
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(2,042)	1,922	(601)	(240)
其他投资现金流	(1,627)	944	327	387
筹资活动现金流	2,305	7,101	1,273	721
短期借款	3,690	8,823	2,847	2,091
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	918	(657)	0	0
其他筹资现金流	(2,304)	(1,065)	(1,574)	(1,370)
现金净增加额	397	11,325	4,010	4,853

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	70,517	88,520	108,587	132,856
营业成本	54,900	68,797	84,187	102,711
营业税金及附加	237	336	389	476
销售费用	11,560	13,721	16,462	20,805
管理费用	3,007	3,647	4,322	5,476
财务费用	148	237	401	458
资产减值损失	69	4	(2)	1
公允价值变动收益	33	0	0	0
投资净收益	548	287	327	387
营业利润	1,264	2,065	3,154	3,317
营业外收入	233	193	197	208
营业外支出	48	81	68	66
利润总额	1,449	2,177	3,284	3,459
所得税	452	327	493	519
净利润	997	1,850	2,791	2,940
少数股东损益	(483)	(361)	(705)	(914)
归属母公司净利润	1,480	2,212	3,497	3,854
EBITDA	2,064	2,629	3,880	4,097
EPS (元)	0.15	0.23	0.37	0.40

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	20.35%	25.53%	22.67%	22.35%
营业利润	-34.84%	63.29%	52.78%	5.15%
归属于母公司净利润	-18.52%	49.39%	58.11%	10.21%
获利能力				
毛利率(%)	22.15%	22.28%	22.47%	22.69%
净利率(%)	2.10%	2.50%	3.22%	2.90%
ROE(%)	5.13%	8.64%	12.11%	11.73%
ROIC(%)	11.49%	18.83%	11.37%	10.45%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.96%	59.33%	62.64%	64.81%
净负债比率(%)	39.78%	-5.60%	-12.90%	-13.16%
流动比率	1.20	1.30	1.28	1.28
速动比率	0.79	1.00	0.98	0.97
营运能力				
总资产周转率	1.95	1.92	1.90	2.00
应收账款周转率	46.01	47.30	54.14	48.73
应付账款周转率	8.15	8.30	8.39	8.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.23	0.37	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.14	0.31	0.42
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.27	2.51	2.82
估值比率				
P/E	59.9	40.1	25.4	23.0
P/B	4.6	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	32.39	35.97	24.88	23.84

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。