

2019Q1 业绩表现超预期，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2018 年公司实现营业总收入 705.17 亿元，同比增长 20.35%；全年实现归属净利润 14.80 亿元，同比下滑 18.52%；实现归属扣非净利润 8.97 亿元，同比下降 49.56%。2018 年经营活动的现金流量净额为 17.61 亿元，同比减少 33.48%。

2019 年一季度公司实现营业总收入 222.36 亿元，同比增加 18.48%；实现归属净利润 11.24 亿元，同比大幅上涨 50.28%；归属扣非净利润 10.00 亿元，同比增加 34.11%。2019 年一季度经营活动的现金流量净额为 16.18 亿元，较去年同期增长 6.52%。

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 年实现主营零售业收入 655.41 亿元，同比增长 106.57 亿元，对应 YOY19.42%，主营收入占比总营收 92.94%，份额较去年同期的 93.67%略有下滑。；服务业实现营收 49.75 亿元，贡献 12.68 亿元营收增量，对应 YOY34.20%。公司 2018 年归属扣非净利润较 2017 年减少 8.81 亿元，主要是股权激励费摊销 6.64 亿元和云创板块亏损所致；2018 年经营活动现金流量净额较 2017 年减少 8.8 亿元，是由于 2019 年春节早于 2018 年，提前备货占用了部分资金。

2019 年一季度公司实现营业总收入 222.36 亿元，较上一期增加 34.69 亿元，YOY 18.48%；其中主营收入为 206.54 亿元，较上一期增加 31.19 亿元，同比增加 17.79%；2019 年一季度实现归属净利润 11.24 亿元，较去年同期增长 3.80 亿元，同比大幅上涨 50.28%。公司 2019 年一季度受益于春节假期效应，以及一季度社零消费总额同比名义增长 8.3%有所回暖利好超市同店。

从地区角度来看，公司将原云超一、二集群的超市业务合并管理，重新分成十大战区。2018 年一区（福建省）/二区（北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林）/三区（浙江、江苏、上海）/四区（重庆、湖北、湖南）/五区（四川）/六区（广东）/七区（河北、河南、山西）/八区（安徽、江西）/九区（贵州、云南、广西）/十区（陕西、宁夏）分别实现营收增量 4.49/6.51/31.49/11.09/19.96/5.76/8.43/9.76/2.83/6.24/亿元，较去年同期 YOY3.79%/8.61%/45.88%/9.39%/39.54%/

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

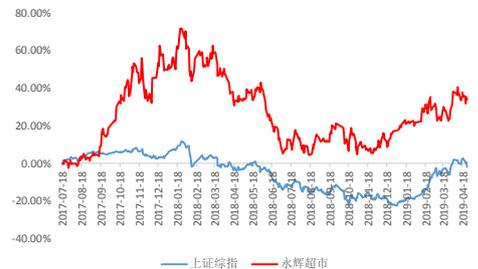
特此鸣谢：

甄唯莹

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.04.29



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】永辉超市(601933.SH)2018 三季报点评_前三季度规模增长符合预期，维持推荐 2018.10.31

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

55.00%/20.84%/25.69%/16.88%/53.15%。受益于地区内新业态加速布局，其中三区/四区/五区三个大区贡献主要的增量；一区 and 四区的营收占营收总收入的比率保持最高，贡献了最大的收入，合计达到 38.48%，领先其他地区；五区收入和利润全面超过北京，2019 年有望挑战百亿规模。

(二) 2018 年综合毛利率上浮 1.31pct，费用率上浮 3.55pct；19Q1 期间费用率情况改善，同比下降 1.67pct

公司 2018 年综合毛利率为 22.15%，较去年上浮 1.31 个百分点，分地区来看，一区/二区/三区/四区/五区/六区/七区/八区/九区/十区分别实现毛利率 18.74%/16.17%/16.55%/17.93%/16.85%/18.99%/14.83%/15.91%/16.50%/17.19%，其中福建/广东/陕西宁夏大区毛利率同比增加 1.23/1.28/1.42 个百分点，提升较为明显。

2018 年公司的期间综合费用率分别为 20.87%，与 2017 年相比同期大幅增长 3.55 个百分点。2018 年销售/管理/财务费用率分别为 16.39%/4.26%/0.21%，分别对应上年同期变化 1.97/1.22/0.35 个百分点。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源于报告期内职工薪酬（含股权激励）费用增加，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。

2019 年一季度公司综合毛利率为 22.71%，较上年同期轻微下滑 0.08 个百分点；期间综合费用率为 16.62%。受益于股权激励费用摊销减少和 2019 年公司节能增效方针影响，公司 2019Q1 期间费用同比下降 1.67 个百分点。2019 年一季度销售/管理/财务费用率分别为 14.20%/2.15%/0.27%，分别对应上年同期变化-0.28/-1.50/0.11 个百分点。

(三) 线下门店持续扩张，布局大科技部板块业务

2018 年，公司新开业门店 135 家（不含会员店、超级物种），已开店门店合计 708 家，覆盖全国 24 各省和直辖市，实现了一至六线城市全覆盖。2018 年已签约未开店门店达 240 家，储备面积 188.48 万平方米。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 年同店营业收入同比增加 1.6%，日均客流量达 290 万人次。2019 年一季度，公司新开门店 21 家，Mini 店 93 家，签约门店 27 家，Mini 店 146 家，公司 2019 年预计开店 150 家，我们预计线下门店将持续扩张，加固全国渠道优势。

2018 年布局大科技部板块业务，推动“科技永辉、数字赋能”的数字化转型战略的实施。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。公司搭建永辉云平台，支撑业务的快速部署；进行移动化、平台化、智能化的门店管理工具升级，适应全链路的数字化；升级食品安全云网中心，推进食品安全追溯查询；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) 云创出表，聚焦云超，做强到店业务

2018 年归属扣非净利润较去年同期下降 8.81 亿元，主要云创板块亏损和股权激励费用 6.64 亿元所致，而 2019 年扣非净利润上升 2.54%。云创股权转让完成后，永辉超市持股比例从 46.6% 降至 26.6%，成为云创第二大股东，不再对云创并表，有利于减轻永辉业绩压力与经营风险。云创出表后，公司将聚焦云超，做深做强“到店”业务，强化和提升“到家”能力。

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，新开门店数量显著提升。在销售渠道方面，云创出表后，公司聚焦云超主业，看好未来业绩增长空间。2019Q1 公司主要经营指标明显向好，结合公司回归本源、节能增效的战略目标，预计 2019-2021 年公司可以实现营收 872.61/1038.68/1219.81 亿元，实现归母公司净利润 24.09/35.41/43.30 亿元，对应 PE 52/44/37 倍，对应 PS 1.07/0.90/0.76 倍。

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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 亿元)	585.91	705.17	872.61	1038.68	1219.81
增长率	19.01%	20.35%	23.15%	19.03%	17.44%
归属母公司股东净利润 (单位: 亿元)	18.17	14.80	24.09	35.41	43.30
增长率	46.28%	-18.52%	62.74%	47.03%	22.26%
EPS (元/股)	0.19	0.15	0.25	0.37	0.45
销售毛利率	20.84%	22.15%	21.69%	22.18%	22.63%
净资产收益率(ROE)	9.09%	7.65%	12.45%	18.31%	22.38%
市盈率(P/E)	53.14	52.22	52.46	44.59	36.96
市净率(P/B)	4.83	3.89	2.73	2.60	2.44
市销率(P/S)	1.74	1.11	1.07	0.90	0.76

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 2019 年 4 月 29 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	52.22	20.45	40.17	24.47	8.86	29.23	24.47	
PB	4.83	1.02	0.86	2.67	1.06	2.09	1.06	
PS	1.74	0.35	0.35	0.97	0.23	0.73	0.35	
	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	53.98	29.24	18.73	6.11	17.19	25.05	18.73	
PB	3.87	7.24	1.34	2.93	1.29	3.33	2.93	
PS	0.5	0.66	0.18	0.18	1.32	0.57	0.5	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

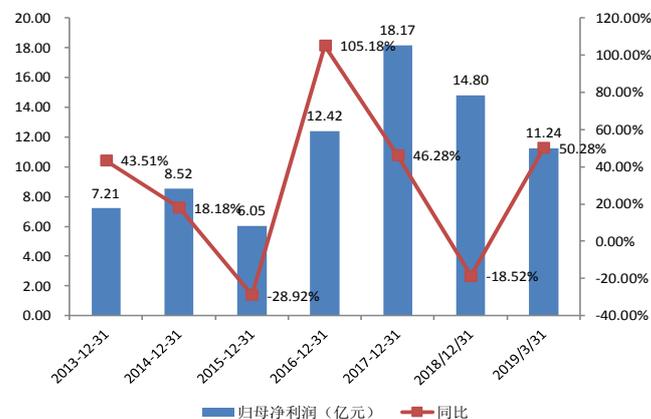
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2014-2019Q1 营业收入(亿元)及同比(%)

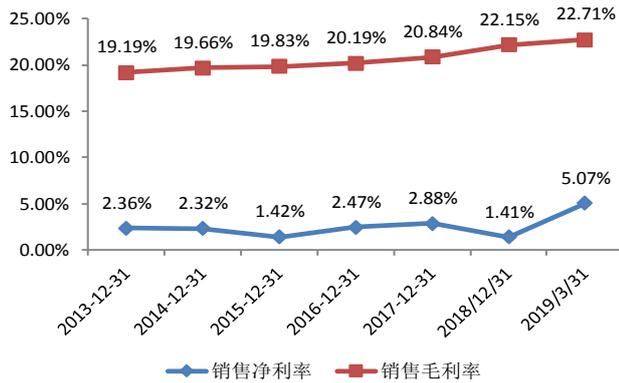


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

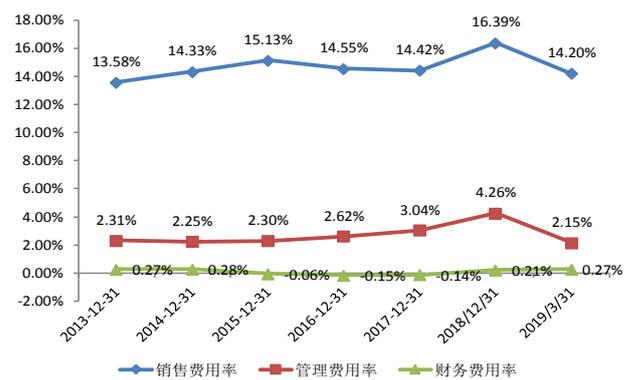
图 2: 2013-2019Q1 归母净利润(亿元)及同比(%)



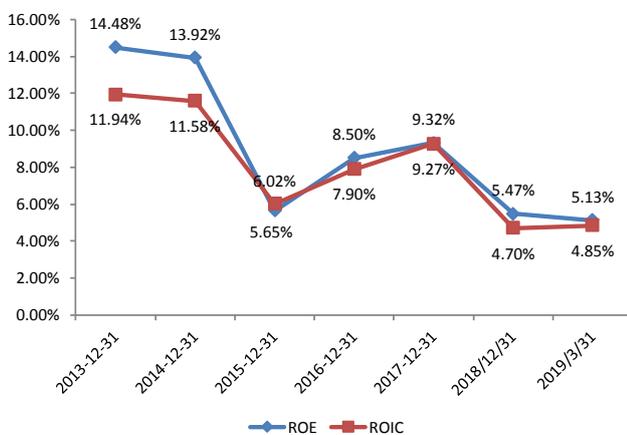
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2013-2019Q1 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: 2013-2019Q1 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: 2013-2019Q1 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、2019Q1 新开门店及签约情况

	2018 年	2019Q1
新开门店	135	21
新开 Mini 店		93
签约绿标店	165	27
签约 Mini 店		146

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 2018 年主营收入构成

分地区	2018		2017	
	营业收入 (单位: 亿元)	占比比重	营业收入 (单位: 亿元)	占比比重
一区(福建省)	123.05	18.77%	118.56	21.60%
二区(北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	82.18	12.54%	75.67	13.79%
三区(浙江、江苏、上海)	100.11	15.27%	68.62	12.50%
四区(重庆、湖北、湖南)	129.15	19.71%	118.06	21.51%
五区(四川)	70.44	10.75%	50.48	9.20%
六区(广东)	16.24	2.48%	10.48	1.91%
七区(河北、河南、山西)	48.89	7.46%	40.46	7.37%

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。

八区(安徽、江西)	47.77	7.29%	38.01	6.92%
九区(贵州、云南、广西)	19.61	2.99%	16.78	3.06%
十区(陕西、宁夏)	17.98	2.74%	11.74	2.14%
合计	655.42	100.00%	548.85	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	2017
分地区		
一区(福建省)	18.674%	19.90%
二区(北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	8.61%	9.21%
三区(浙江、江苏、上海)	45.88%	46.88%
四区(重庆、湖北、湖南)	9.39%	10.03%
五区(四川)	39.64%	40.26%
六区(广东)	55.00%	56.58%
七区(河北、河南、山西)	20.84%	21.30%
八区(安徽、江西)	25.69%	26.03%
九区(贵州、云南、广西)	16.88%	16.69%
十区(陕西、宁夏)	53.15%	54.57%
合计	22.15%	20.84%

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 2019 年第一季度重大事项进展

事件类型	内容
云创出表	永辉超市于 2018 年 12 月 4 日收到了公司股东张轩松先生和张轩宁先生签署的《关于解除一致行动的协议》。为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,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,后续双方将依照自身意愿独立行使股东及董事的权利和义务。张轩松先生和张轩宁先生解除一致行动后,牛奶有限公司持有公司股份 19.13 亿股,占公司总股本 19.99%;张轩松先生持有公司股份 14.07 亿股,占公司总股本 14.70%;张轩宁先生持有公司股份 7.44 亿股,占公司总股本 7.77%;江苏京东邦能投资管理有限公司持有公司股份 6.15 亿股,占公司总股本 6.43%;江苏圆周电子商务有限公司持有公司股份 4.78 亿股,占公司总股本 5.00%;林芝腾讯科技有限公司持有公司股份 4.78 亿股,占公司总股本 5.00%。上述股东各自通过其拥有的公司股份表决权进行决策,彼此独立,互不干涉。结合公司股权结构、董事会及高级管理人员构成情况的分析,截至公告日,公司不存在《公司法》、《上市公司收购管理办法》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律、法规、规范性文件规定的控股股东、实际控制人。公司无控股股东及实际控制人。
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%。合资公司将对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

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。

股票的议案》，决定从二级市场回购股票 765 万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 2945 万元，预计 2018 年摊销金额为 319 万元，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 2019 年一季度)

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
1	牛奶有限公司	-	191,313.54	-	19.99%	-	境外法人
2	张轩松	-	140,725.02	-	14.70%	-	境内自然人
3	张轩宁	-	74,381.12	-	7.77%	-	境内自然人
4	江苏京东邦能投资管理有限公司	-	61,545.58	-	6.43%	-	境内非国有法人
5	林芝腾讯科技有限公司	-	47,852.31	-	5.00%	-	境内非国有法人
6	江苏圆周电子商务有限公司	-	47,852.31	-	5.00%	-	境内非国有法人
7	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	新进	19,534.28	19,534.28	2.04%	2.04%	境内非国有法人
8	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	增加	18,000.61	1,620.34	1.88%	0.17%	境内非国有法人
9	香港中央结算有限公司(陆股通)	新近	13,588.24	13,588.24	1.42%	1.42%	境内非国有法人
10	郑文宝	减少	12,150.58	-1,542.69	1.27%	-0.16%	境内自然人
	合计		626,943.59		65.50%		

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn