

营收增速稳健，期间费用影响净利润表现

——永辉超市（601933）2018 年报点评

2019 年 05 月 06 日

推荐/维持

永辉超市

财报点评

投资要点：

- **事件：**2018 年全年实现营收 705.17 亿元，同比增长 20.35%；营业利润 12.64 亿元，同比下降 34.86%；归属上市公司股东的净利润 14.80 亿元，同比下降 18.52%。其中 Q4 实现营业收入 178.25 亿元，同比增长 16.63%；Q4 实现营业利润 3.6 亿元，同比下降 8.40%；Q4 实现归属于上市公司股东净利润 4.62 亿元，同比增长 8.71%。公司全年利润略有下滑。2019 年第一季度，实现营收 222.36 亿元，同比增长 18.48%；营业利润 13.25 亿元，同比增长 61.47%；归属上市公司股东的净利润 11.24 亿元，同比增长 50.28%。
- **渠道优势明显，营收稳步增长：**报告期内，公司在全国范围加速展店，实现营业收入 705.17 亿元，同比增长 20.35%；可比门店营业收入 527 亿元，同比增长 1.6%。产品方面，生鲜及加工、食品用品分别实现营收 316.63、338.78 亿元，同比增长 21.31%、17.70%，是由公司加强生鲜和食品供应链管理，商品质量提高所致。地区方面，广东大区营收同比增长 55%，增速最高，主要得益于公司在新进区域的积极布局；重庆、湖北、湖南大区营收和利润规模最大。2018 年公司新开门店 135 家，新签约门店 165 家，实现一至六线城市全覆盖。2019 年一季度公司持续高速展店，新开超市 21 家、MINI 店 93 家，实现营收 222.36 亿元，同比增长 18.48%。
- **毛利逐年提升，费用上涨导致净利承压：**2018 年公司综合毛利率为 22.15%，同比增长 1.31pct，主要原因是议价能力增强、服务业占比提高。分产品来看，生鲜及加工、食品用品毛利率分别为 14.86%、19.23%，同比增长 1.32、0.23pct。分地区来看，大部分地区毛利率增长 0.3-1.5pct，仅西南地区下降 0.19pct，主要因为新进区域门店需要促销支持。公司期间费用率为 20.86%，同比增长 3.54pct，其中销售费用率、管理费用率分别为 16.39%、4.26%，同比增长 1.97pct、1.22pct，主要由快速展店和股权激励费用所致，高费用导致公司净利润短期承压。2019 年公司战略调整为节能增效，一季度实现营业利润 13.25 亿，同比增长 61.47%；期间费用率为 16.62%，同比下降 1.67pct，其中销售费用率、管理费用率分别为 14.20%、2.15%，同比下降 0.28pct、1.5pct，费用管控效果显著。
- **加速展店配合供应链优化，公司业绩增长具备较强确定性：**永辉超市作为跨区域扩张的生鲜超市行业龙头，加速扩展门店，积极探索新业态 MINI 店，组建大科技部推动到店、到家及线上业务发展，符合行业未来发展趋势。公司拟要约收购中百，今后在门店资源、供应链等方面都能有较大补强。减持云创股权后，公司利润端压力减轻，凭借渠道及供应链优势，业绩有望维持高速增长，驱动利润弹性释放，继续稳固龙头地位。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	58,591	70,517	84,210	102,765	124,879
增长率（%）	19.01%	20.35%	19.42%	22.03%	21.52%
净利润（百万元）	1,817	1,480	2,288	2,864	3,956
增长率（%）	46.28%	-18.52%	54.53%	25.22%	38.11%
净资产收益率（%）	9.09%	7.65%	10.90%	13.66%	18.87%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.41
PE	48.79	61.80	38.78	30.97	22.43
PB	4.44	4.58	4.23	4.23	4.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

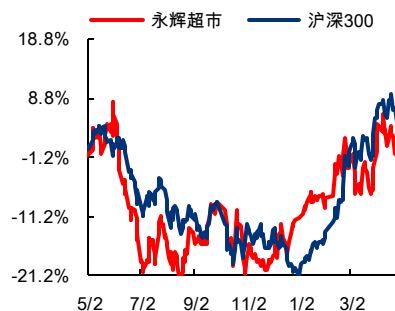
执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52 周股价区间（元）	9.12-8.93
总市值（亿元）	872.83
流通市值（亿元）	726.71
总股本/流通 A 股（万股）	957046/796829
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.53

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司业绩预期, 预计公司 19/20/21 年公司实现收入 842.10/1027.65/1248.79 亿元, 增速 19.42%/22.03%/21.52%, 同期实现归母净利 22.88/28.64/39.56 亿, 同比增速 54.53%/25.22%/38.11%, EPS 为 0.24/0.30/0.41, 对应 PE 为 38.78/30.97/22.43, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 店面拓展不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位: 百万							
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	20337	23953	27014	31194	37218	营业收入	58591	70517	84210	102765	124879						
货币资金	4608	4733	5804	6584	8648	营业成本	46383	54900	65094	79746	96531						
应收账款	980	2085	2259	2757	3350	营业税金及附加	209	237	261	318	387						
其他应收款	812	725	866	1056	1284	营业费用	8452	11560	13426	15932	18986						
预付款项	1904	2105	2343	2635	2988	管理费用	1781	3007	3591	4177	4826						
存货	5582	8119	9448	11575	14011	财务费用	-83	148	126	99	177						
其他流动资产	4241	2395	2611	2905	3254	资产减值损失	22.66	68.66	0.00	0.00	0.00						
非流动资产合计	12534	15674	14707	14331	13908	公允价值变动收益	-80.55	33.15	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	3659	5701	5701	5701	5701	投资净收益	145.09	548.26	548.26	548.26	548.26						
固定资产	3676.17	4511.52	4526	4658.18	4705.04	营业利润	1941	1264	2260	3041	4519						
无形资产	638	625	584	545	509	营业外收入	166.54	232.78	232.78	232.78	232.78						
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	74.03	48.22	48.22	48.22	48.22						
资产总计	32870	39627	41721	45525	51126	利润总额	2033	1449	2444	3225	4704						
流动负债合计	12311	19951	21036	25329	31421	所得税	348	452	640	844	1231						
短期借款	0	3690	2325	3249	5429	净利润	1685	997	1805	2381	3473						
应付账款	7591	9716	11541	14139	17115	少数股东损益	-132	-483	-483	-483	-483						
预收款项	1837	2366	2997	3767	4704	归属母公司净利润	1817	1480	2288	2864	3956						
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	3043	2721	2842	3595	5151						
非流动负债合计	151	244	111	111	111	EPS (元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.41						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
负债合计	12462	20195	21147	25440	31531	成长能力											
少数股东权益	413	77	-406	-889	-1372	营业收入增长(%)	19.01	20.35	19.42	22.03	21.52						
实收资本(或股本)	9570	9570	9570	9570	9570	营业利润增长(%)	29.58	-34.84	78.70	34.58	48.62						
资本公积	6639	7557	7557	7557	7557	归母净利润增长(%)	46.28	-18.52	54.53	25.22	38.11						
未分配利润	3241	3216	2226	985	-728	获利能力											
归属母公司股东权	19995	19355	20978	20972	20965	毛利率(%)	20.84	22.15	22.70	22.40	22.70						
负债和所有者权益	32870	39627	41721	45525	51126	净利率(%)	2.88	1.41	2.14	2.32	2.78						
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					5.53	3.74	5.48	6.29	7.74		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)					9.09	7.65	10.90	13.66	18.87		
经营活动现金流	2641	1761	2645	3182	3930	偿债能力											
净利润	1685	997	1805	2381	3473	资产负债率(%)	38	51	51	56	62						
折旧摊销	1185.28	1308.56	0.00	432.30	432.30	流动比率	1.65	1.20	1.28	1.23	1.18						
财务费用	-83	148	126	99	177	速动比率	1.20	0.79	0.84	0.77	0.74						
应收账款减少	0	0	-174	-498	-593	营运能力											
预收账款增加	0	0	631	770	936	总资产周转率	1.88	1.95	2.07	2.36	2.58						
投资活动现金流	-5782	-3669	925	548	548	应收账款周转率	80	46	39	41	41						
公允价值变动收益	-81	33	0	0	0	应付账款周转率	8.32	8.15	7.92	8.00	7.99						
长期股权投资减少	0	0	657	0	0	每股指标(元)											
投资收益	145	548	548	548	548	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.41						
筹资活动现金流	-631	2305	-2166	-2045	-1962	每股净现金流(最新)	-0.39	0.04	0.15	0.18	0.26						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.09	2.02	2.19	2.19	2.19						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	48.79	61.80	38.78	30.97	22.43						
资本公积增加	128	918	0	0	0	P/B	4.44	4.58	4.23	4.23	4.23						
现金净增加额	-3772	397	1404	1685	2517	EV/EBITDA	27.64	32.23	29.99	23.75	16.60						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。