

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：中报点评

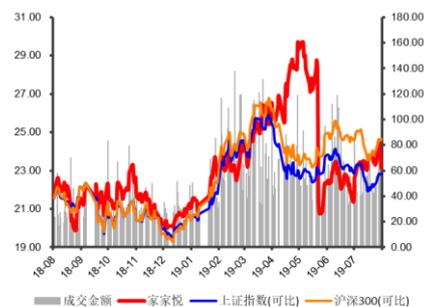
放权战区持续拓展门店，期间费用管控明显

增持

2019年8月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月28日

收盘价(元):	9.91
年内最高/最低(元):	10.64/6.61
流通A股/总股本(亿):	94.04/95.7
流通A股市值(亿):	932
总市值(亿):	948

基础数据：2019年6月30日

基本每股收益	0.14
摊薄每股收益:	0.14
每股净资产(元):	2.08
净资产收益率:	6.97%

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

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于8月29日发布2019年半年度报告，上半年公司实现营业总收入411.76亿元，同比增长19.71%，归属于上市公司股东的合并净利润13.69亿元，同比增长46.69%。

事件点评

➤ **展店脚步持续，放权十大战区。**2019年上半年新增超市门店84家（含原百佳广东地区门店，不含永辉mini店、永辉生活、超级物种），面积50.8万平方米，其中单Q2新开25家门店，较Q1增长4家，展店提速；已开业门店合计791家，覆盖全国24个省市，同店同比增长3.1%。同时公司试水MINI业态，上半年MINI店共实现了19省50城覆盖，开业398家，平均面积488平米，合计营业收入5.5亿元，较Q1新开300余家；超市到家业务方面已覆盖22省109城，共计518家门店为消费者提供到家服务，实现销售额13.3亿元，月均增速保持7.1%，线上销售占比3.4%，同比提高111%。其中京东到家连接公司超市门店407家，新增112家。2019年上半年公司放权十大战区拓展业务，各个战区有均衡发展之势，一至四战区的收入占比比去年有所下降，分别降低-1.77pct/-0.58pct/-0.16pct/-0.75pct，但前四区整体收入占比超过60%；五至十战区的收入占比在明显提升，分别上涨0.28-0.85pct不等，提升幅度最大的是广东地区，为0.85pct，其次是四川战区的0.8pct。十大战区中，营收同比增幅最大的来自于广东地区，同比增长74.83%，该区域或受到18年10月公司与百佳、永辉签订投资合同影响；其次是陕西、宁夏地区的57.75%，该区持续保持超过50%的增速，主要受益于公司布局下沉市场的渠道优势。

➤ **缩减百货毛利率降低，期间费用管控明显。**2019年上半年公司主营业务营收同比增长19.21%，毛利率16.39%，较上年同期下降1.01pct，其中生鲜及加工品类毛利率下降1.09pct至13.92%，食品用品类毛利率降低-0.98pct至18.58%。分区域看，除七、十区（+0.33pct、+3.68pct）毛利率同比增长以外，其余8个战区毛利率均呈现不同程度的下降，其中福建大区最为明显，毛利率降低了2.93pct至16.32%。受经济环境、去年基数较高影响，公司缩减较高毛利的百货服装业务，同时CPI持续上升及新店发展带动成本对应增长。上半年公司期间费用率18.22%，较上年同期降低1.86pct，开源节流费用管控成效显著。其中销售费用同比提升14.32%，但销售费用率同比下降了0.72pct，随着门店数量的增加带



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

来了相应租金、水电、人力等日常经营费用的增长；管理费用下降 21.25% 主要受到本期计提的股权激励费用及系统开发服务费较上期同比减少所致；财务费用同比上涨 232% 主要受到本期银行借款增加使得利息支出增加所致。

- **商品护城河进一步加深，全渠道平台持续优化。**2019 年上半年公司物流中心已覆盖全国 18 个省市，总运作面积约 45 万平方米；物流中心依据温度带进行区分，其中常温配送中心(含中转仓)分布 17 个，9 个定温配送中心；上半年配送作业额 230.46 亿。上半年公司在售自有品牌 44 个，SKU 数 1022 支，C 端销售额 7.86 亿元，占比 2.1%，其中生鲜占比 30.8%；B 端销售额 7.14 亿，其中生鲜占比 37%。科技板块方面，上半年建设全渠道营运营营销平台，助力公司战略发展。上半年辉腾 2.0 正全面落地与应用。7 月底 IHR 二期落地实施；7 月底财务共享系统在贵州和四川测试；8 月底工程到资产系统测试与落地；10 月中物流 OTB 项目福州试点推广；10 月底供应链流程优化及系统功能落地测试。
- **要约收购中百股份，提升湖北市场份额。**今年 3 月公司拟通过要约收购的方式将其直接和间接合计持有的中百集团股份比例从目前 29.86% 提高至最多不超过 40%，若收购完成，则公司将成为中百第一大股东。早在 2014 年公司就与中百签订《战略合作框架协议》，双方拟在资源、网络、信息、物流等方面进行战略合作，共同做大做强核心业务。公司通过对中百的战略投资，强强联手优势互补，与中百在联合采购、生鲜经营、门店管理等方面进行深入合作。公司目前在福建、重庆等 24 个省市已发展近 800 家连锁超市，经营面积超过 600 万平方米，其中重庆、福建、北京、四川等省份均为公司已深耕多年、布局较为成熟的地区，而华中和西北地区是公司近年来重点拓展的省份，公司对中百的布局着眼于自身在湖北省内的发展，同时湖北也是链接华东和西南地区的交汇点，供应链方面能够形成良好的协同效应。通过与中百的战略合作，公司可分享湖北省及武汉市超市市场的份额，同时进一步促进商品供应链的深度合作。公司已通过国家市场监督管理总局的反垄断审查，目前尚需外商投资安全审查通过。

投资建议

- 公司集中聚焦超市主业，放权十大战区，核心地区创新业态有所突破，各战区有均衡发展之势。我们看好公司坚持以智能中台为基础打造食品供应链的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25/0.32/0.39 元，对应公司 8 月 28 日收盘价 9.91 元，2019-2021 年 PE 分别为 40.0X/30.6X/25.5X，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；新区拓展短期亏损风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
营业总收入	411.76	222.36	705.17	526.92	343.97
同比 (%)	19.71%	18.48%	20.35%	21.67%	21.47%
营业成本	321.84	171.85	549.00	411.91	266.87
毛利率 (%)	21.84%	22.71%	22.15%	21.83%	22.41%
税金及附加	1.10	0.61	2.37	1.80	1.22
销售费用	62.56	31.58	115.60	84.06	54.72
管理费用	10.94	4.78	30.07	22.35	13.90
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	1.51	0.61	1.48	0.59	0.45
其中：利息费用	1.17	0.47	0.71	0.26	-
减：利息收入	0.37	0.25	0.34	0.51	-
期间费用率	18.22%	16.62%	20.87%	20.31%	20.08%
资产减值损失	0.00	0.28	0.69	0.40	0.03
加：其他收益	0.51	0.20	1.20	0.52	0.36
投资净收益	2.53	2.24	5.48	2.20	1.75
营业利润	14.83	13.25	12.64	9.04	9.38
加：营业外收入	1.16	0.49	2.33	1.45	0.89
减：营业外支出	0.12	0.04	0.48	0.35	0.22
利润总额	15.88	13.70	14.49	10.14	10.05
减：所得税	2.22	2.42	4.52	3.02	2.58
实际所得税率	14.0%	17.6%	31.2%	29.8%	25.7%
净利润	13.66	11.28	9.97	7.12	7.47
减：少数股东损益	-0.04	0.04	-4.83	-3.06	-1.87
归属于母公司所有者的净利润	13.69	11.24	14.80	10.18	9.33
同比 (%)	46.69%	50.28%	-18.52%	-26.90%	-11.54%
每股收益：					
基本每股收益	0.1400	0.1200	0.1500	0.1100	0.1000
稀释每股收益	0.1400	0.1200	0.1500	0.1100	0.1000

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司期间费用率变化情况

	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
毛利率	21.84%	22.71%	22.15%	21.83%	22.41%
销售费用率	15.19%	14.20%	16.39%	15.95%	15.91%
管理费用率	2.66%	2.15%	4.26%	4.24%	4.04%
财务费用率	0.37%	0.27%	0.21%	0.11%	0.13%
期间费用率	18.22%	16.62%	20.87%	20.31%	20.08%

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 3 公司主营业务构成

	营业收入 (亿元)	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
--	-----------	-------	------	--------

主营业务收入	381.26	19.21%	16.39%	-1.01%
分产品				
生鲜及加工	179.01	17.84%	13.92%	-1.09%
食品用品	202.26	20.45%	18.58%	-0.98%
其他（服务业）	30.50	26.31%	89.89%	1.04%
分地区				
一区：福建	64.84	5.56%	16.32%	-2.93%
二区：北京、天津、黑龙江辽宁、吉林	45.61	11.53%	15.17%	-1.35%
三区：浙江、江苏、上海	57.64	27.26%	15.95%	-1.00%
四区：重庆、湖北、湖南	72.28	11.66%	17.37%	-0.77%
五区：四川	44.02	30.75%	16.93%	-0.30%
六区：广东	12.70	74.83%	17.28%	-1.60%
七区：河北、河南、山西	29.50	19.03%	15.42%	0.33%
八区：安徽、江西	29.14	22.20%	15.69%	-0.60%
九区：贵州、云南、广西	12.83	30.07%	16.55%	-0.18%
十区：陕西、宁夏	12.68	57.75%	18.57%	3.68%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,953	39,641	47,556	56,154	营业收入	70,517	86,594	105,126	126,508
现金	4,733	17,319	21,025	25,303	营业成本	54,900	67,578	81,851	98,347
应收账款	2,810	3,034	3,696	4,641	营业税金及附加	237	277	355	420
其他应收款	725	1,413	1,418	1,690	销售费用	11,560	13,526	15,937	19,432
预付账款	2,105	2,629	3,212	3,820	管理费用	3,007	3,031	4,079	4,910
存货	8,120	9,130	11,005	13,685	财务费用	148	245	448	582
其他流动资产	5,461	6,116	7,200	7,015	资产减值损失	69	3	(1)	1
非流动资产	15,674	12,942	13,401	13,358	公允价值变动收益	33	0	0	0
长期投资	5,701	3,779	4,380	4,620	投资净收益	548	287	327	387
固定资产	4,512	4,226	3,940	3,654	营业利润	1,264	2,221	2,783	3,203
无形资产	625	583	545	508	营业外收入	233	193	197	208
其他非流动资产	4,836	4,354	4,537	4,576	营业外支出	48	81	68	66
资产总计	39,627	52,583	60,957	69,513	利润总额	1,449	2,333	2,913	3,345
流动负债	19,951	30,940	39,153	47,799	所得税	452	350	437	502
短期借款	3,690	12,716	16,719	20,476	净利润	997	1,983	2,476	2,843
应付账款	9,716	11,397	13,896	16,896	少数股东损益	(483)	(387)	(626)	(884)
其他流动负债	6,544	6,826	8,539	10,427	归属母公司净利润	1,480	2,370	3,102	3,727
非流动负债	244	241	280	333	EBITDA	2,064	2,793	3,556	4,108
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.15	0.25	0.32	0.39
其他非流动负债	244	241	280	333					
负债合计	20,195	31,181	39,433	48,132	主要财务比率				
少数股东权益	77	(310)	(936)	(1,819)	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	9,570	9,570	9,570	9,570	成长能力				

资本公积	7,557	7,557	7,557	7,557	营业收入	20.35%	22.80%	21.40%	20.34%
留存收益	3,855	4,584	5,332	6,072	营业利润	-34.84%	75.64%	25.33%	15.08%
归属母公司股东权益	19,355	21,712	22,460	23,200	归属于母公司净利润	-18.52%	60.11%	30.86%	20.16%
负债和股东权益	39,627	52,583	60,957	69,513	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	22.15%	21.96%	22.14%	22.26%
	单位:百万元				净利率(%)	2.10%	2.74%	2.95%	2.95%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	5.13%	9.27%	11.50%	13.30%
经营活动现金流	1,761	1,621	2,776	3,943	ROIC(%)	11.49%	20.11%	10.56%	10.76%
净利润	997	2,370	3,102	3,727	偿债能力				
折旧摊销	1,310	327	325	322	资产负债率(%)	50.96%	59.30%	64.69%	69.24%
财务费用	62	245	448	582	净负债比率(%)	39.78%	-3.80%	-11.90%	-12.11%
投资损失	(548)	(287)	(327)	(387)	流动比率	1.20	1.28	1.21	1.17
营运资金变动	767	(651)	(145)	581	速动比率	0.79	0.99	0.93	0.89
其他经营现金流	(827)	(384)	(627)	(883)	营运能力				
投资活动现金流	(3,669)	2,209	(274)	147	总资产周转率	1.95	1.88	1.85	1.94
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	46.01	46.72	53.91	48.39
长期投资	(2,042)	1,922	(601)	(240)	应付账款周转率	8.15	8.20	8.31	8.22
其他投资现金流	(1,627)	287	327	387	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2,305	7,141	1,200	188	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.25	0.32	0.39
短期借款	3,690	9,026	4,003	3,757	每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.17	0.29	0.41
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.27	2.35	2.42
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	918	0	0	0	P/E	64.1	40.0	30.6	25.4
其他筹资现金流	(2,304)	(1,885)	(2,803)	(3,569)	P/B	4.9	4.4	4.2	4.1
现金净增加额	397	10,971	3,702	4,278	EV/EBITDA	32.39	35.87	29.07	25.86

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，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。本人不曾因，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到任何形式的补偿。本人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。

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。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

