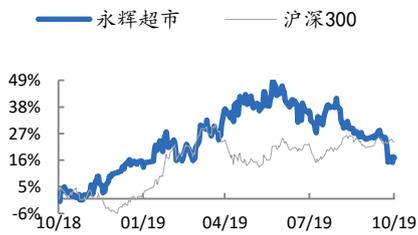


**投资评级：增持(维持)**

 当前价格(元): 8.34  
合理价格区间(元): 8.64~10.80

**证券分析师**
**石林**

 资格编号: S0120518030001  
电话: 021-68761616-8747  
邮箱: shilin@tebon.com.cn

**联系人**
**市场表现**


| 沪深 300 对比 | 1M   | 2M    | 3M    |
|-----------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅 (%)  | -6.2 | -15.3 | -13.8 |
| 相对涨幅 (%)  | -8.1 | -17.6 | -15.1 |

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

 永辉超市-601933: 展店同店维持优质增长, 费用率优化-190903  
永辉超市-601933: 全国超市龙头, 新里程、新成长-190708

# 门店持续扩张, 主业经营稳健

## 永辉超市(601933) 2019 三季度报点评

**投资要点:**

**前三季度业绩基本符合预期。**公司发布三季度报, 2019 年前三季度公司实现营业收入 635.43 亿元, 同比增长 20.59%; 实现归母净利润 15.38 亿元, 同比增长 51.14%; 扣非归母净利润 12.69 亿元, 同比增长 45.81%。

**零售主业增长稳健, 新区域增速较快。**2019 单三季度收入 223.67 亿元, 同比增长 22.26%, 归母净利润为 1.69 亿元, 同比增长 100.30%, 主要受益于股权激励费用减少及云创业务部分出表。2019 前三季度主营业务收入 588.21 亿元, 同比增长 19.71%。分区域来看, 一、二、四区(重庆、福建、北京等地区)增速单位数到低双位数, 发展成熟, 五、八、九、十区(四川、安徽、贵州、陕西等地区)属新兴区域, 增速较快, 在 25-50% 的范围, 六区(广东)增长 98.75%, 主要和百佳并表有关; 分季度拆分, 2019Q1-3 的收入增速分别为 18.48%/21.18%/22.26%, 说明零售主业继续维持稳健增长。

**门店扩张加速, mini 店巩固渠道优势。**截至到 2019Q3, 公司旗下共有超市门店 825 家, mini 店 510 家, 合计 1335 家门店。2019 前三季度新增超市门店 118 家(含原百佳广东地区门店 38 家, 不含永辉 mini 店、永辉生活、超级物种), 其中 Q3 新签约门店 58 家; Q3 新增 mini 店 112 家。2019Q1-3 分季度新增门店分别为 21/25/34 家。门店规模稳步扩张对收入端增长构成有力支撑, mini 店作为新业态对超市门店的布局形成补充。

**毛利率提升 1.24pct, 期间费用率下降 0.36pct。**2019 前三季度的综合毛利率为 21.96%, 同比提升 1.24pct, 零售业务毛利率 16.24%, 同比下降 0.79pct, 综合毛利率的提升主要与服务毛利率提升有关。分区域看, 除七区(河南河北山西)和十区(陕西宁夏)毛利率分别上升了 0.29pct 和 2.90pct, 其他区毛利率均有不同程度的下降。2019 前三季度的期间费用率 18.97%, 同比-1.34pct, 销售/管理/财务费用率分别为 15.72%/2.88%/0.37%, 同比-0.23pct/-1.36pct/+0.26pct, 其中管理费用的下降主要由股权激励费用减少所致。

**龙头地位稳固, 门店扩张符合预期, 维持“增持”评级。**我们认为公司作为全国超市龙头在品牌和规模上具有长期优势, 2019 年门店扩张符合预期, 经营指标显示运转良好, 维持“增持”评级。预计 2019-2021 年公司营收分别为 874.90/1,076.35 /1,287.37 亿元, 增速为 24.07%/23.02%/19.61%; 归母净利润分别为 23.36/27.28 /36.28 亿元, 增速为 57.8%/16.8%/ 33.0%; EPS 为 0.24/0.29/0.38 元。

**风险提示:** 消费环境疲弱, 展店及同店增速不及预期, mini 店拓展业务不及预期。

**股票数据**

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(百万)      | 9,570.46   |
| 流通 A 股(百万)   | 9,570.46   |
| 52 周内股价区间(元) | 10.61-7.06 |
| 总市值(百万)      | 79,817.65  |
| 总资产(百万)      | 45,241.47  |
| 每股净资产(元)     | 2.14       |

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

|               | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 58591 | 70517 | 87490 | 107635 | 128737 |
| (+/-) YoY (%) | 19.0  | 20.4  | 24.1  | 23.0   | 19.6   |
| 净利润(百万元)      | 1817  | 1480  | 2336  | 2728   | 3628   |
| (+/-) YoY (%) | 46.3  | -18.5 | 57.8  | 16.8   | 33.0   |
| 全面摊薄 EPS (元)  | 0.19  | 0.15  | 0.24  | 0.29   | 0.38   |
| 毛利率 (%)       | 20.8  | 22.1  | 22.5  | 22.7   | 23.1   |
| 净资产收益率 (%)    | 9.1   | 7.6   | 10.8  | 11.2   | 12.9   |

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表 (百万元)          | 2018         | 2019E        | 2020E         | 2021E         |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |              |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>70517</b> | <b>87490</b> | <b>107635</b> | <b>128737</b> |
| 每股收益               | 0.15         | 0.24         | 0.29         | 0.38         | 营业成本               | 54900        | 67840        | 83166         | 99015         |
| 每股净资产              | 2.02         | 2.27         | 2.55         | 2.93         | 毛利率%               | 22.1         | 22.5         | 22.7          | 23.1          |
| 每股经营现金流            | 0.18         | 0.41         | 0.47         | 0.54         | 营业税金及附加            | 237          | 316          | 380           | 454           |
| 每股股利               | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 0.3          | 0.4          | 0.4           | 0.4           |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |              |              |              |              | 营业费用               | 11560        | 13769        | 17174         | 20448         |
| P/E                | 50.88        | 34.17        | 29.26        | 22.00        | 营业费用率%             | 16.4         | 15.7         | 16.0          | 15.9          |
| P/B                | 3.89         | 3.68         | 3.27         | 2.85         | 管理费用               | 3007         | 3134         | 4003          | 4846          |
| P/S                | 1.13         | 0.91         | 0.74         | 0.62         | 管理费用率%             | 4.3          | 3.6          | 3.7           | 3.8           |
| EV/EBITDA          | 35.01        | 23.20        | 18.72        | 13.48        | 研发费用               | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 股息率%               | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 研发费用率%             | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |              |              |              |              | <b>EBIT</b>        | <b>812</b>   | <b>2432</b>  | <b>2912</b>   | <b>3974</b>   |
| 毛利率                | 22.1         | 22.5         | 22.7         | 23.1         | 财务费用               | 148          | -116         | -196          | -335          |
| 净利润率               | 2.1          | 2.7          | 2.5          | 2.8          | 财务费用率%             | 0.2          | -0.1         | -0.2          | -0.3          |
| 净资产收益率             | 7.6          | 10.8         | 11.2         | 12.9         | 资产减值损失             | 69           | -9           | 19            | 16            |
| 资产回报率              | 3.7          | 6.0          | 5.9          | 6.7          | 投资收益               | 548          | 260          | 273           | 287           |
| 投资回报率              | 3.8          | 13.0         | 16.4         | 23.9         | <b>营业利润</b>        | <b>1264</b>  | <b>2883</b>  | <b>3426</b>   | <b>4645</b>   |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |              |              |              |              | 营业外收支              | 185          | 140          | 140           | 140           |
| 营业收入增长率            | 20.4         | 24.1         | 23.0         | 19.6         | <b>利润总额</b>        | <b>1449</b>  | <b>3023</b>  | <b>3566</b>   | <b>4785</b>   |
| EBIT 增长率           | -54.0        | 199.5        | 19.7         | 36.5         | EBITDA             | 2122         | 3276         | 3872          | 5046          |
| 净利润增长率             | -18.5        | 57.8         | 16.8         | 33.0         | 所得税                | 452          | 755          | 918           | 1262          |
| <b>偿债能力指标</b>      |              |              |              |              | 有效所得税率%            | 31.2         | 25.0         | 25.7          | 26.4          |
| 资产负债率%             | 51.0         | 44.5         | 47.5         | 48.4         | 少数股东损益             | -483         | -68          | -79           | -106          |
| 流动比率               | 1.2          | 1.3          | 1.4          | 1.4          | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>1480</b>  | <b>2336</b>  | <b>2728</b>   | <b>3628</b>   |
| 速动比率               | 0.7          | 0.7          | 0.8          | 0.8          |                    |              |              |               |               |
| 现金比率               | 0.2          | 0.2          | 0.3          | 0.5          | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2018</b>  | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| <b>经营效率指标</b>      |              |              |              |              | 货币资金               | 4733         | 3819         | 7355          | 11790         |
| 应收帐款周转天数           | 7.9          | 5.8          | 6.3          | 6.4          | 应收款项               | 2085         | 1388         | 1858          | 2258          |
| 存货周转天数             | 45.5         | 41.3         | 43.0         | 42.9         | 存货                 | 8119         | 7678         | 9803          | 11631         |
| 总资产周转率             | 1.9          | 2.2          | 2.5          | 2.6          | 其它流动资产             | 9017         | 9941         | 10725         | 11656         |
| 固定资产周转率            | 17.2         | 18.7         | 21.5         | 24.6         | 流动资产合计             | 23953        | 22826        | 29742         | 37335         |
|                    |              |              |              |              | 长期股权投资             | 5701         | 5871         | 5871          | 5871          |
|                    |              |              |              |              | 固定资产               | 4512         | 4869         | 5155          | 5319          |
|                    |              |              |              |              | 在建工程               | 292          | 362          | 432           | 332           |
|                    |              |              |              |              | 无形资产               | 625          | 615          | 600           | 582           |
|                    |              |              |              |              | 非流动资产合计            | 15674        | 16262        | 16603         | 16648         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018</b>  | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>39627</b> | <b>39088</b> | <b>46344</b>  | <b>53984</b>  |
| 净利润                | 1480         | 2336         | 2728         | 3628         | 短期借款               | 3690         | 0            | 0             | 0             |
| 少数股东损益             | -483         | -68          | -79          | -106         | 应付账款               | 9716         | 9715         | 12430         | 14727         |
| 非现金支出              | 1378         | 835          | 979          | 1088         | 预收账款               | 2366         | 2836         | 3510          | 4210          |
| 非经营收益              | -518         | -332         | -378         | -392         | 其它流动负债             | 4179         | 4594         | 5812          | 6932          |
| 营运资金变动             | -97          | 1107         | 1209         | 942          | 流动负债合计             | 19951        | 17145        | 21752         | 25869         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>1761</b>  | <b>3878</b>  | <b>4459</b>  | <b>5161</b>  | 长期借款               | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 资产                 | -3024        | -1157        | -1196        | -1013        | 其它长期负债             | 244          | 244          | 244           | 244           |
| 投资                 | -1516        | -170         | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 244          | 244          | 244           | 244           |
| 其他                 | 872          | 260          | 273          | 287          | <b>负债总计</b>        | <b>20195</b> | <b>17389</b> | <b>21996</b>  | <b>26113</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-3669</b> | <b>-1067</b> | <b>-923</b>  | <b>-726</b>  | 实收资本               | 9570         | 9570         | 9570          | 9570          |
| 债权募资               | 3690         | -3690        | 0            | 0            | 普通股股东权益            | 19355        | 21690        | 24418         | 28046         |
| 股权募资               | 976          | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 77           | 9            | -70           | -176          |
| 其他                 | -2361        | -35          | 0            | 0            | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>39627</b> | <b>39088</b> | <b>46344</b>  | <b>53984</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>2305</b>  | <b>-3725</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                    |              |              |               |               |
| <b>现金净流量</b>       | <b>397</b>   | <b>-913</b>  | <b>3536</b>  | <b>4435</b>  |                    |              |              |               |               |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 31 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|   | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 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 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。