

永辉超市 (601933)

证券研究报告

2019年08月13日

可转债发行规模不超过 82 亿，聚焦云超加速开店布局全国

可转债发行规模不超过 82 亿，加速新开门店推进全国性布局。公司可转债发行规模不超过公司最近一期末净资产额的 40%，截止 2019Q1 归属上市公司股东的净资产为 205 亿元，因此本次可转债规模不超过 82 亿元。公司聚焦云超后加速新开门店，实现“大店+mini 店”协同发展，预计 2019 年将新开大卖场 150 家，并进行新业态“Mini 店”的探索。公司回归云超核心业务，截止 2019Q1 公司已经新开大卖场 21 家、Mini 店 93 家，稳定有序扩大全国业务市场版图。

聚焦云超主业再出发，一二集群合并提高整体效率。从公司战略管理角度出发，公司将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁。云超下设大供应链事业部、大科技事业部，实现财务中心、人力资源中心、物流中心、工程中心四个中心一体化，预计有 20%-30% 中后台费用的减少。同时，公司充分简政放权设立十大战区，10 大省区总作为核心合伙人，省区总拥有采购、人力架构、门店拓展等权利，充分调动各大省区的积极性。公司推进“大店+mini 店”协同发展，借力第三方平台布局到店业务。

业绩低点于 18Q4 出现，稀释云创&云商出表减少亏损项。2018 年底，公司分别对云创和云商进行稀释出表，聚焦云超主业减少多元化。①云创：2018 年 12 月，公司以 3.94 亿交易对价向张轩宁转让云创 20% 的股份，本次转让后，公司持股由 46.6% 降至 26.6% 成为云创第二大股东，云创不再并表；②云商：2018 年 11 月，永辉超市、高瓴舜盈、红杉彬盛、游达（自然人股东）拟对永辉投资有限公司进行增资，此次增资后，永辉持有永辉投资有限公司 35% 股份，云商将不再纳入合并报表范围。随着公司稀释云创&云商出表，减少财务拖累，降低运营成本及运营风险，短期财务低点拐点已现。

推进轮值董事长机制比肩华为，组织架构更加现代化。2018 年 12 月，张轩松先生和张轩宁先生解除一致行动关系，解除一致行动关系前，张轩松先生和张轩宁先生分别持有公司 14.70% 和 7.77% 的股份，合计持有公司 22.47% 的股份，为公司第一大股东。本次解除一致行动关系后，怡和国际持有公司 19.99% 的股份，为公司的第一大股东。怡和控股董事总经理哲明·凯瑟克成为轮值董事长，对公司发展采取全面支持态度，整合全球资源助力公司供应链建设。张轩松先生为执行董事兼法人代表，兄弟二人双线发展并无矛盾市场顾虑，李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁，公司治理层面稳定可控。

维持买入评级。公司是全国性超市龙头，聚焦云超提升效率，稀释云创&云商出表减轻业绩压力，调整完毕整装待发。综合预计 2019-21 年净利润分别为 23/28/35 亿，当前市值对应 39/32/26xPE，维持买入评级。

风险提示：云超同店不及预期；mini 店发展不及预期

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 58,591.34 | 70,516.65 | 85,451.94 | 103,923.06 | 125,559.78 |
| 增长率(%) | 19.01 | 20.35 | 21.18 | 21.62 | 20.82 |
| EBITDA(百万元) | 2,413.82 | 2,064.07 | 2,894.44 | 3,956.15 | 4,906.44 |
| 净利润(百万元) | 1,816.79 | 1,480.35 | 2,303.06 | 2,799.03 | 3,466.85 |
| 增长率(%) | 46.28 | (18.52) | 55.58 | 21.53 | 23.86 |
| EPS(元/股) | 0.19 | 0.15 | 0.24 | 0.29 | 0.36 |
| 市盈率(P/E) | 49.25 | 60.45 | 38.85 | 31.97 | 25.81 |
| 市净率(P/B) | 4.48 | 4.62 | 4.17 | 4.05 | 3.90 |
| 市销率(P/S) | 1.53 | 1.27 | 1.05 | 0.86 | 0.71 |
| EV/EBITDA | 35.82 | 32.29 | 27.39 | 18.37 | 14.89 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 商业贸易/一般零售 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 9.35 元 |
| 目标价格 | 10.86 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 9,570.46 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 9,403.68 |
| A 股总市值(百万元) | 89,483.82 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 87,924.42 |
| 每股净资产(元) | 2.15 |
| 资产负债率(%) | 49.07 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.65/6.68 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 刘章明 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110516060001 | |
| liuzhangming@tfzq.com | |
| 马松 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518120001 | |
| masong@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《永辉超市-公司深度研究:业绩低点叠加组织架构调整落地，聚焦云超迎接新一轮成长》2019-08-02
- 《永辉超市-公司点评:云创出表盈利低点已现，携手万达一体两翼全力聚焦云超主业》2018-12-05
- 《永辉超市-半年报点评:18H1 营收增长超 20%，期权费&云创亏损等因素致利润下滑，剔除后净利 +29%yoy！》2018-08-19

1. 事件

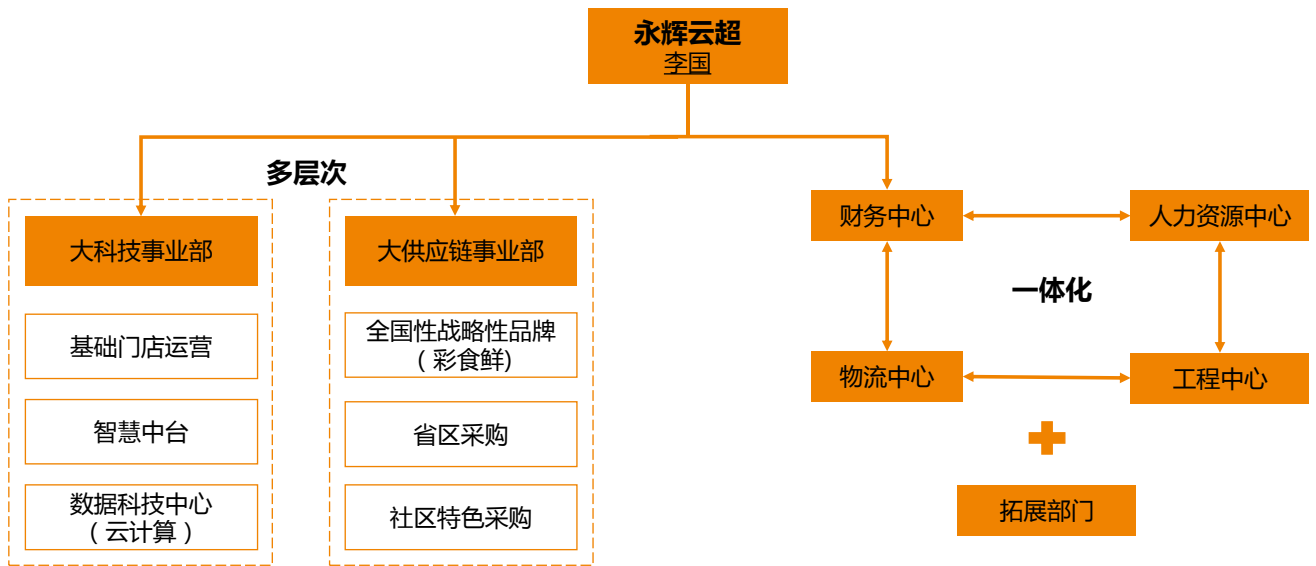
公司正在筹划公开发行人转换公司债券事项，拟通过公开发行人转换公司债券进一步提高公司的资金实力，加强公司的行业竞争力。可转债发行规模不超过公司最近一期末净资产额的 40%，并以中国证监会核准的发行规模为准。

2. 点评

可转债发行规模不超过 82 亿，加速新开门店推进全国性布局。公司可转债发行规模不超过公司最近一期末净资产额的 40%，截止 2019Q1 归属上市公司股东的净资产为 205 亿元，因此本次可转债规模不超过 82 亿元。公司聚焦云超后加速新开门店，实现“大店+mini 店”协同发展，预计 2019 年将新开大卖场 150 家，并进行新业态“Mini 店”的探索。公司回归云超核心业务，截止 2019Q1 公司已经新开大卖场 21 家、Mini 店 93 家，稳定有序扩大全国业务市场版图。

聚焦云超主业再出发，一二集群合并提高整体效率。从公司战略管理角度出发，公司将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁。云超下设大供应链事业部、大科技事业部，实现财务中心、人力资源中心、物流中心、工程中心四个中心一体化，预计有 20%-30% 中后台费用的减少。同时，公司充分简政放权设立十大战区，10 大省区总作为核心合伙人，省区总拥有采购、人力架构、门店拓展等权利，充分调动各大省区的积极性。公司推进“大店+mini 店”协同发展，借力第三方平台布局到店业务。

图 1：永辉云超组织架构调整



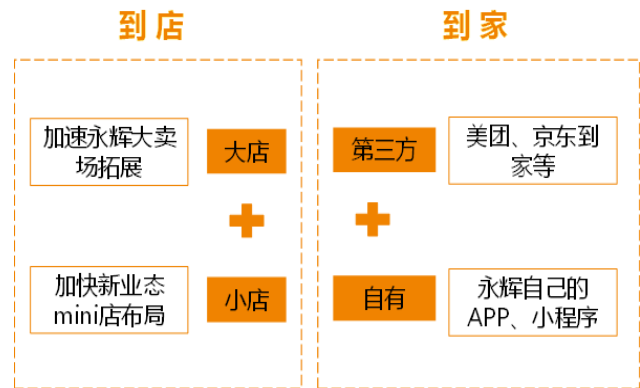
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司十大战区分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

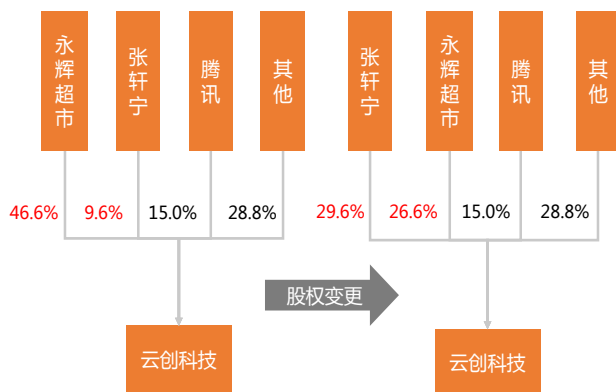
图 3：永辉到店和到家业务布局



资料来源：亿邦动力网，雪球，天风证券研究所

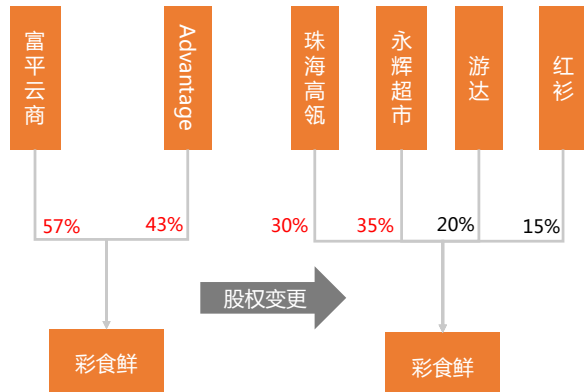
业绩低点于 18Q4 出现，稀释云创&云商出表减少亏损项。2018 年底，公司分别对云创和云商进行稀释出表，聚焦云超主业减少多元化。①云创：2018 年 12 月，公司以 3.94 亿交易对价向张轩宁转让云创 20%的股份，本次转让后，公司持股由 46.6%降至 26.6%成为云创第二大股东，云创不再并表；②云商：2018 年 11 月，永辉超市、高瓴舜盈、红杉彬盛、游达（自然人股东）拟对永辉投资有限公司进行增资，此次增资后，永辉持有永辉投资有限公司 35%股份，云商将不再纳入合并报表范围。随着公司稀释云创&云商出表，减少财务拖累，降低运营成本及运营风险，短期财务低点拐点已现。

图 4：公司稀释云创出表



资料来源：公司公告，天风证券研究所

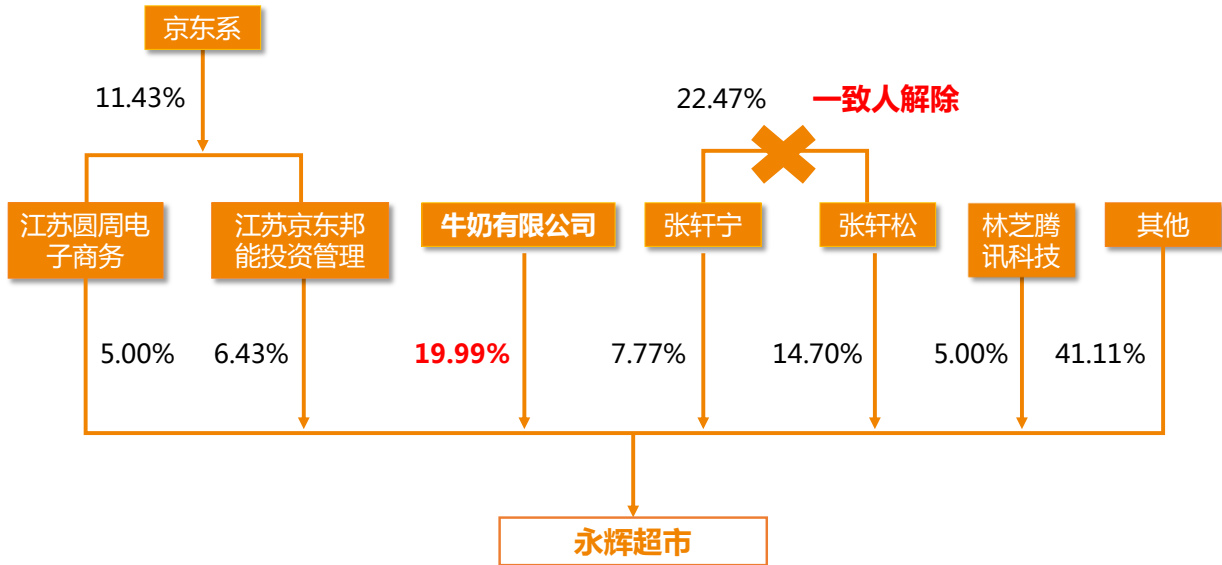
图 5：公司稀释云商出表



资料来源：公司公告，天风证券研究所

推进轮值董事长机制比肩华为，组织架构更加现代化。2018 年 12 月，张轩松先生和张轩宁先生解除一致行动关系，解除一致行动关系前，张轩松先生和张轩宁先生分别持有公司 14.70%和 7.77%的股份，合计持有公司 22.47%的股份，为公司第一大股东。本次解除一致行动关系后，怡和国际持有公司 19.99%的股份，为公司的第一大股东。怡和控股董事总经理哲明·凯瑟克成为轮值董事长，对公司发展采取全面支持态度，整合全球资源助力公司供应链建设。张轩松先生为执行董事兼法人代表，兄弟二人双线发展并无矛盾市场顾虑，李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁，公司治理层面稳定可控。

图 6：永辉超市股权结构变动，牛奶公司为第一大股东



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

公司是全国性超市龙头，聚焦云超提升效率，稀释云创&云商出表减轻业绩压力，调整完毕整装待发。预计 2019-21 年净利润分别为 23.03/27.99/34.67 亿，当前市值对应 39/32/26 xPE。结合 A 股超市上市公司平均估值，给予公司 2020 年 1 倍 PS，对应目标市值 1039 亿元，目标价 10.86 元/股，维持买入评级。

表 1：A 股超市行业上市公司估值

| 公司 | PS (TTM) | 市值 (亿元) |
|------|----------|---------|
| 永辉超市 | 0.9 | 902 |
| 家家悦 | 1.1 | 141 |
| 红旗连锁 | 1.3 | 92 |
| 高鑫零售 | 0.7 | 744 |
| 平均 | 1.0 | |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 4,607.79 | 4,732.52 | 6,836.15 | 10,411.44 | 10,210.30 |
| 应收票据及应收账款 | 980.04 | 2,085.05 | 206.65 | (1,235.73) | (1,493.01) |
| 预付账款 | 1,904.23 | 2,105.01 | 2,508.10 | 3,248.81 | 3,675.49 |
| 存货 | 5,582.12 | 8,118.87 | 8,016.35 | 11,530.84 | 12,076.74 |
| 其他 | 7,262.36 | 6,911.55 | 7,479.26 | 7,180.90 | 8,325.22 |
| 流动资产合计 | 20,336.53 | 23,953.00 | 25,046.52 | 31,136.26 | 32,794.74 |
| 长期股权投资 | 3,659.06 | 5,701.01 | 5,701.01 | 5,701.01 | 5,701.01 |
| 固定资产 | 3,676.17 | 4,511.52 | 4,397.78 | 4,251.99 | 4,073.63 |
| 在建工程 | 422.91 | 291.78 | 211.07 | 174.64 | 134.79 |
| 无形资产 | 638.11 | 625.13 | 569.74 | 514.35 | 458.97 |
| 其他 | 4,104.68 | 4,515.27 | 3,848.98 | 3,270.54 | 2,666.01 |
| 非流动资产合计 | 12,500.94 | 15,644.72 | 14,728.59 | 13,912.53 | 13,034.41 |
| 资产总计 | 32,870.47 | 39,626.98 | 39,795.86 | 45,076.46 | 45,855.04 |
| 短期借款 | 0.00 | 3,690.00 | 3,103.50 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 7,591.38 | 9,716.15 | 10,518.85 | 14,253.30 | 15,762.58 |
| 其他 | 4,719.80 | 6,544.37 | 4,999.42 | 9,249.75 | 7,894.13 |
| 流动负债合计 | 12,311.18 | 19,950.52 | 18,621.77 | 23,503.05 | 23,656.71 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 151.24 | 244.19 | 180.92 | 192.11 | 205.74 |
| 非流动负债合计 | 151.24 | 244.19 | 180.92 | 192.11 | 205.74 |
| 负债合计 | 12,462.42 | 20,194.71 | 18,802.69 | 23,695.17 | 23,862.45 |
| 少数股东权益 | 413.27 | 77.32 | (440.43) | (713.19) | (934.95) |
| 股本 | 9,570.46 | 9,570.46 | 9,570.46 | 9,570.46 | 9,570.46 |
| 资本公积 | 6,638.99 | 7,557.25 | 7,557.25 | 7,557.25 | 7,557.25 |
| 留存收益 | 10,423.94 | 11,411.94 | 11,863.14 | 12,524.02 | 13,357.08 |
| 其他 | (6,638.62) | (9,184.69) | (7,557.25) | (7,557.25) | (7,557.25) |
| 股东权益合计 | 20,408.05 | 19,432.28 | 20,993.17 | 21,381.29 | 21,992.59 |
| 负债和股东权益总 | 32,870.47 | 39,626.98 | 39,795.86 | 45,076.46 | 45,855.04 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 1,684.67 | 997.40 | 2,303.06 | 2,799.03 | 3,466.85 |
| 折旧摊销 | 1,075.56 | 1,309.69 | 309.85 | 317.61 | 323.60 |
| 财务费用 | (102.54) | 62.43 | 390.51 | 406.35 | 372.79 |
| 投资损失 | (145.09) | (548.26) | (300.00) | (250.00) | (170.00) |
| 营运资金变动 | (2,008.82) | 916.29 | (130.12) | 6,298.41 | (913.10) |
| 其它 | 2,137.24 | (976.65) | (480.00) | (267.38) | (211.80) |
| 经营活动现金流 | 2,641.03 | 1,760.91 | 2,093.30 | 9,304.01 | 2,868.33 |
| 资本支出 | 2,959.87 | 3,379.64 | 123.27 | 68.80 | 36.37 |
| 长期投资 | 1,683.22 | 2,041.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (10,425.17) | (9,090.37) | 1,061.24 | (154.17) | (104.30) |
| 投资活动现金流 | (5,782.07) | (3,668.78) | 1,184.51 | (85.36) | (67.93) |
| 债权融资 | 0.00 | 3,690.00 | 3,103.50 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 211.69 | (856.05) | 1,237.97 | (405.31) | (371.75) |
| 其他 | (842.97) | (529.29) | (5,515.65) | (5,238.06) | (2,629.79) |
| 筹资活动现金流 | (631.28) | 2,304.66 | (1,174.18) | (5,643.37) | (3,001.54) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (3,772.32) | 396.79 | 2,103.63 | 3,575.28 | (201.14) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 58,591.34 | 70,516.65 | 85,451.94 | 103,923.06 | 125,559.78 |
| 营业成本 | 46,382.80 | 54,899.74 | 66,225.25 | 80,384.49 | 96,932.15 |
| 营业税金及附加 | 209.42 | 237.48 | 324.44 | 372.00 | 449.68 |
| 营业费用 | 8,451.61 | 11,560.29 | 13,501.41 | 16,108.07 | 19,398.99 |
| 管理费用 | 1,781.08 | 3,007.20 | 3,144.63 | 3,637.31 | 4,331.81 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | (82.77) | 147.54 | 390.51 | 406.35 | 372.79 |
| 资产减值损失 | 22.66 | 68.66 | 36.62 | 42.65 | 49.31 |
| 公允价值变动收益 | (80.55) | 33.15 | 65.00 | 10.00 | 15.00 |
| 投资净收益 | 145.09 | 548.26 | 300.00 | 250.00 | 170.00 |
| 其他 | (178.64) | (1,250.13) | (730.00) | (520.00) | (370.00) |
| 营业利润 | 1,940.64 | 1,264.46 | 2,194.08 | 3,232.19 | 4,210.06 |
| 营业外收入 | 166.54 | 232.78 | 200.00 | 190.00 | 180.00 |
| 营业外支出 | 74.03 | 48.22 | 50.00 | 60.00 | 70.00 |
| 利润总额 | 2,033.16 | 1,449.02 | 2,344.08 | 3,362.19 | 4,320.06 |
| 所得税 | 348.48 | 451.61 | 586.02 | 840.55 | 1,080.01 |
| 净利润 | 1,684.67 | 997.40 | 1,758.06 | 2,521.64 | 3,240.04 |
| 少数股东损益 | (132.12) | (482.95) | (545.00) | (277.38) | (226.80) |
| 归属于母公司净利润 | 1,816.79 | 1,480.35 | 2,303.06 | 2,799.03 | 3,466.85 |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.15 | 0.24 | 0.29 | 0.36 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 19.01% | 20.35% | 21.18% | 21.62% | 20.82% |
| 营业利润 | 29.58% | -34.84% | 73.52% | 47.31% | 30.25% |
| 归属于母公司净利润 | 46.28% | -18.52% | 55.58% | 21.53% | 23.86% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 20.84% | 22.15% | 22.50% | 22.65% | 22.80% |
| 净利率 | 3.10% | 2.10% | 2.70% | 2.69% | 2.76% |
| ROE | 9.09% | 7.65% | 10.75% | 12.67% | 15.12% |
| ROIC | 22.40% | 9.92% | 18.13% | 24.28% | 65.09% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 37.91% | 50.96% | 47.25% | 52.57% | 52.04% |
| 净负债率 | -22.58% | -5.36% | -17.78% | -48.69% | -46.43% |
| 流动比率 | 1.65 | 1.20 | 1.35 | 1.32 | 1.39 |
| 速动比率 | 1.20 | 0.79 | 0.91 | 0.83 | 0.88 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 79.88 | 46.01 | 74.58 | -201.97 | -92.03 |
| 存货周转率 | 10.69 | 10.29 | 10.59 | 10.63 | 10.64 |
| 总资产周转率 | 1.88 | 1.95 | 2.15 | 2.45 | 2.76 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.19 | 0.15 | 0.24 | 0.29 | 0.36 |
| 每股经营现金流 | 0.28 | 0.18 | 0.22 | 0.97 | 0.30 |
| 每股净资产 | 2.09 | 2.02 | 2.24 | 2.31 | 2.40 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 49.25 | 60.45 | 38.85 | 31.97 | 25.81 |
| 市净率 | 4.48 | 4.62 | 4.17 | 4.05 | 3.90 |
| EV/EBITDA | 35.82 | 32.29 | 27.39 | 18.37 | 14.89 |
| EV/EBIT | 47.81 | 50.32 | 30.68 | 19.97 | 15.95 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |