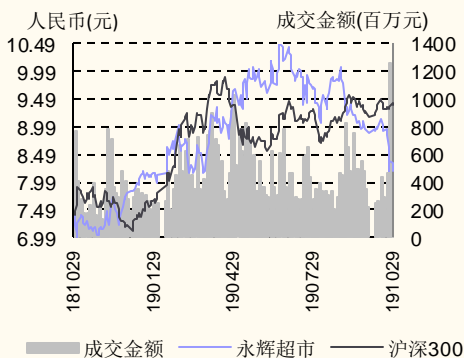


## 永辉超市 (601933.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.20 元  
 目标价格 (人民币): 11.50-11.50 元  
 市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 95.70  
 已上市流通 A 股(亿股) 94.65  
 总市值(亿元) 784.78  
 年内股价最高最低(元) 9.15/8.20  
 沪深 300 指数 3910  
 上证指数 2954



## 相关报告

- 1.《1H19 业绩符合预期, 规模有序扩张-永辉 1H19 业绩点评》, 2019.8.29
- 2.《永辉超市 1H19 业绩快报点评-永辉超市公司点评》, 2019.7.23
- 3.《回归零售本源, 重返增长轨道-《2019-06-10 公司深度研...》, 2019.6.10

孙玮

联系人  
 sunwei1@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
 tangchuan@gjzq.com.cn

## 主营业务拓展稳定, 业绩整体符合预期

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017   | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.190  | 0.155   | 0.233  | 0.287  | 0.341  |
| 每股净资产(元)    | 2.09   | 2.02    | 2.15   | 2.27   | 2.40   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.28   | 0.18    | 0.42   | 0.59   | 1.02   |
| 市盈率(倍)      | 52.36  | 50.88   | 30.84  | 25.35  | 21.50  |
| 净利润增长率(%)   | 46.28% | -18.52% | 50.52% | 23.25% | 18.77% |
| 净资产收益率(%)   | 9.27%  | 7.52%   | 11.17% | 13.01% | 14.60% |
| 总股本(百万股)    | 9,570  | 9,570   | 9,570  | 9,570  | 9,570  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 永辉超市 2019 年前三季度实现收入 635.4 亿元, 同比增速+20.6%, 占我们全年营收预测的 75% (vs. 2016-2018 年前三季度营收占全年比重平均值 75%)。实现归母净利润 15.4 亿元, 同比增长+51.1%, 占我们全年净利润预测的 69% (vs. 2016-2018 年前三季度净利润占全年比重平均值 70%), 业绩整体符合我们预期, 但略低于市场预期 (全年收入、净利润增速分别为 +22%YoY/+58% YoY)。
- 三季度单季实现营收 223.7 亿, 较同期增长+22.3%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 受去年同期低基数影响, 同比增长 100%, 三季度净利润率较去年同期提升 0.3pts 至 0.8%。
- 前三季度零售业务毛利率同比下降 0.79pts, 但受益于服务业务占比较去年同期提升了 0.7pts, 综合毛利率较去年同期提升了 0.1pts, 其中三季度毛利率同比提升 1.2pts。费用率方面, 前三季度整体销售费用率同比下降 0.2pts, 管理费用率同比下降 1.4pts, 财务费用受利息支出影响, 较去年同期增加 1.78 亿。三季度销售费用率同比上升 0.7pts, 环比上升 0.3pts, 管理费用率同比下降 1.3pts, 环比持平。三季度永辉试水“永辉买菜 APP”, 目前而言费用扩张较为温和。
- 分区域来看, 广东大区由于并入广东百佳 38 家大卖场, 营收同比增长 99%。核心区域一区 (福建)、四区 (主要为重庆市场) 增长保持稳健。
- 三季度新开超市 34 家, Mini 店新开业 112 家, 三季度展业加速。截至三季度末, 累计大卖场业态 825 家, MINI 业态 510 家。我们认为全年能够实现 150 家大卖场以及 800 家 mini 店目标。

## 投资建议

- 我们维持公司 2019-21 年盈利预测, 收入分别为 844 亿元/986 亿元/1094 亿元, 同比+19.7%/16.9%/10.9%, 归母净利润分别为 223/275/326 亿元, 同比+50.6%/+23.3%/+18.6%。我们采用了 DCF 估值方法并结合 PE 估值, 取 9.0%的 WACC (经调整 beta=0.9) 和 1%的永续增长率假设。维持公司未来 6-12 个月 11.5 元目标价位, 相当于 19-21 年 49x/40x/34x PE。

## 风险提示

- 1) 宏观经济下行, 居民消费意愿下降; 2) 生鲜行业竞争加剧, 费用急速扩张; 3) Mini 店探索不及预期, 拖累主营业务; 4) 同店增长不达预期; 5) 门店扩张过快、运营质量下降; 6) 限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 49,232  | 58,591  | 70,517  | 84,400  | 98,647  | 109,435 |
| 增长率          | 16.8%   | 19.0%   | 20.4%   | 19.7%   | 16.9%   | 10.9%   |
| 主营业务成本       | -39,292 | -46,383 | -54,900 | -65,448 | -76,212 | -84,231 |
| %销售收入        | 79.8%   | 79.2%   | 77.9%   | 77.5%   | 77.3%   | 77.0%   |
| 毛利           | 9,940   | 12,209  | 15,617  | 18,952  | 22,435  | 25,204  |
| %销售收入        | 20.2%   | 20.8%   | 22.1%   | 22.5%   | 22.7%   | 23.0%   |
| 营业税金及附加      | -219    | -209    | -237    | -284    | -332    | -369    |
| %销售收入        | 0.4%    | 0.4%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    |
| 营业费用         | -7,165  | -8,452  | -11,560 | -12,719 | -14,767 | -16,382 |
| %销售收入        | 14.6%   | 14.4%   | 16.4%   | 15.1%   | 15.0%   | 15.0%   |
| 管理费用         | -1,289  | -1,781  | -3,007  | -3,773  | -4,410  | -4,892  |
| %销售收入        | 2.6%    | 3.0%    | 4.3%    | 4.5%    | 4.5%    | 4.5%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,267   | 1,766   | 812     | 2,176   | 2,926   | 3,561   |
| %销售收入        | 2.6%    | 3.0%    | 1.2%    | 2.6%    | 3.0%    | 3.3%    |
| 财务费用         | 74      | 83      | -148    | -189    | -155    | -133    |
| %销售收入        | -0.2%   | -0.1%   | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%    | 0.1%    |
| 资产减值损失       | -19     | -23     | -69     | -42     | -49     | -55     |
| 公允价值变动收益     | 7       | -81     | 33      | 5       | 5       | 5       |
| 投资收益         | 167     | 145     | 548     | 478     | 478     | 478     |
| %税前利润        | 10.8%   | 7.1%    | 37.8%   | 18.2%   | 13.9%   | 11.7%   |
| 营业利润         | 1,498   | 1,891   | 1,177   | 2,428   | 3,205   | 3,857   |
| 营业利润率        | 3.0%    | 3.2%    | 1.7%    | 2.9%    | 3.2%    | 3.5%    |
| 营业外收支        | 110     | 93      | 185     | 194     | 227     | 219     |
| 税前利润         | 1,556   | 2,033   | 1,449   | 2,622   | 3,432   | 4,076   |
| 利润率          | 3.2%    | 3.5%    | 2.1%    | 3.1%    | 3.5%    | 3.7%    |
| 所得税          | -343    | -348    | -452    | -459    | -601    | -713    |
| 所得税率         | 22.0%   | 17.1%   | 31.2%   | 17.5%   | 17.5%   | 17.5%   |
| 净利润          | 1,214   | 1,685   | 997     | 2,163   | 2,831   | 3,363   |
| 少数股东损益       | -28     | -132    | -483    | -65     | 85      | 101     |
| 归属于母公司的净利润   | 1,242   | 1,817   | 1,480   | 2,228   | 2,746   | 3,262   |
| 净利率          | 2.5%    | 3.1%    | 2.1%    | 2.6%    | 2.8%    | 3.0%    |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 1,214  | 1,685  | 997    | 2,163  | 2,831  | 3,363  |
| 少数股东损益   | -28    | -132   | -483   | -65    | 85     | 101    |
| 非现金支出    | 1,007  | 1,244  | 1,385  | 1,571  | 1,853  | 2,183  |
| 非经营收益    | -168   | -248   | -486   | -369   | -401   | -401   |
| 营运资金变动   | -125   | -40    | -135   | 715    | 1,359  | 4,668  |
| 经营活动现金净流 | 1,928  | 2,641  | 1,761  | 4,050  | 5,609  | 9,758  |
| 资本开支     | -1,440 | -2,256 | -3,029 | -2,841 | -3,350 | -3,792 |
| 投资       | -2,090 | -2,290 | -1,620 | 0      | 0      | 0      |
| 其他       | -353   | -1,237 | 981    | 710    | 711    | 733    |
| 投资活动现金净流 | -3,883 | -5,782 | -3,669 | -2,131 | -2,639 | -3,059 |
| 股权募资     | 6,357  | 561    | 976    | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 0      | 0      | 3,690  | -1,690 | 0      | 0      |
| 其他       | -611   | -1,192 | -2,361 | -1,163 | -1,662 | -2,030 |
| 筹资活动现金净流 | 5,746  | -631   | 2,305  | -2,853 | -1,662 | -2,030 |
| 现金净流量    | 3,791  | -3,772 | 397    | -934   | 1,309  | 4,670  |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 8,097  | 4,608  | 4,733  | 3,799  | 5,107  | 9,777  |
| 应收账款     | 3,154  | 3,717  | 5,025  | 5,765  | 6,468  | 6,876  |
| 存货       | 5,379  | 5,582  | 8,119  | 8,167  | 9,301  | 9,818  |
| 其他流动资产   | 3,937  | 6,430  | 6,077  | 6,077  | 6,077  | 6,077  |
| 流动资产     | 20,566 | 20,337 | 23,953 | 23,808 | 26,953 | 32,548 |
| %总资产     | 69.9%  | 61.9%  | 60.4%  | 58.7%  | 59.9%  | 62.6%  |
| 长期投资     | 1,976  | 3,659  | 5,701  | 5,501  | 5,301  | 5,101  |
| 固定资产     | 3,109  | 3,676  | 4,512  | 5,363  | 6,311  | 7,258  |
| %总资产     | 10.6%  | 11.2%  | 11.4%  | 13.2%  | 14.0%  | 14.0%  |
| 无形资产     | 629    | 638    | 625    | 660    | 704    | 753    |
| 非流动资产    | 8,872  | 12,534 | 15,674 | 16,744 | 18,041 | 19,449 |
| %总资产     | 30.1%  | 38.1%  | 39.6%  | 41.3%  | 40.1%  | 37.4%  |
| 资产总计     | 29,438 | 32,870 | 39,627 | 40,551 | 44,994 | 51,997 |
| 短期借款     | 0      | 0      | 3,690  | 2,000  | 2,000  | 2,000  |
| 应付款项     | 9,757  | 11,903 | 15,926 | 17,305 | 20,360 | 25,840 |
| 其他流动负债   | 292    | 408    | 335    | 459    | 601    | 713    |
| 流动负债     | 10,049 | 12,311 | 19,951 | 19,764 | 22,961 | 28,554 |
| 长期贷款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债   | 147    | 151    | 244    | 244    | 244    | 244    |
| 负债       | 10,197 | 12,462 | 20,195 | 20,008 | 23,205 | 28,798 |
| 普通股股东权益  | 19,199 | 19,995 | 19,355 | 20,530 | 21,692 | 23,001 |
| 少数股东权益   | 43     | 413    | 77     | 12     | 97     | 198    |
| 负债股东权益合计 | 29,438 | 32,870 | 39,627 | 40,551 | 44,994 | 51,997 |

比率分析

|            | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |        |         |         |
| 每股收益       | 0.130   | 0.190   | 0.155   | 0.233  | 0.287   | 0.341   |
| 每股净资产      | 2.006   | 2.089   | 2.022   | 2.145  | 2.267   | 2.403   |
| 每股经营现金净流   | 0.201   | 0.276   | 0.184   | 0.423  | 0.586   | 1.020   |
| 每股股利       | 0.120   | 0.147   | 0.110   | 0.166  | 0.204   | 0.242   |
| 回报率        |         |         |         |        |         |         |
| 净资产收益率     | 7.90%   | 9.27%   | 7.52%   | 11.17% | 13.01%  | 14.60%  |
| 总资产收益率     | 4.99%   | 5.83%   | 4.08%   | 5.56%  | 6.42%   | 6.73%   |
| 投入资本收益率    | 6.50%   | 8.14%   | 5.14%   | 11.02% | 13.13%  | 14.44%  |
| 增长率        |         |         |         |        |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 16.82%  | 19.01%  | 20.35%  | 19.69% | 16.88%  | 10.94%  |
| EBIT增长率    | 86.03%  | 25.08%  | -13.91% | 74.39% | 25.75%  | 16.43%  |
| 净利润增长率     | 105.18% | 46.28%  | -18.52% | 50.52% | 23.25%  | 18.77%  |
| 总资产增长率     | 44.99%  | 11.66%  | 20.55%  | 2.33%  | 10.96%  | 15.56%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |        |         |         |
| 应收账款周转天数   | 2.2     | 4.6     | 7.9     | 8.9    | 6.9     | 4.9     |
| 存货周转天数     | 44.7    | 43.1    | 45.5    | 45.5   | 44.5    | 42.5    |
| 应付账款周转天数   | 54.3    | 55.4    | 57.5    | 58.5   | 58.5    | 68.0    |
| 固定资产周转天数   | 23.0    | 22.9    | 23.4    | 23.2   | 23.3    | 24.2    |
| 偿债能力       |         |         |         |        |         |         |
| 净负债/股东权益   | -42.08% | -22.58% | -5.36%  | -8.76% | -14.26% | -33.52% |
| EBIT利息保障倍数 | NM      | 239.6   | 24.2    | 27.4   | 49.0    | 57.1    |
| 资产负债率      | 34.64%  | 37.91%  | 50.96%  | 49.34% | 51.57%  | 55.38%  |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 3    | 3    | 18   | 22   | 41   |
| 增持 | 2    | 2    | 11   | 12   | 17   |
| 中性 | 0    | 0    | 2    | 3    | 5    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.40 | 1.40 | 1.48 | 1.49 | 1.43 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价         |
|----|------------|----|------|-------------|
| 1  | 2019-06-10 | 买入 | 9.72 | 11.50~11.50 |
| 2  | 2019-07-23 | 买入 | 9.44 | 11.50~11.50 |
| 3  | 2019-08-29 | 买入 | 9.91 | 11.50~11.50 |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH