

永辉超市 (601933)

证券研究报告

2019年12月17日

与武汉国资达成共识&取消要约收购，携手推进中百市场化改革

2019年12月16日，永辉超市与武汉国资因发改委的要求，进行了友好磋商，就中百集团实际控制人、公司治理、经营管理以及未来发展方向等方面达成了全方位共识，双方签订了《合作备忘录》，同时暨取消部分要约收购中百集团。

永辉&中百达成全方位共识，永辉经营话语权提升、投资收益增加&投资减值风险降低。随着永辉与中百签订《合作备忘录》，①**经营话语权提升**：中百董事会由武汉国资提名，中百总经理则由永辉提名。永辉将帮助中百优化业务流程，同时促使中百在采购、物流、人资、财务预算管理等方面加强与永辉超市的战略合作，协同发展，永辉在中百经营方面话语权有明显提升；②**潜在投资收益增长**：中百将力争在三年时间实现主营业务销售净利率提高至2.5%，按照中百2018年营收152亿元来看，保守估计中百三年后净利润为3.8亿元，永辉持有中百29.86%的股份，永辉在中百的投资收益预计实现快速增长；③**投资减值风险降低**：永辉通过二级市场持有中百29.86%的股份的价格相对较高，随着中百未来三年主营业务不断改善，永辉投资减值风险不断减少。

聚焦云超拓展全国，充分调动十大战区积极性。从公司战略管理角度出发，公司决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市总裁。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。同时，公司将全国分为10大战区，10大省区总作为核心合伙人，充分调动各大省区总的积极性。公司推进“大店+mini店”协同发展，推出“永辉买菜”APP发力线上业务。

“大店+mini店”协同发展，加速推动mini店迭代。云超大卖场是永辉的基石，截至2019年9月底，公司大卖场已开业门店合计825家，预计19年新开150家大卖场；mini店是公司在社区业态创新方面的新举措，截至2019年9月，mini店共实现了开业510家，预计19年新开800家mini店，同时为探索到家业务积极推进mini店店仓一体化。

推出“永辉买菜”APP发力线上，实现线上线下协同发展。公司于19年3月筹划发展线上业务，耗时3月梳理会员系统，再耗时3月迭代出“永辉买菜”APP，10月开始全面推广“永辉买菜”APP，目前在福建、四川、重庆、北京等优势区域加速布局，未来若迭代顺利将推向全国，同时也会根据实际效果不断动态调整线上布局。

公司是全国性超市龙头公司，聚焦云超主业加速发展，大卖场&mini店协同发展，推出“永辉买菜”APP布局线上。永辉战略转型发展线上业务，对短期业绩有一定压力，故将公司2019-2021年净利润预测从23.30/28.48/37.01亿元下降至22.44/27.38/35.05亿元，当前市值对应33/27/21xPE，维持买入评级。

风险提示：云超同店不及预期；云创减亏不及预期。

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	87,147.41	110,771.18	135,725.64
增长率(%)	19.01	20.35	23.58	27.11	22.53
EBITDA(百万元)	2,413.82	2,064.07	2,834.63	3,882.51	4,954.34
净利润(百万元)	1,816.79	1,480.35	2,244.31	2,737.76	3,505.27
增长率(%)	46.28	(18.52)	51.61	21.99	28.03
EPS(元/股)	0.19	0.15	0.23	0.29	0.37
市盈率(P/E)	40.09	49.20	32.45	26.60	20.78
市净率(P/B)	3.64	3.76	3.40	3.30	3.18
市销率(P/S)	1.24	1.03	0.84	0.66	0.54
EV/EBITDA	35.82	32.29	22.06	15.47	11.86

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	7.61元
目标价格	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)	9,468.25
A股总市值(百万元)	72,831.22
流通A股市值(百万元)	72,053.39
每股净资产(元)	2.14
资产负债率(%)	54.20
一年内最高/最低(元)	10.65/7.09

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-半年报点评:云超稳增长/云创&云商出表/股权激励费用下降/云商出表投资收益等推动H1业绩+47%，聚焦云超主业再出发》2019-08-30
- 《永辉超市-公司点评:可转债发行规模不超过82亿，聚焦云超加速开店布局全国》2019-08-13
- 《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

1. 事件

2019年12月16日，永辉超市与武汉国资因发改委的要求，进行了友好磋商，就中百集团实际控制人、公司治理、经营管理以及未来发展方向等方面达成了全方位共识，双方签订了《合作备忘录》，同时暨取消部分要约收购中百集团。

2. 点评

永辉&中百达成全方位共识，永辉经营话语权提升、投资收益增加&投资减值风险降低。随着永辉与中百签订《合作备忘录》，**①经营话语权提升：**中百董事会由武汉国资提名，中百总经理则将由永辉提名。永辉将帮助中百优化业务流程，同时促使中百在采购、物流、人资、财务预算管理等各方面加强与永辉超市的战略合作，协同发展，永辉在中百经营方面话语权有明显提升；**②潜在投资收益增长：**中百将力争在三年时间实现主营业务销售净利率提高至2.5%，按照中百2018年营收152亿元来看，保守估计中百三年后净利润为3.8亿元，永辉持有中百29.86%的股份，永辉在中百的投资收益预计实现快速增长；**③投资减值风险降低：**永辉通过二级市场持有中百29.86%的股份的价格相对较高，随着中百未来三年主营业务不断改善，永辉投资减值风险不断减少。

图 1：中百实际控制人为武汉国资，永辉持股 29.86%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中百推动市场化改革，中百基本面改善、业绩释放&员工股权激励计划落地可期。随着永辉与中百签订《合作备忘录》，**①基本面边际改善：**在永辉支持武汉国资作为中百的实际控制人的前提下，中百集团在三个月内拟定中百集团“十四五”发展规划及投资规模，进一步推进中百经营班子市场化改革。在永辉协助下，不断优化中百业务流程，在采购、物流、人资、财务预算管理等各方面加强与永辉的战略合作，中百基本面改善可期；**②业绩释放：**随着中百持续市场化改革，中百将力争在三年时间实现主营业务销售净利率提高至2.5%，按照中百2018年营收152亿元来看，保守估计中百三年后净利润为3.8亿元，中百未来三年业绩将得到释放；**③员工股权激励计划：**永辉和武汉国资支持中百提出的股份回购以进行员工股权激励的方案，武汉国资将协助中百集团员工股权激励计划获得国资主管部门的审批，能够充分调动管理层与员工积极性。中百拟回购股份占中百目前总股本的比例为5%–7%。回购价格不超过8.15元/股。

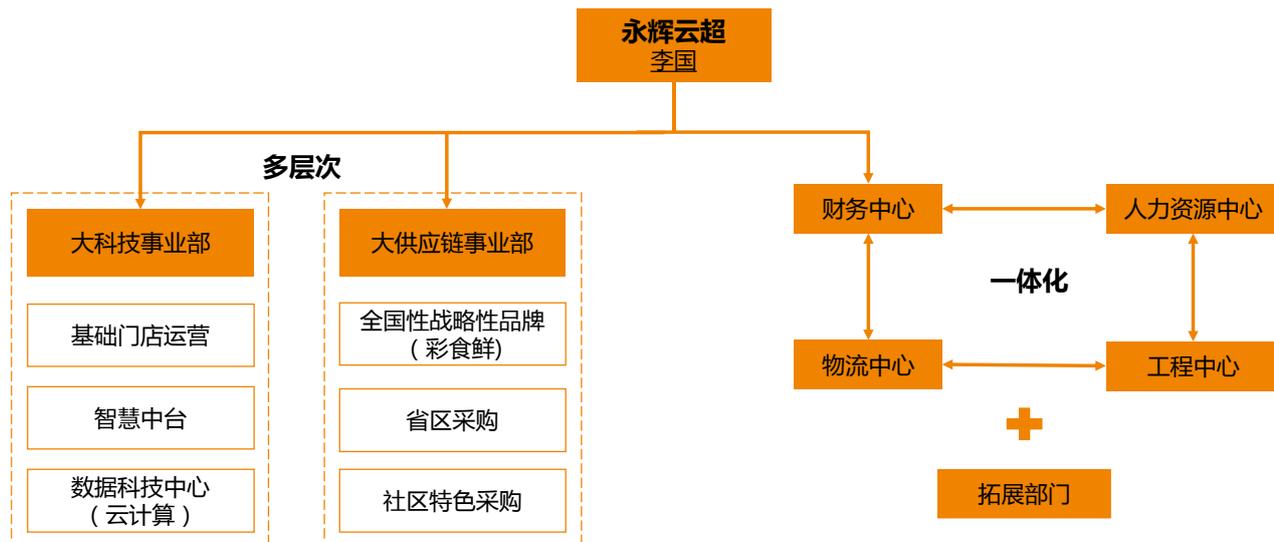
图 2：中百主营业务情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

聚焦云超拓展全国，充分调动十大战区积极性。从公司战略管理角度出发，公司决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市总裁。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。同时，公司将全国分为 10 大战区，10 大省区总作为核心合伙人，充分调动各大省区总的积极性。公司推进“大店+mini 店”协同发展，推出“永辉买菜”APP 发力线上业务。

图 3：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

“大店+mini 店”协同发展，加速推动 mini 店迭代。云超大卖场是永辉的基石，主要包括红标店、绿标店，截至 2019 年 9 月底，公司大卖场已开业门店合计 825 家，预计 19 年新开 150 家大卖场；mini 店是公司在社区业态创新方面的新举措，截至 2019 年 9 月，mini 店共实现了开业 510 家，预计 19 年新开 800 家 mini 店，同时为探索到家业务积极推进 mini 店店仓一体化。

推出“永辉买菜”APP 发力线上，实现线上线下协同发展。公司于 19 年 3 月筹划发展线上业务，耗时 3 月梳理会员系统，再耗时 3 月迭代出“永辉买菜”APP，10 月开始全面推广“永辉买菜”APP，目前在福建、四川、重庆、北京等优势区域加速布局，未来若迭代顺利将推向全国，同时也会根据实际效果不断动态调整线上布局。

3. 投资建议

公司是全国性超市龙头公司，聚焦云超主业加速发展，大卖场&mini店协同发展，推出“永辉买菜”APP布局线上。永辉战略转型发展线上业务，对短期业绩有一定压力，故将公司2019-2021年净利润预测从23.30/28.48/37.01亿元下降至22.44/27.38/35.05亿元，当前市值对应33/27/21xPE，维持买入评级。

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	6,971.79	8,861.69	10,858.05
应收票据及应收账款	980.04	2,085.05	252.12	3,267.51	1,349.81
预付账款	1,904.23	2,105.01	2,636.06	3,551.78	3,991.32
存货	5,582.12	8,118.87	8,463.89	12,546.47	13,170.81
其他	7,262.36	6,911.55	7,535.46	7,334.45	8,467.90
流动资产合计	20,336.53	23,953.00	25,859.32	35,561.90	37,837.89
长期股权投资	3,659.06	5,701.01	5,901.01	6,201.01	6,541.01
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	3,648.98	2,770.54	1,826.01
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	40,608.66	49,502.10	50,898.20
短期借款	0.00	3,690.00	3,117.11	2,484.96	2,983.39
应付票据及应付账款	7,591.38	9,716.15	11,080.10	15,546.32	17,151.95
其他	4,719.80	6,544.37	5,235.66	9,904.21	8,564.55
流动负债合计	12,311.18	19,950.52	19,432.87	27,935.50	28,699.89
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	19,613.79	28,127.61	28,905.63
少数股东权益	413.27	77.32	(427.22)	(694.01)	(918.23)
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	11,851.63	12,498.04	13,340.33
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	20,994.87	21,374.50	21,992.56
负债和股东权益总	32,870.47	39,626.98	40,608.66	49,502.10	50,898.20

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,684.67	997.40	2,244.31	2,737.76	3,505.27
折旧摊销	1,075.56	1,309.69	309.85	317.61	323.60
财务费用	(102.54)	62.43	390.50	406.30	372.80
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	(9.80)	2,150.18	779.19
其它	2,137.24	(976.65)	(466.10)	(261.31)	(214.32)
经营活动现金流	2,641.03	1,760.91	2,168.76	5,100.54	4,596.54
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	200.00	300.00	340.00
其他	(10,425.17)	(9,090.37)	861.24	(454.17)	(444.30)
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	3,117.11	2,484.96	2,983.39
股权融资	211.69	(856.05)	1,237.98	(405.26)	(371.76)
其他	(842.97)	(529.29)	(5,469.10)	(5,204.98)	(5,143.89)
筹资活动现金流	(631.28)	2,304.66	(1,114.01)	(3,125.28)	(2,532.26)
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	2,239.27	1,889.90	1,996.36

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	87,147.41	110,771.18	135,725.64
营业成本	46,382.80	54,899.74	68,062.12	86,401.52	105,594.55
营业税金及附加	209.42	237.48	330.87	396.52	486.08
营业费用	8,451.61	11,560.29	13,769.29	17,169.53	20,969.61
管理费用	1,781.08	3,007.20	2,788.72	3,456.06	4,180.35
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(82.77)	147.54	390.50	406.30	372.80
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	2,134.28	3,158.60	4,257.94
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	2,284.28	3,288.60	4,367.94
所得税	348.48	451.61	571.07	822.15	1,091.98
净利润	1,684.67	997.40	1,713.21	2,466.45	3,275.95
少数股东损益	(132.12)	(482.95)	(531.10)	(271.31)	(229.32)
归属于母公司净利润	1,816.79	1,480.35	2,244.31	2,737.76	3,505.27
每股收益(元)	0.19	0.15	0.23	0.29	0.37

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.01%	20.35%	23.58%	27.11%	22.53%
营业利润	29.58%	-34.84%	68.79%	47.99%	34.80%
归属于母公司净利润	46.28%	-18.52%	51.61%	21.99%	28.03%
获利能力					
毛利率	20.84%	22.15%	21.90%	22.00%	22.20%
净利率	3.10%	2.10%	2.58%	2.47%	2.58%
ROE	9.09%	7.65%	10.48%	12.41%	15.30%
ROIC	22.40%	9.92%	17.71%	24.05%	37.31%
偿债能力					
资产负债率	37.91%	50.96%	48.30%	56.82%	56.79%
净负债率	-22.58%	-5.36%	-18.36%	-29.83%	-35.81%
流动比率	1.65	1.20	1.33	1.27	1.32
速动比率	1.20	0.79	0.90	0.82	0.86
营运能力					
应收账款周转率	79.88	46.01	74.58	62.94	58.79
存货周转率	10.69	10.29	10.51	10.54	10.56
总资产周转率	1.88	1.95	2.17	2.46	2.70
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.15	0.23	0.29	0.37
每股经营现金流	0.28	0.18	0.23	0.53	0.48
每股净资产	2.09	2.02	2.24	2.31	2.39
估值比率					
市盈率	40.09	49.20	32.45	26.60	20.78
市净率	3.64	3.76	3.40	3.30	3.18
EV/EBITDA	35.82	32.29	22.06	15.47	11.86
EV/EBIT	47.81	50.32	24.77	16.85	12.69

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