

## 永辉超市 (601933)

## 19年加速开店，1Q20业绩亮眼

## 推荐 (维持)

现价: 11.2 元

## 主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.yonghui.com.cn
大股东	牛奶有限公司/19.99%
实际控制人	张轩宁
总股本(百万股)	9,570
流通 A 股(百万股)	9,468
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,071.89
流通 A 股市值(亿元)	1,060.44
每股净资产(元)	2.27
资产负债率(%)	58

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 《永辉超市\*601933\*门店数持续增长，聚焦主业推动盈利回升》 2019-10-30
- 《永辉超市\*601933\*超市主业快速扩张，规模优势推业绩成长》 2019-09-26

## 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项:

永辉超市披露2019年报与2020年一季报：2019年实现收入848.8亿元，同比增长20.4%；归母净利润15.6亿元，同比增长5.6%；每股收益0.16元，每股净资产2.10元。拟每10股派发现金股利1.30元（含税）。1Q20公司实现收入292.6亿元，同比增长31.6%；归母净利润15.7亿元，同比增长39.5%。

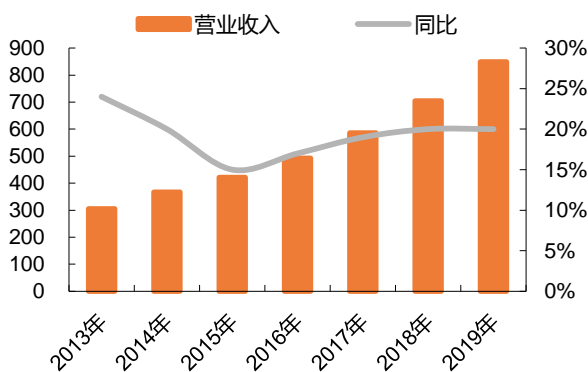
## 平安观点:

- **生鲜、食品主导地位未变。**公司 2019 年实现收入 848.8 亿元，同比增长 20.4%。其中生鲜及加工 371.2 亿元，占比 43.7%；食品用品 414.5 亿元，占比 48.8%。公司生鲜业务占比仍明显高于多数同行。
- **19 年加速扩张，20 年门店数或将继续高增。**公司 2019 年超市业态门店数达到 911 家，较 2018 年净增 203 家（包含广东百佳的 38 家门店），是近年来净增门店数最多的一年。加速开店也成营收继续维持 20%以上增长的主因。1Q20 公司继续新开店 16 家，考虑疫情影响，2020 年全年新开店目标从 150 家下调至 130 家，但门店增速仍在高位，预计将继续有力支撑公司发展。
- **治理结构继续优化，十大战区整合为七大战区。**公司近年来治理结构不断优化，2015 年公司裂变为两大集群，彼此竞争发展。2018 年底两大集群再分割为 10 大战区，将部分权利下放。2020 年二季度起，公司将把十大战区整合至七大战区，整合力量以应对外部竞争。
- **Mini 业态开始优化，短期内对公司贡献或不明显。**公司 2019 年前三季度大力发展 Mini 店业态，Mini 店数从无到有快速增至超 500 家。但 19 年四季度开始放慢步伐，2019 年底公司 Mini 店闭店 44 家，合计 573 家。1Q20 进一步闭店 74 家、新开仅 7 家，以此计算 Mini 店合计 506 家。公司目前正对 Mini 业态进行持续优化，短期内或无法给公司带来明显业绩贡献。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70517	84877	105768	120878	131909
YoY(%)	20.4	20.4	24.6	14.3	9.1
净利润(百万元)	1480	1564	2334	2651	3175
YoY(%)	-18.5	5.6	49.3	13.6	19.8
毛利率(%)	22.1	21.6	22.1	22.0	22.2
净利率(%)	2.1	1.8	2.2	2.2	2.4
ROE(%)	5.1	7.1	9.4	9.9	11.0
EPS(摊薄/元)	0.15	0.16	0.24	0.28	0.33
P/E(倍)	72.4	68.5	45.9	40.4	33.8
P/B(倍)	5.5	5.3	5.1	4.7	4.4

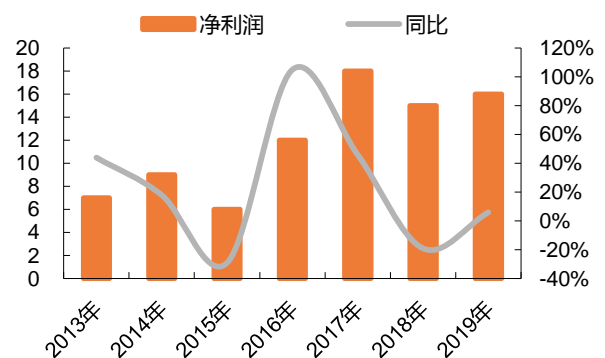
- **线上增长明显,到店+到家齐头发展。**公司 2019 年线上实现营收 35.1 亿元、同比翻倍,占比达 4.4%。调研显示,1Q20 疫情影响下,公司线上营收占比曾快速提升至接近 10%,促使同店收入实现双位数增长。公司目前利用多个线上平台吸引客流,如永辉生活、到家 APP、京东到家、美团、社区团购等,公司到店+到家业务齐头发展的模式值得期待。
- **供应链、物流持续优化,可有力支撑公司扩张。**公司持续聚焦核心供应链,加强与海外、国内产地源头的合作,在保障商品品质和货源稳定的同时,提升商品竞争力。物流方面,公司 2019 年底较 1H19 再添常温、冷链仓各两个,物流中心的配送覆盖的省市从 18 个上升至 28 个,当前“吞吐能力”能满足全国 1,200 家门店,即便假设 2020-2022 年无新增物流,也能满足公司每年新增约 100 家门店的物流需求。
- **19 年毛利率有所下滑,1Q20 疫情影响下毛利率回升。**2019 全年毛利率 21.6%,比上年-0.6 个百分点。主因高毛利的服装品类占比降低。生鲜、食品品类毛利也有所下滑,与下半年加快扩张、促销活动,叠加到家业务拉新的支出有关。1Q20 公司毛利率回升至 22.8%,或因疫情期间促销、拉新等活动暂定有关。
- **20 年费用率或将持续下滑。**2019 年期间费用率 19.0%,同比-1.8 个百分点。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 16.2%、2.4%、0.4%,同比分别-0.2、-1.9、0.2 个百分点。1Q20 疫情影响下,销售费用率、管理费用率、财务费用率进一步下滑至 14.4%、2.0%、0.3%。在规模进一步扩张的支撑下,2020 年全年期间费用率或将进一步下滑。
- **超市主业维持快速扩张,公司受益于必需消费的稳健增长。**永辉作为本土超市龙头,在超市主业上进行快速扩张,并积极通过 Mini 店、到家业务等打造业务增量。2020 年疫情重创经济发展与社零增速,但唯有粮油食品等零售额同比增长双位数以上,在经济下行周期必需消费受冲击也不明显,预计公司业绩将持续向好。由于 Mini 店业态的扩张速度和盈利能力不如预期,我们下调 2020-2022 年归母净利润预测至 23.3、26.5、31.8 亿元(20-21 年原预测 28.6、37.1 亿元),同比增 49.3%、13.6%、19.8%,对应 EPS 0.24、0.28、0.33 元,PE46、40、34 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1、宏观经济持续下行的风险:超市行业表现与宏观环境密切相关,若宏观增速持续下行,则公司发展或受负面影响; 2、行业竞争加剧的风险:行业竞争或因互联网巨头、地产商等行业外公司的加入而将加剧; 3、新业务模式不成功的风险:永辉 Mini 店、到家业务等仍在培育期,若无法得出盈利模式,持续投入或成公司一大负担; 4、新门店的运营风险:永辉新开店速度较快,新门店各项条件或低于老门店水平,存在新门店运营困难、单店收入下降的风险。

图表1 公司历年营业收入及同比 单位:亿元



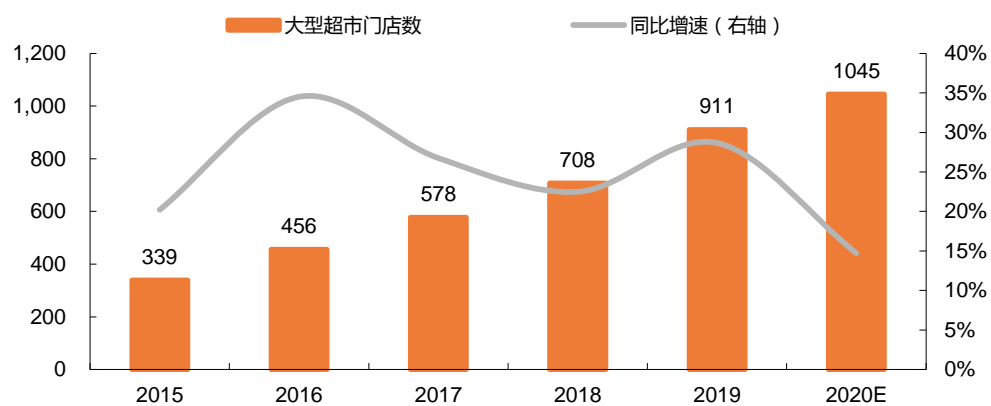
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2 公司历年净利润及同比 单位:亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3 公司历年大型超市门店数及同比



资料来源: wind、平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	31066	30375	37731	38245
现金	7129	5865	8999	10541
应收票据及应收账款	993	3189	1384	3717
其他应收款	952	1403	1213	1683
预付账款	2398	3407	3115	4064
存货	12333	10368	17021	12005
其他流动资产	7261	6143	5999	6237
<b>非流动资产</b>	21287	21651	21444	20867
长期投资	5886	5871	5906	5991
固定资产	5128	5794	5918	5671
无形资产	812	793	774	754
其他非流动资产	9460	9192	8846	8450
<b>资产总计</b>	52353	52026	59175	59112
<b>流动负债</b>	31487	30401	36563	35161
短期借款	10813	7252	9033	8142
应付票据及应付账款	12983	14021	17490	16477
其他流动负债	7690	9129	10041	10542
<b>非流动负债</b>	412	412	412	412
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	412	412	412	412
<b>负债合计</b>	31899	30813	36975	35572
少数股东权益	348	17	-427	-1025
股本	9570	9570	9570	9570
资本公积	7178	7178	7178	7178
留存收益	4354	4744	5239	5827
<b>归属母公司股东权益</b>	20106	21196	22627	24564
<b>负债和股东权益</b>	52353	52026	59175	59112

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	416	6782	3803	5463
净利润	1453	2003	2207	2578
折旧摊销	1506	1475	1693	1877
财务费用	351	345	288	261
投资损失	69	0	0	0
营运资金变动	-3165	2969	-373	782
其他经营现金流	202	-11	-12	-35
<b>投资活动现金流</b>	-4501	-2895	-942	-1531
资本支出	3109	379	-242	-663
长期投资	-4525	15	-185	-85
其他投资现金流	-5917	-2501	-1368	-2279
<b>筹资活动现金流</b>	5900	-5151	273	-2390
短期借款	7123	-3562	1781	-890
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-379	0	0	0
其他筹资现金流	-844	-1589	-1508	-1499
<b>现金净增加额</b>	1818	-1264	3134	1542

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	84877	105768	120878	131909
营业成本	66574	82428	94299	102665
营业税金及附加	247	378	406	436
营业费用	13782	16923	19340	21105
管理费用	2013	3251	3853	4253
研发费用	0	0	0	0
财务费用	351	345	288	261
资产减值损失	-326	0	0	0
其他收益	152	0	0	0
公允价值变动收益	84	11	12	35
投资净收益	-69	0	0	0
资产处置收益	-46	0	0	0
<b>营业利润</b>	1640	2454	2703	3223
营业外收入	223	200	206	215
营业外支出	85	82	72	72
<b>利润总额</b>	1777	2573	2836	3367
所得税	324	570	629	789
<b>净利润</b>	1453	2003	2207	2578
少数股东损益	-111	-332	-444	-598
<b>归属母公司净利润</b>	1564	2334	2651	3175
EBITDA	3647	4343	4772	5471
EPS(元)	0.16	0.24	0.28	0.33

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	20.4	24.6	14.3	9.1
营业利润(%)	29.7	49.7	10.1	19.2
归属于母公司净利润(%)	5.6	49.3	13.6	19.8
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	21.6	22.1	22.0	22.2
净利率(%)	1.8	2.2	2.2	2.4
ROE(%)	7.1	9.4	9.9	11.0
ROIC(%)	5.6	7.8	7.5	8.4
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	60.9	59.2	62.5	60.2
净负债比率(%)	18.6	7.1	0.7	-9.7
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.8	2.0	2.2	2.2
应收账款周转率	55.1	50.6	52.9	51.7
应付账款周转率	5.9	6.1	6.0	6.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.24	0.28	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.71	0.40	0.57
每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.21	2.36	2.57
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	68.5	45.9	40.4	33.8
P/B	5.3	5.1	4.7	4.4
EV/EBITDA	30.3	24.5	22.1	18.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033