

零售

永辉超市 (601933.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

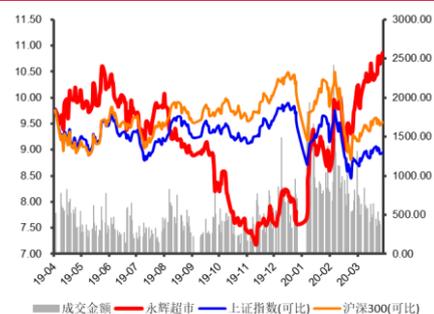
夯实成熟区域领先优势，到家服务高速增长

增持

2020年4月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年4月28日

收盘价(元):	11.20
年内最高/最低(元):	11.20/7.05
流通A股/总股本(亿):	94.68/95.7
流通A股市值(亿):	1060
总市值(亿):	1072

基础数据：2020年3月31日

基本每股收益	0.17
每股净资产(元):	2.27
净资产收益率:	7.50%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于4月29日发布2019年年度报告和2020年一季报，2019年公司营业总收入848.77亿元，同比增长20.36%，归属于上市公司股东的合并净利润15.64亿元，同比增加5.63%。2020Q1公司营收292.57亿元，同比+31.57%，归母净利润15.68亿元，同比+39.47%。

事件点评

成熟区域优势巩固，新区拓展发展较快。2019年全年公司实现新开门店205家，新签约门店244家。截至2019年底，超市业务已经进入24个省市，超市业态门店911家。除了在重庆、福建、四川三个Bravo门店数超过100家的区域继续保持市场领先优势外，河北、贵州两个省区签约门店超过50家，成为了相对优势发展的成熟区域。此外，在新省区拓展方面，湖北签约11家，云南签约8家，发展速度在新省区中较快，同时2019年新增甘肃、山东、青海、内蒙古4个省完成项目签约。毛利率方面，十大战区除了陕西、宁夏区域毛利率同比增长以外，其它大区均有不同程度的下降。降幅最大的广东省新并百佳38家门店，去旧库存导致毛利率下降2.46pct；福建省下降2.27pct主要是福建省高毛利率的服装业务大幅缩减。

19年毛利率小幅下降，费用率大幅降低。公司2019年毛利率下降0.58pct至21.56%，主要由于高毛利率的服装品类占比继续缩小，从2.06%下降到1.56%。分品类来看，生鲜及加工下降了1.64pct至13.22%，食品用品下降了0.52pct至18.72%，主要是下半年加快规模扩张增加促销活动，大力推广到家业务拉新引流导致整体毛利率下滑。费用率同比下降1.84pct至19.02%，其中管理费用率下降1.89pct。2020Q1公司拓展新店的同时线上业务销售增长，营收同比提升31.57%，带动公司销售毛利率提升0.13pct至22.84%，期间费用率提升0.03pct至16.66%，其中销售费用率同比提升0.19pct，管理费用率同比下降0.17pct。

精准营销夯实门店基础，到家服务高速增长。在门店运营层面，精简大营销活动，强化日常营销，2019年日常营销选品下沉省区，同时配合档期活动开展品类营销，打造情景化专区营销模式。开展精准营销，借助大数据，定向触达潜在顾客，对老客促活、新客拉新。公司通过建设线上线下全渠道运营营销平台，全力支持到家和到店业务。2019年公司到家服务实现销售额35.1亿元，同比增长108%，占比4.4%，同比提高2pct。2020Q1受到线上业务带来的销售增长拉动，到家业务实现销



售额 20.9 亿元，同比去年增长 2.3 倍，占比 7.3%，同比提高 4.5pct。3 月份永辉生活 app 占到家业务比重已提升自 56.86%。

- **供应链下沉省区，聚焦核心大单品。**2019 年供应链深度变革下沉省区，聚焦核心供应链，加强与海外产地、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。同时，供应链下沉后，根据各区域消费属性，形成了具有地域特色的商品差异化运营，为客户提供更多选择。公司持续聚焦有供应链优势的核心大单品，2019 年内淘汰 SKU 近 40%。自有品牌总销售额为 19.5 亿元，其中 35%来自于生鲜，年内完成自有品牌新老品牌的迭代。公司还携手达曼国际与控股子公司瑞零通，打造自有品牌主题活动，并至各战区省区 12 个城市进行宣讲，提升自有品牌知晓度和品牌价值。

投资建议

- 公司发展商品资源优势、促进线上线下融合、打造食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力和拓进 2B 端业务，形成规模效应，保有更大的市场占有率。2020 年 4 月公司开始整合原十大战区为七大战区，我们看好公司以品质和服务为核心，打造全方位供应链体系和超市型服务平台的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.29/0.38/0.46 元，对应公司 4 月 28 日收盘价 11.2 元，2020-2022 年 PE 分别为 38.21X/29.56X/24.32X，维持“增持”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；新业态业务提速影响业绩；新区拓展短期亏损风险；疫情变化带来的经营不确定性影响。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4
营业总收入（亿元）	292.57	848.77	635.43	411.76	222.36	705.17
同比（%）	31.57%	20.36%	20.59%	19.71%	18.48%	20.35%
营业成本	225.75	665.74	496.39	321.84	171.85	549.00
毛利率（%）	22.84%	21.56%	21.88%	21.84%	22.71%	22.15%
销售费用	42.10	137.82	99.87	62.56	31.58	115.60
管理费用	5.77	20.13	18.33	10.94	4.78	30.07
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	0.85	3.51	2.37	1.51	0.61	1.48
期间费用率	16.66%	19.02%	18.97%	18.22%	16.62%	20.87%
净利润	15.91	14.53	14.90	13.66	11.28	9.97
归母净利润	15.68	15.64	15.38	13.69	11.24	14.80
同比（%）	39.47%	5.63%	51.14%	46.69%	50.28%	-18.52%
扣非后归母净利润	12.90	10.61	12.69	11.63	10.00	8.97
同比（%）	28.99	18.34	45.81	40.78	34.11	-49.56
每股收益：						
基本每股收益	0.1700	0.1600	0.1600	0.1400	0.1200	0.1500
稀释每股收益	0.1600	0.1600	0.1600	0.1400	0.1200	0.1500

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	营收占比	同比增减	毛利率	毛利率变动
主营业务收入	785.70	92.57%	19.88%	16.12%	-1.00%
分产品					
食品用品	414.48	48.83%	22.35%	18.72%	-0.52%
生鲜及加工	371.22	43.74%	17.24%	13.22%	-1.64%
其他（服务业）	63.07	7.43%	26.75%		
分地区					
重庆、湖北、湖南	146.00	17.20%	13.04%	16.92%	-1.01%
福建	131.50	15.49%	6.86%	16.47%	-2.27%
江苏、浙江、上海	121.95	14.37%	21.81%	15.81%	-0.74%
四川	89.57	10.55%	27.16%	16.54%	-0.31%
北京、天津、黑龙江辽宁、吉林	89.46	10.54%	8.86%	15.13%	-1.04%
江西、安徽	60.31	7.11%	26.23%	15.24%	-0.67%
河北、河南、山西	59.83	7.05%	22.43%	14.52%	-0.31%
广东	34.03	4.01%	109.62%	16.53%	-2.46%
贵州、云南、广西	26.95	3.18%	37.44%	15.60%	-0.90%
陕西、宁夏	26.11	3.08%	45.17%	19.00%	1.81%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 公司超市业态门店营运情况（两年期同店）

	门店数	2019 年营收（亿元）	同比增减	坪效（元/㎡）	平均租金（元/㎡）
2019	569	634.70	2.8%	1,033	35
2018	440	527	1.6%	1,058	36

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,066	50,899	62,105	76,219
现金	7,129	21,403	25,906	31,175
应收账款	993	2,930	3,408	3,398
其他应收款	0	861	791	735
预付账款	2,398	2,900	3,371	3,977
存货	12,333	12,637	16,236	19,984
其他流动资产	8,213	10,169	12,393	16,951
非流动资产	21,287	24,815	32,174	42,693
长期投资	5,886	5,082	5,556	5,508
固定资产	0	0	0	0
无形资产	812	758	708	661
其他非流动资产	14,588	18,975	25,910	36,524
资产总计	52,353	75,714	94,279	118,913
流动负债	31,487	53,131	70,547	92,911
短期借款	10,813	25,142	35,234	49,104
应付账款	12,983	14,925	18,456	22,361
其他流动负债	7,690	13,063	16,857	21,447
非流动负债	412	302	358	402
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	412	302	358	402
负债合计	31,899	53,432	70,905	93,313
少数股东权益	348	(144)	(887)	(1,567)
股本	9,570	9,570	9,570	9,570
资本公积	7,178	7,178	7,178	7,178
留存收益	4,354	5,677	7,513	10,419
归属母公司股东权益	20,106	22,426	24,261	27,167
负债和股东权益	52,353	75,714	94,279	118,913

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	416	81	(2,388)	(5,597)
净利润	1,453	2,805	3,626	4,407
折旧摊销	1,506	54	51	47
财务费用	289	685	1,155	1,680
投资损失	69	(208)	(229)	(123)

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	84,877	107,013	129,528	155,874
营业成本	66,574	83,588	100,566	120,413
营业税金及附加	247	342	409	482
销售费用	13,782	17,454	21,217	25,314
管理费用	2,013	2,568	3,173	3,866
财务费用	351	685	1,155	1,680
资产减值损失	(326)	1	(0)	0
公允价值变动收益	84	0	0	0
投资净收益	(69)	208	229	123
营业利润	1,640	2,583	3,238	4,242
营业外收入	223	207	221	217
营业外支出	85	69	68	74
利润总额	1,777	2,721	3,391	4,385
所得税	324	408	509	658
净利润	1,453	2,313	2,883	3,727
少数股东损益	(111)	(493)	(743)	(680)
归属母公司净利润	1,564	2,805	3,626	4,407
EBITDA	3,471	3,322	4,443	5,970
EPS (元)	0.16	0.29	0.38	0.46

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.36%	26.08%	21.04%	20.34%
营业利润	29.70%	57.48%	25.37%	31.02%
归属于母公司净利润	5.63%	79.39%	29.25%	21.56%
获利能力				
毛利率(%)	21.56%	21.89%	22.36%	22.75%
净利率(%)	1.84%	2.62%	2.80%	2.83%
ROE(%)	7.10%	10.38%	12.33%	14.56%
ROIC(%)	16.56%	31.27%	13.80%	15.97%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.93%	70.57%	75.21%	78.47%
净负债比率(%)	45.84%	-1.42%	10.20%	17.56%
流动比率	0.99	0.96	0.88	0.82



营运资金变动	(13,655)	(2,764)	(6,246)	(10,929)	速动比率	0.59	0.72	0.65	0.61
其他经营现金流	10,754	(491)	(743)	(680)	营运能力				
投资活动现金流	(4,501)	1,012	(245)	171	总资产周转率	1.85	1.67	1.52	1.46
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	55.15	69.90	55.29	59.06
长期投资	(185)	804	(474)	48	应付账款周转率	7.48	7.67	7.76	7.64
其他投资现金流	(4,316)	208	229	123	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	5,900	12,162	7,147	10,688	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.29	0.38	0.46
短期借款	7,123	14,329	10,092	13,870	每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.01	(0.25)	(0.58)
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.34	2.54	2.84
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(379)	0	0	0	P/E	68.5	38.2	29.6	24.3
其他筹资现金流	(844)	(2,167)	(2,945)	(3,182)	P/B	5.3	4.8	4.4	3.9
现金净增加额	1,815	13,255	4,515	5,262	EV/EBITDA	17.66	33.95	25.93	19.73

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

