

永辉超市 (601933.SH) 一季度高增长，门店全国扩张与到家业务布局加速

2020 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
黄泽鹏（分析师）
李旭东（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

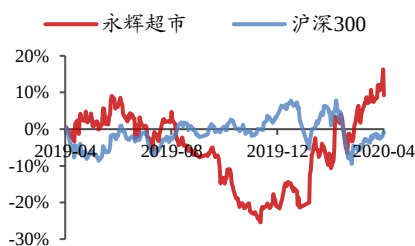
lixudong@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790120010014

日期	2020/4/29
当前股价(元)	10.52
一年最高最低(元)	11.20/7.05
总市值(亿元)	1,006.81
流通市值(亿元)	996.06
总股本(亿股)	95.70
流通股本(亿股)	94.68
近 3 个月换手率(%)	62.73

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-生鲜超市龙头稳步扩张，“到店到家”巩固主业护城河》-2019.12.27

● 事件：公司 2020 年一季度收入利润实现高增长

公司发布年报、一季报：2019 年实现营收 848.8 亿元(+20.36%)，归母净利润 15.6 亿元(+5.63%)，扣非净利润 10.6 亿元(+18.34%)；2020Q1 实现营收 292.6 亿元(+31.57%)，归母净利润 15.7 亿元(+39.47%)，疫情背景下实现高增长。我们认为，生鲜等必选消费需求韧性叠加 CPI 因素推动公司一季度同店销售高增长；未来，门店扩张与经营提效并举、叠加到家业务布局，公司核心竞争力有望持续增强。考虑到部分创新业务投入拖累，我们下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 25.37（-3.00）/32.90（-3.91）/40.78 亿元，对应 EPS 为 0.27（-0.03）/0.34（-0.04）/0.43 元，当前股价对应 PE 为 40/31/25 倍，维持“买入”评级。

● 疫情期间生鲜运营优势凸显，叠加 CPI 因素驱动 Q1 同店高增长

2019 年公司核心主业增长稳健：两年期可比店销售同比增长 2.8%，卖场业务经营利润同比增长近 20%。2020 年一季度，疫情期间公司生鲜经营优势凸显，叠加 CPI 维持高位因素，驱动公司 Q1 同店销售实现双位数增长。盈利能力方面，Q1 公司综合毛利率为 22.84%（+0.13pct），在疫情期间低毛利生鲜销售占比提升情况下仍实现小幅提升，体现出优秀成本控制能力。费用方面，公司 Q1 销售/管理/财务费用率分别 14.4%/2.0%/0.3%，同比分别+0.2/-0.2/0pct，整体保持稳定。

● 展店加速进一步完善全国化布局，到家业务占比持续提升

2019 年公司新增大卖场/mini 店 205 家/529 家，2020Q1 新开大卖场/mini 店 16 家/7 家，计划全年新开大卖场店 130 家；省区拓展方面，湖北签约 11 家、云南签约 8 家，并新增甘肃、山东、青海、内蒙古 4 个省项目签约，全国化布局进一步完善。公司持续推进全渠道运营平台建设，2019 全年/2020Q1 线上到家业务分别实现销售额 35 亿元/21 亿元，占比 4.4%（+2pct）/7.3%；截至 2020 年 3 月份永辉生活 APP 占到家业务比重已提升至 57%。2020 年，公司计划实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户，推动综合竞争力进一步增强。

● 风险提示：门店扩张不及预期；并购整合情况不及预期；同店增长放缓。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70,517	84,877	102,201	120,750	141,312
YOY(%)	20.4	20.4	20.4	18.1	17.0
归母净利润(百万元)	1,480	1,564	2,537	3,290	4,078
YOY(%)	-18.5	5.6	62.2	29.7	23.9
毛利率(%)	22.1	21.6	21.6	21.7	21.9
净利率(%)	2.1	1.8	2.5	2.7	2.9
ROE(%)	5.1	7.1	11.2	13.4	15.0
EPS(摊薄/元)	0.15	0.16	0.27	0.34	0.43
P/E(倍)	68.0	64.4	39.7	30.6	24.7
P/B(倍)	5.2	5.0	4.7	4.3	3.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23953	31066	31679	38359	45023
现金	4733	7129	5185	7971	11380
应收票据及应收账款	2085	993	2713	1666	3459
其他应收款	835	952	1199	1343	1632
预付账款	2105	2398	3024	3382	4115
存货	8119	12333	12297	16737	17177
其他流动资产	6077	7261	7261	7261	7261
非流动资产	15674	21287	21092	20920	20817
长期投资	5701	5886	5548	5367	5318
固定资产	4512	5128	5576	5932	6257
无形资产	625	812	793	774	754
其他非流动资产	4836	9460	9176	8847	8488
资产总计	39627	52353	52772	59279	65841
流动负债	19951	31487	30734	35322	39105
短期借款	3690	10813	7095	7095	7095
应付票据及应付账款	9716	12983	14353	17871	19770
其他流动负债	6544	7690	9286	10356	12240
非流动负债	244	412	412	412	412
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	244	412	412	412	412
负债合计	20195	31899	31146	35733	39516
少数股东权益	77	348	228	101	-18
股本	9570	9570	9570	9570	9570
资本公积	7557	7178	7178	7178	7178
留存收益	3855	4354	4824	5534	6437
归属母公司股东权益	19355	20106	21398	23445	26342
负债和股东权益	39627	52353	52772	59279	65841

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1761	416	4689	5836	6632
净利润	997	1453	2416	3164	3959
折旧摊销	1310	1506	1461	1678	1914
财务费用	148	351	306	362	424
投资损失	-548	69	155	-2	-134
营运资金变动	-761	-3165	409	693	528
其他经营现金流	616	202	-58	-58	-58
投资活动现金流	-3669	-4501	-1363	-1445	-1619
资本支出	3029	3109	1396	1465	1624
长期投资	-1620	-4525	338	0	49
其他投资现金流	-2260	-5917	371	21	54
筹资活动现金流	2305	5900	-5269	-1606	-1604
短期借款	3690	7123	-3718	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	918	-379	0	0	0
其他筹资现金流	-2304	-844	-1551	-1606	-1604
现金净增加额	406	1818	-1943	2785	3409

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	70517	84877	102201	120750	141312
营业成本	54900	66574	80172	94506	110392
营业税金及附加	237	247	307	362	424
营业费用	11560	13782	16352	19441	22751
管理费用	3007	2013	2248	2536	2968
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	148	351	306	362	424
资产减值损失	69	-326	80	80	80
其他收益	120	152	180	210	240
公允价值变动收益	33	84	58	58	58
投资净收益	548	-69	-155	2	134
资产处置收益	-33	-46	0	0	0
营业利润	1264	1640	2818	3733	4705
营业外收入	233	223	223	223	223
营业外支出	48	85	85	85	85
利润总额	1449	1777	2955	3870	4843
所得税	452	324	539	706	884
净利润	997	1453	2416	3164	3959
少数股东损益	-483	-111	-121	-127	-119
归母净利润	1480	1564	2537	3290	4078
EBITDA	2840	3725	4774	5780	6896
EPS(元)	0.15	0.16	0.27	0.34	0.43

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	20.4	20.4	20.4	18.1	17.0
营业利润(%)	-34.8	29.7	71.8	32.5	26.1
归属于母公司净利润(%)	-18.5	5.6	62.2	29.7	23.9
获利能力					
毛利率(%)	22.1	21.6	21.6	21.7	21.9
净利率(%)	2.1	1.8	2.5	2.7	2.9
ROE(%)	5.1	7.1	11.2	13.4	15.0
ROIC(%)	4.6	5.8	9.5	10.9	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	51.0	60.9	59.0	60.3	60.0
净负债比率(%)	-4.8	18.6	9.4	-3.2	-15.8
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.8	1.9	2.2	2.3
应收账款周转率	46.0	55.1	55.1	55.1	55.1
应付账款周转率	6.3	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.16	0.27	0.34	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.04	0.49	0.61	0.69
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.10	2.24	2.45	2.75
估值比率					
P/E	68.0	64.4	39.7	30.6	24.7
P/B	5.2	5.0	4.7	4.3	3.8
EV/EBITDA	34.0	27.9	21.3	17.1	13.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835