

2020年04月30日

永辉超市 (601933.SH)

动态分析

19年拓店加速，20Q1 利润大幅提升夯实全年业绩基础

事件

公司披露年报及一季报。2019年公司实现营收，848.77亿元/+20.36%，归母净利润15.63亿元/+5.63%，扣非归母10.61亿元/+18.34%，每股收益约为0.16元，拟每10股派发现金红利1.3元（含税）。

2020年Q1公司实现营收292.57亿元/+31.57%，归母净利润15.68亿元/+39.47%，扣非净利12.90亿元/+28.99%。

投资要点

◆ **19年业绩不及预期，20Q1 利润大幅提升夯实全年业绩基础**：营收端，公司2019年营收增长约20%，主要源于渠道扩张及次新店逐步发力，18年、19年公司超市业态渠道增长约22%、29%，推动营收稳步扩张。

净利端，第一，云创及彩食鲜亏损影响19年业绩表现，云创亏损3.4亿元，彩食鲜亏损1.5亿元；第二，四季度国联水产及中百集团长期股权投资合计计提减值3.3亿元；第三，扣非净利增速低于营收增速，主要源于部分区域及到家业务处于推广期，促销及大力推广影响毛利率。

2020Q1，疫情影响下超市具有较强确定性，消费量提升推动公司业绩表现。公司2016年至19年Q1利润占全年利润比重平均约50%，2020Q1利润大幅提升夯实全年业绩基础。

◆ **渠道扩张推动云超增长，2020年拓店计划略有下调**：渠道方面，永辉超市2019年云超门店合计911家，较上年度末的706家增加205家/+28.5%，合计门店面积同比增长20.1%。渠道扩张推动客流增长，永辉超市2019年日均客流量达364万人次，同比增长25.5%。凭借生鲜引流及直采夯实高性价比优势，永辉超市2019年可比门店营收月坪效约为1033元，较上年度微降2.4%，渠道扩张持续推升公司营收规模。

2020年公司以稳健发展为基调，全年开店目标由之前的150家左右下调至130家。以此测算公司2020年超市业态门店有望达1041家，同比增长14.3%，次新店及新店有望继续推动公司规模增长。

◆ **主要品类营收延续较快增长，促销及加码到家影响毛利率**：分品类看，具有“农改超”背景的永辉超市继续以生鲜品类为特色，生鲜品类营收占比近44%。2019年渠道扩张推动主要品类营收延续较快增长，生鲜加工、食品用品、服务业分别增加17%、22%、27%。

毛利率方面，永辉超市2019年下半年加快规模扩张以及大力推广到家业务引流使整体毛利率下滑，生鲜加工、食品用品毛利率分别较2018年下降1.64pct、0.51pct至13.22%、18.72%。全年生鲜加工、食品用品、服务业毛利润分别增长4.3%、19%、28%。

商贸零售 | 超市 III

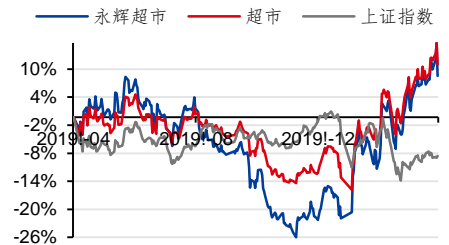
 投资评级 **买入-A(维持)**

股价(2020-04-29) 10.52元

交易数据

总市值(百万元)	100,681.26
流通市值(百万元)	99,606.00
总股本(百万股)	9,570.46
流通股本(百万股)	9,468.25
12个月价格区间	7.05/11.20元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.2	44.15	22.51
绝对收益	2.94	38.97	14.67

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

永辉超市：渠道扩张推动市占率提升，低基数推动利润快速扩张 2019-10-30

永辉超市：渠道扩张推动营收增长，Q2 毛利率下行使利润增速放缓 2019-08-29

永辉超市：渠道扩张推动营收稳健增长，规模效应及供应链合作提升利润率 2019-08-23

- ◆ **一季度永辉市占率继续提升，关注线上线下融合趋势：**永辉超市渠道扩张持续推动市占率提升，2020年一季度公司超市业态市占率进一步提升至4.8%，市占率并列第三名。展望未来，线上线下融合为零售渠道趋势。据凯度，2019年中至2025年电商、O2O、大卖场、超市渠道消费额的年复合增速分别约12.4%、48%、-0.5%、1.5%，超市、大卖场、O2O的合计增速约为3%。永辉超市立足线下渠道，一方面，生鲜引流及高性价比夯实坪效基础，渠道扩张有望进一步推动永辉线下渠道市占率提升，有望持续抢占存量市场空间；另一方面，公司偏向线上线下融合的小型业态逐步迭代，到家业务逐步发展，助力公司线上线下融合。
- ◆ **投资建议：**永辉超市是国内超市龙头，市占率排名并列第三。2020年渠道扩张及次新门店继续推动规模增长，Q1市占率持续提升，较好利润表现夯实全年业绩基础。云创转型，mini业态持续迭代，到家业务快速发展，永辉持续推进线上线下融合尝试。我们公司预测2020年至2022年每股收益分别为0.25、0.31和0.39元。净资产收益率分别为11.0%、13.1%和15.5%。目前PE(2020E)约为42倍，中长期角度看，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**新拓展门店培育或不及预期；永辉线上竞争处于劣势，新业态尝试或不及预期；联营公司业绩改善或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70,517	84,877	105,026	125,728	149,219
YoY(%)	20.4	20.4	23.7	19.7	18.7
净利润(百万元)	1,480	1,564	2,391	2,973	3,687
YoY(%)	-18.5	5.6	52.9	24.4	24.0
毛利率(%)	22.1	21.6	22.0	22.1	22.1
EPS(摊薄/元)	0.15	0.16	0.25	0.31	0.39
ROE(%)	7.6	7.8	11.0	13.1	15.5
P/E(倍)	68.0	64.4	42.1	33.9	27.3
P/B(倍)	5.2	5.0	4.6	4.4	4.2
净利率(%)	2.1	1.8	2.3	2.4	2.5

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、19 年业绩不及预期，20Q1 利润大幅提升夯实全年业绩基础	5
二、渠道扩张推动云超增长，促销及加码到家影响毛利率	6
(一) 云超渠道稳步扩张，2020 年拓店计划略有下调	6
(二) 主要品类营收延续较快增长，促销及加码到家影响毛利率	6
(三) 渠道扩张助力各区域营收增长，2020 年一季度表现靓丽	7
(四) 2019 年云创亏损未收窄，转型或改善 2020 年云创业绩	8
(五) mini 业态持续迭代，2020 年一季度或有所调整	9
(六) 自有品牌完成迭代，到家业务大力推广	10
三、促销及加码到家影响毛利率，存货周转有所放缓	10
(一) 促销及加码到家影响毛利率，一季度公司毛利率回升	10
(二) 存货周转有所放缓，一季度经营活动现金流大幅改善	11
四、一季度永辉市占率继续提升，关注线上线下融合趋势	11
五、盈利预测及投资建议	12
六、风险提示	13

图表目录

图 1: 永辉超市年度营业收入与	5
图 2: 永辉超市年度归母净利	5
图 3: 永辉超市季度营业收入	5
图 4: 永辉超市季度归母净利	5
图 5: 永辉超市云超门店数量及其规划	6
图 6: 永辉超市云超门店店均面积	6
图 7: 永辉超市日均客流及可比月坪效	6
图 8: 永辉超市分品类营业收入 (百万元)	7
图 9: 永辉超市分品类营收增速	7
图 10: 永辉超市分品类毛利率	7
图 11: 永辉超市分品类毛利润 (百万元)	7
图 12: 永辉超市分区域营业收入 (百万元)	8
图 13: 永辉超市分区域营收增长	8
图 14: 永辉超市一季度分区域营业收入	8
图 15: 永辉超市一季度分区域营收增长	8
图 16: 永辉云创营收净利情况	9
图 17: 永辉云创净利率情况	9
图 18: 永辉云创增资后流动资产情况	9
图 19: 永辉 mini 门店数量及平均面积	9
图 20: 永辉 mini 营收及月坪效估计	9
图 21: 永辉超市自有品牌销售额情况	10
图 22: 永辉超市自有品牌品类占比	10
图 23: 永辉超市到家业务销售额情况	10
图 24: 永辉超市利润率情况	11
图 25: 永辉超市费用率情况	11
图 26: 永辉超市及可比公司存货周转情况	11

图 27: 永辉超市经营活动现金流情况	11
图 28: 永辉超市超市行业市占率估计	12
图 29: 国内超市零售场前十市占率情况	12
图 30: 国内快消品消费渠道变迁示意图	12
表 1: 永辉超市营业收入及其预测	13

一、19 年业绩不及预期，20Q1 利润大幅提升夯实全年业绩基础

公司披露年报及一季报。2019 年公司实现营收，848.77 亿元/+20.36%，归母净利 15.63 亿元/+5.63%，扣非归母 10.61 亿元/+18.34%，每股收益约为 0.16 元，拟每 10 股派发现金红利 1.3 元（含税）。

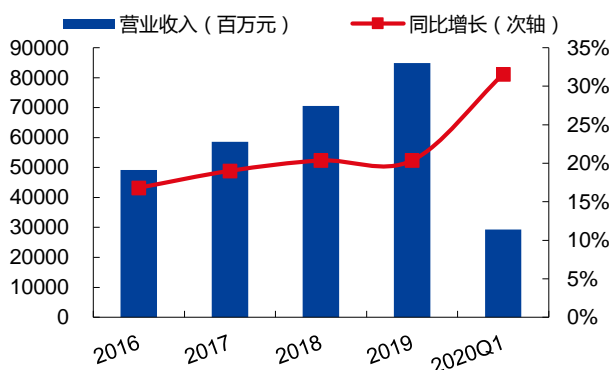
2020 年 Q1 公司实现营收 292.57 亿元/+31.57%，归母净利 15.68 亿元/+39.47%，扣非净利 12.90 亿元/+28.99%。

营收端，公司 2019 年营收增长约 20%，主要源于渠道扩张及次新门店逐步发力，18 年、19 年公司超市业态渠道增长约 22%、29%，推动营收稳步扩张。

净利端，第一，云创及彩食鲜亏损影响 19 年业绩表现，云创亏损 3.4 亿元，彩食鲜亏损 1.5 亿元；第二，四季度国联水产及中百集团长期股权投资合计计提减值 3.3 亿元；第三，扣非净利增速低于营收增速，主要源于部分区域及到家业务处于推广期，促销及大力推广影响毛利率。

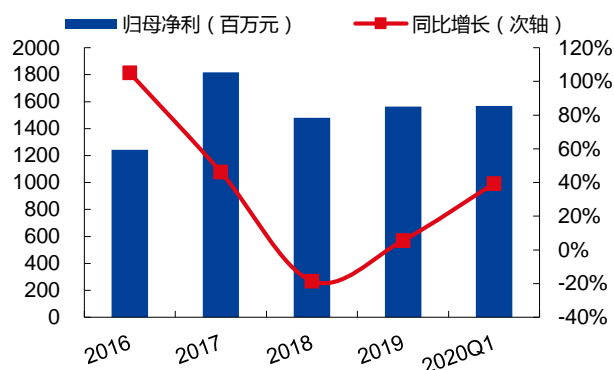
2020Q1，疫情影响下超市具有较强确定性，消费量提升推动公司业绩表现。公司 2016 年至 19 年 Q1 利润占全年利润比重平均约 50%，2020Q1 利润大幅提升夯实全年业绩基础。

图 1：永辉超市年度营业收入与



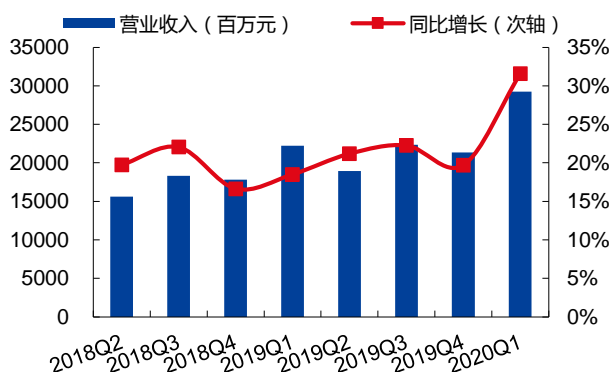
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：永辉超市年度归母净利



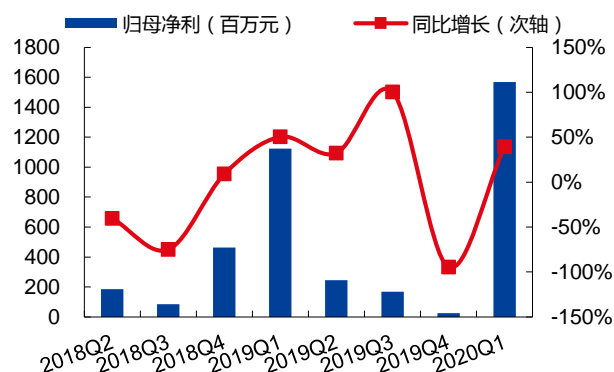
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：永辉超市季度营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：永辉超市季度归母净利



资料来源：Wind，华金证券研究所

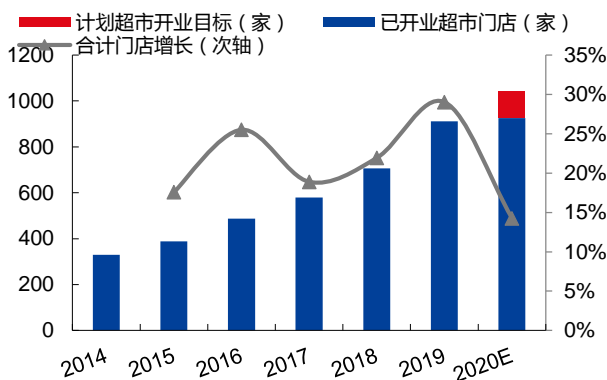
二、渠道扩张推动云超增长，促销及加码到家影响毛利率

（一）云超渠道稳步扩张，2020 年拓店计划略有下调

渠道方面，永辉超市云超旗下超市业态稳步扩张。永辉超市 2019 年云超门店合计 911 家，较上年度末的 706 家增加 205 家/+28.5%，合计门店面积 735.49 万平方米，同比增长 20.1%。截止 2019 年公司超市业态店均面积平均约 8073 平方米/家，电商对大卖场冲击高于对超市及小型业态冲击，永辉超市业态店均面积存在下行趋势。渠道扩张推动客流增长，永辉超市 2019 年日均客流量达 364 万人次，同比增长 25.5%。凭借生鲜引流及直采夯实高性价比优势，永辉超市 2019 年可比门店营收月坪效约为 1033 元，较上年度微降 2.4%，渠道扩张持续推升公司营收规模。

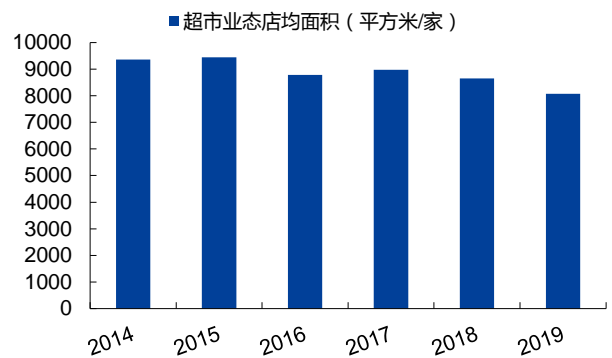
2020 年永辉超市拓店计划略有下调。2020 年公司以稳健发展为基调，全年开店目标由之前的 150 家左右下调至 130 家。以此测算公司 2020 年超市业态门店有望达 1041 家，同比增长 14.3%，次新门店及新店有望继续推动公司规模增长。

图 5：永辉超市云超门店数量及其规划



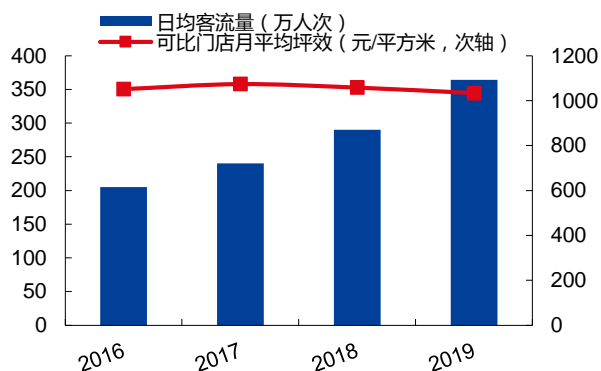
资料来源：公司官网，公司公告，2020/4/27，华金证券研究所

图 6：永辉超市云超门店店均面积



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：永辉超市日均客流及可比月坪效



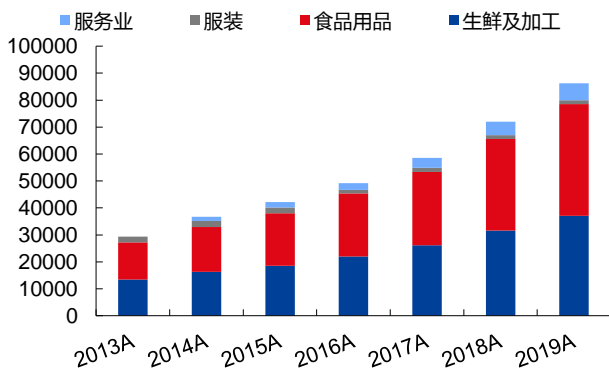
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）主要品类营收延续较快增长，促销及加码到家影响毛利率

分品类看，渠道扩张推动主要品类营收延续较快增长。具有“农改超”背景的永辉超市继续以生鲜品类为特色，生鲜品类营收占比近 44%，在超市行业中位居前列。其他的食品用品及服务用品分别占据营收约 49%、7.4% 份额。2019 年渠道扩张推动主要品类营收延续较快增长，生鲜加工、食品用品、服务业分别增加 17%、22%、27%。

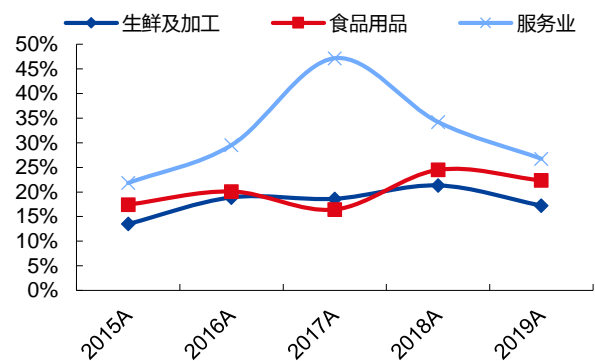
毛利率方面，促销及加码到家推广使整体毛利率下滑。近年来电商冲击大卖场及超市业态，线下渠道逐步尝试线上线下融合，永辉超市 2019 年下半年加快规模扩张以及大力推广到家业务引流使整体毛利率下滑，生鲜加工、食品用品毛利率分别较 2018 年下降 1.64pct、0.51pct 至 13.22%、18.72%。全年生鲜加工、食品用品、服务业毛利润分别增长 4.3%、19%、28%。

图 8：永辉超市分品类营业收入（百万元）



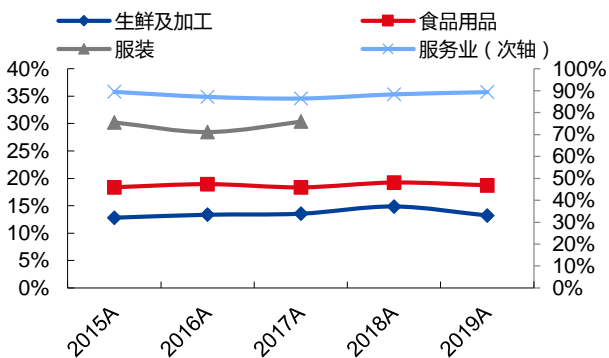
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：永辉超市分品类营收增速



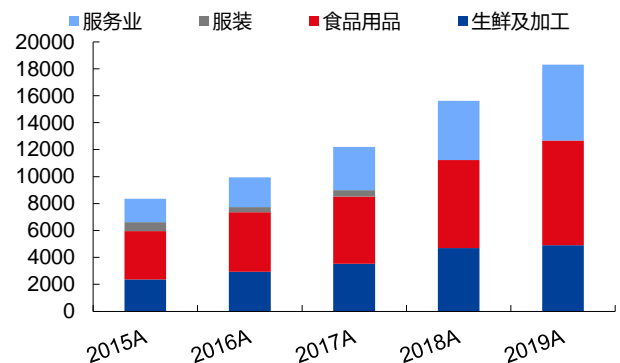
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：永辉超市分品类毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：永辉超市分品类毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

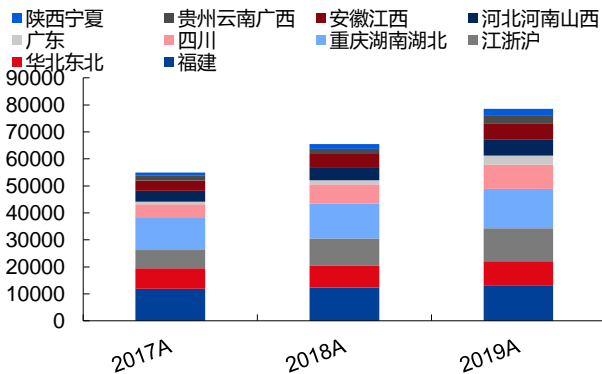
（三）渠道扩张助力各区域营收增长，2020 年一季度表现靓丽

分区域看，渠道扩张助力 2019 年及 2020Q1 各区域营收增长。2019 年福建、华东华北分别延续个位数营收增长，重庆湖南湖北在区域扩张中营收增速上行至双位数，江浙沪、四川、河北河南山西、安徽江西、贵州云南广西、陕西宁夏分别取得 20% 以上的营收增长，广东增长超 100%。

2020 年一季度，疫情影响超市以外的其他渠道，超市具有较强确定性。公司再次改变统计口径，战区由十个缩减至七个。其中一区、二区营收增长 15%~20%，三、四、五、七区增长超 30%，

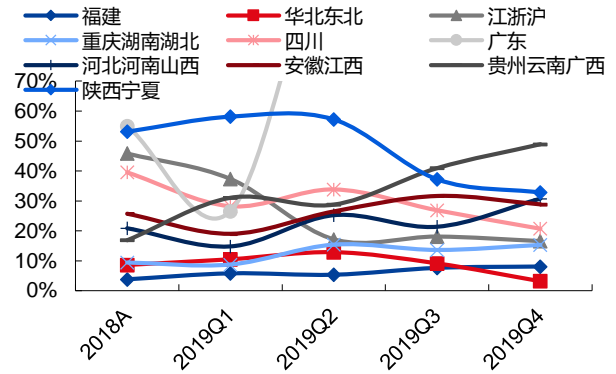
包含广东的六区增长超 200%。为公司 2019 年渠道扩张提速，超市门店培育或近 1 年，疫情影响叠加次新门店逐步发力，永辉超市 2020 年一季度取得良好增长。

图 12：永辉超市分区域营业收入（百万元）



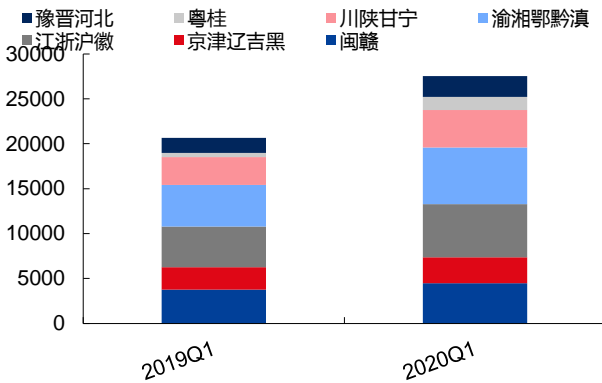
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：永辉超市分区域营收增长



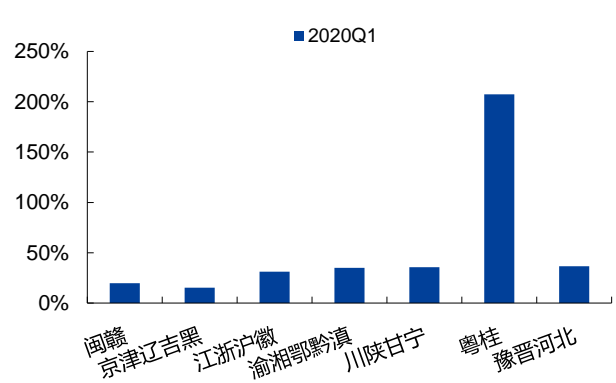
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：永辉超市一季度分区域营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：永辉超市一季度分区域营收增长



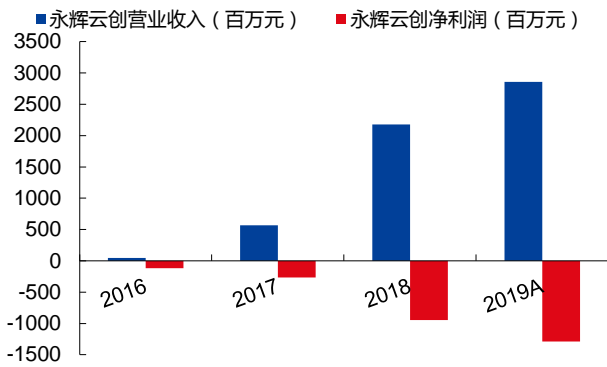
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）2019 年云创亏损未收窄，转型或改善 2020 年云创业绩

参股公司云创亏损尚未收窄。2016 年永辉进行零售业态尝试的云创创立以来，持续亏损，2019 年营收 28.58 亿元，同比增长 31%，净亏损 12.88 亿元，亏损同比扩大 36%，净利率保持在 -45%左右，亏损未见收窄。2018 年云创移出并表后口径后，永辉超市持股占比约 26.6%，2019 年权益法核算投资损益 3.41 亿元。2018 年度丧失控制权的剩余股权以公允价值计量利得约为 9806 万元，另有云创 2018 年亏损 4.55 亿元，因此若考虑剔除云创影响，预计 2019 年归母净利润约为 19 亿元，同比增长约 3.7%。

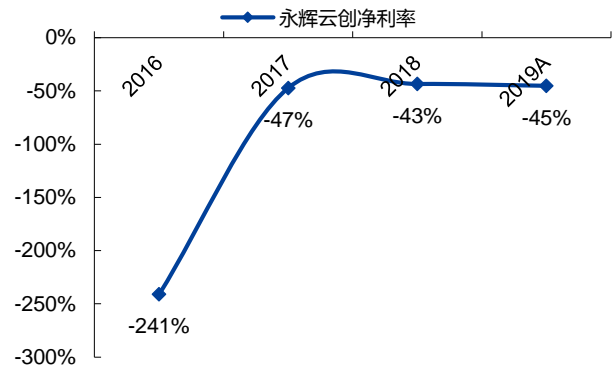
云创转型或将改善 20 年云创业绩。永辉云创出表后亏损逐步影响流动资产，2019 年中增资 10 亿元，截止 2019 年末，公司流动资产约为 18 亿元，为当年亏损额的 1.4 倍。因此 2019 年末永辉云创旗下永辉生活门店开始调整，据新浪网，合肥、厦门多家永辉生活门店即将或已经关店，永辉生活将重新梳理现有门店，优化业态经营状况，未来向社区生鲜超市转型。永辉生活转型或将改善 20 年云创业绩，助力永辉超市长期股权投资亏损收窄。

图 16: 永辉云创营收净利情况



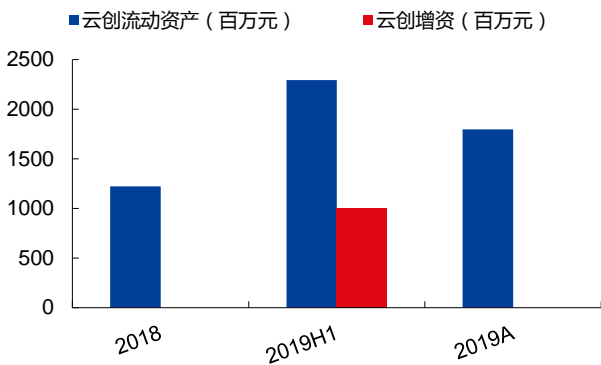
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 17: 永辉云创净利率情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 18: 永辉云创增资后流动资产情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(五) mini 业态持续迭代, 2020 年一季度或有所调整

Mini 业态方面, 截止 2019 年末, 永辉 mini 店预计合计约 529 家, 平均面积大约在 450~500 平方米之间, 2020 年一季度, 公司闭店 74 家, 预计主要为 mini 业态闭店, 季末 mini 门店数量或约 462 家。公司 mini 业态持续迭代, 20 年一季度有所调整。2019 年上半年, 公司 mini 店营收约为 5.5 亿元, 若以当季开业门店平均营业 1.5 个月计, 永辉 mini 店月坪效约为 1228 元/平方米。2020 年公司 mini 业态计划老店快速调整升级, 新店发展盈利, 或将贡献部分业绩。

图 19: 永辉 mini 门店数量及平均面积

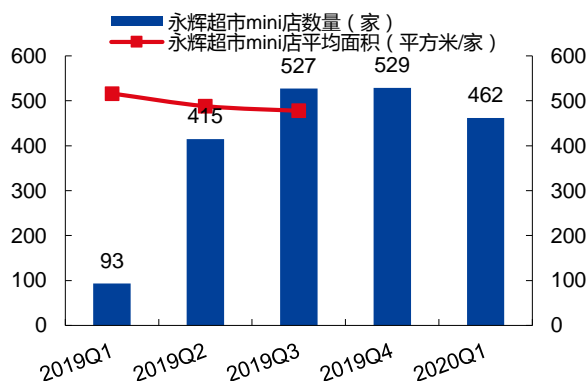
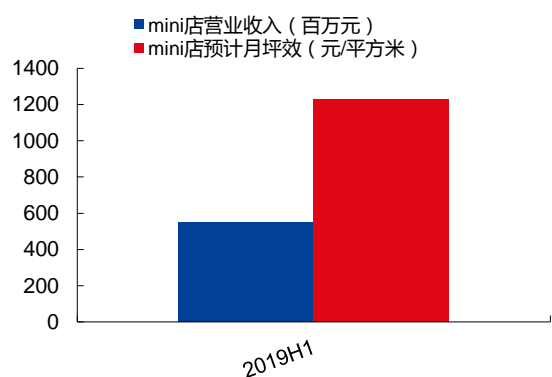


图 20: 永辉 mini 营收及月坪效估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

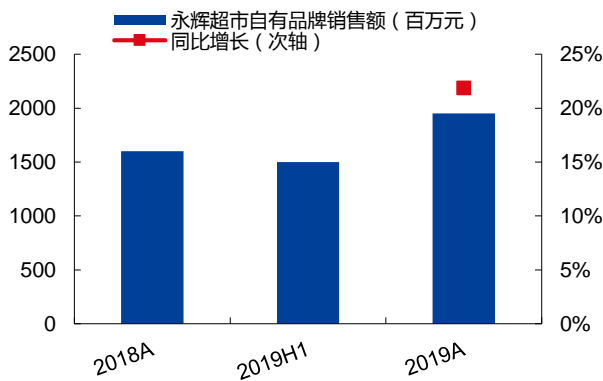
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（六）自有品牌完成迭代，到家业务大力推广

自有品牌方面，永辉超市围绕客群，打造全新的“永辉优选”自有品牌，并在年内完成新老品牌迭代。2019年公司自有品牌销售额同比增加22%至19.5亿元，食百、生鲜品类分别占比约65%、35%。

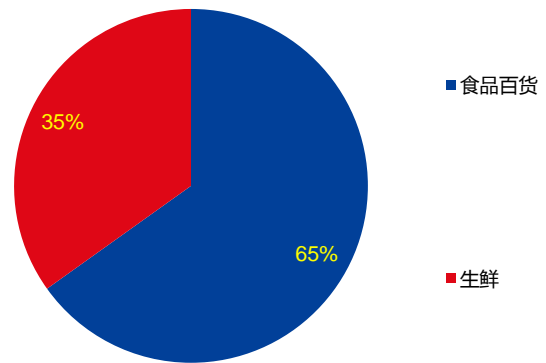
到家业务方面，2019年公司京东到家链接的超市门店达485家，新增155家，永辉生活APP及小程序年底月活达506万人次。全年公司大力推广到家业务，促进线上线下融合，到家业务实现销售额35.1亿元，同比增长108%，占营收比例由2018年的2.4%提升至4.4%。

图 21：永辉超市自有品牌销售额情况



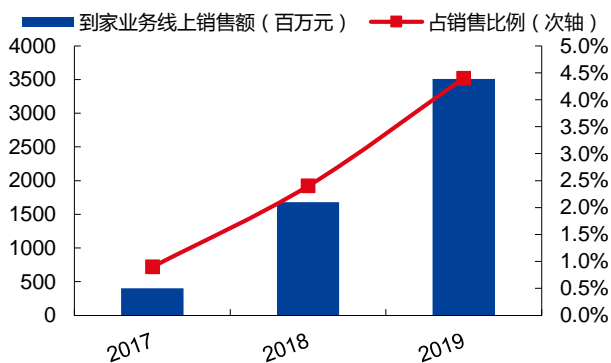
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：永辉超市自有品牌品类占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 23：永辉超市到家业务销售额情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

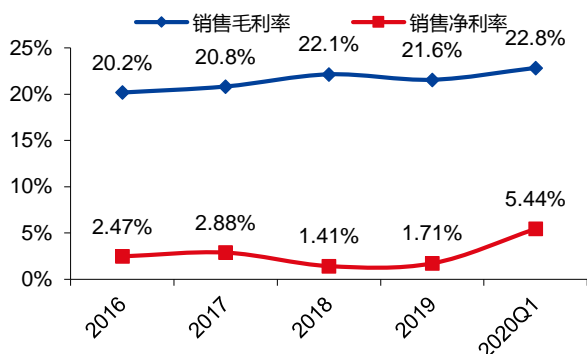
三、促销及加码到家影响毛利率，存货周转有所放缓

（一）促销及加码到家影响毛利率，一季度公司毛利率回升

盈利能力方面，2019年下半年公司促销及加码到家影响生鲜加工及食品百货毛利率，全年毛利率降低0.59pct至21.56%。管理费用率受前期激励费用高基数影响，下降1.89pct至2.37%，另有云创、彩食鲜亏损影响净利率，最终19年净利率较低，为1.71%，净利润增速及扣非净利润增速均低于营收增速。

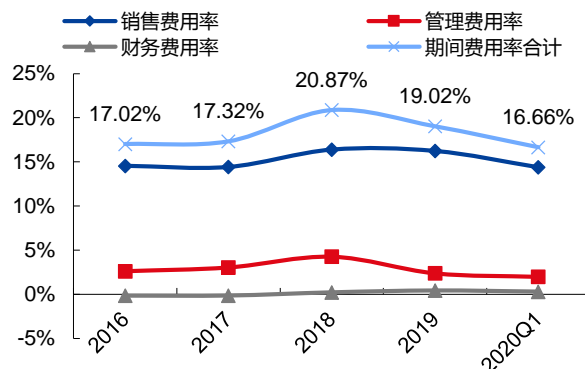
2020年一季度受益于疫情影响，公司毛利率回升至22.8%，净利率同比提升0.37pct至5.44%，推动净利润较快增长。

图 24：永辉超市利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：永辉超市费用率情况



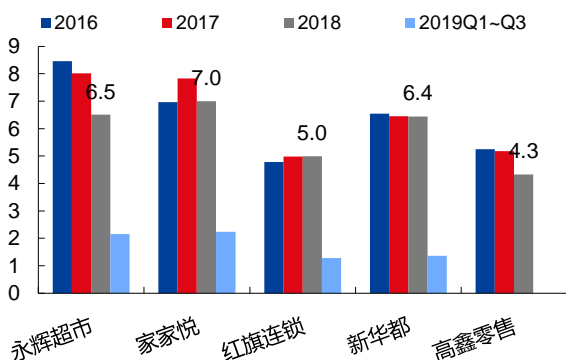
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货周转有所放缓，一季度经营活动现金流大幅改善

存货方面，2019年公司存货大幅增长52%至123.33亿元，占营收比例约为14.53%，存货周转有所放缓，一方面是公司渠道规模增加，另一方面是春节提前带动备货。

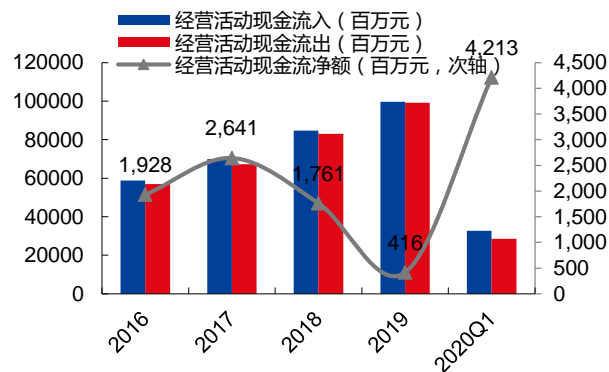
现金流方面，2019年公司经营活动现金流量净额下降76%至4.16亿元，一是小额贷款及保理公司贷款支出27亿元，二是2020年春节提前使备货占用资金。2020年Q1经营活动现金流量净额大幅改善。

图 26：永辉超市及可比公司存货周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：永辉超市经营活动现金流情况



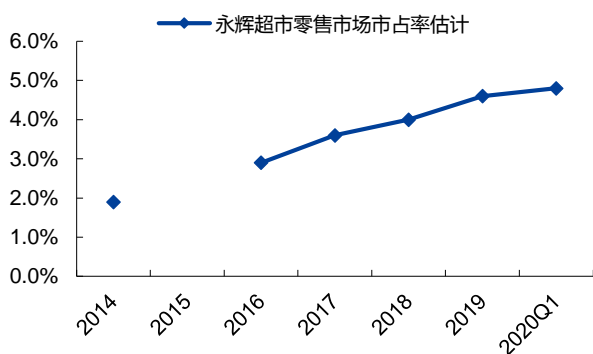
资料来源：Wind，华金证券研究所

四、一季度永辉市占率继续提升，关注线上线下融合趋势

疫情影响其他线下渠道经营，超市业态具有保民生作用，具有较强确定性。永辉超市 2020 年一季度营收增长近 32%，净利润增长约 39%。渠道扩张持续推动市占率提升，2020 年一季度公司超市业态市占率进一步提升至 4.8%，市占率并列第三名。疫情期间超市业态取得较好业绩表现。随着疫情逐步受控，其他业态逐步复工复产，超市业态或将由高增长逐步恢复至常态。

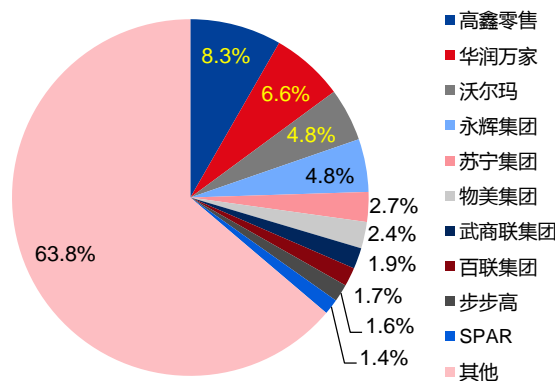
展望未来，快消品消费逐步向线上转移，线上线下融合为零售渠道趋势。据凯度，到 2025 年，预计电商、O2O、大卖场、超市渠道分别占据快消品消费的 28%、7%、15%、29%，线下消费持续向线上转移。上述渠道 2019 年中至 2025 年消费额的年复合增速分别约 12.4%、48%、-0.5%、1.5%，超市、大卖场、O2O 的合计增速约为 3%。永辉超市立足线下渠道，一方面，生鲜引流及高性价比夯实坪效基础，渠道扩张有望进一步推动永辉线下渠道市占率提升，有望持续抢占存量市场空间；另一方面，公司偏向线上线下融合的小型业态逐步迭代，到家业务逐步发展，助力公司线上线下融合。

图 28：永辉超市超市行业市占率估计



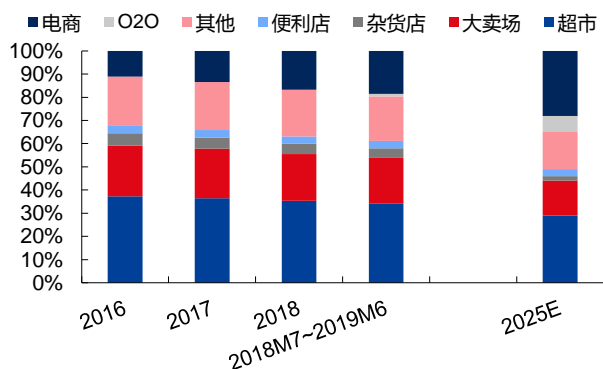
资料来源：凯度，中国产业信息网，华金证券研究所

图 29：国内超市零售场前十市占率情况



资料来源：凯度，2020 年 Q1，华金证券研究所

图 30：国内快消品消费渠道变迁示意图



资料来源：36 氪，新消费内参，凯度，华金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

永辉超市是国内超市龙头，市占率排名并列第三。2020 年渠道扩张及次新门店继续推动规模增长，Q1 市占率持续提升，较好利润表现夯实全年业绩基础。云创转型，mini 业态持续迭代，到家业务快速发展，永辉持续推进线上线下融合尝试。我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益

分别为 0.25、0.31 和 0.39 元。净资产收益率分别为 11.0%、13.1%和 15.5%。目前 PE（2020E）约为 42 倍，中长期角度看，维持“买入-A”建议。

表 1：永辉超市营业收入及其预测

品类	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生鲜及加工	营业收入	26100.50	31663.33	37122.20	44917.87	52553.90	60962.53
	增长率	18.63%	21.31%	17.24%	21.00%	17.00%	16.00%
	毛利率	13.54%	14.86%	13.22%	13.50%	13.60%	13.60%
食品用品	营业收入	27212.11	33877.86	41448.12	52224.63	63714.04	77093.99
	增长率	16.43%	24.50%	22.35%	26.00%	22.00%	21.00%
	毛利率	18.34%	19.23%	18.72%	19.10%	19.20%	19.20%
服装	营业收入	1571.34					
	增长率	17.45%					
	毛利率	30.36%					
服务业	营业收入	3707.38	4975.47	6306.64	7883.30	9459.96	11162.75
	增长率	47.15%	34.20%	26.75%	25.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	86.48%	88.38%	89.39%	89.00%	89.00%	89.00%
合计	营业收入	58591.34	70516.65	84876.96	105025.79	125727.91	149219.27
	增长率	19.01%	20.35%	20.36%	23.74%	19.71%	18.68%
	毛利率	20.84%	22.15%	21.57%	21.95%	22.11%	22.13%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

新拓展门店培育或不及预期；永辉线上竞争处于劣势，新业态尝试或不及预期；联营公司业绩改善或不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23953	31066	38109	45702	54012	营业收入	70517	84877	105026	125728	149219
现金	4,733	7,129	10,503	12,573	14,922	营业成本	54900	66574	81971	97928	116191
应收票据及应收账款	2,810	1,928	3,906	3,079	5,211	营业税金及附加	237	247	306	366	435
预付账款	2,105	2,398	3,067	3,462	6,221	营业费用	11560	13782	17434	20745	24472
存货	8,119	12,333	13,169	18,930	19,800	管理费用	3007	2013	2363	2867	3283
其他流动资产	3,030	6,254	6,441	6,635	6,834	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	15,674	21,287	22,130	22,638	22,764	财务费用	148	351	436	539	645
长期投资	5701	5886	5886	5886	5886	资产减值损失	69	-326	70	70	70
固定资产	4512	5128	5634	5880	5899	公允价值变动收益	33	84	0	0	0
无形资产	625	812	756	703	650	投资净收益	548	-69	200	200	200
其他非流动资产	203	4814	4959	5107	5261	营业利润	1264	1640	2645	3413	4324
资产总计	39627	52353	60239	68340	76776	营业外收入	233	223	234	245	258
流动负债	19951	31487	36846	43945	51655	营业外支出	48	85	67	70	74
短期借款	3690	10813	12909	15530	18756	利润总额	1449	1777	2812	3588	4508
应付票据及应付账款	9716	12983	15251	17936	21440	所得税	452	324	591	825	1082
其他流动负债	826	1034	1299	1633	2055	税后利润	997	1453	2222	2763	3426
非流动负债	244	412	1394	1714	1596	少数股东损益	-483	-111	-170	-211	-261
长期借款	0	0	970	1278	1147	归属母公司净利润	1480	1564	2391	2973	3687
其他非流动负债	244	412	424	437	450	EBITDA	2064	3471	4161	5282	6554
负债合计	20195	31899	38241	45660	53252	主要财务比率					
少数股东权益	77	348	179	-32	-293	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	9570	9570	9570	9570	9570	成长能力					
资本公积	7557	7178	7178	7178	7178	营业收入(%)	20.4	20.4	23.7	19.7	18.7
留存收益	3855	4354	5072	5964	7070	营业利润(%)	-34.8	29.7	61.3	29.0	26.7
归属母公司股东权益	19355	20106	21820	22712	23818	归属于母公司净利润(%)	-18.5	5.6	52.9	24.4	24.0
负债和股东权益	39627	52353	60239	68340	76776	获利能力					
						毛利率(%)	22.1	21.6	22.0	22.1	22.1
						净利率(%)	2.1	1.8	2.3	2.4	2.5
						ROE(%)	7.6	7.8	11.0	13.1	15.5
						ROIC(%)	9.9	15.2	17.2	20.5	23.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.0	60.9	63.5	66.8	69.4
						流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
						速动比率	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	1.8	1.6	1.7	1.8	1.9
						应收账款周转率	30.6	35.8	36.0	36.0	36.0
						应付账款周转率	8.1	7.5	7.4	7.6	7.6
						估值比率					
						P/E	68.0	64.4	42.1	33.9	27.3
						P/B	5.2	5.0	4.6	4.4	4.2
						EV/EBITDA	32.3	19.1	22.5	17.8	14.4

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn