

零售

永辉超市 (601933.SH)

维持评级

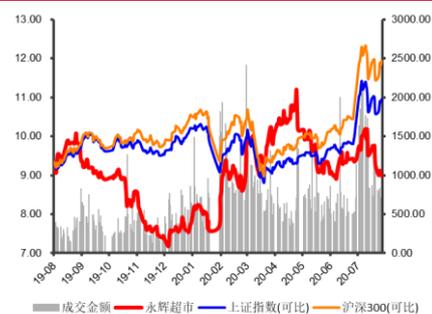
报告原因：事件点评

回购股份重获云创经营权，加大扶持到家业务提质增效 增持

2020年8月3日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年7月31日

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价(元): | 8.99 |
| 年内最高/最低(元): | 11.20/7.05 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 94.68/95.16 |
| 流通 A 股市值(亿): | 854 |
| 总市值(亿): | 858 |

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

执业登记编码：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 8 月 1 日发布《关联交易公告》，张轩宁先生以 3.8 亿元的价格向公司转让永辉云创 20% 股权，本次交易完成后，永辉超市将持有永辉云创股权 46.6%，为永辉云创第一大股东。

事件点评

➤ **回购云创 20% 股权，重获经营管理权。**公司于 2018 年 12 月将持有的永辉云创 20% 的股权以 3.93 亿元转让给张轩宁先生，由于永辉云创因独立经营零售业务而产生较大经营亏损，为了降低公司的运营成本与经营风险，故调整了永辉云创的控制权。随后在 2019 年 5 月，永辉云创拟增资 10 亿元用于门店扩张、夯实供应链、提升永辉生活（S2C）等，由现有股东对其同比例增资，其中公司出资 2.66 亿元，继续支持永辉云创在永辉生活店及超级物种等业务的拓展。到 2020 年 7 月，公司以 3.8 亿元的价格回购永辉云创 20% 的股权，本次交易完成后，公司将持有永辉云创股权 46.6%，为永辉云创第一大股东，重新拥有永辉云创的管理权和经营权，并将永辉云创纳入合并范围。经初步测算，该项交易将在公司合并报表层面确认 48 万元投资收益和 241 万元商誉；而原实际控制人张轩宁先生持有永辉云创股权由 34.4% 降至 14.4%，成为永辉云创第三大股东。

➤ **云创经营仍处亏损，APP 承接到家服务活跃度较高。**2020 年 1-5 月，永辉云创营业收入为 9.56 亿元，归母净利润为 5.53 亿元，同期永辉云创转让蜀海（北京）供应链管理有限责任公司 8.44% 股权确认投资收益 11.27 亿元，故 1-5 月永辉云创扣非后归母净利润为 -4.26 亿元。受宏观经济、产业政策、行业周期与到家业务、小店经营环境等多种外部因素的影响，永辉云创的亏损状态有较大可能将延续全年。虽然永辉云创仍处亏损状态，但截止 5 月 31 日永辉云创拥有永辉生活店 177 家，超级物种 54 家，永辉到家仓 46 个。永辉云创的永辉生活 app 在 2019 年会员总数达 3285 万人，较 2018 年同期增长 3.9 倍；日均客流也较 2018 年同期增长了 3.2 倍。永辉超市上半年实现了到家业务超过 100% 的增长，到家收入占营业收入比 10% 左右，其中永辉生活 APP 提供的到家服务占比接近六成。

➤ **资源整合提高线上业务效率，到家服务高速增长。**2020 年上半年，社总额同比名义下降 1.8%，其中商品零售额同比下降 8.7%，但全国实物商品网上零售额同比逆势增长 14.3%，占到社零比重为 25.2%。公司顺



应行业趋势积极加大对到家业务的投入，考虑到永辉生活 app 在公司业务的重要性，整合资源后能够有效提高线上业务的效率和服务质量，突出上市公司主业、利于上市公司增强独立性、减少关联交易、避免同业竞争。公司通过建设线上线下全渠道营运营平台，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，到 2020 上半年到家业务已经实现超过 100% 的增长。

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。随着线上渠道渗透率的不断提升，公司回购云创股权后，将整合资源加大对线上到家业务系统的投入。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 0.29/0.38/0.47 元，对应公司 7 月 31 日收盘价 8.99 元，2020-2022 年 PE 分别为 30.67X/23.63X/19.04X，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 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（亿元） | 292.57 | 848.77 | 635.43 | 411.76 | 222.36 |
| 同比（%） | 31.57% | 20.36% | 20.59% | 19.71% | 18.48% |
| 营业成本 | 225.75 | 665.74 | 496.39 | 321.84 | 171.85 |
| 毛利率（%） | 22.84% | 21.56% | 21.88% | 21.84% | 22.71% |
| 销售费用 | 42.10 | 137.82 | 99.87 | 62.56 | 31.58 |
| 管理费用 | 5.77 | 20.13 | 18.33 | 10.94 | 4.78 |
| 研发费用 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 0.85 | 3.51 | 2.37 | 1.51 | 0.61 |
| 期间费用率 | 16.66% | 19.02% | 18.97% | 18.22% | 16.62% |
| 净利润 | 15.91 | 14.53 | 14.90 | 13.66 | 11.28 |
| 归母净利润 | 15.68 | 15.64 | 15.38 | 13.69 | 11.24 |
| 同比（%） | 39.47% | 5.63% | 51.14% | 46.69% | 50.28% |
| 扣非后归母净利润 | 12.90 | 10.61 | 12.69 | 11.63 | 10.00 |
| 同比（%） | 28.99 | 18.34 | 45.81 | 40.78 | 34.11 |
| 每股收益： | | | | | |
| 基本每股收益 | 0.1700 | 0.1600 | 0.1600 | 0.1400 | 0.1200 |
| 稀释每股收益 | 0.1600 | 0.1600 | 0.1600 | 0.1400 | 0.1200 |

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 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 31,066 | 49,487 | 59,158 | 70,889 | 营业收入 | 84,877 | 106,164 | 126,070 | 148,889 |
| 现金 | 7,129 | 21,233 | 25,214 | 29,778 | 营业成本 | 66,574 | 82,925 | 97,881 | 115,016 |
| 应收账款 | 1,928 | 3,297 | 3,934 | 4,217 | 营业税金及附加 | 247 | 340 | 398 | 460 |
| 其他应收款 | 935 | 1,244 | 1,387 | 1,675 | 销售费用 | 13,782 | 17,315 | 20,650 | 24,179 |
| 预付账款 | 2,398 | 2,896 | 3,354 | 3,933 | 管理费用 | 2,013 | 2,548 | 3,089 | 3,692 |
| 存货 | 12,336 | 12,538 | 15,804 | 19,091 | 财务费用 | 351 | 678 | 1,048 | 1,335 |
| 其他流动资产 | 6,340 | 8,280 | 9,464 | 12,195 | 资产减值损失 | (326) | (1) | 0 | 1 |
| 非流动资产 | 21,287 | 21,920 | 24,904 | 28,693 | 公允价值变动收益 | 84 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 5,886 | 5,082 | 5,556 | 5,508 | 投资净收益 | (69) | 208 | 229 | 123 |
| 固定资产 | 5,128 | 4,804 | 4,479 | 4,154 | 营业利润 | 1,640 | 2,567 | 3,232 | 4,327 |
| 无形资产 | 812 | 758 | 708 | 661 | 营业外收入 | 223 | 207 | 221 | 217 |
| 其他非流动资产 | 9,460 | 11,276 | 14,161 | 18,371 | 营业外支出 | 85 | 69 | 68 | 74 |
| 资产总计 | 52,353 | 71,407 | 84,063 | 99,582 | 利润总额 | 1,777 | 2,705 | 3,386 | 4,470 |
| 流动负债 | 31,487 | 48,883 | 60,395 | 73,604 | 所得税 | 324 | 406 | 508 | 670 |
| 短期借款 | 10,813 | 24,820 | 31,052 | 38,838 | 净利润 | 1,453 | 2,299 | 2,878 | 3,799 |
| 应付账款 | 12,983 | 14,807 | 17,963 | 21,358 | 少数股东损益 | (111) | (490) | (742) | (693) |
| 其他流动负债 | 7,690 | 9,256 | 11,380 | 13,408 | 归属母公司净利润 | 1,564 | 2,789 | 3,620 | 4,492 |
| 非流动负债 | 412 | 301 | 355 | 395 | EBITDA | 3,471 | 3,624 | 4,656 | 6,034 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.16 | 0.29 | 0.38 | 0.47 |
| 其他非流动负债 | 412 | 301 | 355 | 395 | | | | | |
| 负债合计 | 31,899 | 49,184 | 60,749 | 74,000 | | | | | |
| 少数股东权益 | 348 | (141) | (883) | (1,576) | | | | | |
| 股本 | 9,570 | 9,516 | 9,516 | 9,516 | | | | | |
| 资本公积 | 7,178 | 7,178 | 7,178 | 7,178 | | | | | |
| 留存收益 | 4,354 | 5,670 | 7,502 | 10,464 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 20,106 | 22,364 | 24,196 | 27,158 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 52,353 | 71,407 | 84,063 | 99,582 | | | | | |

| 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 | 512 | 842 | (535) |
| 净利润 | 1,453 | 2,789 | 3,620 | 4,492 |
| 折旧摊销 | 1,506 | 379 | 375 | 372 |
| 财务费用 | 289 | 678 | 1,048 | 1,335 |
| 投资损失 | 69 | (208) | (229) | (123) |

| 主要财务比率 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20.36% | 25.08% | 18.75% | 18.10% |
| 营业利润 | 29.70% | 56.53% | 25.92% | 33.87% |
| 归属于母公司净利润 | 5.63% | 78.36% | 29.78% | 24.11% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 21.56% | 21.89% | 22.36% | 22.75% |
| 净利率(%) | 1.84% | 2.63% | 2.87% | 3.02% |
| ROE(%) | 7.10% | 10.35% | 12.34% | 14.85% |
| ROIC(%) | 16.56% | 19.75% | 10.55% | 12.27% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 60.93% | 68.88% | 72.27% | 74.31% |
| 净负债比率(%) | 45.84% | -0.66% | -3.65% | -0.31% |
| 流动比率 | 0.99 | 1.01 | 0.98 | 0.96 |



| | | | | | | | | | |
|----------------|----------------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 营运资金变动 | (10,855) | (2,635) | (3,231) | (5,920) | 速动比率 | 0.59 | 0.76 | 0.72 | 0.70 |
| 其他经营现金流 | 7,955 | (490) | (742) | (692) | 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 | 1.72 | 1.62 | 1.62 |
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 55.15 | 69.71 | 54.82 | 58.51 |
| 长期投资 | (185) | 804 | (474) | 48 | 应付账款周转率 | 7.48 | 7.64 | 7.69 | 7.57 |
| 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 | 11,801 | 3,396 | 4,921 | 每股收益(最新摊薄) | 0.16 | 0.29 | 0.38 | 0.47 |
| 短期借款 | 7,123 | 14,007 | 6,231 | 7,786 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.04 | 0.05 | 0.09 | (0.06) |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 2.11 | 2.35 | 2.54 | 2.85 |
| 普通股增加 | 0 | (54) | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积增加 | (379) | 0 | 0 | 0 | P/E | 54.7 | 30.7 | 23.6 | 19.0 |
| 其他筹资现金流 | (844) | (2,152) | (2,836) | (2,865) | P/B | 4.3 | 3.8 | 3.5 | 3.2 |
| 现金净增加额 | 1,815 | 13,326 | 3,993 | 4,557 | EV/EBITDA | 19.19 | 27.29 | 21.81 | 17.31 |

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。本报告清晰准确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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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
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
电话：010-83496336

