

永辉超市 (601933)

3.8 亿收购云创 20%股份，加速推动到家业务发展

事件:张轩宁以 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，张轩宁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，不再是云创的实际控制人。公司将持有云创股权 46.6%，为永辉云创第一大股东。

点评:

3.8 亿收购云创 20%股份，加速推动到家业务发展。随着公司以 3.8 亿元收购云创 20%股份，公司将成为云创第一大股东，将其纳入合并范围。**截止 2020 年 5 月末，云创拥有永辉生活店 177 家，超级物种 54 家，永辉到家仓 46 个。**公司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。同时，**截止 2020 年 5 月，云创实现营收 9.56 亿，业绩为 5.53 亿，其中转让蜀海供应链 8.44%股权确认投资收益 11.27 亿元，扣非净利润为-4.26 亿元。**随着公司成为永辉云创的控股股东，将重新拥有永辉云创的管理权和经营权，考虑到永辉生活 app 在公司业务的重要性，进行该交易能使公司更好地整合资源，提高线上业务的效率和服务质量。

线下“大店+小店”协同发展，加速拓展布局全国。①大卖场是云超主业的基石，主要以绿标店为主，**截止 2020 年 7 月，公司大卖场已开业门店合计 943 家，筹建储备门店 199 家，门店覆盖全国 29 个省份、532 个市(区、县)，预计 2020 年新开大卖场在 130 家；**②mini 店是公司在社区业态创新方面的新举措，永辉 mini 店店面相对较小，以解决消费者一日三餐为主，90%围绕餐厨开展，生鲜占比 50%以上，**截止 2020 年 3 月，mini 店共开业 515 家，目前 mini 店处于关店迭代期。**公司线下通过线下大卖场+mini 店模式协同发展，不断加密拓展实现全国布局。

线上以自有 APP 为主，第三方平台为辅，实现到家业务百亿销售目标。自有 APP 方面，2015 年推出了云创的永辉生活 APP。随着 2018 年底云创出表，公司于 19 年 3 月重新筹划发展线上业务，19 年 10 月开始全面推广“永辉买菜”APP。2020 年初由于疫情催化导致线上订单激增，公司线上逐步切换到永辉生活 APP。第三方平台方面，公司主要与京东到家、美团等平台合作。**截止 2020 年 3 月，到家业务实现销售额 20.9 亿元，占比 7.3%，2020 年计划实现线上百亿销售规模，线上亏损率控制在 5%。**

公司是全国性超市龙头，“大店+小店”协同发展，加速布局到家业务。综合预计 2020-22 年净利润分别为 23/33/41 亿，当前市值对应 37/26/21xPE，维持买入评级。

风险提示:收购项目推进不及预期，mini 店减亏不及预期，到家业务发展不及预期

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	8.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,516.29
流通 A 股股本(百万股)	9,468.25
A 股总市值(百万元)	85,551.41
流通 A 股市值(百万元)	85,119.58
每股净资产(元)	2.27
资产负债率(%)	58.02
一年内最高/最低(元)	11.20/7.05

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

马松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120001
masong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70,516.65	84,876.96	106,121.66	125,446.42	147,888.78
增长率(%)	20.35	20.36	25.03	18.21	17.89
EBITDA(百万元)	2,064.07	3,471.00	2,973.86	4,603.17	5,717.86
净利润(百万元)	1,480.35	1,563.73	2,306.76	3,276.28	4,059.69
增长率(%)	(18.52)	5.63	47.52	42.03	23.91
EPS(元/股)	0.16	0.16	0.24	0.34	0.43
市盈率(P/E)	57.79	54.71	37.09	26.11	21.07
市净率(P/B)	4.42	4.26	3.96	3.82	3.66
市销率(P/S)	1.21	1.01	0.81	0.68	0.58
EV/EBITDA	32.29	19.07	25.58	16.03	12.48

资料来源：wind，天风证券研究所

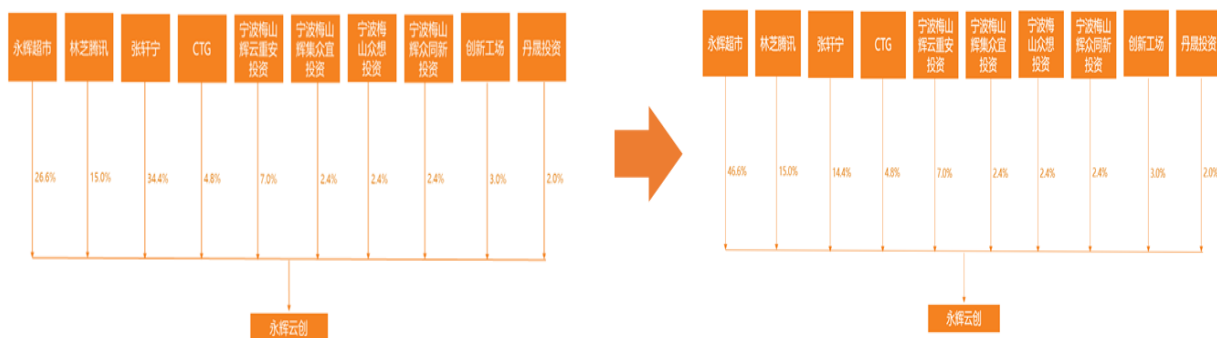
1. 事件

张轩宁以 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，张轩宁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，不再是云创的实际控制人。公司将持有云创股权 46.6%，为永辉云创第一大股东。

2. 点评

3.8 亿收购云创 20%股份，加速推动到家业务发展。随着公司以 3.8 亿元收购云创 20%股份，公司将成为云创第一大股东，将其纳入合并范围。云创主要包括：1) 永辉生活店；2) 超级物种；3) 依托永辉生活 APP 的到家业务、卫星仓。**截止 2020 年 5 月末，云创拥有永辉生活店 177 家，超级物种 54 家，永辉到家仓 46 个。**永辉生活 app 会员总数 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。公司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。同时，**截止 2020 年 5 月，云创实现营收 9.56 亿，业绩为 5.53 亿，其中转让蜀海供应链 8.44%股权确认投资收益 11.27 亿元，扣非净利润为 -4.26 亿元。**随着公司成为永辉云创的控股股东，将重新拥有永辉云创的管理权和经营权，考虑到永辉生活 app 在公司业务的重要性，进行该交易能使公司更好地整合资源，提高线上业务的效率和服务质量。

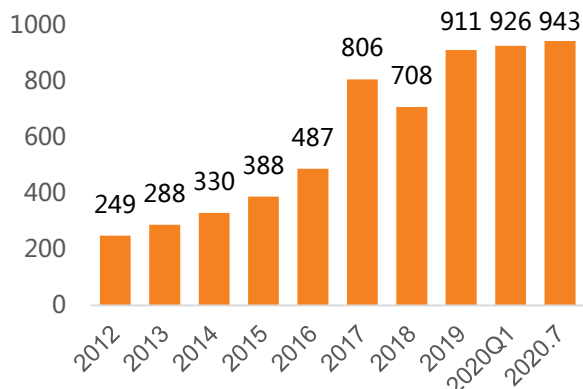
图 1：云创股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

线下“大店+小店”协同发展，加速拓展布局全国。①大卖场是云超主业的基石，主要以绿标店为主，截止 2020 年 7 月，公司大卖场已开业门店合计 943 家，筹建储备门店 199 家，门店覆盖全国 29 个省份、532 个市（区、县），预计 2020 年新开大卖场在 130 家；②mini 店是公司在社区业态创新方面的新举措，永辉 mini 店店面相对较小，以解决消费者一日三餐为主，90%围绕餐厨开展，生鲜占比 50%以上，截止 2020 年 3 月，mini 店共开业 515 家，目前 mini 店处于关店迭代期。公司线下通过线下大卖场+mini 店模式协同发展，不断加密拓展实现全国布局。

图 2：永辉大卖场门店数量（单位：家）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：mini 店情况



资料来源：灵兽，中国商务新闻网，亿邦动力网，天风证券研究所

线上以自有 APP 为主，第三方平台为辅，实现到家业务百亿销售目标。自有 APP 方面，2015 年推出了云创的永辉生活 APP，。随着 2018 年底云创出表，公司于 19 年 3 月重新筹划发展线上业务，19 年 10 月开始全面推广“永辉买菜”APP。2020 年初由于疫情催化导致线上订单激增，公司线上逐步切换到永辉生活 APP。第三方平台方面，公司主要与京东到家、美团等平台合作。公司线上业务以永辉生活 APP 为主，第三方平台为辅，截止 2020 年 6 月，永辉生活 APP 提供的到家服务占比接近六成。截止 2020 年 3 月，到家业务实现销售额 20.9 亿元，占比 7.3%，2020 年计划实现线上百亿销售规模，线上亏损率控制在 5%。

图 4：永辉线上业务布局



资料来源：公司公告，亿邦动力网，天风证券研究所

公司是全国性超市龙头，“大店+小店”协同发展，加速布局到家业务。综合预计 2020-22 年净利润分别为 23/33/41 亿，当前市值对应 37/26/21xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,732.52	7,128.60	8,489.73	10,035.71	11,831.10
应收票据及应收账款	2,085.05	993.26	2,712.90	2,081.57	3,311.97
预付账款	2,105.01	2,398.08	3,534.60	3,367.42	4,653.00
存货	8,118.87	12,333.39	9,773.55	17,008.75	13,623.22
其他	6,911.55	8,212.84	8,459.39	7,752.96	9,240.20
流动资产合计	23,953.00	31,066.18	32,970.18	40,246.41	42,659.49
长期股权投资	5,701.01	5,886.12	6,086.12	6,386.12	6,726.12
固定资产	4,511.52	5,128.48	4,915.23	4,690.59	4,445.78
在建工程	291.78	174.42	140.65	132.39	109.44
无形资产	625.13	812.41	733.91	655.42	576.92
其他	4,515.27	9,199.63	5,237.76	4,783.28	4,449.93
非流动资产合计	15,644.72	21,201.05	17,113.67	16,647.79	16,308.18
资产总计	39,626.98	52,353.02	50,133.19	56,949.00	59,030.98
短期借款	3,690.00	10,813.37	6,366.98	5,842.84	5,114.82
应付票据及应付账款	9,716.15	12,983.31	13,774.44	18,065.46	19,763.39
其他	6,544.37	7,690.35	8,289.81	10,812.62	11,222.07
流动负债合计	19,950.52	31,487.03	28,431.23	34,720.92	36,100.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	244.19	411.56	269.00	308.25	329.60
非流动负债合计	244.19	411.56	269.00	308.25	329.60
负债合计	20,194.71	31,898.60	28,700.22	35,029.17	36,429.88
少数股东权益	77.32	348.48	(170.10)	(489.37)	(749.06)
股本	9,570.46	9,570.46	9,516.29	9,516.29	9,516.29
资本公积	7,557.25	7,177.95	7,177.95	7,177.95	7,177.95
留存收益	11,411.94	11,532.18	12,086.79	12,892.92	13,833.88
其他	(9,184.69)	(8,174.64)	(7,177.95)	(7,177.95)	(7,177.95)
股东权益合计	19,432.28	20,454.42	21,432.97	21,919.83	22,601.11
负债和股东权益总计	39,626.98	52,353.02	50,133.19	56,949.00	59,030.98

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	997.40	1,452.84	2,306.76	3,276.28	4,059.69
折旧摊销	1,309.69	1,506.07	385.51	391.40	396.26
财务费用	62.43	289.04	390.50	406.30	372.80
投资损失	(548.26)	68.68	(300.00)	(250.00)	(170.00)
营运资金变动	916.29	(10,712.98)	5,460.30	1,326.20	1,140.70
其它	(976.65)	7,812.67	(480.87)	(314.68)	(250.59)
经营活动现金流	1,760.91	416.33	7,762.20	4,835.51	5,548.86
资本支出	3,379.64	1,879.62	202.57	40.75	28.65
长期投资	2,041.95	185.10	200.00	300.00	340.00
其他	(9,090.37)	(6,565.53)	(1,184.41)	(235.10)	91.53
投资活动现金流	(3,668.78)	(4,500.80)	(781.85)	105.65	460.18
债权融资	3,690.00	10,813.37	6,366.98	5,842.84	5,114.82
股权融资	(856.69)	(99.31)	552.42	(405.90)	(372.40)
其他	(528.65)	(4,814.15)	(12,538.62)	(8,832.12)	(8,956.07)
筹资活动现金流	2,304.66	5,899.91	(5,619.22)	(3,395.18)	(4,213.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	396.79	1,815.44	1,361.13	1,545.98	1,795.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	70,516.65	84,876.96	106,121.66	125,446.42	147,888.78
营业成本	54,899.74	66,573.58	83,623.87	97,848.21	115,057.47
营业税金及附加	237.48	247.22	348.60	399.98	462.70
营业费用	11,560.29	13,782.07	16,767.22	19,444.19	22,848.82
管理费用	3,007.20	2,013.33	3,236.71	3,913.93	4,554.97
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	147.54	351.15	390.50	406.30	372.80
资产减值损失	68.66	(325.58)	(78.09)	(111.67)	(171.78)
公允价值变动收益	33.15	83.77	65.00	10.00	15.00
投资净收益	548.26	(68.68)	300.00	250.00	170.00
其他	(1,250.13)	580.10	(730.00)	(520.00)	(370.00)
营业利润	1,264.46	1,640.00	2,197.84	3,805.48	4,948.80
营业外收入	232.78	222.50	200.00	190.00	180.00
营业外支出	48.22	85.41	50.00	60.00	70.00
利润总额	1,449.02	1,777.09	2,347.84	3,935.48	5,058.80
所得税	451.61	324.25	586.96	983.87	1,264.70
净利润	997.40	1,452.84	1,760.88	2,951.61	3,794.10
少数股东损益	(482.95)	(110.89)	(545.87)	(324.68)	(265.59)
归属于母公司净利润	1,480.35	1,563.73	2,306.76	3,276.28	4,059.69
每股收益 (元)	0.16	0.16	0.24	0.34	0.43

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.35%	20.36%	25.03%	18.21%	17.89%
营业利润	-34.84%	29.70%	34.01%	73.15%	30.04%
归属于母公司净利润	-18.52%	5.63%	47.52%	42.03%	23.91%
获利能力					
毛利率	22.15%	21.56%	21.20%	22.00%	22.20%
净利率	2.10%	1.84%	2.17%	2.61%	2.75%
ROE	7.65%	7.78%	10.68%	14.62%	17.39%
ROIC	9.92%	15.23%	13.73%	26.07%	37.54%
偿债能力					
资产负债率	50.96%	60.93%	57.25%	61.51%	61.71%
净负债率	-5.36%	18.01%	-9.90%	-19.13%	-29.72%
流动比率	1.20	0.99	1.16	1.16	1.18
速动比率	0.79	0.59	0.82	0.67	0.80
营运能力					
应收账款周转率	46.01	55.15	57.27	52.33	54.84
存货周转率	10.29	8.30	9.60	9.37	9.66
总资产周转率	1.95	1.85	2.07	2.34	2.55
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.16	0.24	0.34	0.43
每股经营现金流	0.19	0.04	0.82	0.51	0.58
每股净资产	2.03	2.11	2.27	2.35	2.45
估值比率					
市盈率	57.79	54.71	37.09	26.11	21.07
市净率	4.42	4.26	3.96	3.82	3.66
EV/EBITDA	32.29	19.07	25.58	16.03	12.48
EV/EBIT	50.32	25.45	29.39	17.52	13.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com