

零售

永辉超市 (601933.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

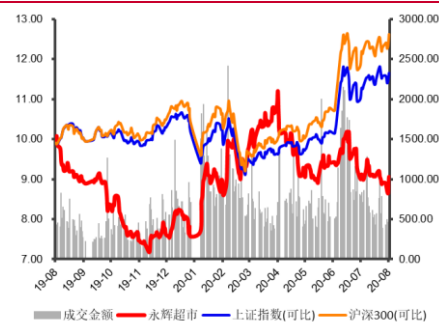
加速全渠道业务转型，生鲜加工毛利率提升较多

增持

2020年8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8月28日

收盘价(元):	9.06
年内最高/最低(元):	11.05/6.95
流通 A 股/总股本(亿):	94.68/95.16
流通 A 股市值(亿):	858
总市值(亿):	862

基础数据：2020年6月30日

基本每股收益	0.19
每股净资产(元):	2.17
净资产收益率:	9.07%

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29日发布2020年半年度报告，上半年公司实现营业总收入505.16亿元，同比增长22.68%；归属于上市公司股东的合并净利润18.54亿元，同比增加35.36%。

事件点评

- 线上线下销售同步增长，生鲜加工毛利率提升1pct。上半年受到疫情影响，线下门店和线上销售同步增长，带动公司营收同比增长22.68%。分季度看，Q1-Q2营收同比分别提升31.57%/12.24%，归母净利润同比分别上升39.47%/16.56%，二季度消费市场逐渐恢复常态，增速均有所放缓。上半年公司主营业务毛利率17.15%，同比增长0.75pct，主要是生鲜及加工的毛利率上升1.03pct至14.95%，以及食品类上升0.64pct至19.22%的影响。公司上半年销售/管理/财务费率分别是15.60%/2.33%/0.35%，其中销售费率同比提升0.41pct，主要受到新开门店及销售增长带来的人力、房租、水电、运输费、低值易耗品等日常经营费用的增长影响；管理费率同比下降0.32pct主要受到本期计提的股权激励费用同比减少所致；财务费率同比下降0.02pct，主要系借款增加净利息费用同比增加所致。经营活动现金流净额同比增长151.65%，主要由于上半年销售增长和净利润增加以及收回保理款、贷款、联营公司往来款所致。
- 坚持生鲜特色线上经营，加速全渠道业务战略转型。2020年上半年公司新开超市门店31家，合计938家门店，还有储备门店254家。公司在山东省新开门店一家，8月在拉萨新开1家超市，覆盖省市达到26个。Mini店方面，上半年新开16家，闭店88家，合计458家，上半年累计实现销售14.51亿元。公司在线下门店拓展的同时，发力线上业务，加速全渠道业务的战略转型。公司确立了坚持生鲜特色的线上商品经营思路，不断强化和提升生鲜商品全链路品控。公司建立总部线上运营中心，统筹线上业务开展，逐步沉淀业务可复制的中台能力，助力标杆战区与城市线上业务能力提升。上半年公司线上销售额45.61亿元，占主营收入比9.71%，从线上平台来看，消费者倾向于使用APP线上下单。永辉生活APP到家业务已覆盖852家门店，实现销售额22.5亿元，同比增长2倍，日均单量17.9万单，1-6月平均复购率为45.63%；超市京东到家业务已覆盖745家门店，实现销售额16.2亿元，日均单量8.8万单。



- **供应链全国协同采购优势明显，代工模式下自有品牌快速增长。**上半年面对疫情的挑战，公司供应链快速反应，充分发挥长短半径全国一盘棋的协同采购优势，快速满足全国各地民生商品及消毒防疫物资的供应。公司物流中心已覆盖全国 25 个省市，其中常温配送中心 19 个，定温配送中心 11 个，上半年配送作业额 271.05 亿元。公司上半年通过组织结构调整，提高源头厂商渗透率，平台供货占比达 46%，其中有 54% 是省区自采，充分发挥省区的灵活性与机动性。生鲜供应链上半年着重于生鲜标品的开发打造，与彩食鲜（成都、福建、安徽）合作积极探索代工模式，目前已完成 4500 支标品 SKU 来满足全渠道的需求。自有品牌上半年总销售额为 14.43 亿元，销售占比 3.1%，同比增长 63.3%，其中线上销售占比提升至 10.3%。

投资建议

- 公司发展商品资源优势、加速全渠道战略转型、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，获取更大的市场占有率。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 0.27/0.36/0.45 元，对应公司 8 月 28 日收盘价 9.06 元，2020-2022 年 PE 分别为 33.44X/25.45X/20.3X，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

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	505.16	292.57	848.77	635.43	411.76
同比（%）	22.68%	31.57%	20.36%	20.59%	19.71%
营业成本	392.16	225.75	665.74	496.39	321.84
毛利率（%）	22.37%	22.84%	21.56%	21.88%	21.84%
销售费用	78.80	42.10	137.82	99.87	62.56
管理费用	11.79	5.77	20.13	18.33	10.94
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	1.76	0.85	3.51	2.37	1.51
期间费用率	18.28%	16.66%	19.02%	18.97%	18.22%
净利润	18.64	15.91	14.53	14.90	13.66
归母净利润	18.54	15.68	15.64	15.38	13.69
同比（%）	35.36%	39.47%	5.63%	51.14%	46.69%
扣非后归母净利润	0.00	12.90	10.61	12.69	11.63
同比（%）	19.90	28.99	18.34	45.81	40.78
每股收益：					
基本每股收益	0.1900	0.1700	0.1600	0.1600	0.1400
稀释每股收益	0.1900	0.1600	0.1600	0.1600	0.1400

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	469.73	92.99%	23.20%	17.15%	0.75%
分产品					
食品用品	241.48	47.80%	19.39%	19.22%	0.64%
生鲜及加工	228.25	45.18%	27.51%	14.95%	1.03%
分地区					
一区（闽、赣）	78.10	15.46%	13.64%	17.04%	0.85%
二区（京、津、辽、吉、黑）	50.16	9.93%	9.96%	17.54%	2.37%
三区（江、浙、沪、徽）	102.61	20.31%	23.78%	16.71%	0.76%
四区（渝、湘、鄂、黔、滇）	104.90	20.77%	23.83%	17.71%	0.44%
五区（川、陕、甘、宁）	69.94	13.85%	23.55%	17.69%	0.38%
六区（粤、桂）	26.06	5.16%	97.34%	17.36%	0.26%
七区（豫、晋、冀）	37.97	7.52%	28.68%	15.34%	-0.08%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

利润表

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	49,531	59,235	70,956	营业收入	84,877	106,249	126,171	149,008
现金	7,129	21,250	25,234	29,802	营业成本	66,574	83,023	98,136	115,168
应收账款	1,928	3,299	3,937	4,221	营业税金及附加	247	340	399	461
其他应收款	935	1,245	1,389	1,676	销售费用	13,782	17,425	20,793	24,646

预付账款	2,398	2,896	3,356	3,936
存货	12,336	12,552	15,845	19,116
其他流动资产	6,340	8,288	9,473	12,206
非流动资产	21,287	21,688	24,674	28,467
长期投资	5,886	5,082	5,556	5,508
固定资产	5,128	4,804	4,479	4,154
无形资产	812	758	708	661
其他非流动资产	9,460	11,044	13,931	18,144
资产总计	52,353	71,218	83,909	99,422
流动负债	31,487	49,335	61,965	76,988
短期借款	10,813	25,250	32,560	42,182
应付账款	12,983	14,824	18,010	21,387
其他流动负债	7,690	9,261	11,395	13,419
非流动负债	412	301	355	396
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	412	301	355	396
负债合计	31,899	49,637	62,320	77,383
少数股东权益	348	(104)	(799)	(1,454)
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	4,992	5,693	6,799
归属母公司股东权益	20,106	21,686	22,387	23,493
负债和股东权益	52,353	71,218	83,909	99,422

管理费用	2,013	2,497	3,028	3,651
财务费用	351	389	497	556
资产减值损失	(326)	(1)	0	1
公允价值变动收益	84	0	0	0
投资净收益	(69)	120	120	120
营业利润	1,640	2,696	3,438	4,646
营业外收入	223	207	221	217
营业外支出	85	69	68	74
利润总额	1,777	2,834	3,592	4,788
所得税	324	709	898	1,197
净利润	1,453	2,126	2,694	3,591
少数股东损益	(111)	(453)	(695)	(655)
归属母公司净利润	1,564	2,578	3,388	4,246
EBITDA	3,471	3,464	4,310	5,573
EPS (元)	0.16	0.27	0.36	0.45

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.36%	25.18%	18.75%	18.10%
营业利润	29.70%	64.41%	27.53%	35.11%
归属于母公司净利润	5.63%	64.89%	31.41%	25.33%
获利能力				
毛利率(%)	21.56%	21.86%	22.22%	22.71%
净利率(%)	1.84%	2.43%	2.69%	2.85%
ROE(%)	7.10%	9.85%	12.48%	16.30%
ROIC(%)	16.56%	16.60%	8.63%	10.03%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.93%	69.70%	74.27%	77.83%
净负债比率(%)	45.84%	-0.76%	-3.92%	-0.19%
流动比率	0.99	1.00	0.96	0.92
速动比率	0.59	0.75	0.70	0.67
营运能力				
总资产周转率	1.85	1.72	1.63	1.63
应收账款周转率	55.15	69.73	54.82	58.51
应付账款周转率	7.48	7.64	7.69	7.56
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.27	0.36	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.01	0.02	(0.16)
每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.28	2.35	2.47
估值比率				
P/E	55.1	33.4	25.4	20.3
P/B	4.3	4.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	19.19	28.88	24.08	19.48

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	125	223	(1,534)
净利润	1,453	2,578	3,388	4,246
折旧摊销	1,506	379	375	372
财务费用	289	389	497	556
投资损失	69	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	(10,855)	(2,647)	(3,223)	(5,934)
其他经营现金流	7,955	(453)	(694)	(654)
投资活动现金流	(4,501)	924	(354)	168
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(185)	804	(474)	48
其他投资现金流	(4,316)	120	120	120
筹资活动现金流	5,900	12,052	4,127	5,926
短期借款	7,123	14,436	7,310	9,623
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	(54)	0	0
资本公积增加	(379)	0	0	0
其他筹资现金流	(844)	(2,330)	(3,183)	(3,697)
现金净增加额	1,815	13,102	3,996	4,560

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

