

2020年08月30日

# 永辉超市 (601933.SH)

## 公司快报

### 疫情推升超市渠道必选消费需求，内生外延推动上半年业绩增长

商贸零售 | 超市 III

投资评级

**买入-A(维持)**

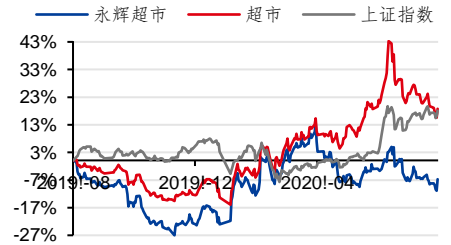
股价(2020-08-28)

9.06元

#### 交易数据

总市值(百万元)	86,217.55
流通市值(百万元)	85,782.36
总股本(百万股)	9,516.29
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	-3.97	-17.97	-24.13
绝对收益	-0.66	1.37	-6.38

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

分析师

吴雨舟

 SAC 执业证书编号: S0910520080001  
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

永辉超市：生鲜特色筑优势，超市龙头再起航 2020-06-29

永辉超市：19年拓店加速，20Q1利润大幅提升夯实全年业绩基础 2020-04-30

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

#### 事件

公司披露半年报，上半年实现营收 505.16 亿元/+22.68%，归母净利 18.55 亿元/+35.36%，扣非净利 13.94 亿元/+19.90%，基本每股收益 0.19 元。其中 Q2 营收 212.59 亿元/+12.24%，归母净利 2.86 亿元/+16.56%，扣非净利 1.05 亿元/-35.82%。

#### 投资要点

◆ **疫情推升超市渠道必选消费需求，内生外延推动上半年业绩增长：**营收端，上半年疫情推升必选品类需求，内生外延带动永辉营收增长 23%，其中上半年公司云超主业建筑面积同比增加约 14%，同店增长约 7.4%。Q2 公司营收增速有所放缓，我们认为一是疫情后菜市场餐厅等其他渠道逐步复工复产，二是线上渠道大力促销影响消费渠道结构。

净利端，疫情期间保供及费用控制推动 Q1 利润率上行，Q2 公司重回拓店步伐、线上促销以及公司推动到家发展使利润率有所降低。但以永辉 18 年情况看，Q1 扣非净利约为全年扣非净利超 80%，因此疫情下公司 Q1 的良好表现，有望夯实全年利润增速。

◆ **疫情下生鲜引流推动毛利润增长，云创回归或助力到家协同：**渠道方面，上半年公司主要的超市/大卖场门店数量达 938 家，同比增长约 19%，建筑面积同比增加约 14%。20 年公司计划开店 130 家，上半年开店 31 家，门店拓展放缓主要受疫情影响，截止 8 月 30 日，永辉超市门店数量已达 948 家，疫情后公司门店继续扩张。

分品类看，上半年疫情影响菜市场、餐厅等生鲜消费渠道，推升超市渠道生鲜需求，永辉持续以生鲜引流，生鲜品类继续占比约 45%，夯实营收基础。上半年生鲜、食品用品、服务业营收分别增长 28%、19%、16%。另外受疫情保供及食品类 CPI 处于高位推动，公司各品类毛利率均有所提升，最终各品类毛利润同比增长 37%、24%、18%，公司合计毛利润同比增长约 26%。

到家方面，疫情降低消费者出行意愿，到家业务取得快速增长。永辉超市借力永辉生活等到家业务平台，上半年线上销售额 45.61 亿元，占主营收入比例约为 9.71%，接近公司 10%的线上营收占比目标。其中上半年永辉生活到家销售额 22.5 亿元，同比增长近 2 倍，京东到家业务销售额 16.2 亿元。公司近期将永辉云创重新纳入上市公司体系，有望助力到家业务协同整合。

Mini 店方面，上半年 mini 店处于持续调整区间，新开门店 16 家，闭店 88 家，期末门店数量约 458 家。上半年 mini 店合计实现营收 14.51 亿元，我们预计其经营面积营收月坪效同比类似，门店优化有望夯实未来减亏基础。

◆ **费用管控及毛利率提升推升净利率，Q2 扣非净利率有所调整：**盈利能力方面，上半年疫情期间食品类 CPI 处于高位，推动公司毛利率提升 0.5pct 至 22.4%，新开门

店员工成本等费用推升销售费用率，费用管控降低管理费用率，因此公司期间费用率基本同比持平，推动公司净利率提升 0.4pct 至 3.7%，助力公司利润增长超过营收增长。Q2 公司扣非净利率下行，预计一方面为疫情后重新开始拓店的费用率提升，另一方面为疫情后线上较大促销力度影响线下超市业绩表现。

现金流方面，疫情期间对必选消费品类的需求推动公司经营现金流向好，上半年经营活动现金流入增加 22%，流出增加 16%，最终经营活动净现金流同比增加 152% 至 50.33 亿元。

◆ **投资建议：**永辉超市是国内超市龙头之一，销售额仅次于高鑫及华润。Q1 表现有望夯实全年利润基础，云创回归或将助力到家协同，mini 优化有望夯实未来减亏。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.26、0.35 和 0.40 元。净资产收益率分别为 11.5%、14.5% 和 15.9%。目前公司 PE (2020E) 约为 35 倍，PE (2021E) 约为 26 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**云创减亏进展或不及预期；新拓展门店培育或不及预期；线上竞争或使新业态尝试不及预期。

#### 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	125,279	148,177
YoY (%)	20.4	20.4	23.7	19.3	18.3
净利润(百万元)	1,480	1,564	2,501	3,294	3,797
YoY (%)	-18.5	5.6	60.0	31.7	15.3
毛利率 (%)	22.1	21.6	22.0	22.2	22.3
EPS(摊薄/元)	0.16	0.16	0.26	0.35	0.40
ROE (%)	7.6	7.8	11.5	14.5	15.9
P/E(倍)	58.2	55.1	34.5	26.2	22.7
P/B(倍)	4.5	4.3	4.0	3.8	3.6
净利率 (%)	2.1	1.8	2.4	2.6	2.6

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	23953	31066	35975	42966	50647	<b>营业收入</b>	70517	84877	105026	125279	148177
现金	4,733	7,129	8,402	10,022	11,854	营业成本	54900	66574	81881	97436	115171
应收票据及应收账款	2,810	1,928	3,906	3,054	5,178	营业税金及附加	237	247	306	365	432
预付账款	2,105	2,398	3,061	3,435	6,163	营业费用	11560	13782	17119	20420	24449
存货	8,119	12,333	13,141	18,797	19,594	管理费用	3007	2013	2468	2756	3112
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
<b>非流动资产</b>	15,674	21,287	22,130	22,638	22,764	财务费用	148	351	400	456	543
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	150	130	120
其他非流动资产	203	4814	4959	5107	5261	<b>营业利润</b>	1264	1640	2932	3905	4520
<b>资产总计</b>	39627	52353	58105	65604	73411	营业外收入	233	223	234	245	258
<b>流动负债</b>	19951	31487	35711	42443	49367	营业外支出	48	85	67	70	74
短期借款	3690	10813	11813	14223	16757	<b>利润总额</b>	1449	1777	3099	4080	4704
应付票据及应付账款	9716	12983	15220	17800	21230	所得税	452	324	775	1020	1176
其他流动负债	826	1034	1300	1636	2060	<b>税后利润</b>	997	1453	2324	3060	3528
<b>非流动负债</b>	244	412	424	437	450	少数股东损益	-483	-111	-177	-234	-269
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1480	1564	2501	3294	3797
其他非流动负债	244	412	424	437	450	EBITDA	2064	3471	4411	5692	6649
<b>负债合计</b>	20195	31899	36135	42879	49816	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	77	348	171	-62	-332	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	9570	9570	9516	9516	9516	<b>成长能力</b>					
资本公积	7557	7178	7178	7178	7178	营业收入(%)	20.4	20.4	23.7	19.3	18.3
留存收益	3855	4354	5105	6093	7232	营业利润(%)	-34.8	29.7	78.8	33.2	15.7
归属母公司股东权益	19355	20106	21799	22787	23926	归属于母公司净利润(%)	-18.5	5.6	60.0	31.7	15.3
<b>负债和股东权益</b>	39627	52353	58105	65604	73411	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	22.1	21.6	22.0	22.2	22.3
						净利率(%)	2.1	1.8	2.4	2.6	2.6
						ROE(%)	7.6	7.8	11.5	14.5	15.9
						ROIC(%)	9.9	15.2	17.7	22.0	23.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	51.0	60.9	62.2	65.4	67.9
						流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
						速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.8	1.6	1.8	1.9	2.0
						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
						<b>估值比率</b>					
						P/E	58.2	55.1	34.5	26.2	22.7
						P/B	4.5	4.3	4.0	3.8	3.6
						EV/EBITDA	32.3	19.1	18.0	14.0	12.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1761	416	2733	3328	3923
净利润	997	1453	2501	3294	3797
折旧摊销	1310	1506	1080	1330	1585
财务费用	148	351	400	456	543
投资损失	-548	69	-150	-130	-120
营运资金变动	832	-10625	-921	-1389	-1614
其他经营现金流	-977	7663	-177	-234	-269
<b>投资活动现金流</b>	-3669	-4501	-1239	-1355	-1424
<b>筹资活动现金流</b>	2305	5900	-220	-352	-668

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.16	0.26	0.35	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.04	0.29	0.35	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.11	2.29	2.39	2.51

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、吴雨舟声明，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.huajinsc.cn