

永辉超市 (601933)

证券研究报告

2020年09月02日

疫情后 20Q2 经营逐步回落，加速新开门店&发力线上

公司发布 2020 半年报，2020H1 营收为 505.16 亿，同比+22.68%，主要同店增长&加速新开门店推动营收稳定增长。其中 20Q2 营收为 212.59 亿，同比+12.24%。公司 20Q1 营收为 292.57 亿，同比增长 31.57%，主要是新店拓展及线上业务带来的销售增长所致。

同店：公司 2020 年上半年可比门店同比增长为 7.4%。新开门店：①新开门店：2020H1 公司新开门店 31 家，mini 新开门店 16 家；20Q2 公司新开门店 15 家，签约门店 19 家；②关店：2020H1 关闭 mini 店 88 家。截至 2020 年 6 月底，公司超市业态门店 938 家，mini 店 458 家，实现了一至六线城市全覆盖，覆盖重庆、四川、福建、浙江、上海、江苏、北京、天津等二十五个省市。

线上业务：2020H1 实现销售额 45.61 亿元，占比 9.71%。20H1 到家业务实现销售额 22.5 亿元，同比去年增长 2 倍，占比 4.45%。上半年超市京东到家业务销售额 16.2 亿元，日均单量 8.8 万单。

毛利率：公司 2020H1 毛利率为 22.37%，同比+0.53pct，主要是生鲜及加工的毛利率上升到 14.95%，同比增长 1.03pct；食品用品的毛利率 19.22%，略有提升；20Q2 年毛利率为 21.72%，同比+0.91pct，在疫情期间毛利率稍有增加。期间费用率：公司 2020H1 期间费用率为 18.28%，同比减少 0.06pct。①销售费用率：销售费用率 15.60%，同比增加 0.41pct；②管理费用率：管理费用率为 2.33%，同比减少 0.33pct；③财务费用率：财务费用率为 0.37%，同比上升 0.02pct，主要是本期短期借款增加导致利息支出增加所致。公司 20Q2 期间费用率为 20.52%，同比上升 0.43pct。①销售费用率：公司 20Q2 销售费用率 17.26%，同比上升 0.90pct；②管理费用率：公司 20Q2 管理费用率为 2.83%，同比下降 0.43pct；③财务费用率：公司 20Q2 财务费用率为 0.43%，同比下降 0.05%，主要是本期短期借款增加导致利息支出增加所致。净利润：公司 2020 年上半年归母净利润为 18.54 亿元，同比+35.36%。

投资建议：公司是全国性超市龙头，聚焦云超提升效率，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 36/25/21xPE，维持买入评级。

风险提示：云超不及预期；云创减亏不及预期；宏观经济下行；二次疫情风险

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	8.76 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)	83,362.66
流通 A 股市值(百万元)	82,941.88
每股净资产(元)	2.17
资产负债率(%)	58.08
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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《永辉超市-公司点评:3.8 亿收购云创 20% 股份，加速推动到家业务发展》2020-08-02
- 《永辉超市-年报点评报告:疫情&CPI 推动 20Q1 业绩+39%，线上线下加速发展》2020-05-04
- 《永辉超市-公司点评:与武汉国资达成共识&取消要约收购，携手推进中百市场化改革》2019-12-17

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)	56.31	53.31	36.14	25.44	20.53
市净率(P/B)	4.31	4.15	3.86	3.72	3.57
市销率(P/S)	1.18	0.98	0.79	0.66	0.56
EV/EBITDA	32.09	18.95	24.84	15.55	12.09

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件概述

公司公告, 2020H1 营业收入为 505.16 亿元, 同比增长 22.68%; 归母净利润为 18.54 亿元, 同比增长 35.36%。其中, 2020Q2 营业收入为 212.59 亿元, 同比增速+12.24%; 归母净利润为 2.86 亿元, 同比增速+15.79%。2020Q1 营业收入为 292.57 亿元, 同比增速+31.57%; 归母净利润为 15.68 亿元, 同比增速+39.63%。

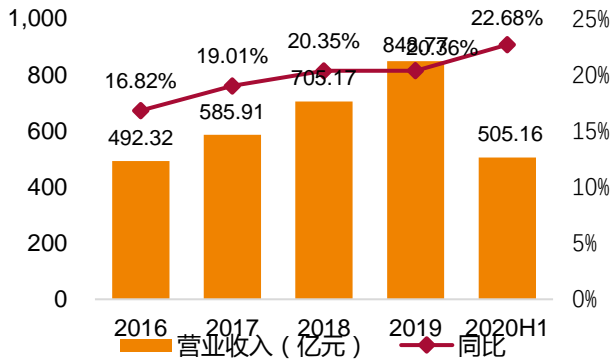
2. 点评

2.1. 营业收入：同店增长&加速新开门店推动营收稳定增长

2020H1 期间营收为 505.16 亿, 同比+22.68%, 主要系受疫情影响, 线下门店和线上销售增加所致。其中 20Q2 营收为 212.59 亿, 同比+12.24%, 实现稳步上升;

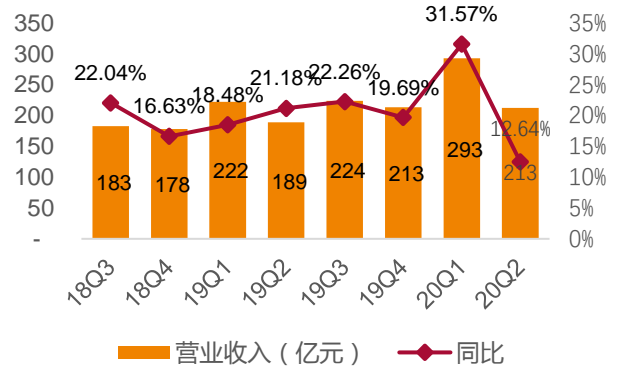
分战区来看, 公司七大战区 2020H1 营收为 469.74 亿元, 同比+23.22%。公司破百亿的三区 (浙江、江苏、上海、安徽)、四区 (重庆、湖南、湖北、贵州、云南) 营收分别为 102.61 亿元和 104.90 亿元, 同比增长 23.78%和 23.83%; 其他一区、二区、五区、六区、七区同比增长为 13.64%、9.96%、23.55%、97.34%和 28.68%。

图 1：公司 2020H1 营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司单季度营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司 2020H1 各大区收入情况

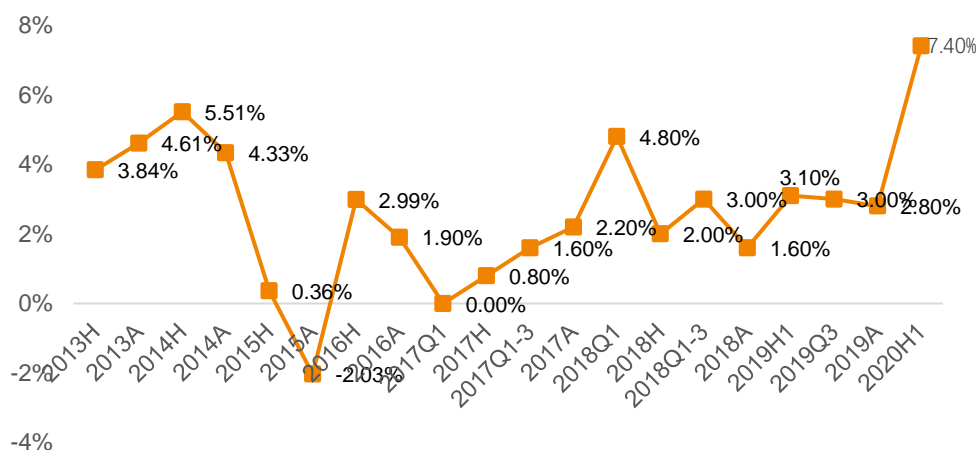
大区	经营业态	主营收入（亿元）	主营收入同比变动（%）
一区（福建、江西）	连锁超市	78.10	13.64%
二区（北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林）	连锁超市	50.16	9.96%
三区（浙江、江苏、上海、安徽）	连锁超市	102.61	23.78%
四区（重庆、湖北、湖南、贵州、云南）	连锁超市	104.90	23.83%
五区（四川、陕西、甘肃、宁夏）	连锁超市	69.94	23.55%
六区（广东、广西）	连锁超市	26.06	97.34%
七区（河北、河南、山西）	连锁超市	37.97	28.68%
合计		469.74	23.22%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. 可比店情况

公司 2020H1 可比门店同比增长为 7.4%。

图 3：可比门店营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

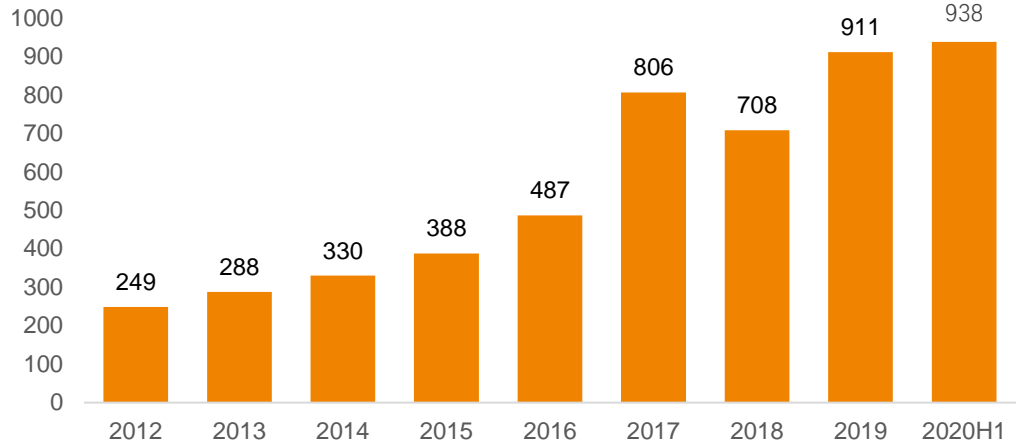
2.1.2. 新开门店与关店

公司加速新开门店，多业态齐发力，拓展新的省份，实现全国性扩张。

- ① **新开门店**：2020H1 公司新开门店 31 家，mini 店 16 家；20Q2 公司新开超市 15 家、签约门店 19 家。
- ② **关店**：2020H1 关闭 mini 店 88 家。

截至 2020 年 6 月底，公司超市业态门店 938 家，储备门店 254 家，mini 店 458 家，在山东省新开门店一家，实现了一至六线城市全覆盖，覆盖重庆、四川、福建、浙江、上海、江苏、北京、天津等二十五个省市。

图 4：公司门店数量变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.3. 线上业务

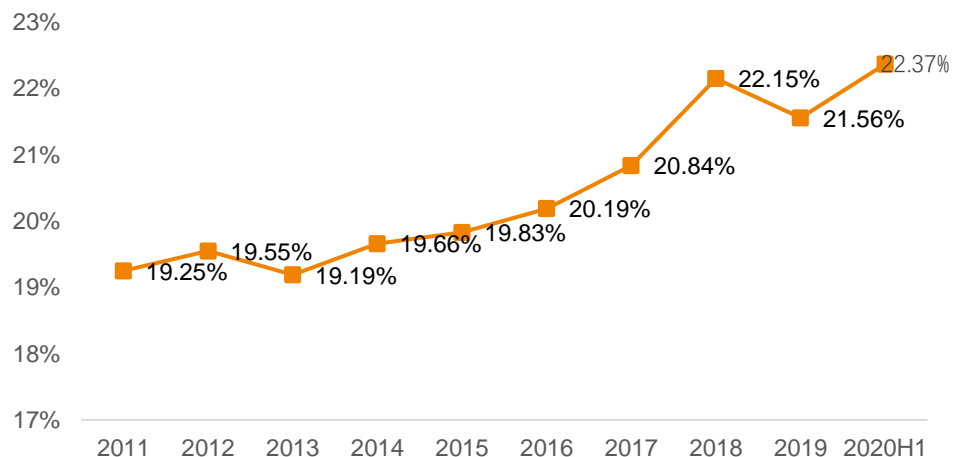
2020H1 实现销售额 45.61 亿元，占比 9.71%。20H1 到家业务实现销售额 22.5 亿元，同比增长 2 倍，日均单量 17.9 万单。上半年超市京东到家业务销售额 16.2 亿元，日均单量 8.8 万单。

2.2. 毛利率：生鲜及加工毛利率上升，2020H1 毛利率同比+0.53pct

公司 2020H1 毛利率为 22.37%，同比+0.53pct，主要是生鲜及加工的毛利率上升到 14.95%，同比增长 1.03%；食品用品的毛利率 19.22%，略有提升。

分战区来看，2020H1 破百亿的三区（江、浙、沪、徽）、四区（渝、湘、鄂、黔、滇）毛利率分别为 16.71%，17.71%，同比+0.74 和+0.44；营收 50-70 亿的一区（闽、赣）、五区（川、陕、甘、宁）、二区（京、津、辽、吉、黑）毛利率分别为 17.04%、17.69%、17.54%，同比+0.85、+0.38 和+2.37%；其他六区（粤、桂）七区（豫、晋、冀）毛利率分别为 17.36%、15.34%，同比+0.26，-0.08%。

图 5：公司 20H1 毛利率同比提升 0.53pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2: 公司 2020H1 各大区毛利率情况

大区	毛利率	毛利率同比变动
一区 (福建、江西)	17.04%	0.85%
二区 (北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	17.54%	2.37%
三区 (浙江、江苏、上海、安徽)	16.71%	0.76%
四区 (重庆、湖北、湖南、贵州、云南)	17.71%	0.44%
五区 (四川、陕西、甘肃、宁夏)	17.69%	0.38%
六区 (广东、广西)	17.36%	0.26%
七区 (河北、河南、山西)	15.34%	-0.08%
合计	22.37%	0.53%

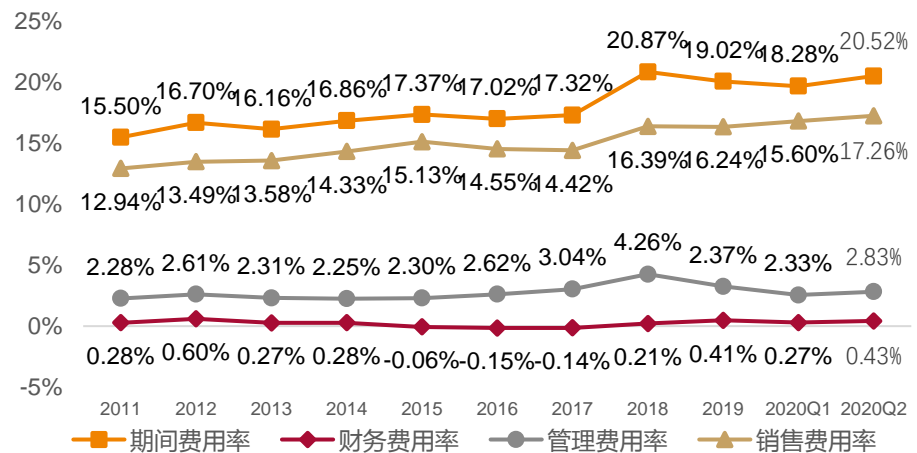
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.3. 期间费用

公司 20H1 年期间费用率为 18.28%, 同比减少 0.06pct。①销售费用率: 销售费用率 15.60%, 同比增加 0.41pct; ②管理费用率: 管理费用率为 2.33%, 同比减少 0.33pct; ③财务费用率: 财务费用率为 0.37%, 同比上升 0.02pct, 主要是本期短期借款增加导致利息支出增加所致。

公司 20Q2 期间费用率为 20.52%, 同比上升 0.43pct。①销售费用率: 公司 20Q2 销售费用率 17.26%, 同比上升 0.90pct; ②管理费用率: 公司 20Q2 管理费用率为 2.83%, 同比下降 0.43pct; ③财务费用率: 公司 20Q2 财务费用率为 0.43%, 同比下降 0.05%, 主要是本期短期借款增加导致利息支出增加所致。

图 6: 公司 20H1&20Q2 期间费用情况

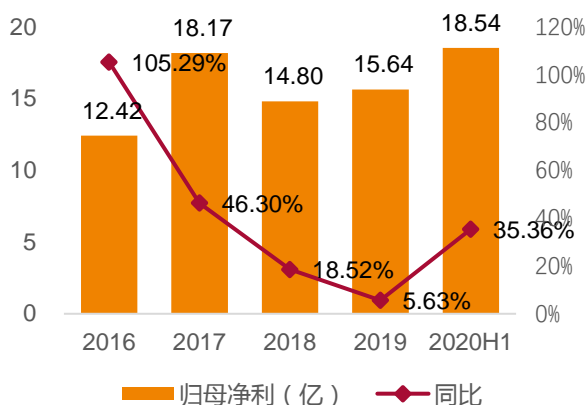


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.4. 净利润：疫情推动 20H1 业绩+35.36%

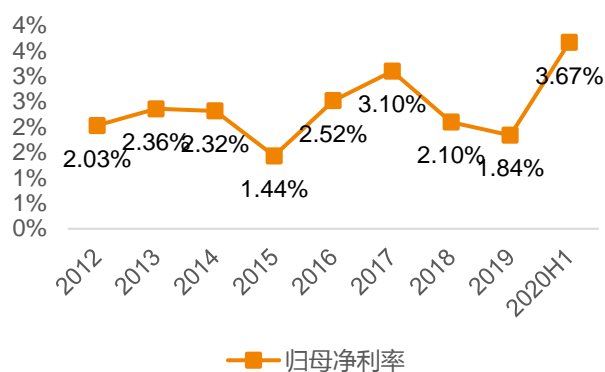
公司 20H1 归母净利润为 18.54 亿元，同比+35.36%。20Q2 年归母净利润为 2.86 亿元，同比+16.56%。

图 9：公司净利润变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司净利润率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

公司是全国性超市龙头，聚焦云超提升效率，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 36/25/21xPE，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	6,366.97	5,842.84	5,114.81
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	28,431.22	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	36,429.87
少数股东权益	77.32	348.48	(170.10)	(489.37)	(749.06)
股本	9,516.29	9,516.29	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	(9,130.52)	(8,120.47)	(7,177.95)	(7,177.95)	(7,177.95)
股东权益合计	19,432.28	20,454.42	21,432.98	21,919.84	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	6,366.97	5,842.84	5,114.81
股权融资	(856.69)	(99.31)	552.43	(405.90)	(372.40)
其他	(528.65)	(4,814.15)	(12,538.62)	(8,832.12)	(8,956.06)
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	56.31	53.31	36.14	25.44	20.53
市净率	4.31	4.15	3.86	3.72	3.57
EV/EBITDA	32.09	18.95	24.84	15.55	12.09
EV/EBIT	50.00	25.29	28.54	17.00	12.99

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