

2020年10月31日

永辉超市 (601933.SH)

公司快报

消费者去库存使超市 Q3 承压，回购彰显公司发展信心

商贸零售 | 超市 III

投资评级

买入-A(维持)

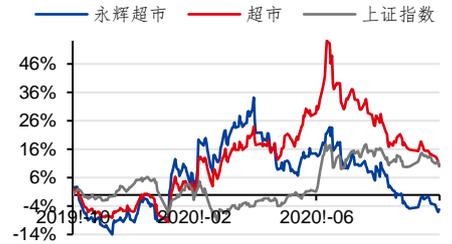
股价(2020-10-30)

7.81 元

交易数据

总市值(百万元)	74,322.19
流通市值(百万元)	73,947.04
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	-0.26	-11.52	-13.16
绝对收益	-0.26	-13.41	-3.46

分析师

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

分析师

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

相关报告

- 永辉超市：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 2020-08-31
- 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

事件

公司披露三季报，前三季度实现营收 726.70 亿元/+14.36%，归母净利 20.28 亿元/+31.86%，基本每股收益 0.21 元。其中 Q3 营收 221.54 亿元/-0.95%，归母净利 1.75 亿元/+3.45%。

投资要点

◆ **Q3 业绩增速有所放缓，疫情后消费则会去库存使超市承压：**分季度看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营收增速 32%、12%、-1%，Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利增长 39%、17%、3.5%，Q3 营收净利增速均有所放缓，预计一方面为疫情期间消费者囤货仍需消化，消费者处于去库存阶段使线下超市业态整体承压，另一方面为疫情影响公司拓店以及次新店培育进展，次新店贡献增量有所减弱。

◆ **门店数量扩张 Q3 提速，线下受消费者去库存影响有所承压：**渠道方面，截止 10 月末，公司合计门店数量约 970 家，较年初的 911 家净增加 59 家，其中 Q3 新开门店 27 家。疫情影响公司上半年拓店步伐，目前拓店数量较全年开店目标 130 家进展有限，但 Q3 公司开店数量已较 Q1、Q2 的 16、15 家有所提升，疫情受控后公司拓店提速，目前公司筹建中门店达 217 家，Q4 拓店或加速落地。

分渠道看，以超市零售业务计，前三季度公司线上、线下预计分别实现营收 65.35 亿元、608.21 亿元。其中线上方面，公司疫情影响时段消费者线上消费趋势明显，Q1、Q2、Q3 公司到家业务规模分别增长 230%、255%、97%，Q3 增速主要受线上化趋势放缓影响。分平台看，前三季度永辉生活 APP 到家业务占比达 50.7%，较上半年的 49.3% 进一步提升，云创回归或持续助力公司到家业务发展。线下方面，疫情期间消费者存在明显的囤货现象，疫情逐步受控后消费者处于去库存阶段，影响超市行业同店表现，叠加疫情期间次新店培育较为缓慢，Q1、Q2、Q3 公司线下超市零售业务增速分别约 27%、1.3%、-6.5%，Q3 线下承压。

Mini 店方面，永辉 mini 业态延续 2020 年以来的调整趋势，Q3 新开店 8 家，关店 61 家。截止报告期末，公司 mini 店合计 405 家。渠道优化持续，有望助力长期盈利能力改善。

◆ **前三季度公司毛利率同比微升，去年 Q3 投资收益低基数推升利润表现：**盈利能力方面，前三季度公司毛利率同比提升约 0.2pct 至近 22.1%，其中 Q3 毛利率同比下行 0.7pct 至 21.3%，预计主要为同店承压及线上推广带来的结构性影响。渠道扩张以及促销使前三季度销售费用率同比上行 0.5pct 至 16.2%，激励费用降低使管理费用率下降 0.5pct 至 2.4%，另有财务费用率下降 0.1pct 至 0.3%。最终公司期间费用率下降 0.1pct 至 18.9%，叠加上去年 Q3 投资收益低基数，前三季度公司净利率同比增 0.5pct 至 2.8%，推动公司利润上行。

现金流方面，2020 年公司现金流情况大幅改善，前三季度经营活动净现金流同比增

166%至 60.7 亿元，其中 Q3 同比增 266%至 10.4 亿元。

- ◆ **拟回购总股本 1.58%~3.15%股份，彰显公司长期发展信心：**为稳定投资者对公司股票长期价值的预期，增强投资者信心，完善公司长效激励机制和利益共享机制，公司拟以自有资金回购公司股份，用于股权激励或员工持股计划。公司拟于未来 6 个月内，回购 1.5~3 亿股，约占公司总股本比例的 1.58%~3.15%，拟回购金额不超 27 亿元，回购价格不超 9 元/股。本次回购比例较大，彰显公司长期发展信心，未来激励或促进公司长期稳健发展。
- ◆ **投资建议：**永辉超市是国内超市龙头之一，渠道扩张推动公司规模增长。Q1 表现有望夯实全年利润基础，回购股份彰显长期发展信心。我们公司预测 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 30 倍，我们继续看好永辉在超市业态中的长期发展，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新模式推进不及预期。

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)	50.2	47.5	29.7	22.6	19.6
P/B(倍)	3.8	3.7	3.4	3.3	3.1
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
流动资产	23953	31066	35975	42966	50647	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	1264	1640	2932	3905	4520
资产总计	39627	52353	58105	65604	73411	营业外收入	233	223	234	245	258
流动负债	19951	31487	35711	42443	49367	营业外支出	48	85	67	70	74
短期借款	3690	10813	11813	14223	16757	利润总额	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	税后利润	997	1453	2324	3060	3528
非流动负债	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	归属母公司净利润	1480	1564	2501	3294	3797
其他非流动负债	244	412	424	437	450	EBITDA	2064	3471	4411	5692	6649
负债合计	20195	31899	36135	42879	49816	主要财务比率					
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	成长能力					
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
负债和股东权益	39627	52353	58105	65604	73411	获利能力					
						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
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						估值比率					
						P/E	50.2	47.5	29.7	22.6	19.6
						P/B	3.8	3.7	3.4	3.3	3.1
						EV/EBITDA	32.3	19.1	15.3	11.9	10.2

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-3669	-4501	-1239	-1355	-1424
筹资活动现金流	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.huajinsec.com