

公司研究

业绩低于预期，主要受新租赁准则实施影响

——永辉超市（601933.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

2020 年归母净利润同比增长 14.76%，1Q2021 归母净利润同比减少 98.51%

公司公布 2020 年年报及 2021 年一季报：2020 年实现营业收入 931.99 亿元，同比增长 9.80%；实现归母净利润 17.94 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.19 元，同比增长 14.76%；实现扣非归母净利润 5.80 亿元，同比减少 45.35%。

1Q2021 实现营业收入 263.34 亿元，同比减少 9.99%；实现归母净利润 0.23 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.002 元，同比减少 98.51%；实现扣非归母净利润 1.73 亿元，同比减少 86.59%。

公司 1Q2021 综合毛利率下降 2.64 个百分点，期间费用率上升 2.81 个百分点

2020 年公司综合毛利率为 21.37%，同比下降 0.19 个百分点。1Q2021 公司综合毛利率为 20.20%，同比下降 2.64 个百分点。

2020 年公司期间费用率为 19.27%，同比上升 0.24 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 16.57%/2.46%/0.24%，同比分别变化+0.33/+0.09/-0.17 个百分点。1Q2021 公司期间费用率为 19.47%，同比上升 2.81 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 15.58%/2.41%/1.48%，同比分别变化+1.18/+0.44/+1.19 个百分点。

线下渠道保持有序扩张，表观利润受新租赁准则影响很大

截至 2020 年末，公司物流中心配送范围已覆盖全国 29 个省市，总运作面积 63 万平方米，员工人数约 2500 人。公司超市业态门店 1017 家，其中 1005 家为租赁物业，面积占比达 98%。2021 年一季度公司新开超市 10 家，均为租赁物业，因此新租赁准则执行对公司的表观利润产生很大影响。

下调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩低于预期，主要受新租赁准则影响以及市场上社区团购业务烧钱对公司业务的短期冲击，我们分别下调对公司 2021/2022 年 EPS 的预测 80%/80%至 0.05/0.06 元，新增对 2023 年 EPS 的预测 0.07 元。公司线下渠道保持继续扩张态势，维持“增持”评级。

风险提示

公司外延扩张未达预期，社区团购业务冲击。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	84,877	93,199	89,901	97,301	104,468
营业收入增长率	20.36%	9.80%	-3.54%	8.23%	7.37%
净利润（百万元）	1,564	1,794	504	590	674
净利润增长率	5.63%	14.76%	-71.94%	17.20%	14.23%
EPS（元）	0.16	0.19	0.05	0.06	0.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.78%	9.27%	2.56%	2.93%	3.26%
P/E	38	33	117	100	87
P/B	2.9	3.0	3.0	2.9	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

注：公司 2019 年股本为 95.70 亿股，2020 年股本变为 95.16 亿股。

增持（维持）

当前价：6.18 元

作者

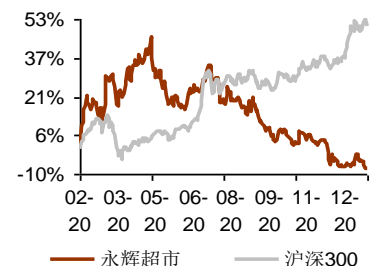
分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	95.16
总市值(亿元)	588.11
一年最低/最高(元)	5.97/10.36
近 3 月换手率	31.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.83	-11.76	-40.11
绝对	-9.12	-10.05	-38.40

资料来源：Wind

相关研报

董事长增持彰显对公司长期成长信心，远期前景广阔——永辉超市（601933.SH）关于公司董事长增持计划公告点评（2021-02-01）

业绩略低于预期，到家业务持续快速发展——永辉超市（601933.SH）2020 年三季报点评（2020-11-01）

业绩符合预期，线上业务推进迅速——永辉超市（601933.SH）2020 年半年报点评（2020-08-30）

图表 1: 公司 1Q2021 归母净利润同比减少 98.51%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2018	46250.58	8.98	0.05	2678.17	-93.43	0.00	43572.42
1Q2019	112392.10	50.28	0.12	99987.03	34.11	0.11	12405.07
2Q2019	24544.78	32.25	0.03	16302.83	102.49	0.02	8241.95
3Q2019	16896.76	100.30	0.02	10587.82	140.01	0.01	6308.94
4Q2019	2539.11	-94.51	0.00	-20729.06	NA	-0.02	23268.18
1Q2020	156750.34	39.47	0.16	128971.77	28.99	0.14	27778.57
2Q2020	28608.25	16.56	0.03	10462.57	-35.82	0.01	18145.68
3Q2020	17478.99	3.45	0.02	12499.03	18.05	0.01	4979.96
4Q2020	-23390.56	NA	-0.02	-93923.19	NA	-0.10	70532.63
1Q2021	2331.84	-98.51	0.00	17291.00	-86.59	0.02	-14959.15
TTM	25028.52	-87.53	0.03	-53670.59	NA	-0.06	78699.11

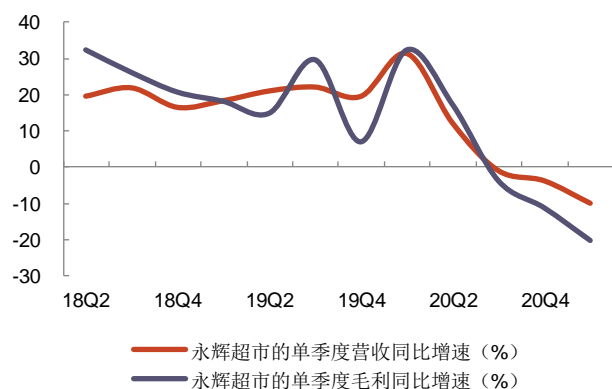
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2021 净利率较上年同期下降 5.27 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
4Q2018	1782446.00	16.63	23.09	0.77	22.52	2.59	-0.18
1Q2019	2223590.98	18.48	22.71	-0.08	16.62	5.05	1.07
2Q2019	1894017.59	21.18	20.81	-1.16	20.09	1.30	0.11
3Q2019	2236730.36	22.26	21.96	1.24	20.37	0.76	0.29
4Q2019	2133357.07	19.69	20.62	-2.47	19.17	0.12	-2.48
1Q2020	2925658.18	31.57	22.84	0.13	16.66	5.36	0.30
2Q2020	2125928.59	12.24	21.72	0.91	20.52	1.35	0.05
3Q2020	2215378.53	-0.95	21.31	-0.66	20.15	0.79	0.03
4Q2020	2052945.46	-3.77	18.99	-1.63	20.73	-1.14	-1.26
1Q2021	2633447.95	-9.99	20.20	-2.64	19.47	0.09	-5.27
TTM	9027700.54	-1.76	20.55	-1.14	20.17	0.28	-1.91

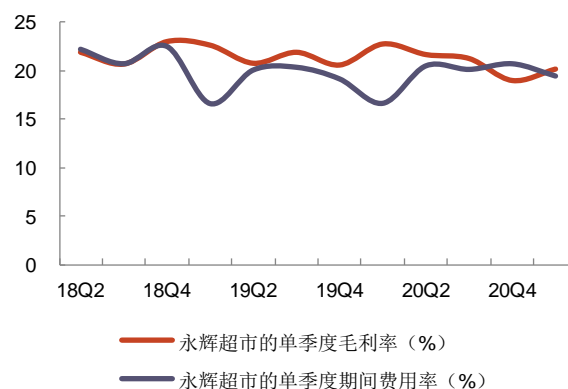
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	84,877	93,199	89,901	97,301	104,468
营业成本	66,574	73,281	72,341	78,367	84,150
折旧和摊销	870	1,007	992	1,009	1,025
税金及附加	247	220	212	229	246
销售费用	13,782	15,439	14,744	15,821	16,924
管理费用	2,013	2,293	1,798	1,946	2,089
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	351	223	487	444	462
投资收益	-69	-143	-50	-45	-40
营业利润	1,640	2,285	478	594	711
利润总额	1,777	2,174	538	654	766
所得税	324	521	135	163	191
净利润	1,453	1,653	404	490	574
少数股东损益	-111	-141	-100	-100	-100
归属母公司净利润	1,564	1,794	504	590	674
EPS(元)	0.16	0.19	0.05	0.06	0.07

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	416	6,140	788	1,090	1,181
净利润	1,564	1,794	504	590	674
折旧摊销	870	1,007	992	1,009	1,025
净营运资金增加	3,730	-1,563	624	1,472	1,586
其他	-5,747	4,901	-1,331	-1,981	-2,104
投资活动产生现金流	-4,501	-2,171	-300	-320	-290
净资本支出	-3,099	-2,080	-250	-250	-250
长期投资变化	5,886	5,410	0	0	0
其他资产变化	-7,288	-5,501	-50	-70	-40
融资活动现金流	5,900	106	-4,403	-104	-247
股本变化	0	-54	0	0	0
债务净变化	7,123	3,077	-3,726	460	363
无息负债变化	4,581	790	-1,625	587	399
净现金流	1,818	4,073	-3,914	666	645

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.6%	21.4%	19.5%	19.5%	19.4%
EBITDA 率	5.0%	5.0%	2.2%	2.2%	2.1%
EBIT 率	3.2%	3.2%	1.0%	1.1%	1.2%
税前净利润率	2.1%	2.3%	0.6%	0.7%	0.7%
归母净利润率	1.8%	1.9%	0.6%	0.6%	0.6%
ROA	2.8%	2.9%	0.8%	0.9%	1.1%
ROE (摊薄)	7.8%	9.3%	2.6%	2.9%	3.3%
经营性 ROIC	11.1%	11.9%	3.7%	4.1%	4.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	64%	60%	60%	60%
流动比率	0.99	0.95	0.97	1.00	1.04
速动比率	0.59	0.64	0.63	0.65	0.67
归母权益/有息债务	1.86	1.39	1.93	1.90	1.88
有形资产/有息债务	4.35	3.62	4.46	4.40	4.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	52,353	56,158	51,020	52,436	53,625
货币资金	7,129	12,005	8,091	8,757	9,402
交易性金融资产	1,024	241	241	241	241
应收帐款	993	447	427	462	496
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	952	938	1,808	1,956	2,099
存货	12,333	10,882	10,125	10,968	11,778
其他流动资产	6,237	6,196	6,114	6,299	6,478
流动资产合计	31,066	33,178	28,977	31,035	33,020
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	5,886	5,410	5,410	5,410	5,410
固定资产	5,128	5,310	4,646	3,957	3,244
在建工程	174	194	176	162	151
无形资产	812	1,617	1,558	1,502	1,450
商誉	309	121	121	121	121
其他非流动资产	86	202	202	202	202
非流动资产合计	21,287	22,979	22,043	21,401	20,605
总负债	31,899	35,765	30,413	31,460	32,222
短期借款	10,813	13,890	10,164	10,624	10,987
应付账款	12,983	12,514	12,298	12,539	12,623
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	3,206	197	2,697	2,919	3,134
其他流动负债	-7	198	197	198	198
流动负债合计	31,487	34,893	29,959	31,006	31,767
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	255	255	255	255
非流动负债合计	412	871	455	455	455
股东权益	20,454	20,393	20,606	20,976	21,403
股本	9,570	9,516	9,516	9,516	9,516
公积金	8,000	7,958	8,008	8,067	8,135
未分配利润	3,532	3,887	4,150	4,560	5,019
归属母公司权益	20,106	19,351	19,664	20,134	20,661
少数股东权益	348	1,042	942	842	742

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	16.24%	16.57%	16.40%	16.26%	16.20%
管理费用率	2.37%	2.46%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.41%	0.24%	0.54%	0.46%	0.44%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	18%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.13	0.02	0.01	0.02	0.02
每股经营现金流	0.04	0.65	0.08	0.11	0.12
每股净资产	2.10	2.03	2.07	2.12	2.17
每股销售收入	8.87	9.79	9.45	10.22	10.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	33	117	100	87
PB	2.9	3.0	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	17.7	16.4	33.5	31.1	29.1
股息率	2.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE