

20年多项资产减值拖累业绩表现,料21年在高基数与外部竞争加剧环境下经营仍承压

核心观点:

1. 事件摘要

2020年公司实现营业总收入931.99亿元,同比增长9.80%;实现归属净利润17.94亿元,同比增长14.76%;实现归母扣非净利润5.80亿元,同比下滑45.35%;实现经营性现金流净额为61.40亿元,较去年同期增长1374.73%。

2021年一季度公司实现营业总收入263.34亿元,同比下滑9.99%;实现归属净利润2.33亿元,同比下滑98.51%;实现归母扣非净利润1.73亿元,同比下滑86.59%;实现经营性现金流净额为14.38亿元,较去年同期减少65.86%。

2. 我们的分析与判断

(一) 20年资产减值拖累业绩表现,21Q1规模端如期实现高基数回落叠加外部竞争环境恶劣与新租赁准则业绩大幅缩水

2020年公司实现总营业收入931.99亿元,较去年同期增加83.22亿元,实现同比增长9.80%。按行业拆分,截止2020年公司零售业务实现营收867.85亿元,较去年同期增加82.15亿元,实现同比增长10.46%,贡献总营收增量的98.71%;2020年全年公司服务业收入实现总营收64.14亿元,较去年同期增加1.08亿元,实现1.71%的同比增长,贡献总营收增量的2.29%,由此可见2020年公司营收规模实现双位数增长主要是受益于主业超市卖场零售业务在年初爆发的新冠疫情催化下拉长了居民居家生活时间,使得消费场景趋于家庭化,并且在此基础上公司自19年下半年起便加快了线上到家渠道的拓展为公司规模增长提供新动力,最终在上述三者的共同努力下促成公司主业零售业务实现明显增长。

2021Q1公司实现总营业收入263.34亿元,较去年同期减少29.22亿元,同比下滑9.99%,而促成公司一季度营收规模下滑的主要原因是由于2020Q1受疫情影响居民居家隔离时间拉长且快递物流运输受阻使得居民对必需消费品的采购高度依赖于线下超市门店,叠加各地超市企业纷纷加码线上到家业务使得居民足不出户即可完成日常必需品的采买,最终促使超市企业在去年同期呈现出客单价激增拉动同店销售增长双位数的亮眼表现,而2021Q1疫情红利早已消失殆尽,并且在2020年疫情期间还进一步加快了线上以及线下社区团购等多种新零售业态对传统线下零售业态的挤压,最终

永辉超市 (601933.SH)

谨慎推荐 下调评级

分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

甄唯莹

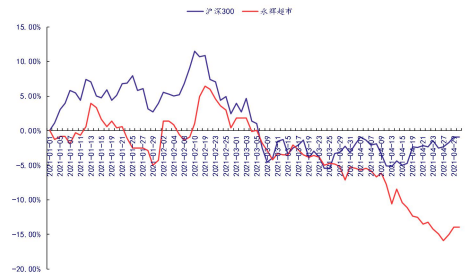
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢:

章鹏

行业数据时间 2021.04.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司2020年三季度报点评_零售行业_永辉超市(601933.SH)_Q3单季受展店放缓与同店增速环比回落影响略微承压,回购方案凸显管理层信心,维持推荐_20201030

【中国银河研究院_李昂团队】公司2020半年报点评_零售行业_永辉超市(601933.SH)_上半年业绩受益到家业务高速增长及Q1的亮眼表现维持较快增长,符合预期并继续推荐_20200829

【中国银河研究院_李昂团队】公司深度报告_零售行业_永辉超市(601933.SH)_仍处加速扩张期的超市业全国龙头公司,维持推荐 2019.12.22

导致公司 2021Q1 营收规模在客单价显著回落与客流量略有回升的情况下出现较为明显的下滑，考虑到疫情对超市行业整体带来的增长红利延续至 2020 年上半年末，预计 2021 年上半年公司规模端或难以实现较为可观的增长，但下半年或有望在去年同期疫情红利消退后收窄降幅甚至于实现正向增长，全年预计公司营收规模较去年同期或难以实现较为可观的正增长。

在疫情红利自 2020Q2 开始逐步弱化的过程中，公司自身规模扩张的重担再度回归至正常周期下的同店增长与展店这两大核心途径。就展店而言，公司 2020 年面对疫情冲击依旧坚持在全国进行大面积布局，截止 2020 年末公司在全国共计拥有超市业态门店 1017 家，新开 Bravo 门店 114 家，观点 8 家，净增加门店 106 家，略低于公司于 2019 年年报中提出的新开门店 130 家，主要是由于一季度受疫情影响致使部分物业交付延后一定程度上拖累了公司展店进度。分季度来看，公司 2020Q1/Q2/Q3/Q4 分别新开门店 16/15/27/56 家，分别较去年同期变动-5/-48（剔除百佳永辉影响为-10）/-7/-28 家，展店进度整体呈现出逐季放缓的趋势。除了 Bravo 超市业态外，公司还于 2019 年开始试水 Mini 店业态，公司因为战略调整继 2020 年初关闭了部分 Mini 门店后再度缩减 Mini 店业态的门店数量，截止 2020 年末公司尚有 Mini 店 156 家，较去年同期减少 373 家。综合来看，2020 年公司云超 Bravo 门店在展店方面受疫情影响节奏明显放缓，至于公司 19 年初提出的新业态永辉 MINI 店在经历了 19 年末以及 2020 年的门店调整后大幅萎缩，可见公司当前的主要精力已逐步由 2019 年的加速展店与粗放式扩张转移至精细化管理，预计公司短期内或仍将继续对 Mini 店业态进行调整，至于云超 Bravo 门店我们预计公司短期内的展店规划或更加保守，偏向于追求质量而非数量。截止 2021 年 4 月 29 日，公司官网显示全国范围内共计拥有门店 1022 家门店，较 2020 年末仅新增 5 家。

至于同店表现，尽管公司 2020 年一季度受疫情期间客单价激增的助力一度实现了高双位数增长，但在随后的三个季度内一方面由于国内疫情防控进入常态化阶段后居民外出活动限制减少且线上电商物流运输恢复正常使得门店客单价回落明显的同时客流量延续了疫情前增长乏力的表现，另一方面在疫情期间的居家隔离生活也使得居民对线上购物以及社区团购等新零售模式的接受度大幅提升，叠加各方资本加入后的无序竞争，使得部分商品价格体系混乱，进而对传统线下超市渠道形成进一步分流，导致公司同店增速自 2020Q2 起逐季加速回落，截止 2020 年末公司同店增长为 0.00%，不及 2019 年 2.80% 的水平，并且考虑到当前市场竞争环境在国家监管部门推出社区团购“九不得”政策后并未出现显著改善以及 2020 年上半年的高基数因素，预计 2021 年同店表现或难以实现正增长。

按线下与线上渠道划分，2020 年公司线上/线下零售业务分别实现销售额 104.50/608.21 亿元，分别较去年同期增加 69.40/12.75 亿元，分别实现同比增长 197.72%/1.70%，占比达到 10%，较去年同期提升 5.6 个百分点，由此可见公司 2020 年零售业务实现的高速增长主要是得益于疫情期间以及随后的三个季度内公司持续推动包括“永辉到家”在内的线上到家业务所致。分季度来看，2020Q1/Q2/Q3/Q4 公司线上收入分别实现 20.90/24.71/19.74/39.15 亿元，分别较去年同期变动大约 14.57/17.73/10.03/27.07 亿元，分别实现同比增长 230.00%/254.57%/158.36%/224.09%，证明公司在疫情防控进入常态化阶段后到家业务扩张并未在居民需求有所回落的情况下出现下滑，主要是受益于公司在顺利度过疫情爆发期内需求爆棚的压力测试后，积极通过建立总部线上运营中心，统筹线上业务开展，助力标杆战区等手段与方法大力拓展线上销售致使线上销售额实现迅猛增长。按线上平台拆分，截止 2020 年公司永辉生活 APP/其他平台分别实现 59.10/45.40 亿元，占比分别为 56.56%/43.44%，永辉生活 APP 占据公司线上业务过半份额，实现同比增长 147%，日均单量达到 23 万，月平均复购率达到 49.10%，而第三方平台中“京东到家”共计实现营收 34.70 亿元，占公司线上业务比重的 35.30%，覆盖公司门店 865 家，同比增加 380 家，覆盖率达到 85.05%。我们认为公司自 2020Q3 收回对“永辉云创”的控制权后重获“永辉生活 APP”运营团队主导权后，使得公司的线上到家业务模式得到了较为明显的优化与效率提升，并为公司提供了更加直观的第一手数据，从而初步具备了为消费者提供

更加具有针对性的商品与服务的能力。截止 2020 年末，公司“永辉生活”APP 会员数突破 4933 万户，新增注册用户数量达到 2830 万，同比增长 250%，其中 900 万源自于线下门店转化，年底月活数达到 1861 万户，同比增长 268%。

按地区拆分公司主营业务，2020 年公司一区（福建、江西）/二区（北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林、内蒙古）/三区（浙江、江苏、上海、安徽）/四区（重庆、湖北、湖南、贵州、云南）/五区（四川、陕西、甘肃、宁夏、青海）/六区（广东、广西）/七区（河北、河南、山西、山东）分别实现营收 145.63/92.56/192.70/190.71/129.11/47.82/69.30 亿元，分别较去年同期变动 9.14 /9.72/17.92/14.78/8.45/16.37/5.77 亿元，分别实现 6.70%/11.73%/10.25%/8.40%/7.00%/52.06%/9.09% 的同比增长，分别贡献营收增量的 11.13%/11.83%/21.81%/17.99%/10.28%/19.93%/7.03%，可见公司 2020 年主业零售业务的增量主要来自于表现优异的三区（江、浙、沪、徽）、公司优势与竞争力最强的四区（渝、湘、鄂、黔、滇）及逐步成长为新发力点的六区（广东、广西），我们认为当前表现强势的三区以及公司优势最为明显的四区或将受益于线上购物普及度与接收度较高的优势实现线上与线下同步推进，至于新发力点的两广地区，我们认为公司将进一步通过加大门店密度的方式提升在当地的影响力。

按季度拆分总营收，2020Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现单季度总营收 292.57 /212.59/221.54/205.29 亿元，分别较去年同期变动 70.21/23.19/-2.14/-8.04 亿元，分别实现同比增长 31.57%/12.24%/-0.95%/3.77%，可见公司在国内疫情防控进入常态化阶段后单季规模增速逐季回落，一方面是受制于疫情期间的高客单价迅速回落以及社区团购与线上电商对门店客流加速分流致使同店表现迅速回落，另一方面是由于 2019 年同期公司门店扩张在三四季度呈现出显著增长趋势，而 2020 年受制于疫情以及公司主动进行节奏调整展店节奏显著放缓致使展店贡献营收增量大幅减少所致。**结合公司以往各季度营收表现，以及公司 2021Q1 在去年同期高基数基础上取得的负增长情况，我们认为公司 2021 年全年在展店不出现显著加速或线下客流量出现显著回升推动同店表现改善的情况下公司规模与业绩的增长将两端承压。**

至于业绩方面，截止 2020 年，公司共计实现归母净利润 17.94 亿元，较去年同期增加 2.31 亿元，实现同比增长 14.76%；实现归母扣非净利润 5.80 亿元，较去年同期减少 4.81 亿元，实现同比下滑 45.35%。其中，非经常性损益共计 12.14 亿元，主要包括计入当期损益的政府补助 3.16 亿元以及各类资产产生的投资收益 11.76 亿元，包括公司减持参股公司国联水产股票、参股公司 Advantage Solution 在美成功上市等产生的投资收益，较去年同期增加 7.12 亿元。**按季度拆分**，2020Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现归母净利润 15.68/2.86/1.75/-2.34 亿元，分别较去年同期变动 4.43/0.41/0.06/-2.59 亿元，分别实现同比增长 39.47%/16.56%/3.45%/-1021.21%；分别实现归母扣非净利润 12.90/1.05/1.25/-9.39 亿元，分别较去年同期变动 2.90/-0.58/0.19/-7.32 亿元，分别实现同比增长 28.99%/-35.82%/18.05%/-353.10%，公司二季度单季度归母扣非净利润出现负增长主要是由于政府补助到账以及其他符合非经常性损益定义的损益项目较去年大幅增加所致，而公司在四季度出现的巨幅亏损主要是由于四季度计提了资产减值损失 6.92 亿元，其中包括公司“百佳永辉”商誉减值准备计提 1.88 亿元、对联营公司“中百集团”和“湘村高科”两大长期股权投资项目计提减值准备 1.47/1.60 亿元以及公司关闭 Mini 店造成的长期待摊费用减值计提 1.78 亿元，上述四项减值共计构成资产减值损失 6.73 亿元，从而直接导致公司四季度出现较大幅度亏损，如若加回该部分减值计提，公司四季度单季将实现归母净利润 4.33 亿元。

2021Q1 公司累计实现归母净利润 0.23 亿元，较去年同期减少 15.44 亿元，同比减少 98.51%；实现归母扣非净利润 1.73 亿元，较去年同期减少 11.17 亿元，同比减少 86.59%，而造成公司一季度业绩大幅缩水的原因一方面是由于去年同期受疫情影响公司同店表现实现异常高速增长推动规模实现高基数，而 2021Q1 在此高基数下录得负增长致使公司业绩端表现承压，另一方面是由于公司采用了新租赁准则后财务费用激增，并且部分金融资产的公允价值伴随市场波动出现回落，使得公司业绩端再度受到压制。考虑到我们对公司全年规模端表现或难以实现较为可观的正

增长的判断以及公司 2020 年四季度的商誉减值形成的低基数，预计公司业绩端表现或难以与营收规模端表现相匹配，若剔除各类负面影响后，在同比口径下我们预计公司业绩端表现或将承压。

(二) 2020 年综合毛利率受业务结构占比变动微降 0.19pct，2020 年受线上业务高速增长拉动销售费用提升致综合费用率提升 0.25pct

公司 2020 年综合毛利率达到 21.37%，较去年同期降低 0.19 个百分点。其中，公司主业零售业与服务业的毛利率分别为 16.32%/89.66%，较去年变动 0.20/0.27 个百分点；按产品品类拆分，公司 2020 年生鲜及加工品类/食品用品品类毛利率分别为 13.84%/18.60%，分别较去年同期变动 0.62/-0.12 个百分点；按公司重新划分的七大战区划分，公司一区/二区/三区/四区/五区/六区/七区主营业务毛利率分别为 16.10%/16.94%/16.15%/16.31%/16.8%/17.34%/14.83%，分别较去年变动-0.53/1.26/0.61/-0.34/0.74/0.59/-0.62 个百分点，由此可见公司综合毛利率的下滑主要是受到业务结构倾向于毛利率偏低的零售业所致，而公司零售业务的毛利率水平提升主要是受益于公司在 2020 年上半年受疫情影响居民消费场景家庭化趋势明显，使得公司销售规模大幅增长，与此同时促销让利略有减少致使公司毛利率在各大战区均录得不同程度的增长，并且下半年尽管面临社区团购与线上电商对线下实体门店客流的分流，但公司并未过度参与到恶性竞争之中，致使公司各战区综合毛利率基本保持稳定，从而推动公司零售业务的毛利率水平实现微增。

2021Q1 公司综合毛利率为 20.20%，较去年同期回落 2.64 个百分点。其中，公司主营零售业务毛利率水平为 14.46%，较去年同期下滑 3.95 个百分点；按战区划分，公司一区/二区/三区/四区/五区/六区/七区主营业务毛利率分别为 15.33%/14.44%/14.04%/14.77%/14.72%/14.53%/12.71%，分别较去年同期变动 -3.48/-3.98/-3.74/-4.31/-4.22/-3.95/-3.67 个百分点，一方面是由于去年同期一季度疫情期间让利促销活动大幅减少致使毛利率整体水平偏高，而 2021Q1 在去年同期的高基数基础上有所回落，另一方面是由于社区团购尽管面临国家监管部门推出的“九不得”条款限制不得肆意扰乱市场价格体系，但其短期内“不以盈利”为目的的烧钱行为依旧对公司正常经营造成了一定困扰。

2020 年公司销售净利率为 1.77%，较去年同期提高 0.06 个百分点。2020 年公司综合费用率为 19.27%，较去年同期增加 0.25 个百分点。其中，销售/管理/财务费用率分别为 16.57%/2.46%/0.24%，分别较去年同期变动 0.33/0.09/-0.17 个百分点。截止 2020 年末，公司各项费用率基本保持稳定，其中销售费用率略有增加主要是由于新开门店及销售增长带来的人力、房租、疫情导致的门店内保洁费用以及与到家业务关联的平台服务费等项目明显增长致使公司销售费用总额同比增加 16.57 亿元（YOY 12.02%），涨幅高于规模增速致使费用率有所提升；而管理费用率的增长主要是由于公司本期计提的股权激励费用较上期大幅增加致使管理费用总额较去年同期提升 2.80 亿元（YOY 13.89%），涨幅高于规模增速致使费用率有所提升；至于财务费用率，受益于利息收入增加致使公司财务费用支出有所减少（YOY -36.36%），进而导致财务费用率有所降低。

2021Q1 公司销售净利率为-0.50%，较去年同期减少 5.94 个百分点。2021Q1 公司综合费用率为 19.47%，较去年同期大幅提升 2.81 个百分点。具体来看，公司 2021Q1 销售/管理/财务费用率分别为 15.58%/2.41%/1.48%，较去年同期变动 1.19/0.44/1.19 个百分点。其中公司销售费用额为 41.02 亿元，较去年同期减少 1.08 亿元（YOY -2.58%），整体变动较小，故而销售费用率的提升主要是由于规模端下滑明显的被动提高；公司管理费用额为 6.36 亿元，较去年同期微增 0.58 亿元（YOY 10.12%），猜测可能是由于员工薪酬有所增加，叠加公司规模端下滑，致使管理费用率有所提高；公司财务费用额为 3.89 亿元，较去年同期大幅增加 3.04 亿元（YOY 357.59%），主要是由于公司采用新租赁准则后使得非豁免租赁合同确认的利息支出大幅增加所致。

(三) 线下渠道精细化管理有序推进，传统门店与新业态均步入调整期以提质增效

2020 年，尽管公司展店远不及去年同期水平，但公司在此期间并未将精力与资源闲置，而是请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

主动开始对去年加速扩张过后产生的问题进行一一梳理与解决。今年4月，公司对19年初刚刚重新规划完成的十大战区进行缩编，将原先的八区（安徽、江西）、九区（贵州、云南、广西）、十区（陕西、宁夏）三大新拓展地区并入邻近省份，缩减至7大战区，一方面利于公司分摊更多地精力与资源到各个战区，另一方面也利于战区内部形成更加强大的合力，从而在供应链建设及使用效率上享受规模效益，助力公司新开门店与老店实现提质增效。与此同时，公司还自去年年末大面积关闭373家MINI店，对这一新拓展的业态进行战略调整，以此实现及时止损以及纠偏，尽管由于闭店调整对公司业绩造成一定拖累，但从长远发展角度来看，公司对新业务的战略调整更有利于公司确保长期战略发展目标不发生改变。除了从管理架构与新业务领域寻求提质增效的机遇外，公司还于2020年通过组织结构调整，提高源头厂商渗透率，优化供应链效率。2020年公司还在门店内进行了多个食品品类专项孵化落地、迭代升级。根据消费场景化趋势特点，食品供应链先后打造了咏悦汇酒库（酒类）、悦悦宝（母婴）、娱乐星球（文玩体）、佐餐诱厨（厨房用品）、清扫新居（家庭清洁）、舒舍美家（纺织品）等十大专项，涉及门店900多家，覆盖永辉全部七大战区。其中，首家集成十个专项的松江万达店，在商品、服务、现场体验等方面更贴合年轻化、个性化、分层化的消费趋势。由平台采购统筹，与合计超170家品牌商签订全国合作协议。

（四）到店+到家一体化进程稳步推进，全面布局全渠道业务转型战略

为了更好地应对社会与行业发展趋势，公司于19年初便开始着手布局到家业务体系的搭建。尽管公司原先对于“新零售”的尝试结果并不理想，但公司本次涉足到家业务可谓是顺势而为。基于我们对生鲜电商未来发展前景的分析与判断，“到家-前置仓”与“到店+到家”运作模式未来大概率将成为主流，而这两大模式的共同点便是均需要依托线下实体门店/仓储设施进行发展，而公司多年来深耕的到店业务已经完成在全国29个省份585个城市内的渠道网络铺设工作。截止2020年末，公司共计拥有云超门店1017家，MINI店135家，合计达到1152家门店，并且无论是公司的云超门店还是MINI店都大多处于商业圈内与社区之间。建立在强大的线下门店布局优势之上，未来公司如若将全国范围内的门店全部改造成为“店+仓”一体化的形式，那么将直接省去建造前置仓或打造供到家板块开展业务的线下网点的时间与资源，为公司开展到家业务奠定了成功的基础。其次，公司已经拥有了强大的供应链体系，而这无疑也将省去公司为开展到家业务再去重新对接供应链所需的成本与时间。最后，公司的智能化仓储物流体系、苛刻的品控标准以及严格的员工培训机制将为公司开展到家业务的货品品质提供强有力的保障。截止2020年末，公司在商品运营上充分发挥公司在生鲜领域的禀赋，线上SKU数覆盖465个生鲜品类。除此以外，公司在线上业务的仓配运营上，通过建立云端运营及配送管理标准，完成以标准统一、数字化管理、及工具赋能为核心的“二代仓”复制，优化服务体验，大幅提升履约准时率至93%以上。

3. 投资建议

考虑到公司2020年在后疫情阶段遇到的市场竞争与自身对于传统云超业务和新试水的Mini店业务尚处于阶段性调整过程中，结合公司2021年一季度的表现，我们认为公司全年规模与业绩端表现或将承压，我们预计公司2021-2023年实现营收961.43/1067.99/1149.13亿元，实现归母公司净利润9.13/9.45/11.27亿元，对于EPS 0.10/0.10/0.12元，对应PE 65/63/52倍，对应PS 0.62/0.55/0.51倍，下调评级至“谨慎推荐”。

4. 风险提示

CPI表现不及预期的风险；新开门店不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

单位：亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	848.77	931.06	961.43	1067.99	1149.13
增长率	20.36%	9.75%	3.26%	11.08%	7.60%
归属母公司股东净利润	15.64	17.94	9.13	9.45	11.27
增长率	5.63%	14.76%	-49.12%	3.51%	19.30%
EPS (元/股)	0.16	0.187	0.095	0.099	0.118
销售毛利率	21.56%	21.37%	21.41%	21.35%	21.47%
净资产收益率(ROE)	7.78%	9.27%	4.72%	4.88%	5.83%
市盈率(P/E)	46	33	65	63	52
市净率(P/B)	3.21	1.75	1.75	1.74	1.74
市销率(P/S)	1.26	0.64	0.62	0.55	0.51

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价）

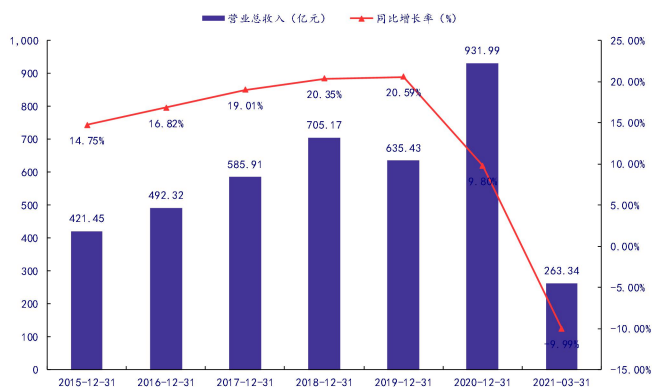
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	家家悦	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团	均值	中位数
PE	25	47	66	16	87	38	36
PB	4.2	1.75	0.95	2.43	1.16	2.10	1.75
PS	0.71	0.81	0.35	0.93	0.29	0.62	0.71
境外可比公司							
	沃尔玛	好市多	克罗格	均值	中位数		
PE	20.13	41.46	21.94	16.02	25	21	
PB	4.88	9.15	2.78	2.61	4.86	3.83	
PS	0.72	0.96	0.7	0.2	0.65	0.71	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

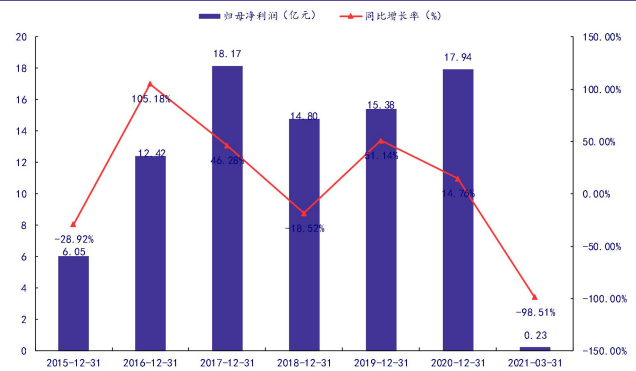
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015 年-2021Q1 营业收入(亿元)及同比(%)

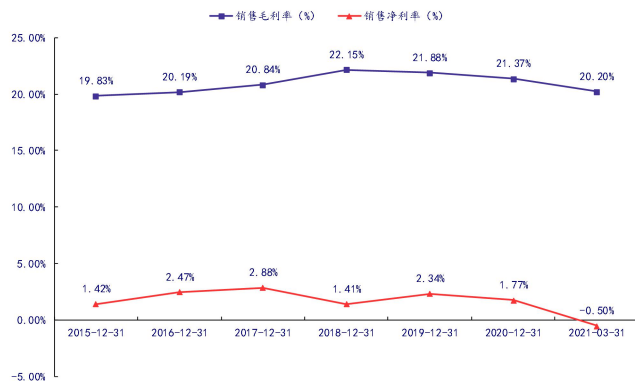


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

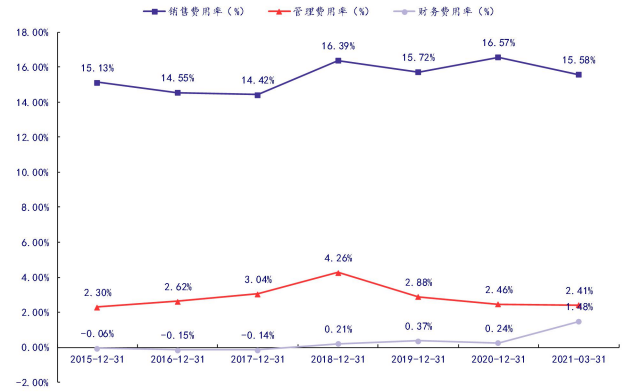
图 2：2015 年-2021Q1 归母净利润(亿元)及同比(%)



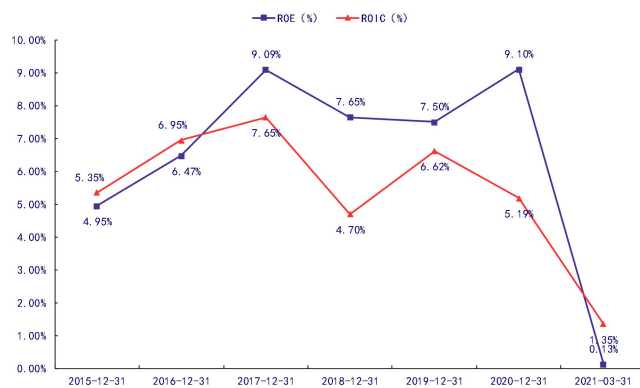
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015 年-2021Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015 年-2021Q1 期间费用率(%)变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015 年-2021Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：永辉超市 2020 年各行业营收构成

	2020		2019	
	营业收入 (单位：亿元)	占比比重	营业收入 (单位：亿元)	占比比重
分行业				
零售业	867.85	93.12%	785.70	92.57%
服务业	64.14	6.88%	63.07	7.43%
合计	931.99	100.00%	848.77	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：永辉超市 2020 年零售行业营收构成

	2020		2019	
	营业收入 (单位：亿元)	占比比重	营业收入 (单位：亿元)	占比比重
分产品				
生鲜及加工	414.81	47.80%	371.22	47.25%
食品用品	453.04	52.20%	414.48	52.75%
合计	867.85	100.00%	785.70	100.00%
分地区				
一区(闽、赣)	145.63	16.78%	136.48	17.37%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

二区(京、津、辽、吉、黑、蒙)	92.56	10.67%	82.85	10.54%
三区(江、浙、沪、徽)	192.70	22.20%	174.79	22.25%
四区(渝、湘、鄂、黔、滇)	190.71	21.98%	175.94	22.39%
五区(川、陕、甘、宁、藏、青)	129.11	14.88%	120.67	15.36%
六区(粤、桂)	47.82	5.51%	31.45	4.00%
七区(豫、晋、冀、鲁)	69.30	7.99%	63.53	8.09%
合计	867.85	100.00%	785.70	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：永辉超市 2020 年按战区划分主营业务毛利率 (%)

	2020 年	2019 年
一区(闽、赣)	16.10	16.63
二区(京、津、辽、吉、黑、蒙)	16.94	15.68
三区(江、浙、沪、徽)	16.15	15.54
四区(渝、湘、鄂、黔、滇)	16.31	16.65
五区(川、陕、甘、宁、藏、青)	16.84	16.1
六区(粤、桂)	17.34	16.75
七区(豫、晋、冀、鲁)	14.83	15.45
合计	16.35	16.11

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 6：永辉超市营业收入同店同比（两年期）开业门店资料

业态	门店数	2020 年营业收入 (万元)	同比增减 (%)	坪效 (元/m ²)	平均租金水平(元/m ²)
超市	696	7,237,892	0	1,000	34

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 7：永辉超市 2021 年第一季度主要经营数据

大区	经营业态	主营收入(亿元)	主营收入同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动
一区	连锁超市	39.81	-11.13	15.33	减少 3.48 个百分点
二区	连锁超市	26.84	-8.2	14.44	减少 3.98 个百分点
三区	连锁超市	55.73	-5.52	14.04	减少 3.74 个百分点
四区	连锁超市	50.92	-18.92	14.77	减少 4.31 个百分点
五区	连锁超市	38.22	-8.55	14.72	减少 4.22 个百分点
六区	连锁超市	11.84	-19.37	14.53	减少 3.95 个百分点
七区	连锁超市	21.13	-6.85	12.71	减少 3.67 个百分点
合计		244.49	-11.09	14.46	减少 3.95 个百分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：一区(闽、赣)；二区(京、津、辽、吉、黑)；三区(江、浙、沪、徽)；四区(渝、湘、鄂、黔、滇)；

五区(川、陕、甘、宁)；六区(粤、桂)；七区(豫、晋、河北)

3. 重大事项进展跟踪

表 8: 永辉超市 2020 年四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
关于 Advantage Solution 股份公司在纳斯达克上市的公告	2020 年 11 月 17 日, 公司全资子公司永辉控股有限公司间接持有的 Advantage Solution 股份公司已于美国时间 2020 年 11 月 13 日于纳斯达克上市, 流通股本 3.18 亿股, 当日收盘价 10.24 美元, 约合市值 32.12 亿美元, 永辉超市占比约 4-5%。根据《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》的相关规定, 公司将其分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。按上述市值初步计算并扣除汇率损失, 公司该项投资收益净增长约在 50% 以上。
关于参股公司被法院受理破产清算申请的公告	公司近日接到参股公司上海上蔬永辉生鲜食品有限公司的通知, 其收到《民事裁定书》, 上海市第三中级人民法院裁定受理上蔬永辉的破产清算申请。除上述投资外, 截至公告日, 上蔬永辉及其子公司尚欠公司 251.22 万元款项未结清, 该款项预计在上蔬永辉破产清算后收回的可能性极小, 公司将对该款项全额计提减值准备。
关于减持参股公司部分股票的公告	2020 年 12 月 11 日, 公司 2020 年 12 月 9 日通过深圳证券交易所大宗交易平台减持湛江国联水产开发股份有限公司 1839 万股, 占其总股本的 2%。本次交易完成后, 公司持有国联水产 7525.65 万股, 占其总股本 8.18%。经初步测算, 本次交易将产生投资收益 4158 万元, 对公司净利润的影响为 3118 万元 (未经审计)。
关于增资合营公司彩食鲜的关联交易公告	2020 年 12 月 12 日, 公司、广西腾讯创业投资有限公司及其他投资方于 2020 年 12 月 11 日签订《增资协议》。根据协议, 公司、腾讯创投及其他投资方认购永辉彩食鲜发展有限公司新增注册资本 1.54 亿, 认购该等新增资本的对价为 10 亿元, 认购每一新增注册资本的出资对价为 6.5 元。其中: 公司认购增彩食鲜新增注册资本 2307.69 万元, 认购该等新增资本的对价为 1.5 亿元; 腾讯创投认购增彩食鲜新增注册资本 4615.38 万元, 认购该等新增资本的对价为 3 亿元。本次增资完成后, 公司及腾讯创投分别持有彩食鲜 32.33% 及 4.00% 的股权。
关于公司董事长增持计划的公告	2021 年 2 月 2 日, 公司董事长张轩松先生计划在未来 6 个月内增持永辉超市股票 7500 万股-1.5 亿股, 价格不超过 9 元。
关于增加一致行动人及持股在一致行动人之间内部转让计划的提示性公告	2021 年 2 月 10 日, 公司 2021 年 2 月 8 日收到董事长张轩松的告知函, 因家庭资产规划需要, 张轩松拟以大宗交易方式转让不超过 3.5 亿股给私募基金产品 (喜世润合润 3 号私募证券投资基金、喜世润合润 5 号私募证券投资基金、喜世润合润 6 号私募证券投资基金、喜世润合润 7 号私募证券投资基金、喜世润合润 8 号私募证券投资基金、喜世润经世 57 号私募投资基金, 以下简称“一致行动人”), 同时张轩松与一致行动人签署一致行动人协议。本次股份变动系一致行动人之间内部进行的转让, 不涉及向市场减持, 不会导致股东及一致行动人合计持股比例和数量发生变化。
关于减持参股公司部分股票的公告	2021 年 4 月 15 日, 公司 2021 年 4 月 13 日通过深圳证券交易所大宗交易平台减持湛江国联水产开发股份有限公司 1839 万股, 占其总股本的 2%。本次交易完成后, 公司持有国联水产 56,866,548 股, 占其总股本 6.18%。经初步测算, 本次交易将产生投资收益 2163 万元, 对公司净利润的影响为 1622 万元 (未经审计)。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 9: 永辉超市 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略和经营计划	2020 年是“2016-2020 年公司战略发展纲要”的最后一年, 公司将努力发展商品资源优势、打造	2021 年是“2021-2025 年公司战略发展纲要”的第一年。上一个五年, 公司通过新门店、新省区

食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力，拓展 2B 端业务，形成规模效应递进循环，保有更大的市场占有率。永辉作为传统零售企业，跻身激烈的零售竞争中，须以品质与服务为基础核心，打造 S2C-S2B 的全方位供应链体系，以系统为支撑，以市场为导向，打造与时俱进的超市型服务平台。

1、供应链：深度贯彻“融合共享，成于至善”的理念，与供应商形成长期的合作伙伴关系，共同成长，以品质为基础，以服务为附加增值；在已经搭建的食品供应链平台上，继续深度挖掘消费者的需求；以市场为导向，以食品安全云网、生鲜手机支付网、智能周转箱“三网合一”为全面监控、透明、数字化雏形，搭建永辉数字化或物联网体系；培植健康有机自有品牌，通过供应链新品流程，形成产品的不断迭代与循环更新，全面搭建未来供应链体系，全面巩固加强品牌认同感。

2、运营：线上 app 与线下门店全面协作，全面助力板块的精细化打造，打造线下体验门店和特色项目试点，以平台化思想服务和满足消费者的需求，转客流为会员。

3、系统：完成系统性的数字化搭建，为亿级的会员平台打下坚实基础，充分联动供应链、财务、人资、物流、后台，利用战略联盟优势，共享采购、管理、经营、服务、金融等资源，达到降低成本、提高效率，进而增强企业竞争能力的目的。

4、管理：预防性地建立大科技部与业务部门的链接考核机制，预防“墙增”，形成技术与经营利益相关体，杜绝“两张皮”，扭转业务优先技术的观点，在机制上强化“科学技术是第一生产力”；干部培养要从“重使用向重培训”平衡；战区总和任何业务部门的负责人，以目前的业务考核为主，必须兼顾基本科技素养、管理技巧、沟通技巧。

5、2025 年，力争销售净利率达到 4-6%。

的扩张及供应链资源拓展，成功实现了中国实体零售商超前 3 强的目标。在新的五年周期里，公司将围绕三大核心（供应链、用户、门店）和两大能力（数字化、组织）构建新的增长点，力争在商品、服务、效率上成为零售商超的领先者。

供应链侧，深度贯彻“融合共享，成于至善”的理念，与供应商形成战略合作伙伴关系，建立稳定、柔性、开放、高效的供应链体系。生鲜供应链围绕农产品源头采购，建设全流程数字化、平台化、在线化，推进一村一品、产业扶贫，为消费者带来新鲜，为农业生产者创造价值。食用品供应链围绕品类管理提升，深度挖掘消费者需求，加速优质商品引入，大幅提升商品效率。自有品牌围绕田趣、优颂、馋大狮等核心品牌，通过优品研发、产地溯源、商品文化建设，建立消费者心智，加强品牌认同。加大食品安全云网数字化投入，从供应商、产地、物流、门店端层层加大监控力度，杜绝食品安全漏洞，用专业和品质守护消费者安全健康。

用户侧，运用门店禀赋稳步推进用户数字化，搭建全渠道用户权益及会员运营体系，建立多元化的流量渠道能力，让永辉用户和会员从“家门口的永辉”得到线下购物的丰富体验，从“手机里的永辉”得到线上购物的便捷优质。

门店侧，在重点省区全线渗透，成熟省区加速实现全省覆盖。和核心战略合作伙伴共建共赢，每年保持稳定的签约及开店数量。通过全系统流程建设提升门店管理的自动化、精细度和效率，聚焦 Bravo 业态提升，线上线下一体化融合发展。数字化能力建设以聚焦核心价值为出发点，以用户体验为中心，加大科技投入，建设线上线下全渠道业务系统，形成全链路数字化，建设科技永辉中台系统成型。通过数字化用户平台，实现高效率的智能化用户运营；通过统一业务中台，提升门店和仓端运营效率；通过物流履约智能化建设，实现降本增效；通过数据智能化应用，加速数据价值转化；整体实现以系统牵引经营，以数据管理执行，以智能优化效率的目标。

组织能力是战略落地的重要保障。在永辉特色的事业合伙人和岗位合伙人模式基础上，持续推进绩效管理，打造永辉铁军，优化激励机制，培养新一代永辉人才。在未来的业务转型期加强对一线员工的关怀保护，让员工有实在的获得感。

未来 2021-2025 年更是风云变幻的 5 年，当前销售形式缤纷多样，社区团购，网络直播，垂直电商，线下专营店等等。永辉作为实体零售企业，

经营计划

- 1、2020年计划开店130家；
- 2、计划实现线上百亿销售规模，新增千万级APP注册用户；
- 3、mini店板块，实现老店快速调整升级、新店发展盈利；
- 4、成立专项管控小组，清晰“牵头管理”“专项管理”“现场管理”的职责分工，通过业务战区一体化开展费用优化工作；
- 5、全面支撑全渠道数字化建设、供应链数字化转型及专项建设。

风险提示 新冠疫情变化带来的风险

跻身激烈的竞争中，须以品质与服务为基础核心，打造S2C、S2B的全方位供应链体系，以系统为支撑，以市场为导向，打造与时俱进的超市型服务平台。

1、全渠道业务战略转型

复制近600家二代仓，将全国准时履约率提升至95%的行业领先水平。2021年将夯实三方管理的标准化，在五省落地自配送的搭建，形成一支降本增效的专业配送团队。重点优化APP的各黄金触点的交互体验，推进千人千面算法推荐，定期全系优化商品文描。数字化用户实现提升至8000万，线上占比实现16%。

2、供应链数字化升级

拉通供应链、营运、营销三者协同以强化运营体系。实现内销70%，外销30%，属地产品进货占比达到80%。做好农户（或农村合作社）信息采集、农户信息建档，实现通过付款给农户APP，费用直付。完成福建、山东、云南仓的建立，并匹配出仓端生产团队/管理人员，制定仓端运作流程。

3、门店发展与业态提升

门店计划签约80家，开业80家。

实体零售面临着电子商务层出不穷的业态的冲击，可能面对的风险就是客流的下滑和主营业务收入持续下降，加之资本推手或电商巨头的流量饥渴，不断以“补贴”、“免费”等竞争手段来引流，进一步挤压了实体零售业的生存空间。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对2019年的业务规划，针对2020年不再提及的内容；加粗内容为针对2020年新补充部分

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 10：永辉超市前十大股东情况（更新自 2021 年一季报）

排名	股东名称	方向	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股东性质
1	牛奶有限公司	不变	191313.54	0.00	20.10	0.00	境外法人
2	张轩松	减少	121692.45	-19032.57	12.79	-2.00	境内自然人
3	张轩宁	不变	74381.12	0.00	7.82	0.00	境内自然人
4	江苏京东邦能投资管理 有限公司	不变	73643.72	0.00	7.74	0.00	境内非国有 法人
5	林芝腾讯科技有限公 司	不变	47852.31	0.00	5.03	0.00	境内非国有 法人
6	江苏圆周电子商务有 限公司	不变	47852.31	0.00	5.03	0.00	境内非国有 法人
7	香港中央结算有限公	减少	30583.34	-7039.41	3.21	-0.74	境外法人

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

司							
8	永辉超市股份有限公司回购专用证券账户	增加	27030.29	6700.75	2.84	0.70	其他
9	谢香镇	新进	8087.50	8087.50	0.85	0.85	境内自然人
10	兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	减少	7987.18	-5800.43	0.84	-0.61	其他
合计			630423.77		66.25		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn