

永辉超市 (601933)

证券研究报告

2021年08月30日

新业态冲击旧门店及转型期叠加利润承压，轻装上阵、仓储店开启成长新路径

事件

公司发布 2021 年半年报。2021 年 H1 实现营收 468.3 亿元/-7.3%，归母净利润-10.8 亿元/-158.4%，扣非归母净利润-9.3 亿元/-166.4%。新兴零售业态对以线下零售为主的超市行业冲击较大。分季度来看，2021Q1/Q2 分别实现营收 263.3 亿元/-10.0%、204.9 亿元/-3.6%；分别实现归母净利润 0.2 亿元、-11.1 亿元。

点评

营业收入：2021 年 H1 实现营收 468.3 亿元/-7.3%，2021Q2 营收 263.3 亿元/-10.0%。2021 年营收下滑主要是受到内外部因素的综合影响，其中外部受社区团购低价扩张及疫情防控常态化的影响，内部受公司主动调结构，降库存的影响。

门店情况：截止至 2020 年 6 月末，公司门店数 1026 家，其中改造仓储店 20 家，新开店数 28 家；储备门店数 202 家。

仓储店销售额 1.5 亿元/+139%，仓储店引导下超市回流，大幅提高顾客满意度。截止至 6 月底，全国改店开业仓储店共 20 家，其中 5 月份开店数 2 家，6 月份开店数 18 家。

毛利率：公司 2021H1 毛利率 18.8%/-3.6pct。分季度来看，2021Q1/Q2 毛利率分别为 20.2%/17.0%。分产品来看，生鲜及加工毛利率 10.3%/-4.7pct，食品用品毛利率 15.7%/-3.5pct，主要受销售降库存、社区团购冲击及疫情反复等影响。

期间费用：公司 2021H1 销售费用 8.0 亿元/+2.1%，销售费用率 17.2%，主要受新租赁准则影响；管理费用 1.0 亿元/-13.0%，管理费用率 2.2%；财务费用 0.8 亿元/+336.87%，财务费用率 1.6%，主要受新租赁准则下租赁债务利息费用增加影响。

投资建议

传统大卖场业态受到多种新业态冲击的背景下，公司积极向仓储店转型，并提升自身数字化能力建设、调整供应链适应新阶段的需求。公司二季度处于传统业务承压、仓储店尚未放量的阶段，整体经营承压，当下仓储店改造推广顺利、新人事布局表明公司转型决心，我们看好公司仓储店新业态，有望凭借低价好货、低运营成本的优势成为面向大众普遍需求的长期零售场景，维持前期增持评级，建议持续关注。

风险提示：宏观经济影响；市场竞争加剧；信息化建设不及预期。

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	3.77 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)	35,876.40
流通 A 股市值(百万元)	35,695.31
每股净资产(元)	1.42
资产负债率(%)	80.89
一年内最高/最低(元)	9.24/3.71

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:任命李松峰为新 CEO,数字化建设力度将进入新阶段》 2021-08-10
- 《永辉超市-年报点评报告:社区团购等冲击下经营承压,期待新探索收获成效》 2021-05-06
- 《永辉超市-公司点评:董事长计划增持、彰显长期信心,关注超市变革中的发展机遇》 2021-02-02

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	84,876.96	93,199.11	96,322.93	105,763.74	116,129.86
增长率(%)	20.36	9.80	3.35	9.80	9.80
EBITDA(百万元)	3,471.00	4,686.15	(1,101.34)	470.02	1,562.89
净利润(百万元)	1,563.73	1,794.47	215.20	520.27	1,017.18
增长率(%)	5.63	14.76	(88.01)	141.76	95.51
EPS(元/股)	0.16	0.19	0.02	0.05	0.11
市盈率(P/E)	23.92	20.84	173.79	71.88	36.77
市净率(P/B)	1.86	1.93	1.74	1.72	1.67
市销率(P/S)	0.44	0.40	0.39	0.35	0.32
EV/EBITDA	19.07	12.95	(22.73)	58.22	14.19

资料来源:wind, 天风证券研究所

1. 事件

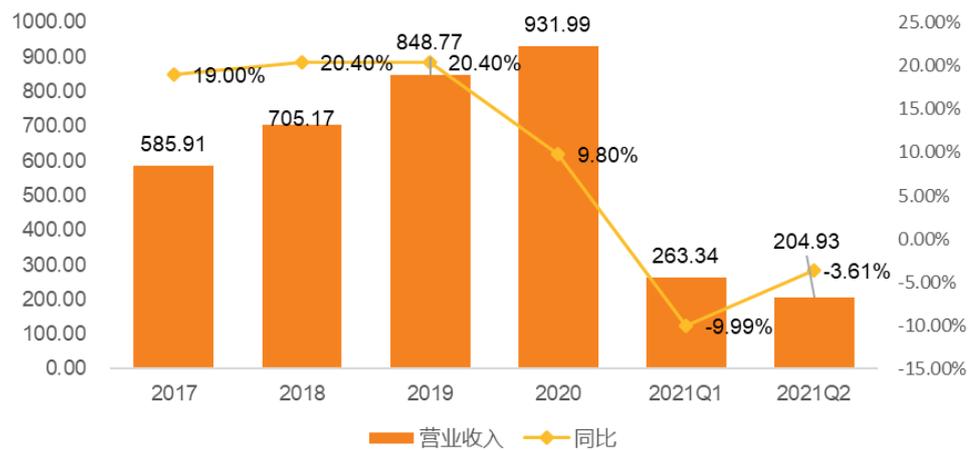
公司发布 2021 年半年报。2021 年 H1 实现营收 468.3 亿元/-7.3%，归母净利润-10.8 亿元/-158.4%，扣非归母净利润-9.3 亿元/-166.4%。新兴零售业态对以线下零售为主的超市行业冲击较大。分季度来看，2021Q1/Q2 分别实现营收 263.3 亿元/-10.0%、204.9 亿元/-3.6%；分别实现归母净利润 0.2 亿元、-11.1 亿元。

2. 点评

2.1. 营业收入

2021 年 H1 实现营收 468.3 亿元/-7.3%，2021Q2 营收 263.3 亿元/-10.0%。2021 年营收下滑主要是受到内外部因素的综合影响，其中外部受社区团购低价扩张及疫情防控常态化的影响，内部受公司主动调结构，降库存的影响。分业态看，零售业收入 435.7 亿元/-7.25%，服务业收入 32.6 亿元/-7.95%，服务业收入降幅快于零售业，显示公司盈利加速转向进销商品差价主导。零售业中，生鲜销售 201.5 亿元/-11.74%，食品用品销售 234.2 亿元/-3.02%，生鲜类目受到各类业态的冲击更大。

图 1：21H1 同减 3.61（单位：亿元）



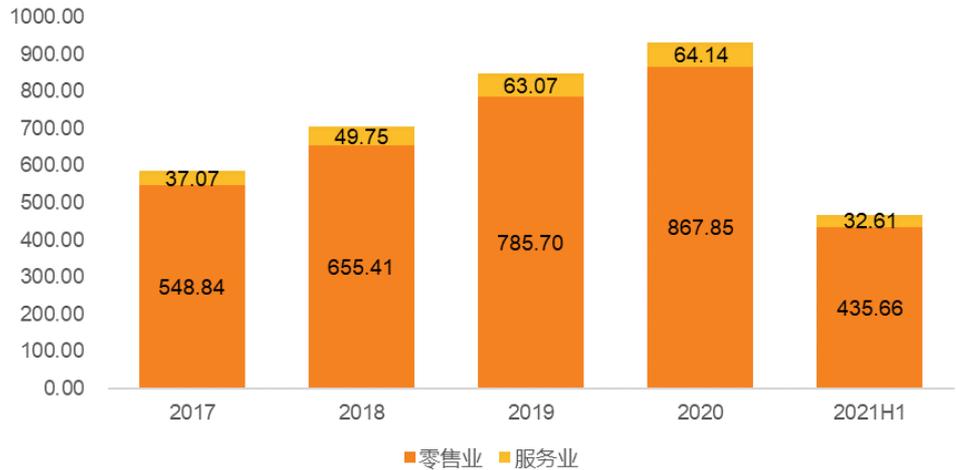
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.1.1. 门店情况

截止至 2020 年 6 月末，公司门店数 1026 家，其中改造仓储店 20 家，新开店数 28 家；储备门店数 202 家。

仓储店销售额 1.5 亿元/+139%，仓储店引导线下超市回流，大幅提高顾客满意度。截止至 6 月底，全国改店开业仓储店共 20 家，其中 5 月份开店数 2 家，6 月份开店数 18 家。日均客流量 6181 人次，同比增 136%。我们认为仓储店模式相较于原有大卖场模式，在竞争力提升上核心体现在：让大卖场业态重新具备低经营成本、低加价销售的比较优势，从而重获消费者的青睐。

图 2：分业务营业收入（单位：亿元）



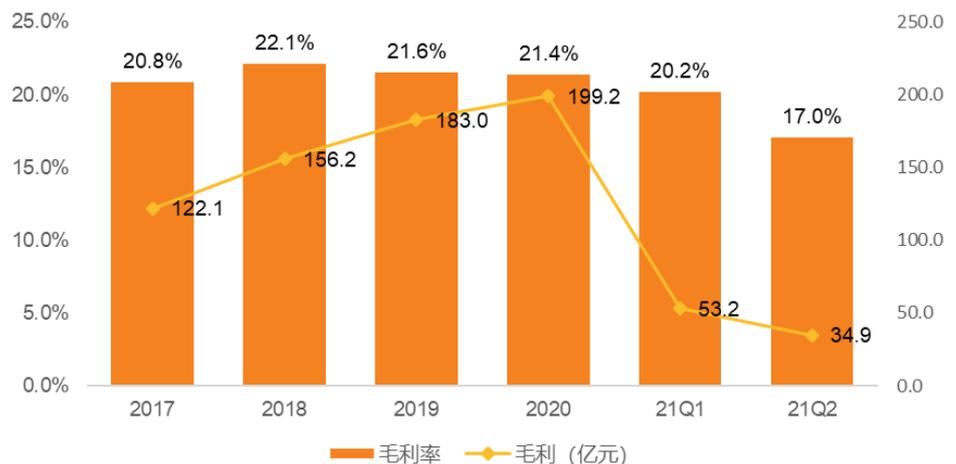
资料来源：公司公告，天风证券研究所

到家业态高速发展,销售占比不断提升。线上销售额达 68.1 亿元/+49.3%, 占收入比 14.1%。其中永辉生活 APP 实现销售额 36.8 亿元, 占线上销售额 54%, 日均单量 27.9 万单。

2.2. 毛利率

公司 2021H1 毛利率 18.8%/-3.6pct。分季度来看, 2021Q1/Q2 毛利率分别为 20.2%/17.0%。分产品来看, 生鲜及加工毛利率 10.3%/-4.7pct, 食品用品毛利率 15.7%/-3.5pct, 主要受销售降库存、社区团购冲击及疫情反复等影响。我们认为, 公司处于原大卖场业态被新业态冲击人流从而影响高毛利的租金收入和新仓储店低商品销售毛利叠加的状态, 毛利率或在继续下行几个季度后触底回升。

图 3: 21Q2 同增 17.05% (单位: 亿元)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 期间费用

公司 2021H1 销售费用 8.0 亿元/+2.1%, 销售费用率 17.2%, 主要受新租赁准则影响; 管理费用 1.0 亿元/-13.0%, 管理费用率 2.2%; 财务费用 0.8 亿元/+336.87%, 财务费用率 1.6%, 主要受新租赁准则下租赁负债利息费用增加影响。

图 4：2017-2021Q2 费用率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：年度净利率（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

推动供应链数字化变革，探索门店业态改造升级，加强供应链建设。报告期内公司加强数字化团队能力，通过大数据及全渠道数字化改造，推进基于消费场景、供应链、组织管理等多个环节的数字化应用；公司打造立体式生鲜供应链体系，加强长半径商品的属地化运作，搭建生鲜自有平台“富平供应链”，以提高源头直采渗透率，推动农副产品源头标准化发展，缩短生鲜商品交易路径，以保证永辉生鲜的商品竞争力

3. 投资建议

传统大卖场业态受到多种新业态冲击的背景下，公司积极向仓储店转型，并提升自身数字化能力建设、调整供应链适应新阶段的需求。公司二季度处于传统业务承压、仓储店尚未放量的阶段，整体经营承压，当下仓储店改造推广顺利、新人事布局表明公司转型决心，我们看好公司仓储店新业态，有望凭借低价好货、低运营成本的优势成为面向大众普遍需求的长期零售场景，维持前期增持评级，建议持续关注。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,128.60	12,005.46	7,705.83	8,461.10	9,290.39
应收票据及应收账款	993.26	447.40	1,041.54	593.33	1,201.78
预付账款	2,398.08	2,467.80	2,730.88	2,866.87	3,280.96
存货	12,333.39	10,881.68	11,050.17	13,030.98	13,410.41
其他	8,212.84	7,376.15	6,572.06	7,239.61	7,373.13
流动资产合计	31,066.18	33,178.49	29,100.49	32,191.89	34,556.67
长期股权投资	5,886.12	5,409.97	5,409.97	5,409.97	5,409.97
固定资产	5,128.48	5,310.42	5,150.62	4,977.48	4,783.35
在建工程	174.42	194.26	152.56	139.54	113.72
无形资产	812.41	1,616.98	1,497.27	1,377.56	1,257.85
其他	9,199.63	10,246.29	7,151.87	7,612.29	6,924.43
非流动资产合计	21,201.05	22,777.93	19,362.29	19,516.84	18,489.31
资产总计	52,353.02	56,157.98	48,568.31	51,839.69	53,192.00
短期借款	10,813.37	13,890.00	3,306.04	6,893.50	2,993.55
应付票据及应付账款	12,983.31	12,513.67	12,696.70	15,520.81	15,469.63
其他	7,690.35	8,489.62	11,120.87	7,624.52	13,379.27
流动负债合计	31,487.03	34,893.29	27,123.61	30,038.82	31,842.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	733.28	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	411.56	871.49	509.08	597.38	659.32
非流动负债合计	411.56	871.49	509.08	1,330.66	659.32
负债合计	31,898.60	35,764.78	27,632.69	31,369.49	32,501.77
少数股东权益	348.48	1,042.10	(525.13)	(1,262.79)	(1,681.63)
股本	9,570.46	9,516.29	9,516.29	9,516.29	9,516.29
资本公积	7,177.95	6,926.92	6,926.92	6,926.92	6,926.92
留存收益	11,532.18	11,844.47	11,944.46	12,216.71	12,855.57
其他	(8,174.64)	(8,936.57)	(6,926.92)	(6,926.92)	(6,926.92)
股东权益合计	20,454.42	20,393.20	20,935.62	20,470.20	20,690.23
负债和股东权益总计	52,353.02	56,157.98	48,568.31	51,839.69	53,192.00

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,452.84	1,653.19	215.20	520.27	1,017.18
折旧摊销	1,506.07	1,727.22	381.22	385.87	389.66
财务费用	289.04	299.56	390.50	406.30	372.80
投资损失	68.68	142.94	(200.00)	(200.00)	0.00
营运资金变动	(10,712.98)	5,180.10	5,389.67	(3,370.51)	4,889.55
其它	7,812.67	(2,863.30)	(1,502.22)	(727.66)	(447.17)
经营活动现金流	416.33	6,139.71	4,674.37	(2,985.73)	6,222.02
资本支出	1,879.62	900.51	422.41	(8.30)	(11.94)
长期投资	185.10	(476.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(6,565.53)	(2,595.80)	(316.39)	82.87	3.55
投资活动现金流	(4,500.80)	(2,171.44)	106.02	74.58	(8.39)
债权融资	10,813.37	13,890.00	3,306.04	7,626.78	2,993.55
股权融资	(99.71)	(1,541.62)	1,619.15	(406.30)	(372.80)
其他	(4,813.75)	(12,242.16)	(14,005.20)	(3,554.06)	(8,005.09)
筹资活动现金流	5,899.91	106.22	(9,080.01)	3,666.42	(5,384.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,815.44	4,074.49	(4,299.62)	755.26	829.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	84,876.96	93,199.11	96,322.93	105,763.74	116,129.86
营业成本	66,573.58	73,280.51	75,317.64	82,698.72	90,804.19
营业税金及附加	247.22	219.75	277.36	287.32	315.49
营业费用	13,782.07	15,438.73	19,585.80	20,258.45	20,903.38
管理费用	2,013.33	2,293.03	2,889.69	2,644.09	2,903.25
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	351.15	223.46	390.50	406.30	372.80
资产减值损失	(325.58)	(692.44)	0.00	1.00	2.00
公允价值变动收益	83.77	1,151.56	65.00	10.00	(28.33)
投资净收益	(68.68)	(142.94)	200.00	200.00	0.00
其他	580.10	(857.30)	(530.00)	(420.00)	56.67
营业利润	1,640.00	2,284.76	(1,873.06)	(322.15)	800.43
营业外收入	222.50	290.39	248.56	253.82	264.25
营业外支出	85.41	400.97	178.20	221.53	266.90
利润总额	1,777.09	2,174.18	(1,802.70)	(289.86)	797.79
所得税	324.25	520.99	(450.68)	(72.46)	199.45
净利润	1,452.84	1,653.19	(1,352.03)	(217.39)	598.34
少数股东损益	(110.89)	(141.28)	(1,567.22)	(737.66)	(418.84)
归属于母公司净利润	1,563.73	1,794.47	215.20	520.27	1,017.18
每股收益(元)	0.16	0.19	0.02	0.05	0.11

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.36%	9.80%	3.35%	9.80%	9.80%
营业利润	29.70%	39.31%	-181.98%	-82.80%	-348.47%
归属于母公司净利润	5.63%	14.76%	-88.01%	141.76%	95.51%
获利能力					
毛利率	21.56%	21.37%	21.81%	21.81%	21.81%
净利率	1.84%	1.93%	0.22%	0.49%	0.88%
ROE	7.78%	9.27%	1.00%	2.39%	4.55%
ROIC	15.23%	13.49%	-9.50%	0.69%	7.52%
偿债能力					
资产负债率	60.93%	63.69%	56.89%	60.51%	61.10%
净负债率	18.01%	9.24%	-21.02%	-4.08%	-30.43%
流动比率	0.99	0.95	1.07	1.07	1.09
速动比率	0.59	0.64	0.67	0.64	0.66
营运能力					
应收账款周转率	55.15	129.38	129.38	129.38	129.38
存货周转率	8.30	8.03	8.78	8.78	8.78
总资产周转率	1.85	1.72	1.84	2.11	2.21
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.19	0.02	0.05	0.11
每股经营现金流	0.04	0.65	0.49	-0.31	0.65
每股净资产	2.11	2.03	2.26	2.28	2.35
估值比率					
市盈率	23.92	20.84	173.79	71.88	36.77
市净率	1.86	1.93	1.74	1.72	1.67
EV/EBITDA	19.07	12.95	-22.73	58.22	14.19
EV/EBIT	25.45	16.54	-16.88	325.17	18.91

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