

永辉超市 (601933)

证券研究报告

2022年05月03日

业绩超预期，经营拐点已现，期待后续扩张加速

事件: 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 公司 2021 年实现收入 910.62 亿元/-2.29%, 归母净利润-39.44 亿元, 由盈转亏; 2022 年一季度, 收入 272.43 亿元/+3.45%, 归母净利润 5.02 亿元/+2053.54%。

核心观点: 2021 年利润预告符合前期快报, 2022Q1 业绩整体超出市场预期。我们认为, 公司整顿成效明显, 长期经营拐点已现, 一季度利润超预期是竞争缓和、自身经营调整、疫情催化短期景气的结果。全渠道战略稳步推进, 供应链进一步提效, 在自有品牌及预制菜布局深化, 背后是数字化深层重构公司管理架构和业务模式提供的保障。

点评:

■收入上, 2021 全年收入 910.62 亿元/-2.29%, 2022Q1 收入 272.43 亿元/+3.45%。

■门店: 2021 净开店 40 家, 2022Q1 开店 14 家。2021 年超市业态门店数 1057 家, 新开 Bravo 门店 75 家, 关店 14 家。公司虽开店速度显著放缓, 但仍领先同行, 且后续随单店模型调整完毕, 有望进一步加快。

■线上/线下结构: 线上比例持续提升, 提效显著; 线下销售受同店影响更大, 22Q1 开始提升。

■毛利率: 2021 年公司毛利率 18.71%/-2.67pct, 2022Q1 毛利率 21.3%/+1.1pct。分区域看, 2021 经营普遍承压, 2022 西南、华南、东南等优势区表现亮眼, 毛利率分别提升 0.69、3.07、1.59pcts, 与社区团购发展繁荣区域重叠度较高, 竞争缓和和对毛利率提振较大。

■费用情况, 管理扁平化、数字化采购不断压缩推动费用结构改善在 2021 年下半年开始逐渐体现, 此外, 公司 2021 费率整体承压于同店销售压力及会计准则, 2022Q1 开始收获成效。

■利润: 2021 利润表现受经营承压及多种非经常性因素影响, 还原非经营性因素冲击利润 16.17 亿元后实际亏损约 23.27 亿元; 2022Q1 利润 5.02 亿元, 扣非净利润 6.28 亿元/+263%。

投资建议: 我们认为, 22Q1 或将是公司的经营拐点, 社区团购等生鲜零售模式投入拐点概率较大, 永辉进一步提效在大卖场业态中脱颖而出, 且以数字化推动线上化、自有品牌、人效提升及供应链效率提升, 长期逻辑明确且有望加速扩张; 景气上, 我们预计全年增长有持续性。上调 2022-2023 年净利润预测至 10.1、15.3 亿元, 预计 2024 年净利润 20.7 亿元, 上调评级至买入。

风险提示: 数字化推进不及预期, 疫情的反复, 消费下行, CPI 承压等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	93,199.11	91,061.89	103,605.51	120,182.39	135,806.11
增长率(%)	9.80	(2.29)	13.77	16.00	13.00
EBITDA(百万元)	4,686.15	(143.91)	3,305.18	4,040.64	4,659.78
净利润(百万元)	1,794.47	(3,943.87)	1,008.94	1,526.49	2,067.23
增长率(%)	14.76	(319.78)	(125.58)	51.30	35.42
EPS(元/股)	0.20	(0.43)	0.11	0.17	0.23
市盈率(P/E)	22.40	(10.19)	39.85	26.34	19.45
市净率(P/B)	2.08	3.77	3.96	3.67	3.20
市销率(P/S)	0.43	0.44	0.39	0.33	0.30
EV/EBITDA	12.95	(63.98)	11.00	8.20	6.27

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/一般零售
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	4.43 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,075.04
流通 A 股股本(百万股)	9,075.04
A 股总市值(百万元)	40,202.41
流通 A 股市值(百万元)	40,202.41
每股净资产(元)	1.23
资产负债率(%)	82.78
一年内最高/最低(元)	5.82/3.32

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李田	联系人
litiana@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《永辉超市-公司深度研究:经营拐点或已现, 深化布局扬帆向远》2022-03-18
- 《永辉超市-半年报点评: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》2021-08-30
- 《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

1. 事件

公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报，公司 2021 年实现收入 910.62 亿元/-2.29%，归母净利润-39.44 亿元，由盈转亏；2022 年一季度，收入 272.43 亿元/+3.45%，归母净利润 5.02 亿元/+2053.54%。

2. 核心观点

2021 年利润预告符合前期快报，2022Q1 业绩整体超出市场预期。我们认为，公司整顿成效明显，长期经营拐点已现，一季度利润超预期是竞争缓和、自身经营调整、疫情催化短期景气的结果。全渠道战略稳步推进，供应链进一步提效，在自有品牌及预制菜布局深化，背后是数字化深层重构公司管理架构和业务模式提供的保障。

3. 点评

■收入上，2021 全年收入 910.62 亿元/-2.29%，2022Q1 收入 272.43 亿元/+3.45%。

■■门店：2021 净开店 40 家，2022Q1 开店 14 家。2021 年超市业态门店数 1057 家，新开 Bravo 门店 75 家，关店 14 家。公司虽开店速度放缓，但后续随单店模型调整完毕，有望进一步加快。

■■线上/线下结构：线上比例持续提升，提效显著；线下销售受同店影响更大，22Q1 开始提升。到家业态 UE 对客单价、单店订单量、履约成本高弹性，预计改善显著，其中客单自 2021 的 82.3 元提升至 96.1 元；单个门店订单量提升自 2021 年的 454 单提升至 2022Q1 的 490 单/店；公司已改造到家仓 441 个门店，我们预计后续随到家仓推广，其履约成本有望进一步改善。

■毛利率：2021 公司毛利率 18.71%/-2.67pct，2022Q1 毛利率 21.3%/+1.1pct。分区域看，2021 经营普遍承压，2022 西南、华南、东南等优势区表现亮眼，毛利率分别提升 0.69、3.07、1.59pcts，与社区团购发展繁荣区域重叠度较高，竞争缓和和对毛利率提振较大。

■费用情况，管理扁平化、数字化采购不断压缩推动费用结构改善在 2021 年下半年开始逐渐体现，此外，公司 2021 费率整体承压于同店销售压力及会计准则，2022Q1 开始收获成效：

■■销售费用率，永辉超市 2021 全年 18.26%/+1.7%，员工数小幅提升、员工人均薪酬提升显著，租金表现基本稳健，费用率上升主要因同店承压；22Q1 销售费用率 14.72%/-0.85pct，费率下降主要因销售提升及管控良好，绝对金额同比下降超 2%，我们估计主要由人效提升带动。

■■管理费用率，永辉超市 2021 全年 2.37%/-0.09pct，管理扁平化收获显著成效，2021 行政人员数量 1341 人同比 2020 年的 2077 人进一步下降；22Q1 管理费用率 1.65%/-0.76pct，同比下降因同店提升及人效带动。

■■研发费用率，永辉超市 2021 全年 0.47%/+0.47pct，技术人员上升至 1006 人，研发活动投入增加；22Q1 研发费用率 0.48%/+0.48pct，基本稳定。

■■财务费用率，永辉超市 2021 全年 1.7%/+1.5pct，财务费用率提升主要因租赁准则影响；22Q1 财务费用率 1.5%/+0.03pct，略有增加因经营杠杆略有提升。

■利润：2021 利润表现受经营承压及多种非经常性因素影响，还原非经营性因素冲击利润 16.17 亿元后实际亏损约 23.27 亿元；2022Q1 利润 5.02 亿元，扣非净利润 6.28 亿元/+263%。

4. 投资建议

我们认为，22Q1 或将是公司的经营拐点，社区团购等生鲜零售模式投入拐点概率较大，永辉进一步提效在大卖场业态中脱颖而出，且以数字化推动线上化、自有品牌、人效提升及供应链效率提升，长期逻辑明确且有望加速扩张；景气上，我们预计全年增长有持续性。上调 2022-2023 年净利润预测至 10.1、15.3 亿元，预计 2024 年净利润 20.7 亿元，上调评级至买入。

5. 风险提示

数字化推进不及预期，疫情的反复，消费下行，CPI 承压等

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,005.46	9,163.13	8,288.44	9,614.59	10,864.49
应收票据及应收账款	447.40	477.00	574.73	645.28	733.33
预付账款	2,467.80	1,972.32	2,956.38	2,752.26	3,698.50
存货	10,881.68	10,791.49	13,266.53	14,598.55	16,888.99
其他	7,376.15	6,310.54	6,593.93	7,215.08	7,467.73
流动资产合计	33,178.49	28,714.48	31,680.01	34,825.76	39,653.04
长期股权投资	5,409.97	4,773.55	4,773.55	4,773.55	4,773.55
固定资产	5,310.42	4,646.07	3,748.46	2,850.85	1,953.24
在建工程	194.26	410.34	410.34	410.34	410.34
无形资产	1,616.98	1,525.44	1,266.60	1,007.77	748.94
其他	10,447.85	31,241.76	6,943.31	7,462.49	6,823.02
非流动资产合计	22,979.49	42,597.16	17,142.26	16,505.00	14,709.09
资产总计	56,157.98	71,311.64	48,822.27	51,330.76	54,362.13
短期借款	13,890.00	10,947.56	11,242.58	9,818.55	6,438.30
应付票据及应付账款	12,513.67	12,551.58	15,271.78	16,954.48	19,461.19
其他	5,017.54	6,289.50	11,207.81	12,529.54	14,669.34
流动负债合计	31,421.21	29,788.64	37,722.17	39,302.57	40,568.83
长期借款	0.00	1,021.07	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	871.49	25,121.45	509.08	597.38	659.32
非流动负债合计	871.49	26,142.52	509.08	597.38	659.32
负债合计	35,764.78	60,234.24	38,231.25	39,899.95	41,228.15
少数股东权益	1,042.10	418.61	443.64	486.30	555.63
股本	9,516.29	9,075.04	9,075.04	9,075.04	9,075.04
资本公积	6,926.92	4,276.14	4,299.01	4,299.01	4,299.01
留存收益	4,917.55	(2,693.88)	(2,225.05)	(1,426.28)	(127.91)
其他	(2,009.65)	1.49	(1,001.62)	(1,003.26)	(667.79)
股东权益合计	20,393.20	11,077.40	10,591.02	11,430.81	13,133.98
负债和股东权益总计	56,157.98	71,311.64	48,822.27	51,330.76	54,362.13

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,653.19	(4,494.58)	1,008.94	1,526.49	2,067.23
折旧摊销	1,727.22	1,922.40	1,156.44	1,156.44	1,156.44
财务费用	299.56	1,673.33	1,099.00	1,241.87	1,241.87
投资损失	142.94	(192.01)	(192.01)	(25.00)	220.00
营运资金变动	1,708.02	8,990.92	(185.19)	789.38	1,757.25
其它	608.78	(2,073.13)	53.88	81.52	110.39
经营活动现金流	6,139.71	5,826.92	2,941.06	4,770.70	6,553.18
资本支出	900.51	(24,315.49)	24,612.37	(88.30)	(61.94)
长期投资	(476.15)	(636.42)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,595.80)	24,036.82	(22,984.01)	77.87	(144.79)
投资活动现金流	(2,171.44)	(915.09)	1,628.36	(10.42)	(206.72)
债权融资	2,853.17	(1,403.21)	(3,894.90)	(2,665.90)	(4,622.12)
股权融资	(1,504.27)	(1,080.88)	(1,549.21)	(768.22)	(474.44)
其他	(1,242.68)	(4,371.82)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	106.22	(6,855.91)	(5,444.11)	(3,434.12)	(5,096.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,074.49	(1,944.07)	(874.69)	1,326.15	1,249.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	93,199.11	91,061.89	103,605.51	120,182.39	135,806.11
营业成本	73,280.51	74,027.21	82,172.94	95,176.40	107,549.33
营业税金及附加	219.75	212.94	262.78	304.82	344.45
销售费用	15,438.73	16,629.51	16,570.54	18,844.92	20,877.22
管理费用	2,293.03	2,155.46	2,020.90	2,275.97	2,496.93
研发费用	0.00	428.11	621.63	721.09	814.84
财务费用	223.46	1,551.69	1,099.00	1,241.87	1,241.87
资产/信用减值损失	(775.81)	(934.87)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1,151.56	(378.53)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(142.94)	192.01	192.01	25.00	(220.00)
其他	(773.94)	2,005.94	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,284.76	(4,827.58)	1,049.73	1,642.32	2,261.47
营业外收入	290.39	343.95	343.95	343.95	343.95
营业外支出	400.97	238.44	238.44	238.44	238.44
利润总额	2,174.18	(4,722.07)	1,155.24	1,747.83	2,366.98
所得税	520.99	(227.49)	92.42	139.83	189.36
净利润	1,653.19	(4,494.58)	1,062.82	1,608.01	2,177.62
少数股东损益	(141.28)	(550.71)	53.88	81.52	110.39
归属于母公司净利润	1,794.47	(3,943.87)	1,008.94	1,526.49	2,067.23
每股收益(元)	0.20	(0.43)	0.11	0.17	0.23

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.80%	-2.29%	13.77%	16.00%	13.00%
营业利润	39.31%	-311.30%	-121.74%	56.45%	37.70%
归属于母公司净利润	14.76%	-319.78%	-125.58%	51.30%	35.42%
获利能力					
毛利率	21.37%	18.71%	20.69%	20.81%	20.81%
净利率	1.93%	-4.33%	0.97%	1.27%	1.52%
ROE	9.27%	-37.00%	9.94%	13.95%	16.43%
ROIC	13.49%	-26.63%	-11.71%	42.12%	83.51%
偿债能力					
资产负债率	63.69%	84.47%	78.31%	77.73%	75.84%
净负债率	9.24%	44.01%	27.89%	1.78%	-33.70%
流动比率	0.95	0.84	0.84	0.89	0.98
速动比率	0.64	0.53	0.49	0.51	0.56
营运能力					
应收账款周转率	129.38	197.02	197.02	197.02	197.02
存货周转率	8.03	8.40	8.61	8.63	8.63
总资产周转率	1.72	1.43	1.72	2.40	2.57
每股指标(元)					
每股收益	0.20	-0.43	0.11	0.17	0.23
每股经营现金流	0.68	0.64	0.32	0.53	0.72
每股净资产	2.13	1.17	1.12	1.21	1.39
估值比率					
市盈率	22.40	-10.19	39.85	26.34	19.45
市净率	2.08	3.77	3.96	3.67	3.20
EV/EBITDA	12.95	-63.98	11.00	8.20	6.27
EV/EBIT	16.54	-6.71	16.92	11.48	8.34

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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