

永辉超市 (601933.SH)

商超龙头经营改善明显，持续全国扩张布局

买入

核心观点

2021年业绩承压，2022年一季度显著复苏好转。公司2021年实现营收910.62亿元，同比-2.29%，归母净利润亏损39.44亿元，受2020年高基数及外部业态冲击等多重因素影响而有所承压。2022年一季度营收同比+3.45%，归母净利润同比+2053.54%，扣非净利润同比+263.07%，受益外部竞争缓和、居民必选品类的囤货需求增加及自身经营改善等。

持续全国门店扩张，超市到家业务快速发展。展店方面，公司2021年新开75家门店，2022年一季度新开14家门店，门店数量合计超过1000家，覆盖全国29个省和直辖市。渠道结构看，公司积极把握超市到家消费趋势，2021年永辉超市线上实现销售额131.3亿元，“永辉生活”自营到家业务已覆盖1000家门店，实现销售额71亿元，同比增长21.1%。此外，公司不断强化供应链建设，2021年自有品牌销售额达26.5亿元，以及打造仓储会员店模式，2021年开业53家，获得可比同店32.9%的高增长。

2022年一季度各项财务指标向好，盈利能力提升。受行业竞争加剧影响，公司2021年综合毛利率同比-2.67pct至18.71%，销售费用率同比+1.7pct至18.26%，管理费用率同比较为平稳。2022年一季度，在外部业态冲击减弱及公司自身经营调整下，毛利率同比+1.08pct至21.28%，销售费用率同比-0.86pct至14.72%，净利率水平同比提升2.29pct。存货周转效率持续提升，2021年/2022年一季度存货周转天数分别同比-4.32天/-3.19天；现金流方面，公司2022年一季度实现经营性现金流净额25.89亿元，同比+80.02%。

风险提示：门店拓展不及预期；超市到家业务不及预期；外部业态冲击加大

投资建议：公司作为全国化经营的商超龙头，拥有领先的品牌认知度、生鲜供应链能力及全渠道运营能力，在社区团购等外部业态冲击减弱、公司自身的经营调整到位下，看好公司全年经营修复能力。新增公司2022-2024年归母净利润预测为8.21亿元/12.33亿元/15.52亿元，对应EPS分别为0.09元/0.14元/0.17元/股，对应PE分别为52x/35x/28x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	93,199.11	91,061.89	96,027.11	99,294.90	101,156.28
(+/-%)	9.80%	-2.29%	5.45%	3.40%	1.87%
净利润(百万元)	1794.47	-3943.87	821.39	1232.71	1552.20
(+/-%)	14.76%	-319.78%	120.83%	50.08%	25.92%
每股收益(元)	0.19	-0.43	0.09	0.14	0.17
EBIT Margin	2.11%	-2.16%	0.68%	0.78%	0.85%
净资产收益率(ROE)	9.27%	-37.00%	7.37%	10.37%	12.11%
市盈率(PE)	25.03	-10.86	52.15	34.75	27.60
EV/EBITDA	27.03	-140.26	85.34	85.26	85.78
市净率(PB)	2.32	4.02	3.84	3.60	3.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

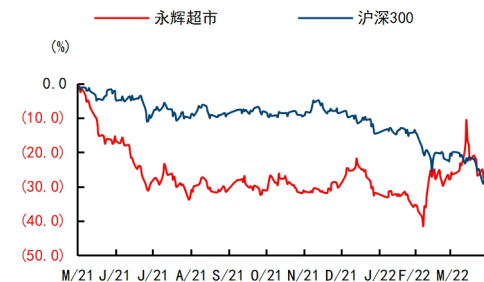
0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.43元
总市值/流通市值	40202/40202百万元
52周最高价/最低价	5.82/3.32元
近3个月日均成交额	489.29百万元

市场走势



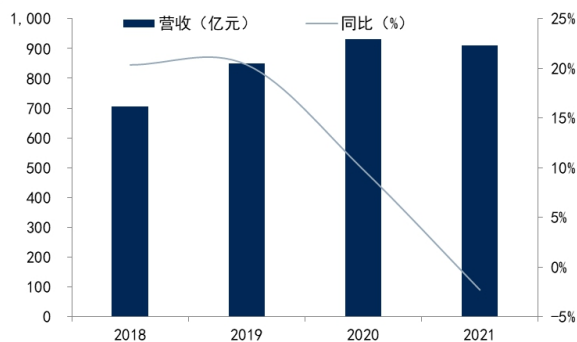
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《商超行业快评-短看疫情及通胀下同店表现，中长期把握龙头经营修复机遇》——2022-04-08
 《商贸零售行业2022年4月投资策略-关注供应链商超龙头，医美行业规范化利好上游龙头》——2022-04-06
 《商贸零售行业双周报(22年03期)-社零增速整体回升，关注疫情下商超同店表现》——2022-03-16

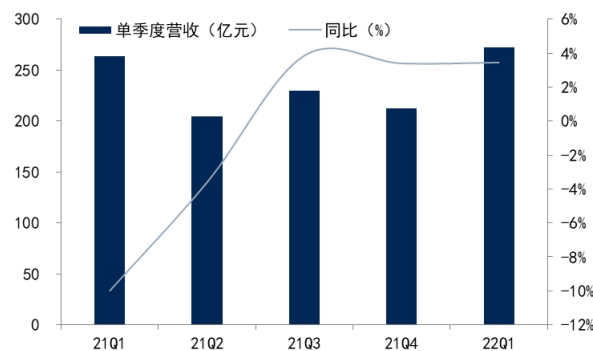
2021 年业绩承压，2022 年一季度显著复苏好转。公司 2021 年实现营收 910.62 亿元，同比-2.29%，归母净利润亏损 39.44 亿元，受 2020 年高基数及外部业态冲击等多重因素影响而有所承压。2022 年一季度营收同比+3.45%，归母净利润同比+2053.54%，扣非净利润同比+263.07%，受益外部竞争缓和、居民必选品类的囤货需求增加及自身经营改善等。

图1：永辉超市营业收入及增速（亿元、%）



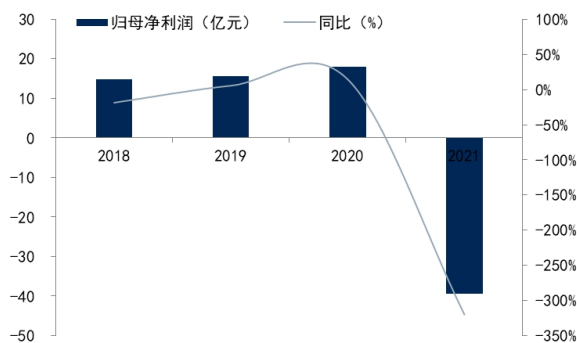
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：永辉超市单季营业收入及增速（亿元、%）



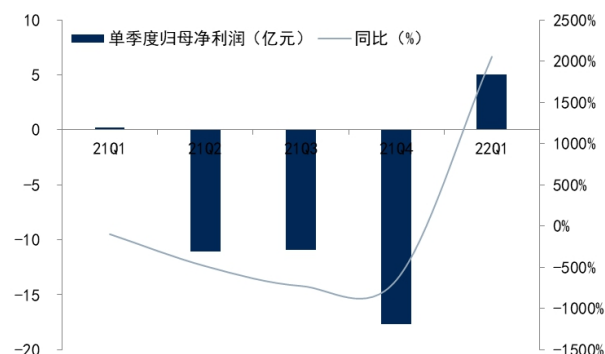
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：永辉超市归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：永辉超市单季归母净利润及增速（亿元、%）

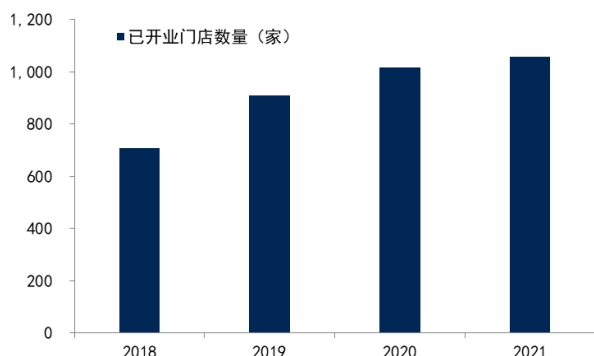


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续全国门店扩张，超市到家业务快速发展。展店方面，公司 2021 年新开 75 家门店，2022 年一季度新开 14 家门店，门店数量合计超过 1000 家，覆盖全国 29 个省和直辖市。渠道结构看，公司积极把握超市到家消费趋势，2021 年永辉超市线上实现销售额 131.3 亿元，“永辉生活”自营到家业务已覆盖 1000 家门店，实现销售额 71 亿元，同比增长 21.1%。第三方平台到家业务已覆盖 909 家门店，实现销售额 60.3 亿元，日均单量 17.3 万单。公司建立了仓端运营及配送管理标准，完成以标准统一、数字化管理、及工具赋能为核心到家仓复制，落地全国 441 家，优化服务体验，大幅提升履约准时率至 95.6% 以上。

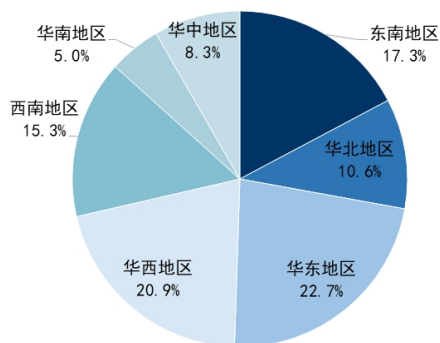
此外，公司强化供应链建设，2021 年自有品牌销售额达 26.5 亿元，以及打造仓储会员店模式，2021 年开业 53 家，获得可比同店 32.9% 的高增长。

图5: 永辉超市门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 永辉超市分区域收入占比 (%)

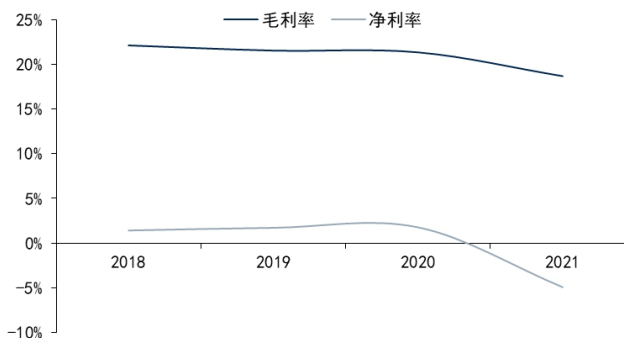


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2022 年一季度各项财务指标向好, 盈利能力提升。受行业竞争加剧影响, 公司 2021 年综合毛利率同比-2.67pct 至 18.71%, 销售费用率同比+1.7pct 至 18.26%, 管理费用率同比较为平稳。2022 年一季度, 在外部业态冲击减弱及公司自身经营调整下, 毛利率同比+1.08pct 至 21.28%, 销售费用率同比-0.86pct 至 14.72%, 净利率水平同比提升 2.29pct。

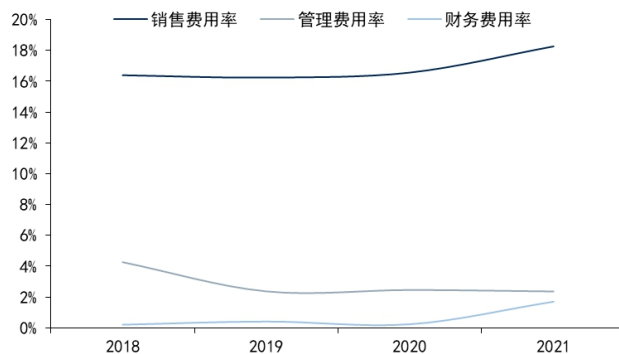
公司存货周转效率继续提升, 2021 年/2022 年一季度存货周转天数分别同比-4.32 天/-3.19 天; 现金流方面, 公司 2022 年一季度实现经营性现金流净额 25.89 亿元, 同比+80.02%。

图7: 永辉超市毛利率及净利率 (%)



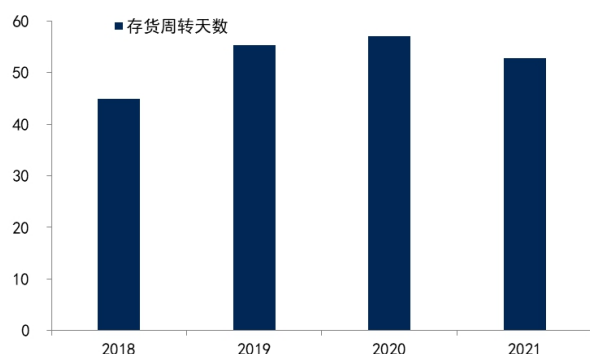
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 永辉超市费用率 (%)



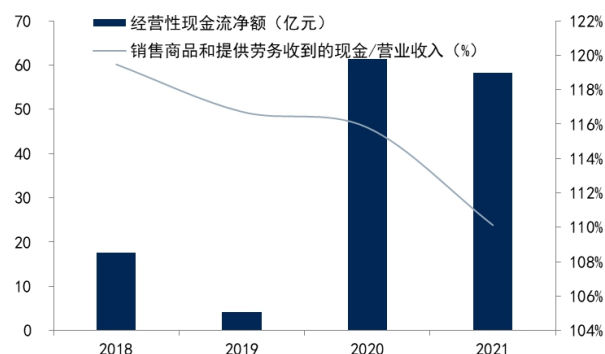
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：永辉超市存货周转天数（天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：永辉超市经营性现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为全国化经营的商超龙头，拥有领先的品牌认知度、生鲜供应链能力及全渠道运营能力，在社区团购等外部业态冲击减弱、公司自身的经营调整到位下，看好公司全年经营修复能力。新增公司 2022-2024 年归母净利润预测为 8.21 亿元/12.33 亿元/15.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.09 元/0.14 元/0.17 元/股，对应 PE 分别为 52x/35x/28x，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E			
603708	家家悦	12.69	77.21	0.70	-0.48	0.45	0.62	18.13	-	28.20	20.47	-13.58	0.15	买入
601933	永辉超市	4.72	428.34	0.19	-0.43	0.09	0.14	25.03	-	52.15	34.75	-37.00	0.98	买入
002419	天虹股份	6.87	80.30	0.21	0.19	0.30	0.25	32.71	36.16	22.90	27.48	5.65	0.44	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	12005	9163	23854	40982	55811	营业收入	93199	91062	96027	99295	101156
应收款项	1385	1219	1315	1360	1386	营业成本	73281	74027	76030	78609	80095
存货净额	10882	10791	10366	11777	11991	营业税金及附加	220	213	244	239	246
其他流动资产	8664	5938	960	993	1012	销售费用	15439	16630	16796	17300	17559
流动资产合计	33178	28714	37452	56046	71364	管理费用	2293	2155	2303	2370	2393
固定资产	5505	5056	6063	6554	6752	财务费用	223	1552	(65)	(754)	(1154)
无形资产及其他	1617	1525	1465	1405	1345	投资收益	(143)	192	0	0	0
投资性房地产	10448	31242	31242	31242	31242	资产减值及公允价值变动	1844	399	300	50	0
长期股权投资	5410	4774	4774	4774	4774	其他收入	(1160)	(1904)	0	0	0
资产总计	56158	71312	80996	100021	115476	营业利润	2285	(4828)	1020	1581	2017
短期借款及交易性金融负债	13890	13017	50	50	50	营业外净收支	(111)	106	100	100	100
应付款项	12514	12552	12440	12848	13081	利润总额	2174	(4722)	1120	1681	2117
其他流动负债	8490	8523	8872	9145	9286	所得税费用	521	(227)	168	252	317
流动负债合计	34893	34092	21362	22043	22417	少数股东损益	(141)	(551)	131	196	247
长期借款及应付债券	0	1021	1021	1021	1021	归属于母公司净利润	1794	(3944)	821	1233	1552
其他长期负债	871	25121	46946	64406	78374						
长期负债合计	871	26143	47967	65427	79395	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	35765	60234	69329	87471	101813	净利润	1794	(3944)	821	1233	1552
少数股东权益	1042	419	514	659	841	资产减值准备	367	85	196	68	40
股东权益	19351	10659	11152	11891	12823	折旧摊销	1018	1228	659	751	823
负债和股东权益总计	56158	71312	80996	100021	115476	公允价值变动损失	(1844)	(399)	(300)	(50)	0
						财务费用	223	1552	(65)	(754)	(1154)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1976	6595	27565	16721	14124
每股收益	0.19	(0.43)	0.09	0.14	0.17	其它	(385)	(713)	(100)	77	142
每股红利	0.16	0.06	0.04	0.05	0.07	经营活动现金流	2926	2852	28841	18800	16681
每股净资产	2.03	1.17	1.23	1.31	1.41	资本开支	0	(997)	(1501)	(1201)	(1001)
ROIC	6%	-7%	11%	-5%	-3%	其它投资现金流	782	(1361)	647	23	(231)
ROE	9%	-37%	7%	10%	12%	投资活动现金流	1259	(1722)	(854)	(1178)	(1232)
毛利率	21%	19%	21%	21%	21%	权益性融资	354	50	0	0	0
EBIT Margin	2%	-2%	1%	1%	1%	负债净变化	0	1021	0	0	0
EBITDA Margin	3%	-1%	1%	2%	2%	支付股利、利息	(1562)	(555)	(329)	(493)	(621)
收入增长	10%	-2%	5%	3%	2%	其它融资现金流	3462	(4954)	(12967)	0	0
净利润增长率	15%	-320%	-121%	50%	26%	融资活动现金流	692	(3972)	(13296)	(493)	(621)
资产负债率	66%	85%	86%	88%	89%	现金净变动	4877	(2842)	14691	17128	14829
息率	3.5%	1.3%	0.8%	1.2%	1.4%	货币资金的期初余额	7129	12005	9163	23854	40982
P/E	25.0	(10.9)	52.1	34.7	27.6	货币资金的期末余额	12005	9163	23854	40982	55811
P/B	2.3	4.0	3.8	3.6	3.3	企业自由现金流	4490	4957	27280	16932	14680
EV/EBITDA	27.0	(140.3)	85.3	85.3	85.8	权益自由现金流	7952	1024	14368	17572	15660

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032