

永辉超市 (601933.SH)

扣非净利润扭亏为盈，线上业务稳健增长

增持

核心观点

营收同比增长 4%，扣非净利润扭亏为盈。公司 2022 上半年营收 487.32 亿元，同比+4.07%，归母净利润亏损 1.12 亿元，扣非净利润 0.94 亿元，实现扭亏为盈，略优于此前业绩预告水平，其中非经损失主要系持有的金龙鱼与 KT 因股价下跌确认 4.36 亿元公允价值变动损失。分季度看，公司二季度营收 214.88 亿元，同比+4.86%，增速较 Q1 提升 1.41pct，归母净利润亏损 6.14 亿元，扣非净利润亏损 5.34 亿元，主要受到疫情反复等因素影响。

到家业务发展优异，新增 20 家超市门店。分业务看，公司上半年线上业务营收 75.9 亿元，同比增长 11.5%，整体亏损率 1.6%，较上年大幅减亏，主要得益于上半年商品力和运营效率的持续改善。具体来看，公司“永辉生活”自营到家业务已覆盖 992 家永辉生活门店，实现销售额 40.2 亿元，同比增长 9.2%，日均单量 29.2 万单，月平均复购率达到 51.2%。展店方面，公司上半年新增超市门店 20 家，其中一家系 mini 店转型为超市卖场，已开业门店合计 1060 家，覆盖全国 29 个省和直辖市。

综合毛利率提升 1.53pct，费用率逐步优化。公司 2022 上半年实现毛利率 20.35%，同比提升 1.53pct，在外部业态冲击减弱及疫情下居民囤货需求增长情况下表现较好。销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 16.05%/1.84%/0.5%，分别同比-1.12pct/-0.35pct/+0.28pct，总体费用率逐步优化，其中研发费用率提升主要系上半年科技投入增加等。存货周转天数 42.72 天，同比基本稳定；经营性现金流净额 43.11 亿元，同比+13.32%。

风险提示：外部业态冲击加大；超市到家业务不及预期；门店拓展不及预期。

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，上半年实现了显著的经营改善。在社区团购等外部新兴业态冲击减弱，以及公司自身商品力和运营效率的持续改善，全年经营修复有望延续。考虑到公司上半年已确认 4.36 亿元的公允价值变动损失影响，以及疫情反复对公司经营带来的影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 5.56 亿元/11.09 亿元/13.68 亿元（前值分别为 8.21 亿元/12.33 亿元/15.52 亿元），EPS 分别为 0.06/0.12/0.15 元，对应 PE 分别为 56x/28x/23x，下调评级至“增持”。

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	556.08	1108.89	1368.29
(+/-%)	14.76%	-319.78%	114.10%	99.41%	23.39%
每股收益(元)	0.19	-0.43	0.06	0.12	0.15
EBIT Margin	2.11%	-2.16%	1.07%	0.75%	0.70%
净资产收益率 (ROE)	9.27%	-37.00%	5.06%	9.51%	10.96%
市盈率 (PE)	18.30	-7.94	56.30	28.23	22.88
EV/EBITDA	22.98	-124.58	59.79	79.18	87.17
市净率 (PB)	1.70	2.94	2.85	2.69	2.51

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 **联系人：柳旭**
 021-60933168 0755-81981311
 zhangjh@guosen.com.cn liuxu1@guosen.com.cn
 S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	3.45 元
总市值/流通市值	31309/31309 百万元
52 周最高价/最低价	5.22/3.31 元
近 3 个月日均成交额	270.32 百万元

市场走势



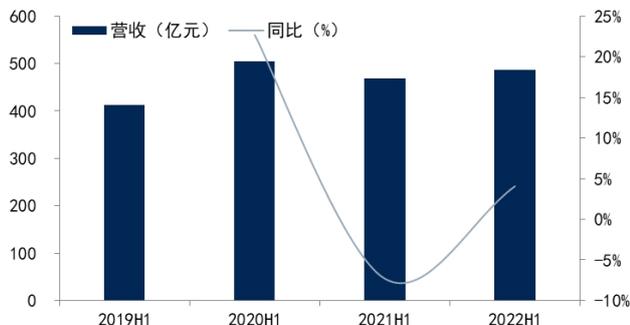
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《永辉超市 (601933.SH) - 商超龙头经营改善明显，持续全国扩张布局》——2022-05-05
- 《永辉超市-601933-2020 年中报点评：云超主业表现稳健，云创回归期待全渠道发力》——2020-08-31
- 《永辉超市-601933-2019 年年报暨 2020 年一季报点评：加速展店完善全国布局，Q1 疫情下彰显龙头实力》——2020-04-30
- 《永辉超市-601933-2019 年三季报点评：经营稳健，维持高速展店》——2019-11-01
- 《永辉超市-601933-2019 年中报点评：同店靓丽，盈利能力修复》——2019-08-29

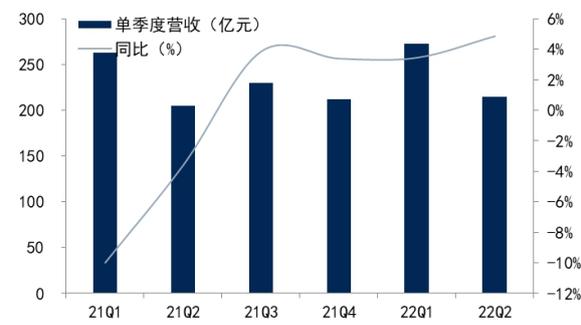
业绩情况:公司 2022 上半年营收 487.32 亿元,同比+4.07%,归母净利润亏损 1.12 亿元,扣非净利润 0.94 亿元,实现扭亏为盈,略优于此前业绩预告水平,其中非经损失主要系持有的金龙鱼与 KT 因股价下跌确认 4.36 亿元公允价值变动损失。分季度看,公司二季度营收 214.88 亿元,同比+4.86%,增速较 Q1+1.41pct,归母净利润亏损 6.14 亿元,扣非净利润亏损 5.34 亿元,受到疫情反复等因素影响。

图1:永辉超市营业收入及增速(单位:亿元、%)



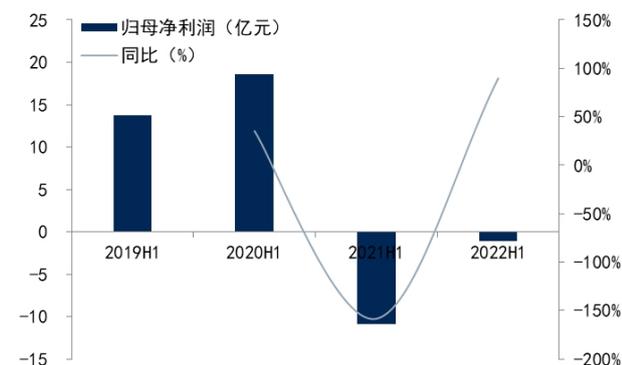
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2:永辉超市单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



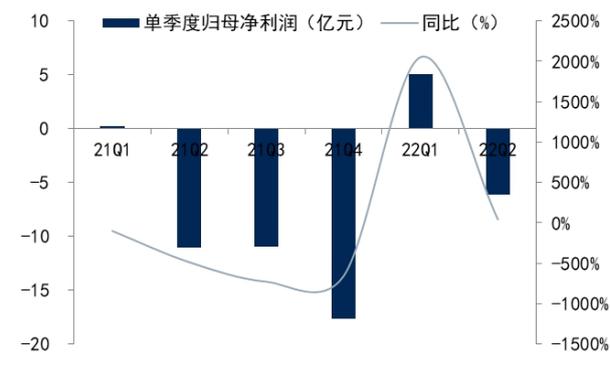
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3:永辉超市归母净利润及增速(单位: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(单位:亿元、%)

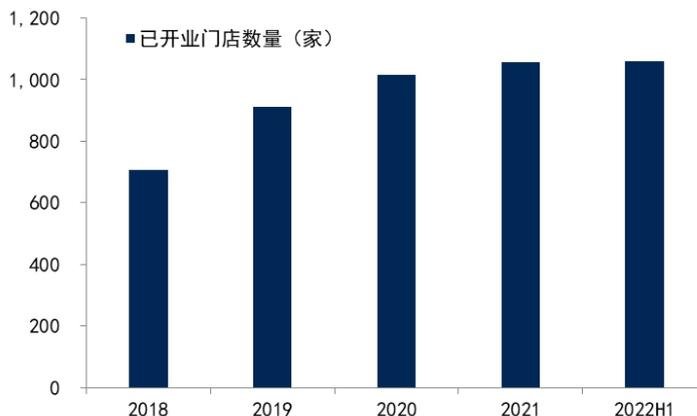


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆及展店情况:分业务看,公司上半年线上业务营收 75.9 亿元,同比增长 11.5%,整体亏损率 1.6%,较上年大幅减亏,主要得益于上半年商品力和运营效率的持续改善。具体来看,公司“永辉生活”自营到家业务已覆盖 992 家永辉生活门店,实现销售额 40.2 亿元,同比增长 9.2%,日均单量 29.2 万单,月平均复购率达到 51.2%。此外,第三方平台到家业务已覆盖 918 家门店(以京东为准),实现销售额 34.85 亿元(含其他收入),日均单量 19.9 万单。

展店方面,公司上半年新增超市门店 20 家,其中一家系 mini 店转型为超市卖场,同时关闭调整超市门店 17 家,其中已开业门店合计 1060 家,覆盖全国 29 个省和直辖市。

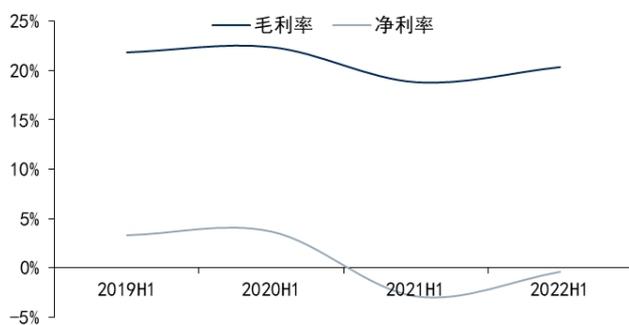
图5: 永辉超市门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

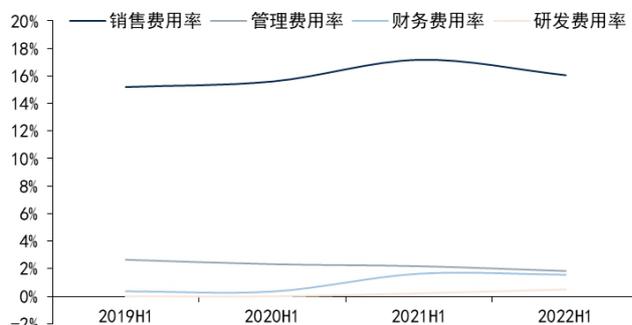
财务分析: 公司 2022 上半年实现毛利率 20.35%，同比提升 1.53pct，在外部业态冲击减弱及疫情下居民国货需求增长情况下表现较好。销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 16.05%/1.84%/0.5%，分别同比-1.12pct/-0.35pct/+0.28pct，总体费用率逐步优化，其中研发费用率提升主要系上半年科技投入增加等。存货周转天数 42.72 天，同比基本稳定；经营性现金流净额 43.11 亿元，同比+13.32%。

图6: 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7: 永辉超市费用率情况 (%)



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，上半年实现了显著的经营改善。在社区团购等外部新业态冲击减弱，以及公司自身商品力和运营效率的持续改善，看好公司全年的经营修复。考虑到公司上半年已确认 4.36 亿元的公允价值变动损失及下半年毛利率有望进一步改善，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 5.56 亿元/11.09 亿元/13.68 亿元（前值分别为 8.21 亿元/12.33 亿元/15.52 亿元），EPS 分别为 0.06/0.12/0.15 元，对应 PE 分别为 56x/28x/23x，下调至“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2022-08-26	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
603708	家家悦	11.58	70.45	-0.48	0.50	0.67	0.85	-	23.06	17.27	13.70	-	0.11	买入
601933	永辉超市	3.45	313.09	-0.43	0.06	0.12	0.15	-	56.30	28.23	22.88	-	0.49	增持
002419	天虹股份	5.84	68.26	0.19	0.23	0.23	0.28	32.48	25.39	25.39	20.86	5.65	1.52	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：家家悦为Wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	12005	9163	24248	41370	56077	营业收入	93199	91062	96027	99295	101156
应收款项	1385	1219	1315	1360	1386	营业成本	73281	74027	75668	78154	79631
存货净额	10882	10791	10317	11709	11922	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	16546	17539	17890
流动资产合计	33178	28714	37797	56365	71560	管理费用	2293	2155	2547	2614	2685
固定资产	5505	5056	5434	5885	6084	财务费用	223	1552	(70)	(764)	(1162)
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	(434)	0	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	80712	99670	115004	营业利润	2285	(4828)	658	1512	1866
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	0	0
应付款项	12514	12552	12380	12773	13005	利润总额	2174	(4722)	758	1512	1866
其他流动负债	8490	8523	8838	9148	9301	所得税费用	521	(227)	114	227	280
流动负债合计	34893	34092	21268	21971	22356	少数股东损益	(141)	(551)	88	176	218
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)	556	1109	1368
其他长期负债	871	25121	46946	64406	78374	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	871	26143	47967	65427	79395	净利润	1794	(3944)	556	1109	1368
负债合计	35765	60234	69236	87399	101752	资产减值准备	367	85	91	59	40
少数股东权益	1042	419	484	614	774	折旧摊销	1018	1228	659	751	822
股东权益	19351	10659	10992	11658	12479	公允价值变动损失	(1844)	(399)	434	0	0
负债和股东权益总计	56158	71312	80712	99670	115004	财务费用	223	1552	(70)	(764)	(1162)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1976	6595	27416	16753	14136
每股收益	0.19	(0.43)	0.06	0.12	0.15	其它	(385)	(713)	(26)	71	121
每股红利	0.16	0.06	0.02	0.05	0.06	经营活动现金流	2926	2852	29130	18743	16486
每股净资产	2.03	1.17	1.21	1.28	1.38	资本开支	0	(997)	(1501)	(1201)	(1001)
ROIC	6%	-7%	17%	-4%	-2%	其它投资现金流	782	(1361)	647	23	(231)
ROE	9%	-37%	5%	10%	11%	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%	2%	2%	2%	支付股利、利息	(1562)	(555)	(222)	(444)	(547)
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%	-114%	99%	23%	融资活动现金流	692	(3972)	(13190)	(444)	(547)
资产负债率	66%	85%	86%	88%	89%	现金净变动	4877	(2842)	15085	17121	14708
息率	4.8%	1.8%	0.7%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	7129	12005	9163	24248	41370
P/E	18.3	(7.9)	56.3	28.2	22.9	货币资金的期末余额	12005	9163	24248	41370	56077
P/B	1.7	2.9	2.8	2.7	2.5	企业自由现金流	4490	4957	27443	16939	14555
EV/EBITDA	23.0	(124.6)	59.8	79.2	87.2	权益自由现金流	7952	1024	14535	17588	15543

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