

公司研究

竞争格局有所改善，公允价值变动亏损较大

——永辉超市（601933.SH）2022年三季度报点评

要点

公司 1-3Q2022 营收同比增长 1.53%，实现归母净利润-8.87 亿元

10月28日，公司公布2022年三季度报：1-3Q2022实现营业收入709.07亿元，同比增长1.53%，实现归母净利润-8.87亿元，折合成全面摊薄EPS为-0.10元，实现扣非归母净利润-6.42亿元。

单季度拆分来看，3Q2022实现营业收入221.75亿元，同比减少3.62%，实现归母净利润-7.75亿元，折合成全面摊薄EPS为-0.09元，实现扣非归母净利润-7.37亿元。

公司 1-3Q2022 综合毛利率上升 1.19 个百分点，期间费用率下降 0.87 个百分点

1-3Q2022公司综合毛利率为19.94%，同比上升1.19个百分点。单季度拆分来看，3Q2022公司综合毛利率为19.03%，同比上升0.43个百分点。

1-3Q2022公司期间费用率为20.96%，同比下降0.87个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为16.80%/2.01%/1.64%/0.52%，同比分别变化-0.83/-0.26/-0.03/+0.24个百分点。3Q2022公司期间费用率为23.17%，同比上升0.10个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为18.43%/2.39%/1.78%/0.56%，同比分别变化-0.10/-0.04/+0.09/+0.16个百分点。

线下门店有序拓展，积极开展各类营销活动

1-3Q2022公司所面临的外部市场竞争环境有所好转，1-3Q2022公司实现营业收入与综合毛利率的双重增长。在门店拓展方面，3Q2022公司在全国新开12家门店，新签约2家门店，线上业务方面，1-3Q2022公司线上销售额116亿元，同比增长16.35%；“永辉生活”自营到家业务已覆盖987家门店，实现销售额63亿元，同比增长17.32%，日均单量31万单，月平均复购率为51.7%；第三方平台到家业务已覆盖915家门店，实现销售额53亿元，日均单量21万单。

下调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩低于预期，主要是由于3Q2022公司持有的金融资产公允价值下跌，受KT（Karman Topco，韩国电信）股价下跌的影响，3Q2022公司确认了5.21亿公允价值变动亏损。考虑到公司公允价值变动损益的不稳定性，我们下调对公司2022/2023/2024年EPS的预测至-0.14/0.03/0.07元（原预测值为0.04/0.07/0.08元）。公司竞争格局有所改善，到家业务进展顺利，维持“增持”评级。

风险提示：公司仓储会员店收入利润不达预期，社区团购业态冲击。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	93,199	91,062	92,835	97,518	100,686
营业收入增长率	9.80%	-2.29%	1.95%	5.04%	3.25%
净利润（百万元）	1,794	-3,944	-1,278	284	616
净利润增长率	14.76%	-319.78%	NA	NA	116.87%
EPS（元）	0.20	-0.43	-0.14	0.03	0.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.27%	-37.00%	-13.89%	3.00%	6.10%
P/E	15	NA	NA	94	43
P/B	1.5	2.5	2.9	2.8	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-28；公司股本由2020年的95.16亿股变为2021年的90.75亿股

增持（维持）

当前价：2.95元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	90.75
总市值(亿元)	267.71
一年最低/最高(元)	2.95/5.20
近3月换手率	29.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.59	-0.47	3.62
绝对	-8.10	-16.67	-23.21

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预告，到家业务进展顺利——永辉超市（601933.SH）2022年半年报点评（2022-08-26）

业绩低于预期，毛利率和费用率仍有改善空间——永辉超市（601933.SH）2022年半年度业绩预告点评（2022-07-14）

业绩超预期，1Q2022公司盈利能力改善明显——永辉超市（601933.SH）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-30）

表 1: 1-3Q2022 公司主营业务分地区情况

分地区	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
东南地区	108.85	-2.92	15.16	增加 1.52 个百分点
华北地区	71.44	4.25	15.44	增加 2.08 个百分点
华东地区	152.78	2.76	15.08	增加 1.92 个百分点
华西地区	138.04	2.00	13.58	增加 0.44 个百分点
西南地区	103.96	4.60	14.37	增加 0.19 个百分点
华南地区	31.04	-6.03	15.37	增加 1.85 个百分点
华中地区	54.72	0.64	13.00	增加 0.77 个百分点
合计	660.84	1.44	14.55	增加 1.19 个百分点

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: 地区分布如下: 1) 东南地区: 闽、赣; 2) 华北地区: 京、津、冀 (上半区)、辽、吉、黑、蒙; 3) 华东地区: 江、浙、沪、徽; 4) 华西地区: 渝、黔、滇、鄂、湘; 5) 西南地区: 川、藏、陕、甘、青、宁; 6) 华南地区: 粤、桂; 7) 华中地区: 晋、冀 (下半区)、鲁、豫。

表 2: 公司 3Q2022 归母净利润为-77478.75 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润同比增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润同比增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
2Q2020	28608.25	16.56	0.03	10462.57	-35.82	0.01	18145.68
3Q2020	17478.99	3.45	0.02	12499.03	18.05	0.01	4979.96
4Q2020	-23390.56	NA	-0.03	-93923.19	NA	-0.10	70532.63
1Q2021	2331.84	-98.51	0.00	17291.00	-86.59	0.02	-14959.15
2Q2021	-110601.69	NA	-0.12	-109802.66	NA	-0.12	-799.03
3Q2021	-109516.09	NA	-0.12	-90308.43	NA	-0.10	-19207.66
4Q2021	-176601.25	NA	-0.19	-200497.06	NA	-0.22	23895.81
1Q2022	50217.31	2053.54	0.06	62778.28	263.07	0.07	-12560.97
2Q2022	-61394.67	NA	-0.07	-53368.40	NA	-0.06	-8026.28
3Q2022	-77478.75	NA	-0.09	-73653.33	NA	-0.08	-3825.42
TTM	-265257.36	NA	-0.29	-264740.50	NA	-0.29	-516.86

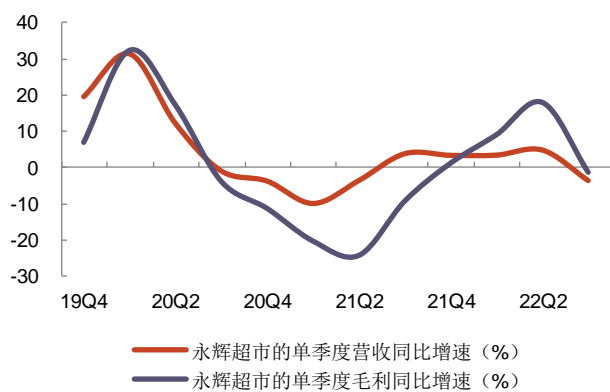
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

表 3: 公司 3Q2022 净利率较上年同期上升 1.27 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
2Q2020	2125928.59	12.24	21.72	0.91	20.52	1.35	0.05
3Q2020	2215378.53	-0.95	21.31	-0.66	20.15	0.79	0.03
4Q2020	2052945.46	-3.77	18.99	-1.63	20.73	-1.14	-1.26
1Q2021	2633447.95	-9.99	20.20	-2.64	19.47	0.09	-5.27
2Q2021	2049261.70	-3.61	17.05	-4.68	23.49	-5.40	-6.74
3Q2021	2300815.66	3.86	18.60	-2.71	23.07	-4.76	-5.55
4Q2021	2122664.13	3.40	18.58	-0.41	25.98	-8.32	-7.18
1Q2022	2724328.40	3.45	21.28	1.08	18.32	1.84	1.75
2Q2022	2148834.68	4.86	19.17	2.12	22.04	-2.86	2.54
3Q2022	2217530.46	-3.62	19.03	0.43	23.17	-3.49	1.27
TTM	9213357.67	1.96	19.62	0.82	22.12	-2.88	-0.21

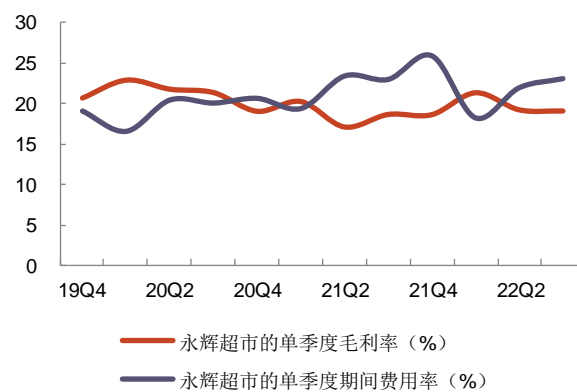
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q4-2022Q3)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q4-2022Q3)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	93,199	91,062	92,835	97,518	100,686
营业成本	73,281	74,027	74,630	77,456	79,651
折旧和摊销	1,018	1,228	1,758	1,801	1,850
税金及附加	220	213	217	228	235
销售费用	15,439	16,630	16,525	16,968	17,419
管理费用	2,293	2,155	2,200	2,243	2,316
研发费用	0	428	483	507	503
财务费用	223	1,552	548	601	617
投资收益	-143	192	0	0	0
营业利润	2,285	-4,828	-2,621	-438	5
利润总额	2,174	-4,722	-2,371	-288	155
所得税	521	-227	-593	-72	39
净利润	1,653	-4,495	-1,778	-216	116
少数股东损益	-141	-551	-500	-500	-500
归属母公司净利润	1,794	-3,944	-1,278	284	616
EPS(元)	0.20	-0.43	-0.14	0.03	0.07

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,140	5,827	1,779	2,412	2,705
净利润	1,794	-3,944	-1,278	284	616
折旧摊销	1,018	1,228	1,758	1,801	1,850
净营运资金增加	-1,480	-3,226	-48	293	235
其他	4,807	11,768	1,347	33	3
投资活动产生现金流	-2,171	-915	-3,050	-2,075	-2,050
净资本支出	-2,080	-2,004	-2,050	-2,050	-2,050
长期投资变化	5,410	4,774	0	0	0
其他资产变化	-5,501	-3,685	-1,000	-25	0
融资活动现金流	106	-6,856	1,391	132	-338
股本变化	-54	-441	0	0	0
债务净变化	3,077	148	2,120	733	279
无息负债变化	790	24,321	722	507	347
净现金流	4,073	-1,944	120	468	317

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	21.4%	18.7%	19.6%	20.6%	20.9%
EBITDA 率	5.0%	0.5%	0.7%	2.1%	2.5%
EBIT 率	3.2%	-1.6%	-1.2%	0.2%	0.7%
税前净利润率	2.3%	-5.2%	-2.6%	-0.3%	0.2%
归母净利润率	1.9%	-4.3%	-1.4%	0.3%	0.6%
ROA	2.9%	-6.3%	-2.5%	-0.3%	0.2%
ROE (摊薄)	9.3%	-37.0%	-13.9%	3.0%	6.1%
经营性 ROIC	11.3%	-9.5%	-5.8%	1.1%	3.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	64%	84%	87%	88%	88%
流动比率	0.95	0.84	0.79	0.79	0.79
速动比率	0.64	0.53	0.49	0.49	0.50
归母权益/有息债务	1.39	0.76	0.57	0.56	0.59
有形资产/有息债务	3.62	4.65	4.10	3.98	3.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	56,158	71,312	72,194	73,219	73,961
货币资金	12,005	9,163	9,284	9,752	10,069
交易性金融资产	241	1,561	1,561	1,511	1,471
应收账款	447	477	464	488	503
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	938	742	929	975	1,007
存货	10,882	10,791	11,045	11,231	11,390
其他流动资产	6,196	3,966	3,966	3,966	3,966
流动资产合计	33,178	28,714	29,305	30,055	30,598
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	5,410	4,774	4,774	4,774	4,774
固定资产	5,310	4,646	5,893	7,087	8,213
在建工程	194	410	608	756	867
无形资产	1,617	1,525	1,472	1,422	1,376
商誉	121	4	4	4	4
其他非流动资产	202	246	246	246	246
非流动资产合计	22,979	42,597	42,890	43,163	43,363
总负债	35,765	60,234	63,076	64,317	64,943
短期借款	13,890	10,948	13,068	13,801	14,080
应付账款	12,514	12,519	12,687	13,167	13,541
应付票据	0	33	30	31	32
预收账款	197	200	186	195	201
其他流动负债	322	387	387	387	387
流动负债合计	34,893	34,092	36,907	38,147	38,773
长期借款	0	1,021	1,021	1,021	1,021
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	255	122	122	122	122
非流动负债合计	871	26,143	26,170	26,170	26,170
股东权益	20,393	11,077	9,118	8,902	9,018
股本	9,516	9,075	9,075	9,075	9,075
公积金	7,958	5,380	5,380	5,408	5,470
未分配利润	3,887	-3,798	-5,257	-5,002	-4,447
归属母公司权益	19,351	10,659	9,199	9,483	10,100
少数股东权益	1,042	419	-81	-581	-1,081

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	16.57%	18.26%	17.80%	17.40%	17.30%
管理费用率	2.46%	2.37%	2.37%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.24%	1.70%	0.59%	0.62%	0.61%
研发费用率	0.00%	0.47%	0.52%	0.52%	0.50%
所得税率	24%	5%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.65	0.64	0.20	0.27	0.30
每股净资产	2.03	1.17	1.01	1.04	1.11
每股销售收入	9.79	10.03	10.23	10.75	11.09

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	15	NA	NA	94	43
PB	1.5	2.5	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	8.9	-172.9	57.2	17.8	14.0
股息率	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE