

名创优品 (09896.HK)

收购永辉超市 29.4%股权，线下零售巨头协同发展

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001
证券分析师：孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn 执证编码：S0980523090004

事项：

9月23日，公司公告通过其全资子公司广东骏才国际拟将以62.7亿元现金收购牛奶公司、京东世贸和宿迁涵邦(京东一致行动人)所持有的永辉超市29.4%的股权，成为永辉超市第一大股东。

国信零售观点：公司收购永辉超市成为大股东后，两大零售巨头有望远期在战略协同下实现线下零售格局重塑，但永辉超市目前处于调整转型期，业绩的不确定性存在拖累名创财务报表端业绩的可能性，近期名创股价走势也反映出此部分市场的悲观预期。我们认为，短期来看，公司核心发展仍将聚焦特色零售主业，其未来5年发展指引未变，未来产品IP化及海外扩张节奏明确；而中长期来看，对于永辉的收购有望赋能名创主业国内业务门店开店发展，扩大公司在线下零售影响力，而永辉自身的调改也在有序推进，未来若重回增长后也将为公司带来增长增量。考虑到本次收购将在明年上半年完成，不对公司今年利润产生影响，同时后续需跟踪观察永辉调改成效，因此我们暂不考虑投资收益带来影响，维持公司2024-2026年归母净利润为27.55/33.30/39.58亿元，对应PE为11/9/8x，维持“优大于市”评级。

评论：

◆ 公司公告以62.7亿现金收购永辉超市29.4%股权，成为第一大股东

9月23日，公司公告通过其全资子公司广东骏才国际拟将以62.7亿元现金收购牛奶公司、京东世贸和宿迁涵邦(京东一致行动人)所持有的永辉超市29.4%股权，成为永辉超市第一大股东。公司拟以2.35元/股进行收购，较前一日收盘价溢价3.1%，较前20个交易日的成交量加权平均价溢价3.5%，与市场同类项目平均溢价水平较为一致。同时公司拟通过商业银行获取不低于40亿的低成本融资，在目前账面现金约70亿及有息负债640万下，预计整体现金流仍处于健康态势。

表1：永辉本次股份转让情况

股东名称	本次权益变动前		本次权益变动后		总金额（亿）	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例	人民币	港元
牛奶公司	1913135376	21.08%			44.96	49.59
京东世贸	633658197	6.98%	266431001	2.94%	8.63	9.52
宿迁涵邦	387772804	4.27%			9.11	10.05
骏才国际			2668135376	29.40%	62.70	69.16

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司预计将于2025年上半年完成收购交易，公司预计不会控制永辉董事会的多数席位，因此名创将不为永辉超市实控人，永辉超市仍以现有管理团队进行独立运营。因此收购完成后，预计永辉超市将不纳入公司合并报表中，以权益法投资收益进行核算；同时而后续名创现有管理层核心精力仍聚焦于名创主业经营，未来5年主业指引仍维持收入复合增速不低于20%，净利润复合增速不低于收入增速不变。

◆ 永辉超市为国内超市龙头，在胖东来调改下单店销售业绩快速提升

永辉超市为国内超市龙头企业，截至目前，永辉拥有门店约 850 家，涉及全国超过 25 个省份及直辖市，位列中国百强超市第二。

从其历史财务数据来看，2007-2020 年公司收入/净利润年复合增长分别达 28%/22%，依托整体良好消费环境以及公司自身龙头优势实现业绩快速提升。而 2021 年受到疫情影响、会计准则调整及自身经营等多方面因素，公司收入开始下滑，利润出现亏损，2021 年公司归母净亏损高达 39.4 亿。随着宏观环境不断弱复苏，叠加公司经营持续优化，2021-2023 年公司收入端虽仍持续下滑，但亏损幅度逐渐收窄。而从今年上半年来看，公司实现收入 377.8 亿/yoy-10.1%；归母净利润 2.75 亿/yoy-26.3%，其中非流动资产处置收益高达 2.1 亿，扣非归母净利为 2986 万/yoy-69.9%。

图1：永辉超市近年收入及增速

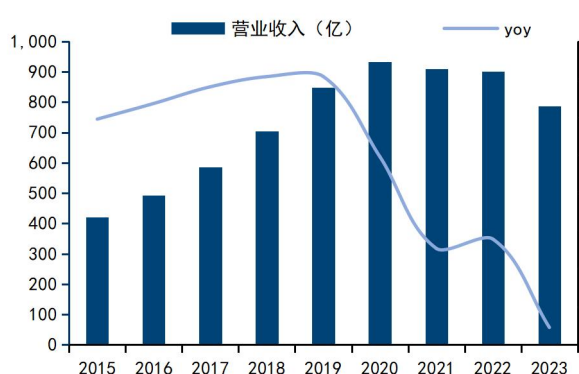
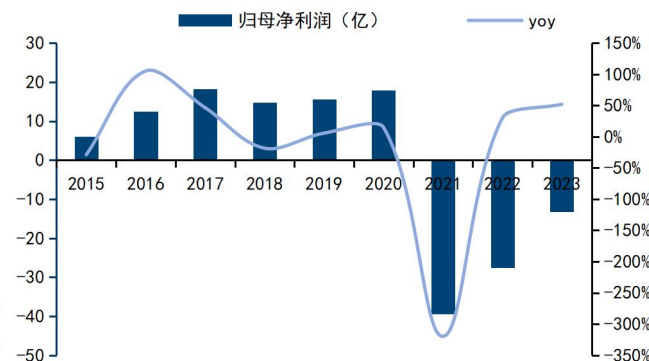


图2：永辉超市近年归母净利润及增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

今年开始，永辉正积极推动旗下门店调改，主要依托胖东来公司的协助帮扶。胖东来作为线下零售的顶尖优异企业，以稳定成熟的供应链体系打造出的高质低价产品深受消费者青睐，叠加高品质的门店服务和温馨的员工关怀制度，积累了较高社会关注。同时在公司自身业绩也在线下商超行业中极为亮眼，据联商网报道，胖东来集团 2023 年预计销售收入超 100 亿元。

在胖东来的调改下，永辉超市单门店业绩实现快速提升。自今年 6 月以来，目前永辉超市旗下已有 6 家门店完成调改，首批郑州三家门店在胖东来帮扶下完成调改，其中郑州信万广场店/郑州瀚海海尚店单日业绩较调改前分别增长 13.9/8.2 倍，而永辉自身在进行相关经验学习后，开始进行门店自主调改，目前已完成对西安中贸广场店、合肥东风大道店和永辉福州公园道店三家门店转型改造，其中西安和福州店较调改前单日销售额分别增长 7.5/5 倍，同时公司后续也将持续调改现有门店，加速转型步伐。

◆ 短期对公司报表利润影响存在不确定性，中长期来看有实现双赢可能

公司此次收购是扩大其在中国线下零售市场影响力的战略举措，在目前现有 IP 零售业务持续稳健发展的同时，意图将永辉通过胖东来模式打造成中国式山姆、costco 业态，实现特色零售和低价零售双驱轮动。同时此次收购能够利用双方优势进行战略协同，完成对于双方渠道和供应链的升级改造。

- 1) 渠道方面，名创有望借助永辉超市目前门店地理位置优势，获取优异门店点位。目前永辉超市约有 850 家门店，仅一半左右方圆 2 公里存在名创门店，名创门店仍有提升空间，同时改造后永辉门店的大量客流也有望提振周边名创单店销售。
- 2) 供应链方面，目前永辉超市自有产品占比仅个位数，而名创作为全球最大自有品牌生活家居综合零售商，在开发自主品牌、设计及 IP 产品方面经验丰富，有望协助永辉以较低成本开发更优质的自主品牌产品，提升差异化竞争能力。

但同时考虑到永辉过去业绩的不稳定，收购完成后对公司明年报表业绩可能带来不确定性。**为了测算明年永辉业绩对名创财务端影响，我们进行以下敏感性分析：**乐观假设下，我们预计 2025 年永辉恢复至 2019 年同期水平，即扣非后实现归母净利 10.61 亿；中性假设下，我们取 wind 一致预期，预计 2025 年永辉实现归母净利 3.8 亿；悲观假设下，我们预计 2025 年永辉净利润仍处于亏损状态，亏损水平与 2023 年保持一致，即实现扣非归母净利-19.8 亿。需要说明的是上述不同情景之间利润影响偏差较大，一定程度上取决于永辉主业调整效果及对亏损业态的处置节奏，上述均有较大不确定性。同时我们维持此前关于名创主业盈利预测不变，得到如下结果：

表2：永辉超市业绩对名创 2025 年财务报表端敏感性分析

	乐观预期	中性预期	悲观预期
永辉超市 2025 年归母净利润（亿）	10.61	3.8	-19.8
名创优品享有投资收益（亿）	3.1	1.1	-5.8
名创优品 2025 年主业净利润	33.3	33.3	33.3
名创优品 2025 年报表口径净利润	36.4	34.4	27.5
永辉超市投资收益对总净利润贡献比例	8.5%	3%	-17.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

公司收购永辉超市成为大股东后，两大零售巨头有望远期在战略协同下实现线下零售格局重塑，但永辉超市目前处于调整转型期，业绩的不确定性存在拖累名创财务报表端业绩的可能性，近期名创股价走势也反映出此部分市场悲观预期。我们认为，短期来看，公司核心发展仍将聚焦特色零售主业，其未来 5 年发展指引未变，未来产品 IP 化及海外扩张节奏明确；而中长期来看，对于永辉的收购有望赋能名创主业国内业务门店开店发展，扩大公司在线下零售影响力，而永辉自身的调改也在有序推进，未来若重回增长后也将为公司带来增长增量。考虑到本次收购将在明年上半年完成，不对公司今年利润产生影响，同时后续需跟踪观察永辉调改成效，因此我们暂不考虑投资收益带来影响，维持公司 2024-2026 年归母净利润为 27.55/33.30/39.58 亿元，对应 PE 为 11/9/8x，维持“优大于市”评级。

表3：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2024/9/24	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024/9/24
9896.HK	名创优品	优于大市	25.05	1.40	2.05	2.52	21.77	11.08	9.00	315
9992.HK	泡泡玛特	优于大市	47.30	0.81	1.50	1.96	22.86	28.56	21.90	635

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：泡泡玛特为 wind 一致预期

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告：

《名创优品（09896.HK）-二季度营收同比增长 24%，海外门店加速扩张》——2024-09-02
《名创优品（09896.HK）-一季度经调净利润增长 28%，海外直营市场快速扩张》——2024-05-16
《名创优品（09896.HK）-单季度多指标创历史新高，夯实全球折扣零售商龙头地位》——2024-03-13
《名创优品（09896.HK）-高效供应链赋能产品升级，独特门店模式助力渠道扩张》——2023-12-25

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5187	6415	9087	13060	17054	营业收入	9926	13839	17395	21170	25235
应收款项	1108	1518	2145	1914	2282	营业成本	6462	8140	10199	12393	14750
存货净额	1475	1922	1938	2424	3007	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	810	253	365	466	505	销售费用	1515	2281	3069	3800	4593
流动资产合计	8744	10328	14117	18562	23686	管理费用	697	677	833	1008	1191
固定资产	468	769	873	919	962	财务费用	(72)	(161)	(155)	(219)	(296)
无形资产及其他	33	20	30	40	50	投资收益	0	0	0	0	0
递延税项资产	166	104	364	364	364	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产使用权	2337	2901	2951	3101	3301	其他收入	4	18	97	109	119
资产总计	11997	14485	18438	23089	28466	营业利润	1328	2919	3547	4297	5116
短期借款	0	1	14	70	148	营业外净收支	114	62	45	45	45
应付款项	2940	3390	4153	5050	6015	利润总额	1442	2981	3592	4342	5161
其他流动负债	772	1016	1327	1674	2064	所得税费用	377	707	862	1042	1239
流动负债合计	3712	4407	5494	6795	8227	少数股东损益	0	(21)	(25)	(30)	(36)
长期借款及应付债券	7	7	7	7	7	归属于母公司净利润	1065	2253	2755	3330	3958
其他长期负债	470	881	1031	1151	1321						
长期负债合计	477	887	1037	1157	1327	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4188	5294	6531	7952	9554	净利润	1065	2253	2755	3330	3958
少数股东权益	2	23	(2)	(32)	(68)	资产减值准备	0	0	4	0	0
股东权益	7807	9168	11923	15253	19211	折旧摊销	290	264	97	109	119
负债和股东权益总计	11997	14485	18452	23172	28697	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(72)	(161)	(155)	(219)	(296)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(859)	691	474	1009	535
每股收益	0.84	1.78	2.19	2.64	3.14	其它	0	(21)	(29)	(30)	(36)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	497	3187	3301	4418	4576
每股净资产	6.16	7.26	9.47	12.11	15.26	资本开支	(184)	(358)	(215)	(165)	(172)
ROIC	20%	38%	47%	70%	93%	其它投资现金流	(157)	(55)	(363)	(116)	(140)
ROE	14%	25%	23%	22%	21%	投资活动现金流	(286)	(976)	(628)	(431)	(512)
毛利率	35%	41%	41%	41%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	18%	19%	19%	19%	负债净变化	1	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	20%	19%	19%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	39%	26%	22%	19%	其它融资现金流	(177)	(981)	(760)	(830)	(980)
净利润增长率	86%	111%	22%	21%	19%	融资活动现金流	(176)	(982)	(760)	(830)	(980)
资产负债率	35%	37%	35%	34%	33%	现金净变动	35	1229	1913	3156	3084
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5151	5187	6415	9087	13060
P/E	48.9	12.8	10.5	8.7	7.3	货币资金的期末余额	5187	6415	8328	12243	16144
P/B	3.7	3.2	2.4	1.9	1.5	企业自由现金流	1	2514	2860	3969	4054
EV/EBITDA	27	13	11	10	9	权益自由现金流	(176)	1655	2218	3306	3299

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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