

## 商贸零售行业跟踪周报

# 名创优品拟收购永辉超市 29% 股权，看好线下零售格局改善前景。附永辉经营拆解 增持（维持）

2024 年 09 月 29 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璜

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

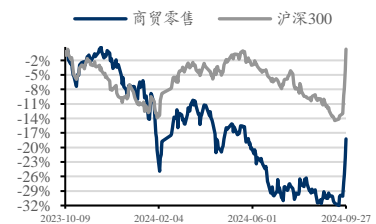
执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

投资要点（文中“本周”指 2024-09-23 至 2024-09-29）

- **事件：**9 月 23 日，名创优品宣布，拟以 62.7 亿元现金，收购永辉超市 29.4% 的股份；交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。
- **交易详情：**1) 本次交易卖方不涉及从二级市场中直接购买股权：① 原第一大股东牛奶公司拟出售永辉 21.1% 的股权，交易完成后将不再持有永辉股份；② 原第二大股东京东系（包括京东世贸、宿迁涵邦两家子公司）拟出售永辉 8.3% 的股份，交易完成后仍持有 2.9% 的股份。2) 本次交易的对价为每股 2.35 元，相较公告前一日收盘价溢价 3.1%，相较前 20 日交易日的交易量加权均价溢价 3.5%。
- **交易后续安排：**根据公司公开说明会讲稿：1) 交易预计于 2025 年上半年完成，交易目前只完成了协议签署，后续仍需通过股东大会和相关部门批准。2) 交易完成后将不会并表，名创不会在永辉董事会中控制多数席位；对永辉投资收益将按照权益法入表。
- **永辉拥有庞大的线下零售渠道网络，看好未来线下零售格局改善。**根据 CCFA 中国超市百强榜单，2023 年永辉超市是国内销售额第二高的连锁超市，仅次于沃尔玛。随疫情复苏、社区团购等冲击退坡，超市行业整体经营格局向好。我们认为目前我国线下零售行业的整体经营效率并不高，门店经营改善、供应链效率提升、自有商品提升等方面仍有空间，行业的集中度较为分散，未来格局改善可期。
- **永辉超市经营拆解：**2024H1，永辉超市实现收入 378 亿元，同比-10.1%；归母净利润 2.75 亿元，同比-26.3%。收入下降是因为公司近年来的经营重心在于优化现有门店结构，主动关闭&调改一些效率一般的尾部门店。这使公司利润率有所改善，2022~23 年净亏损幅度均有所收窄。
- **2021 年以来，新租赁准则的采用，使公司表现利润较之前会计年度偏低。**新租赁准则下，承租人不区分经营租赁和融资租赁，而是统一确认使用权资产和租赁负债，分别计提折旧和利息费用。新准则下，租赁相关费用的确认会呈现“先高后低”的情形。根据名创发言稿中的测算结果，永辉 2021 年由于采用新租赁准则，租赁相关费用增加了 14.4 亿元。后续年度中，现有租赁随着租赁权资产和租赁负债的减少，所产生的租赁相关费用或回落。
- **从现金流上看，永辉核心业务仍有较强的造血能力，经营活动现金流为正。**2024H1 永辉超市经营活动净现金流为 29.4 亿元，同比+13.6%。
- **永辉超市拥有广阔的线下门店资源，这是公司的核心经营壁垒之一。**2024H1 永辉超市拥有线下门店 943 家，面积达 728 万方，门店数和经营面积在行业中居前。公司门店平均面积为 7725 平米。受行业整体需求影响，近年来公司坪效有所下降，2024H1 坪效为 0.5 万元/平米，同比-5%。
- **观点总结：**我国线下零售格局改善空间大，看好线下零售格局改善。永辉超市是国内营业额第二大的连锁超市企业，经营规模大，也具备较大的改造提效空间。此前永辉处于无实控人的状态，名创成为永辉第一大股东之后，有望借助自身供应链管理能力和帮助永辉提升管理经营效率。
- **风险提示：**消费需求波动，行业竞争加剧，调改效果具有不确定性，永辉交易落地节奏及整合效果不确定性等。

### 行业走势



### 相关研究

《8 月社零总额同比+2.1%整体仍承压，关注景气度相对较高的出海、教育、黄金珠宝》

2024-09-23

《中秋假期出行表现平稳，预计国庆铁路日均客流同比+8%》

2024-09-18

## 内容目录

1. 一周行业观点 .....	4
2. 本周行情回顾 .....	7
3. 细分行业公司估值表 .....	8
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 交易前后永辉超市股权变动一览.....	4
图 2: 2023 年中国连锁超市 TOP10 排名 (按销售额排序) .....	4
图 3: 永辉超市收入及增速.....	5
图 4: 永辉超市利润及增速.....	5
图 5: 2022 年以来公司利润率有所改善.....	6
图 6: 永辉超市期间费用率.....	6
图 7: 永辉超市经营活动净现金流.....	6
图 8: 永辉超市门店数: 微降, 调整结构.....	7
图 9: 永辉超市坪效: 受行业影响有所下降.....	7
图 10: 本周各指数涨跌幅.....	7
图 11: 年初至今各指数涨跌幅.....	7
表 1: 行业公司估值表 (市值更新至 9 月 29 日) .....	8

## 1. 一周行业观点

**事件：**9月23日，名创优品宣布，拟以62.7亿元现金，收购永辉超市29.4%的股份；交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。

**交易详情：**1) 本次交易卖方不涉及从二级市场中直接购买股权：①原第一大股东牛奶公司拟出售永辉21.1%的股权，交易完成后将不再持有永辉股份；②原第二大股东京东系（包括京东世贸、宿迁涵邦两家子公司）拟出售永辉8.3%的股份，交易完成后仍持有2.9%的股份。2) 本次交易的对价为每股2.35元，相较公告前一日收盘价溢价3.1%，相较前20日交易日的交易量加权均价溢价3.5%。

图1：交易前后永辉超市股权变动一览

股东名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
牛奶公司	1,913,135,376	21.08%	-	-
京东世贸	633,658,197	6.98%	266,431,001	2.94%
宿迁涵邦	387,772,804	4.27%	-	-
骏才国际	-	-	2,668,135,376	29.40%

数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所。注：据wind，宿迁涵邦由京东商城（香港）100%持股；京东世贸由京东集团（9618.HK）100%持股。

**交易后续安排：**根据公司公开说明会讲稿：1) 交易预计于2025年上半年完成，交易目前只完成了协议签署，后续仍需通过股东大会和相关部门批准。2) 交易完成后将不会并表，名创不会在永辉董事会中控制多数席位；对永辉投资收益将按照权益法入表。

**永辉拥有庞大的线下零售渠道网络，看好未来线下零售格局改善。**根据CCFA中国超市百强榜单，2023年永辉超市是国内销售额第二高的连锁超市，仅次于沃尔玛。随疫情复苏、社区团购等冲击退坡，超市行业整体经营格局向好。我们认为目前我国线下零售行业的整体经营效率并不高，门店经营改善、供应链效率提升、自有商品提升等方面仍有空间，行业的集中度较为分散，未来格局改善可期。

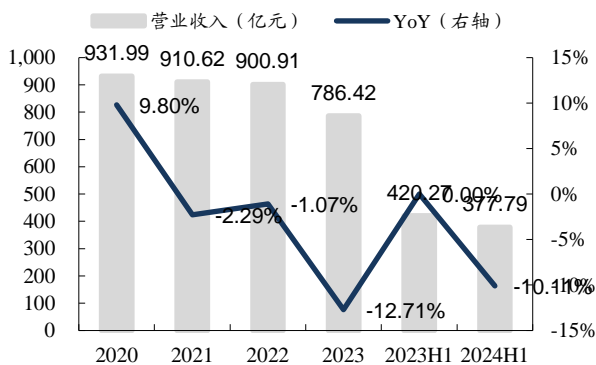
图2：2023年中国连锁超市TOP10排名（按销售额排序）

序号	企业名称	超市品牌	2023 销售规模总计 (含税万元)	销售额 同比%	2023 门店总数	门店数 同比%
1	沃尔玛(中国)投资有限公司	沃尔玛、山姆	12021700	10.0	365	3.7
2	永辉超市股份有限公司	永辉	8555149	(12.7)	1009	(3.4)
3	康成投资(中国)有限公司	大润发、大润发 Super、大润发 Mini、M 会员店	7720746	(13.8)	528	(9.3)
4	华润万家(控股)有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	6253300	(9.7)	2694	(13.9)
5	盒马(中国)有限公司	盒马鲜生等	5900000	(3.3)	360	20.0
6	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	5656290	(8.6)	1122	6.1
7	联华超市股份有限公司	联华、华联	5256936	(8.5)	3356	0.1
8	家家悦控股集团股份有限公司	家家悦、世伴	2983833	(4.2)	917	(1.7)
9	中百仓储超市有限公司	中百仓储、中百超市	2045365	(7.5)	881	(0.2)
10	广州市钱大妈农产品有限公司	钱大妈	1372760	(9.7)	2936	(2.1)

数据来源: CCFA, 东吴证券研究所

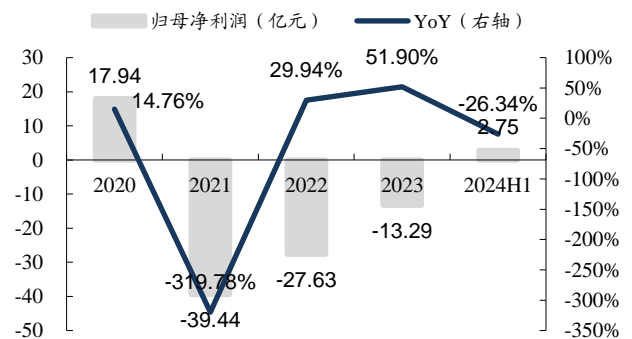
**永辉超市经营拆解:** 2024H1, 永辉超市实现收入 378 亿元, 同比-10.1%; 归母净利润 2.75 亿元, 同比-26.3%。收入下降是因为公司近年来的经营重心在于优化现有门店结构, 主动关闭&调改一些效率一般的尾部门店。这些调改使公司利润率有所改善, 2022~23 年净亏损幅度均有所收窄。

图3: 永辉超市收入及增速



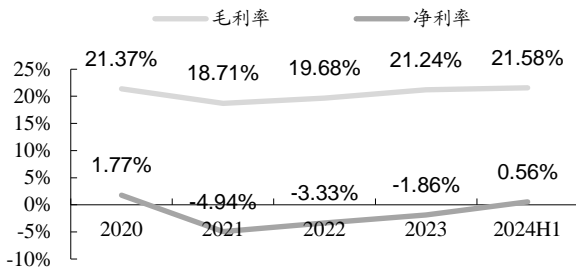
数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

图4: 永辉超市利润及增速



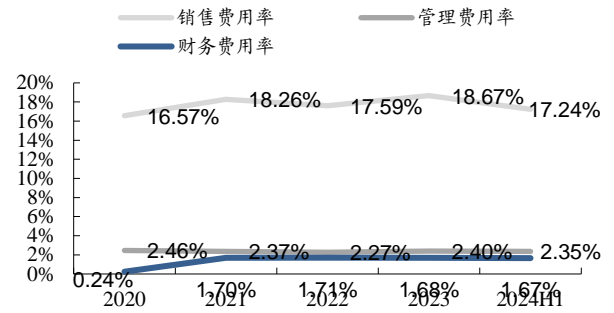
数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年以来公司利润率有所改善



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

图6: 永辉超市期间费用率

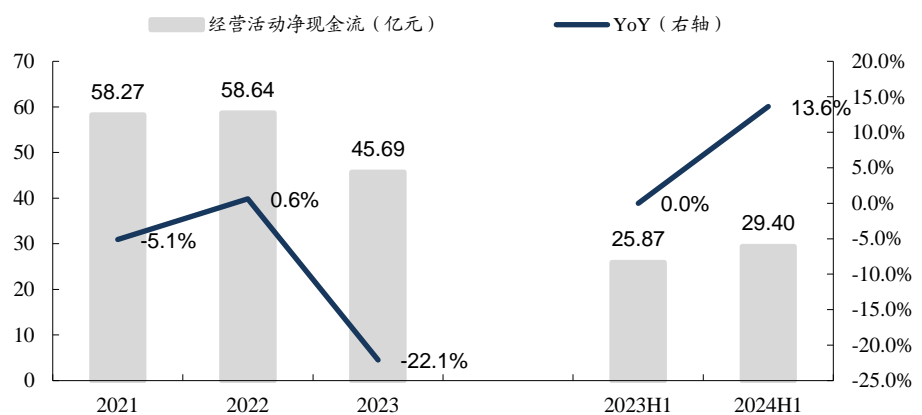


数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

2021年以来,新租赁准则的采用,使公司表观利润较之前会计年度偏低。新租赁准则下,承租人不再区分经营租赁和融资租赁,而是统一确认使用权资产和租赁负债,分别计提折旧和利息费用。新准则下,租赁相关费用的确认会呈现“先高后低”的情形。根据名创发言稿中的测算结果,永辉2021年由于采用新租赁准则,租赁相关费用增加了14.4亿元。后续年度中,现有租赁随着租赁权资产和租赁负债的减少,所产生的租赁相关费用或回落。

从现金流上看,永辉核心业务仍有较强的造血能力,经营活动现金流为正。2024H1永辉超市经营活动净现金流为29.4亿元,同比+13.6%。

图7: 永辉超市经营活动净现金流



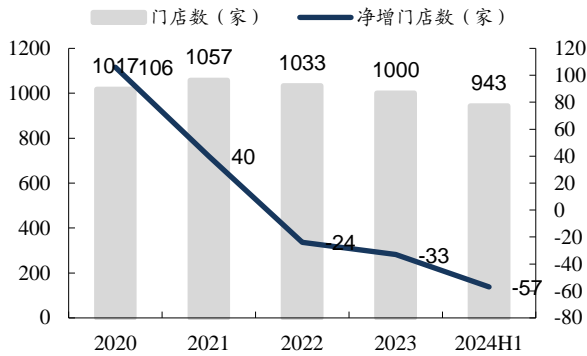
数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

永辉超市拥有广阔的线下门店资源,这是公司的核心经营壁垒之一。2024H1永辉超市拥有线下门店943家,面积达728万方,门店数和经营面积在行业中居前。公司门



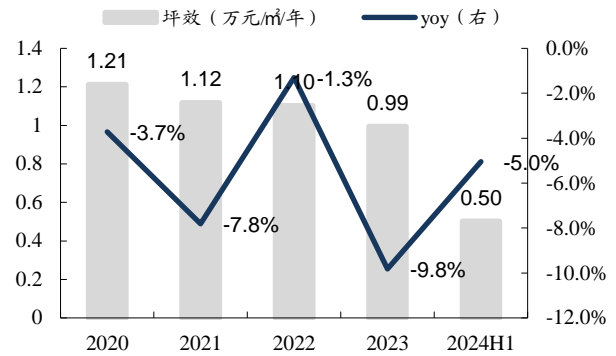
店平均面积为 7725 平方米。受行业整体需求影响，近年来公司坪效有所下降，2024H1 坪效为 0.5 万元/平米，同比-5%。

图8: 永辉超市门店数: 微降, 调整结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 永辉超市坪效: 受行业影响有所下降



数据来源: 东吴证券研究所根据公司公告计算

**观点总结: 我国线下零售格局改善空间大, 看好线下零售格局改善。**永辉超市是国内营业额第二大的连锁超市企业, 经营规模大, 也具备较大的改造提效空间。此前永辉处于无实控人的状态, 名创成为永辉第一大股东之后, 有望借助自身供应链管理能力和帮助永辉提升管理经营效率。

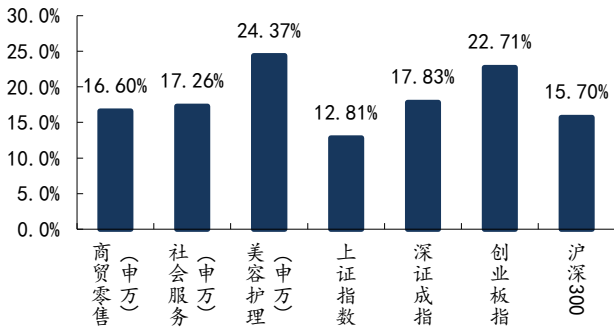
## 2. 本周行情回顾

本周 (9月23日至9月29日), 申万商业贸易指数涨跌幅+16.6%, 申万社会服务+17.3%, 申万美容护理+24.4%, 上证综指+12.8%, 深证成指+17.83%, 创业板指+22.7%, 沪深300指数+15.7%。

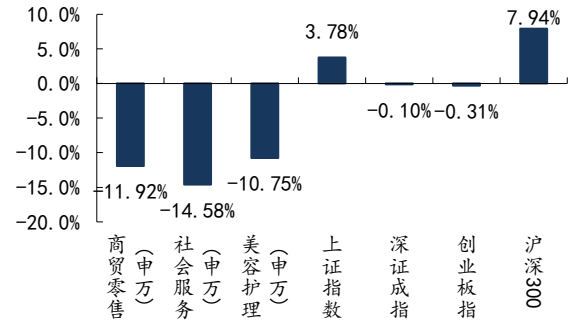
年初至今 (1月2日至9月29日), 申万商业贸易指数涨跌幅-11.9%, 申万社会服务-14.6%, 申万美容护理-10.75%, 上证综指+3.78%, 深证成指-0.10%, 创业板指-0.31%, 沪深300指数+7.94%。

图10: 本周各指数涨跌幅

图11: 年初至今各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 细分行业公司估值表

表1: 行业公司估值表 (市值更新至9月29日)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
<b>化妆品&amp;医美</b>										
603605.SH	珀莱雅	397	100.08	11.94	15.35	19.21	33	26	21	买入
300957.SZ	贝泰妮	222	52.48	7.57	10.03	12.78	29	22	17	买入
603983.SH	丸美股份	110	27.32	2.59	3.53	4.51	42	31	24	买入
600315.SH	上海家化	115	17.00	5.00	4.58	5.24	23	25	22	买入
600223.SH	福瑞达	73	7.19	3.03	3.45	4.14	24	21	18	买入
688363.SH	华熙生物	288	59.83	5.93	6.50	7.74	49	44	37	买入
300896.SZ	爱美客	594	196.33	18.58	23.07	28.70	32	26	21	买入
300856.SZ	科思股份	99	29.20	7.34	9.06	11.25	14	11	9	买入
2279.HK	雍禾医疗	4	0.85	-5.46	-1.95	0.23	-	-	17	未评级
300740.SZ	水羊股份	47	12.19	2.94	3.09	3.77	16	15	13	未评级
832982.BJ	锦波生物	173	196.00	3.00	5.98	8.33	58	29	21	买入
2367.HK	巨子生物	447	48.30	14.52	19.55	24.65	31	23	18	买入
<b>培育钻石&amp;珠宝</b>										
600612.SH	老凤祥	303	57.97	22.14	23.41	26.20	14	13	12	买入
002867.SZ	周大生	134	12.19	13.16	13.90	15.69	10	10	9	买入
1929.HK	周大福	711	7.91	53.84	64.99	73.08	13	11	10	买入
002345.SZ	潮宏基	45	5.10	3.33	3.83	4.54	14	12	10	买入
600916.SH	中国黄金	147	8.75	9.73	10.53	11.82	15	14	12	买入
605599.SH	菜百股份	85	10.96	7.07	7.43	8.41	12	11	10	买入
<b>免税旅游出行</b>										
601888.SH	中国中免	1,452	70.18	67.14	61.54	68.87	22	24	21	买入
600009.SH	上海机场	888	35.70	9.34	21.06	30.03	95	42	30	增持
600258.SH	首旅酒店	153	13.70	7.95	8.47	9.08	19	18	17	买入



600754.SH	锦江酒店	305	28.48	10.02	14.52	15.26	30	21	20	买入
1179.HK	华住集团-S	875	30.30	40.85	37.02	42.20	21	24	21	买入
600859.SH	王府井	167	14.74	7.09	8.54	10.04	24	20	17	增持
300144.SZ	宋城演艺	230	8.77	-1.10	10.49	13.09	-	22	18	增持
301073.SZ	君亭酒店	38	19.79	0.31	0.90	1.34	126	43	29	增持
603136.SH	天目湖	30	11.20	1.47	1.52	1.75	21	20	17	增持
002707.SZ	众信旅游	68	6.87	0.32	1.79	2.28	209	38	30	增持
603199.SH	九华旅游	40	35.89	1.75	2.01	2.26	23	20	18	未评级
600054.SH	黄山旅游	85	11.64	4.23	4.36	4.91	20	19	17	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	68	12.85	2.28	2.70	3.07	30	25	22	未评级
603099.SH	长白山	74	27.70	1.38	1.89	2.30	54	39	32	未评级
<b>出口链</b>										
600415.SH	小商品城	497	9.06	26.76	31.05	36.23	19	16	14	买入
300866.SZ	安克创新	389	73.14	16.15	19.06	22.92	24	20	17	买入
301376.SZ	致欧科技	74	18.43	4.13	4.54	5.80	18	16	13	买入
301381.SZ	赛维时代	99	24.83	3.36	4.59	5.93	30	22	17	未评级
603661.SH	恒林股份	48	34.46	2.63	5.55	6.64	18	9	7	买入
9896.HK	名创优品	375	33.05	23.57	28.00	33.70	16	13	11	买入
<b>产业互联网</b>										
600057.SH	厦门象屿	136	5.98	15.74	17.94	21.75	9	8	6	买入
600153.SH	建发股份	276	9.38	131.04	48.69	56.60	2	6	5	未评级
600755.SH	厦门国贸	149	6.88	19.15	21.66	24.88	8	7	6	未评级
600710.SH	苏美达	109	8.35	10.30	11.44	12.30	11	10	9	增持
9878.HK	汇通达网络	100	19.70	4.48	6.05	7.83	22	16	13	买入
<b>超市&amp;其他专业连锁</b>										
600729.SH	重庆百货	102	23.04	13.15	13.31	13.98	8	8	7	买入
600814.SH	杭州解百	47	6.46	2.60	-	-	18	-	-	未评级
002419.SZ	天虹股份	54	4.62	2.27	2.30	2.60	24	24	21	未评级
601933.SH	永辉超市	299	3.30	-13.29	3.87	5.28	-	77	57	未评级
002697.SZ	红旗连锁	65	4.81	5.61	5.92	6.28	12	11	10	未评级
603708.SH	家家悦	57	8.86	1.36	2.35	2.74	41	24	21	未评级
300755.SZ	华致酒行	72	17.22	2.35	2.87	3.47	31	25	21	买入
301101.SZ	明月镜片	48	23.94	1.58	1.76	1.95	31	27	25	买入
301078.SZ	孩子王	87	7.77	1.05	2.26	3.04	82	38	28	未评级
603214.SH	爱婴室	20	14.11	1.05	1.14	1.28	19	17	15	未评级

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测; 未评级标的采用 Wind 一致预期;

注 2: 除收盘价为原始货币外, 其余货币单位均为人民币。PE 按港币: 人民币=0.90:1 换算 (对应 2024.9.29 汇率);

注 3: 名创优品采用经调整净利润。

#### 4. 风险提示

消费需求波动，行业竞争加剧，调改效果具有不确定性，永辉交易落地节奏及整合效果不确定性等

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>