



批零贸易业/可选消费品

永辉超市 (601933)

回购云创 20% 股权，机制理顺加速发力

	瞿猛(分析师)	彭瑛(分析师)
	021-38676442	021-38674933
	zimeng@gjjas.com	pengying@gjjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读:

公司回购云创 20% 股权，理顺了云创和上市公司之间的利益机制，有助于到家业务持续快速增长并实现模型优化，同时通过人员和业务整合助力云创实现减亏扭亏。

投资要点:

- **投资建议：收购云创理顺机制，效率提升可期。**考虑云创正处于培育期，下调 2020-2022 年 EPS 至 0.27 (-0.04)、0.38 (-0.01)、0.46 (-0.05) 元，参考可比公司估值，维持目标价 13.51 元，维持增持。
- **低于投资成本回购云创 20% 股权，重获永辉云创管理和经营权。**公司以 3.8 亿元收购张轩宁先生持有的永辉云创 20% 股权，该 20% 股权投资成本为 5.94 亿元，收购价格设定合理。交易完成后，永辉超市持有永辉云创 46.6% 股权，重新成为控股股东，交易完成后永辉云创董事会 7 名成员中永辉超市委派 4 名，张轩宁先生委派 1 名，董事长由永辉超市委派董事担任，总经理、财务总监由永辉超市推荐人员担任。
- **云创助力到家业务，整合提效可期。**公司云超稳健发展的同时，2020H1 到家业务收入同比增长超 100%，占比约 10% (Q1 占比 7%)，其中永辉生活 APP 提供的服务占比近 60%，云创对公司发展到家业务至关重要。此次收购有助于理顺云创和上市公司间的利益机制，助力到家业务加速发力。截至 2020 年 5 月底永辉生活 app 会员总数 3285 万人，永辉云创 2020 年 1-5 月营收 9.6 亿元 (2019 年 28.6 亿元)，扣非经营性净利润 -4.3 亿元 (2019 年 -12.8 亿元)。尽管云创目前亏损，但收购后双方人员和业务整合有望提升运营效率，实现减亏扭亏。
- **到家业务加速发力、模型优化可期。**收购云创后公司到家业务有望在高增长同时实现模型优化，全年到家业务收入占比有望达 10%+。
- **风险提示：创新业务投入和亏损超预期，CPI 大幅下滑拖累同店等。**

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	70,517	84,877	109,117	131,934	157,071
(+/-)%	20%	20%	29%	21%	19%
经营利润 (EBIT)	812	2,261	3,053	3,962	5,056
(+/-)%	-54%	178%	35%	30%	28%
净利润 (归母)	1,480	1,564	2,605	3,615	4,373
(+/-)%	-19%	6%	67%	39%	21%
每股净收益 (元)	0.16	0.16	0.27	0.38	0.46
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	1.2%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%
净资产收益率 (%)	7.6%	7.8%	11.3%	13.5%	14.0%
投入资本回报率 (%)	2.4%	5.9%	7.4%	9.0%	10.6%
EV/EBITDA	35.01	20.14	24.70	18.87	14.28
市盈率	57.79	54.71	32.84	23.67	19.57
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：13.51

上次预测：13.51

当前价格：8.99

2020.08.02

交易数据

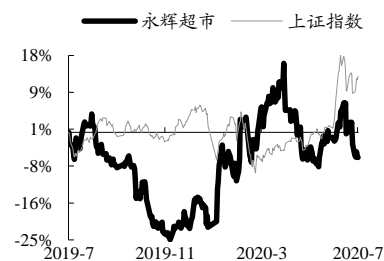
52 周内股价区间 (元)	7.29-11.20
总市值 (百万元)	85,551
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,516/9,468
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	92.41
日均成交值 (百万元)	882.90

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	21,700
每股净资产	2.28
市净率	3.9
净负债率	-5.88%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.12	0.17
Q2	0.03	0.04
Q3	0.02	0.02
Q4	0.00	0.04
全年	0.16	0.27

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-10%	-6%
相对指数	-15%	-26%	-19%

相关报告

同店增速显著提升，到家业务表现亮眼
2020.04.30

2020 重速度更重效率，创新业务提效可期
2020.02.14

云超主业好于预期，MINI 店持续优化
2019.11.03

同店增速好于预期，费用率显著优化
2019.08.29

收入增长明显提速，利润增长符合预期
2019.07.23

模型更新时间: 2020.08.02

股票研究

可选消费品
批零贸易业

永辉超市 (601933)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.51**

上次预测: 13.51

当前价格: 8.99

公司网址

www.yonghui.com.cn

公司简介

公司是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一,被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范,被百姓誉为“民生超市、百姓永辉”。公司以现代物流为支撑,以现代农业和食品工业为两翼,以实业开发为基础的大型集团企业。

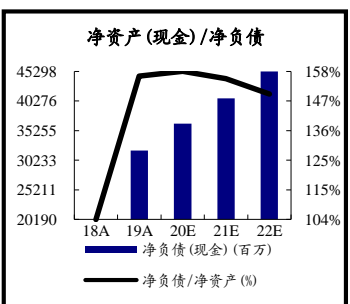
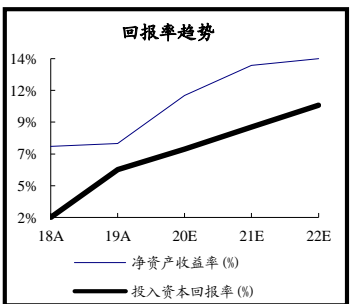
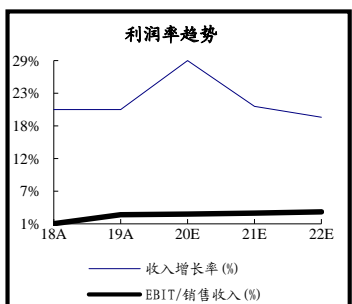
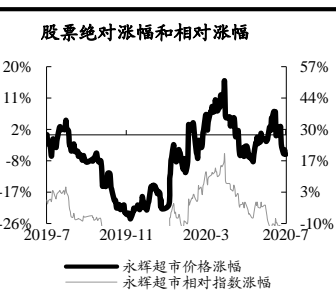
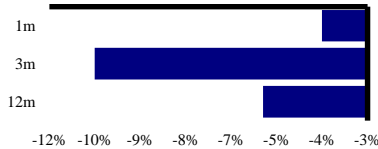
52周内价格范围 7.29-11.20

市值(百万) 85,551

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	70,517	84,877	109,117	131,934	157,071
营业成本	54,900	66,574	84,909	102,099	120,961
税金及附加	237	247	343	399	484
销售费用	11,560	13,782	18,199	22,534	27,189
管理费用	3,007	2,013	2,614	2,940	3,381
EBIT	812	2,261	3,053	3,962	5,056
公允价值变动收益	33	84	0	0	0
投资收益	548	-69	270	100	100
财务费用	148	351	364	368	375
营业利润	1,264	1,640	2,889	3,751	4,832
所得税	452	324	598	770	986
少数股东损益	-483	-111	-214	-534	-427
净利润	1,480	1,564	2,605	3,615	4,373
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	7,890	8,152	10,737	12,973	16,291
其他流动资产	2,920	6,237	6,237	6,237	6,237
长期投资	5,701	5,886	5,886	5,886	5,886
固定资产合计	4,512	5,128	5,807	6,472	7,146
无形及其他资产	1,311	898	1,019	1,161	1,297
资产合计	39,627	52,353	59,572	67,025	75,613
流动负债	19,951	31,487	36,039	40,328	44,882
非流动负债	244	412	412	412	412
股东权益	19,432	20,454	23,121	26,285	30,320
投入资本(IC)	23,122	31,268	33,174	35,168	37,982
现金流量表					
NOPLAT	559	1,848	2,442	3,170	4,045
折旧与摊销	1,310	1,506	444	436	439
流动资金增量	-105	-880	-1,721	-912	-1,176
资本支出	-3,024	-3,099	-970	-1,037	-1,040
自由现金流	-1,260	-625	196	1,657	2,267
经营现金流	1,761	416	4,791	4,710	5,854
投资现金流	-3,669	-4,501	-1,081	-937	-940
融资现金流	2,305	5,900	-1,125	-1,537	-1,596
现金流净增加额	397	1,815	2,585	2,236	3,318
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.4%	20.4%	28.6%	20.9%	19.1%
EBIT 增长率	-54.0%	178.4%	35.0%	29.8%	27.6%
净利润增长率	-18.5%	5.6%	66.6%	38.8%	21.0%
利润率					
毛利率	22.1%	21.6%	22.2%	22.6%	23.0%
EBIT 率	1.2%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%
净利润率	2.1%	1.8%	2.4%	2.7%	2.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.6%	7.8%	11.3%	13.5%	14.0%
总资产收益率(ROA)	2.5%	2.8%	4.0%	4.6%	5.2%
投入资本回报率(ROIC)	2.4%	5.9%	7.4%	9.0%	10.6%
运营能力					
存货周转天数	54.0	67.6	59.1	61.1	61.5
应收账款周转天数	10.8	4.3	6.8	6.6	6.3
总资产周转天数	205.1	225.1	199.3	185.4	175.7
净利润现金含量	1.2	0.3	1.8	1.3	1.3
资本支出/收入	4.3%	3.7%	0.9%	0.8%	0.7%
偿债能力					
资产负债率	51.0%	60.9%	61.2%	60.8%	59.9%
净负债率	103.9%	155.9%	157.6%	155.0%	149.4%
估值比率					
PE	57.79	54.71	32.84	23.67	19.57
PB	3.87	3.57	3.72	3.21	2.75
EV/EBITDA	35.01	20.14	24.70	18.87	14.28
P/S	1.22	1.01	0.79	0.65	0.55
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

绝对价格回报 (%)



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		