

# 与武汉国资签订合作备忘录，携手中百深度合作值得期待

## 永辉超市 (601933)

### 事件

公司近日与武汉国资进行友好磋商，就中百集团实控人、公司治理、经营管理及未来发展方向等方面达成全面共识，双方签订《合作备忘录》，同时永辉取消部分要约收购中百集团。

### 简评

与武汉国资达成全方位共识，永辉&中百合作全面深化效益巨大

公司与武汉国资达成全方位共识并签订《合作备忘录》，主要内容有：

①维持武汉国资对于中百集团的实控人地位不变，永辉不谋求中百集团实控权。

②推进中百集团经营班子市场化改革，永辉获得中百集团总经理提名权，并在维持原有经营班子聘任合同有效的前提下，明确经营团队的市场遴选机制并享受公平市场待遇。

③双方战略合作全面深化、协同发展。永辉将帮助中百集团优化业务流程，促使中百集团在采购、物流、人资、财务预算管理等各方面加强与永辉超市的战略合作与协同发展。

④双方明确中百集团业绩计划，力争在三年时间内，将中百集团主营业务销售净利率提升至 2.5%。

**《合作备忘录》签订表明永辉与中百的合作进入新阶段：**永辉取消之前向中百集团发出的部分要约收购计划，中百集团股权结构得以保持稳定。目前武汉国资合计持有中百集团 34%股权系第一大股东，永辉合计持有中百集团 29.86%为第二大股东。永辉系国内商超龙头，供应链优势领先，获得中百总经理提名权后话语权提升，助力中百集团推进市场化改革。永辉与中百集团形成优势互补，一方面中百集团在采购、物流、人资、财务预算等方面可与永辉加强协同提升效率；另一方面中百集团在湖北地区具备区域优势，永辉可通过中百加强在华中地区的业务布局，并与永辉在川渝、华南地区形成连接，更好发挥永辉的全国供应链

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019年12月24日

当前股价：7.71 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

|                | 1 个月      | 3 个月          | 12 个月       |
|----------------|-----------|---------------|-------------|
| 12 月最高/最低价 (元) | 1.58/-1.1 | -13.85/-13.37 | 3.46/-14.28 |
| 总股本 (万股)       |           |               | 957,046.21  |
| 流通 A 股 (万股)    |           |               | 946,825.14  |
| 总市值 (亿元)       |           |               | 737.88      |
| 流通市值 (亿元)      |           |               | 730.0       |
| 近 3 月日均成交量 (万) |           |               | 4,819.74    |
| 主要股东           |           |               |             |
| 牛奶有限公司         |           |               | 19.99%      |

### 股价表现



### 相关研究报告

- 19.10.31 【中信建投商业贸易】永辉超市 (601933):Q3 收入&展店提速，业绩持续高弹性
- 19.08.30 【中信建投商业贸易】永辉超市 (601933):聚焦超市主业成效显著，展店加速，H2 高弹性可期
- 19.07.24 【中信建投商业贸易】永辉超市 (601933):业绩高弹性符合预期，新业态发展正蓬勃

体系优势并完善其全国布局。双方将协同拟定中百集团“十四五”发展规划与投资规模，并力争三年内提升中百集团主营业务净利率至 2.5%，若以中百集团 2018 年收入规模 152 亿测算，净利率稳定在 2.5% 后每年可增厚永辉投资收益 1.1 亿。

### 聚焦云超推进全国扩张，Mini 小店、永辉买菜 APP 协同发展

**云超：**2019 年以来公司聚焦云超，推进一二集群合并并持续推进全国扩张。根据永辉官网数据，截至 12 月 24 日，永辉门店总数 882 家（不含 Mini），覆盖全国 25 省、496 城市，门店数较年初净增加 174 家（包含并表百佳永辉 38 家门店）。

**Mini 小店：**瞄准社区零售赛道，业态模型持续迭代。公司 19Q1-3 新开 Mini 小店 500 余家，Mini 店与小店形成“子母店”协同，同时小店模型亦向店仓一体化模式进行探索。

**永辉买菜 APP：**公司 Q4 开始在部分优势重点城市全面推广永辉买菜 APP，线上线下协同发展，未来将根据效果逐步扩大推广区域。

**投资建议：**公司生鲜供应链优势领先，聚焦云超主业全国扩张持续推进。发展 Mini 小店瞄准社区级零售赛道，推广永辉买菜 APP 协同线上线下发展到家业务。此次与武汉国资签订《合作备忘录》，与中百的合作进入新阶段。考虑到公司新业务推广需要一定培育成本，我们调整对公司 2019-2020 年归母净利润预测至 22.4、26.4 亿元，对应 PE 33X、28X，维持“买入”评级。

**风险因素：**消费景气度下降；CPI 波动过大；新门店/新业务拓展不及预期

表：财务预测（单位：百万元）

| 利润表          | 2018            | 2019E           | 2020E            | 财务指标        | 2018   | 2019E | 2020E  |
|--------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------|--------|-------|--------|
| <b>营业收入</b>  | <b>70,516.7</b> | <b>86,207.5</b> | <b>103,473.0</b> | <b>成长性</b>  |        |       |        |
| 减：营业成本       | 54,899.7        | 67,011.1        | 80,151.1         | 营业收入增长率     | 20.4%  | 22.3% | 20.0%  |
| 营业税费         | 237.5           | 327.3           | 393.2            | 营业利润增长率     | -34.8% | 83.4% | 12.5%  |
| 销售费用         | 11,560.3        | 13,319.1        | 16,452.2         | 净利润增长率      | -18.5% | 51.1% | 17.9%  |
| 管理费用         | 3,007.2         | 3,405.2         | 3,983.7          | EBITDA 增长率  | -14.5% | 57.4% | 12.7%  |
| 财务费用         | 147.5           | 160.0           | 180.0            | EBIT 增长率    | -26.7% | 87.1% | 12.5%  |
| 资产减值损失       | 68.7            | 63.4            | 68.5             | NOPLAT 增长率  | -36.9% | 96.4% | 12.5%  |
| 加：公允价值变动收益   | 33.1            | 410.4           | 463.8            | 投资资本增长率     | 9.1%   | 7.0%  | -14.9% |
| 投资和汇兑收益      | 548.3           | -13.0           | -100.0           | 净资产增长率      | -4.8%  | 15.7% | 6.8%   |
| <b>营业利润</b>  | <b>1,264.5</b>  | <b>2,318.8</b>  | <b>2,608.1</b>   | <b>利润率</b>  |        |       |        |
| 加：营业外净收支     | 184.6           | 112.0           | 127.3            | 毛利率         | 22.1%  | 22.3% | 22.5%  |
| <b>利润总额</b>  | <b>1,449.0</b>  | <b>2,430.8</b>  | <b>2,735.4</b>   | 营业利润率       | 1.8%   | 2.7%  | 2.5%   |
| 减：所得税        | 451.6           | 559.1           | 629.1            | 净利率         | 2.1%   | 2.6%  | 2.5%   |
| <b>净利润</b>   | <b>1,480.4</b>  | <b>2,237.3</b>  | <b>2,638.4</b>   | EBITDA/营业收入 | 2.9%   | 3.8%  | 3.5%   |
| <b>资产负债表</b> | <b>2018</b>     | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>     | EBIT/营业收入   | 1.9%   | 2.9%  | 2.7%   |
| 货币资金         | 4,732.5         | 8,620.8         | 10,347.3         | <b>运营效率</b> |        |       |        |
| 交易性金融资产      | 3,157.1         | 3,567.5         | 4,031.3          | 固定资产周转天数    | 21     | 19    | 16     |
| 应收帐款         | 2,809.9         | 2,286.1         | 4,064.1          | 流动营业资本周转天数  | 3      | 1     | -1     |

|                 |                 |                 |                 |                |             |              |              |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|
| 应收票据            | -               | -               | -               | 流动资产周转天数       | 113         | 110          | 113          |
| 预付帐款            | 2,105.0         | 2,562.8         | 3,177.4         | 应收帐款周转天数       | 12          | 11           | 11           |
| 存货              | 8,118.9         | 8,207.8         | 11,282.6        | 存货周转天数         | 35          | 34           | 34           |
| 其他流动资产          | 3,029.6         | 3,369.4         | 3,659.6         | 总资产周转天数        | 185         | 173          | 163          |
| 可供出售金融资产        | 656.8           | 350.0           | 300.0           | 投资资本周转天数       | 52          | 46           | 37           |
| 持有至到期投资         | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |              |              |
| 长期股权投资          | 5,701.0         | 5,701.0         | 5,701.0         | ROE            | 7.6%        | 9.8%         | 10.6%        |
| 投资性房地产          | 346.3           | 346.3           | 346.3           | ROA            | 2.5%        | 4.3%         | 4.2%         |
| 固定资产            | 4,511.5         | 4,553.3         | 4,370.0         | ROIC           | 9.9%        | 17.9%        | 18.8%        |
| 在建工程            | 291.8           | 235.1           | 201.0           | <b>费用率</b>     |             |              |              |
| 无形资产            | 625.1           | 569.7           | 514.4           | 销售费用率          | 16.4%       | 15.5%        | 15.9%        |
| 其他非流动资产         |                 |                 |                 | 管理费用率          | 4.3%        | 4.0%         | 3.9%         |
| <b>资产总额</b>     | <b>39,627.0</b> | <b>43,247.8</b> | <b>50,293.2</b> | 财务费用率          | 0.2%        | 0.2%         | 0.2%         |
| 短期债务            | 3,690.0         | 3,489.2         | 3,049.1         | 三费/营业收入        | 20.9%       | 19.6%        | 19.9%        |
| 应付帐款            | 13,068.8        | 12,458.0        | 18,790.7        | <b>偿债能力</b>    |             |              |              |
| 应付票据            | -               | -               | -               | 资产负债率          | 51.0%       | 48.0%        | 52.3%        |
| 其他流动负债          |                 |                 |                 | 负债权益比          | 103.9%      | 92.3%        | 109.4%       |
| 长期借款            | -               | 1,228.9         | -               | 流动比率           | 1.20        | 1.48         | 1.40         |
| 其他非流动负债         |                 |                 |                 | 速动比率           | 0.79        | 1.05         | 0.97         |
| <b>负债总额</b>     | <b>20,194.7</b> | <b>20,763.9</b> | <b>26,280.6</b> | 利息保障倍数         | 8.98        | 15.49        | 15.49        |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>77.3</b>     | <b>-288.2</b>   | <b>-820.4</b>   | <b>分红指标</b>    |             |              |              |
| 股本              | 9,570.5         | 9,570.5         | 9,570.5         | DPS(元)         | 0.11        | 0.05         | 0.06         |
| 留存收益            | 11,411.9        | 13,201.8        | 15,262.4        | 分红比率           | 71.1%       | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>股东权益</b>     | <b>19,432.3</b> | <b>22,484.0</b> | <b>24,012.5</b> | 股息收益率          | 1.4%        | 0.6%         | 0.7%         |
| <b>现金流量表</b>    | <b>2018</b>     | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 净利润             | 997.4           | 2,237.3         | 2,638.4         | EPS(元)         | 0.15        | 0.23         | 0.28         |
| 加:折旧和摊销         | 1,309.7         | 770.4           | 872.6           | BVPS(元)        | 2.02        | 2.38         | 2.59         |
| 资产减值准备          | 68.7            | -               | -               | PE(X)          | 49.8        | 33.0         | 28.0         |
| 公允价值变动损失        | -33.1           | 410.4           | 463.8           | PB(X)          | 3.8         | 3.2          | 3.0          |
| 财务费用            | 62.4            | 160.0           | 180.0           | P/FCF          | 17.3        | 29.4         | 27.6         |
| 投资收益            | -548.3          | 13.0            | 100.0           | P/S            | 1.0         | 0.9          | 0.7          |
| 少数股东损益          | -483.0          | -365.6          | -532.1          | EV/EBITDA      | 32.3        | 19.2         | 16.0         |
| 营运资金的变动         | 832.0           | -155.5          | 2,006.7         | CAGR(%)        | 68.8%       | 15.5%        | 7.7%         |
| <b>经营活动现金流量</b> | <b>1,760.9</b>  | <b>3,070.0</b>  | <b>5,729.3</b>  | PEG            | 0.7         | 2.1          | 3.6          |
| <b>投资活动现金流量</b> | <b>-3,668.8</b> | <b>-1,230.0</b> | <b>-1,576.1</b> | ROIC/WACC      | 1.2         | 2.1          | 2.2          |
| <b>融资活动现金流量</b> | <b>2,304.7</b>  | <b>2,048.2</b>  | <b>-2,426.7</b> | REP            | 5.4         | 2.6          | 2.8          |

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

## 研究助理

**周博文** 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjie zgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859