



批零贸易业/可选消费品

永辉超市 (601933)

到家业务强势发力，永辉 MINI 优化提效

——永辉超市 2020 年中报点评

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

本报告导读:

到家业务强势发力，线上收入占比提升至近 10%，增持永辉云创股权后到家业务进一步整合提效可期。永辉 MINI 优化提效，单店日销已有明显提升，减亏扭亏可期。

投资要点:

- **投资建议：**考虑增持云创股权影响，小幅下调 2020-2022 年 EPS 至 0.27、0.35 (-0.03)、0.43 (-0.03) 元，参考可比公司给予 2021 年 40X PE，维持目标价 13.51 元，维持增持。
- **同店高增长，业绩符合预期。**2020H1 公司营收/净利为 505.16/18.54 亿元，同比+22.7%/+35.4%，其中同店增长 7.4% (+4.3pct)，扣非净利+19.9%；Q2 营收和净利同比+12.2%/16.6%，收入增速放缓主要因为疫情下开店放缓和同店回落，扣非净利下滑主要因为 2019H1 万达分红增加净利润 7130 万元，扣除该影响 Q2 净利/扣非净利同比+64.6%/+14.5%。受益于生鲜及加工、食品用品毛利提升，H1 综合毛利率和净利率+0.53/0.37pct，经营性净现金流同比大增 30.33 亿元。
- **到家业务发力，收购云创协同效应可期。**2020H1 公司线上销售额同比大增 243%至 45.6 亿元，占比达 9.7%，Q2 占比达 13.5%。线上销售额中永辉生活、京东到家和其他第三方平台占比为 49%、36%、15%；永辉生活和京东到家订单客单价为 69 和 101 元，永辉生活 1-6 月平均复购率达 45.63%。预计 H1 到家业务仅微亏，随着公司重获永辉云创控股权，到家业务整合协同可期，全年线上收入占比有望达 10%。
- **MINI 店优化提效，减亏扭亏可期。**2020H1 永辉 MINI 新开 16 家，关闭 88 家，期末门店为 458 家，MINI 收入同比+164%至 14.5 亿元，单店日销同比+130%至 1.74 万元，运营效率大幅提升，减亏扭亏可期。
- **风险提示：**疫情影响下线下复苏程度弱于预期，行业竞争加剧等。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	70,517	84,877	104,642	125,909	145,764
(+/-)%	20%	20%	23%	20%	16%
经营利润 (EBIT)	812	2,261	2,906	3,475	4,556
(+/-)%	-54%	178%	29%	20%	31%
净利润 (归母)	1,480	1,564	2,543	3,293	4,104
(+/-)%	-19%	6%	63%	29%	25%
每股净收益 (元)	0.16	0.16	0.27	0.35	0.43
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%	2.8%	3.1%
净资产收益率 (%)	7.6%	7.8%	11.2%	12.7%	13.6%
投入资本回报率 (%)	2.4%	5.9%	7.0%	8.0%	9.8%
EV/EBITDA	35.01	20.14	26.60	22.03	16.46
市盈率	59.46	56.29	34.62	26.73	21.45
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: 9.06

2020.08.30

交易数据

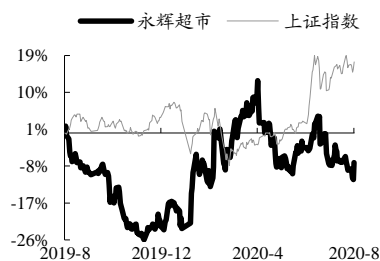
52 周内股价区间 (元)	7.29-11.20
总市值 (百万元)	86,218
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,516/9,468
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	91.66
日均成交值 (百万元)	862.99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	20,763
每股净资产	2.18
市净率	4.2
净负债率	-3.21%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.12	0.16
Q2	0.03	0.03
Q3	0.02	0.03
Q4	0.00	0.05
全年	0.16	0.27

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	1%	-7%
相对指数	-5%	-18%	-25%

相关报告

回购云创 20% 股权，机制理顺加速发力
2020.08.02

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

同店增速好于预期，费用率显著优化
2019.08.29

模型更新时间: 2020.08.30

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

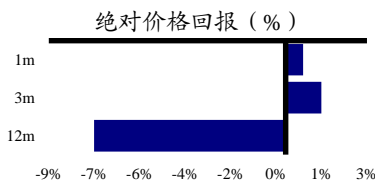
当前价格: 9.06

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) 86,218

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	104,642	125,909	145,764
营业成本	54,900	66,574	81,912	97,911	112,999
税金及附加	237	247	329	381	449
销售费用	11,560	13,782	17,245	21,341	24,554
管理费用	3,007	2,013	2,250	2,800	3,207
EBIT	812	2,261	2,906	3,475	4,556
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	348	300	300
营业利润	1,264	1,640	3,078	3,415	4,496
所得税	452	324	636	703	919
少数股东损益	-483	-111	0	-481	-427
净利润	1,480	1,564	2,543	3,293	4,104
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	7,890	8,152	10,470	12,283	14,997
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	58,570	65,299	72,354
流动负债	19,951	31,487	35,096	39,013	42,392
非流动负债	244	412	412	412	412
股东权益	19,432	20,454	23,063	25,875	29,551
投入资本(IC)	23,122	31,268	33,115	34,758	37,213
现金流量表					
NOPLAT	559	1,848	2,325	2,780	3,645
折旧与摊销	1,310	1,506	444	436	439
流动资金增量	-105	-880	-1,513	-841	-929
资本支出	-3,024	-3,099	-970	-1,037	-1,040
自由现金流	-1,260	-625	287	1,338	2,114
经营现金流	1,761	416	4,508	4,219	5,175
投资现金流	-3,669	-4,501	-1,081	-937	-940
融资现金流	2,305	5,900	-1,109	-1,469	-1,521
现金流净增加额	397	1,815	2,318	1,813	2,714
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.4%	20.4%	23.3%	20.3%	15.8%
EBIT 增长率	-54.0%	178.4%	28.6%	19.6%	31.1%
净利润增长率	-18.5%	5.6%	62.6%	29.5%	24.6%
利润率					
毛利率	22.1%	21.6%	21.7%	22.2%	22.5%
EBIT 率	1.2%	2.7%	2.8%	2.8%	3.1%
净利润率	2.1%	1.8%	2.4%	2.6%	2.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.6%	7.8%	11.2%	12.7%	13.6%
总资产收益率(ROA)	2.5%	2.8%	4.3%	4.3%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	2.4%	5.9%	7.0%	8.0%	9.8%
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
总资产周转率	205.1	225.1	204.3	189.3	181.2
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%	60.6%	60.4%	59.2%
净负债率	103.9%	155.9%	154.0%	152.4%	144.8%
估值比率					
PE	59.46	56.29	34.62	26.73	21.45
PB	3.87	3.57	3.88	3.38	2.92
EV/EBITDA	35.01	20.14	26.60	22.03	16.46
P/S	1.26	1.04	0.85	0.70	0.61
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

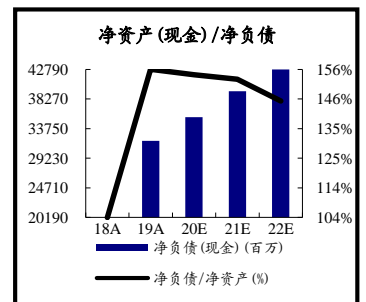
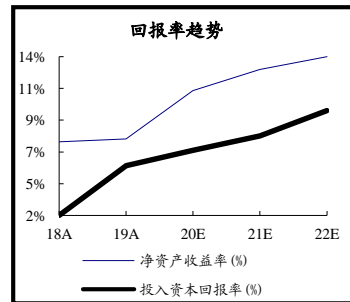
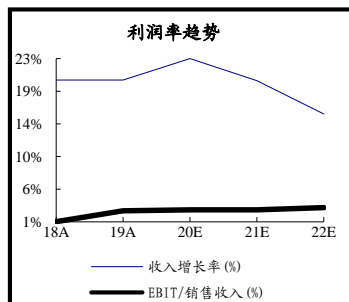
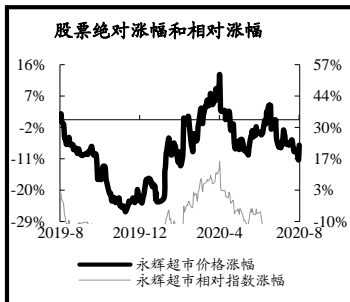
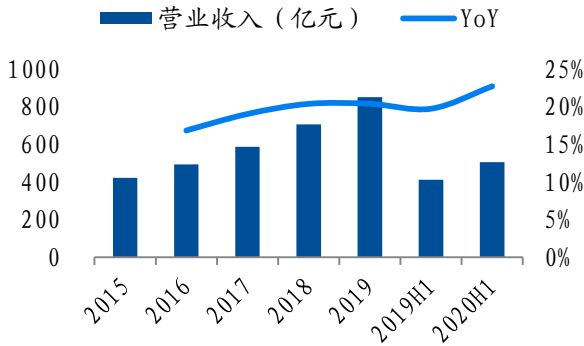


表 1: 公司到家业务收入占比大幅提升

	2018	2019H1	2019	2020H1
线上销售额 (亿元)	16.8	13.3	35.1	45.61
占主营收入比例	2.40%	3.40%	4.40%	9.71%
YOY	--	--	108%	243%

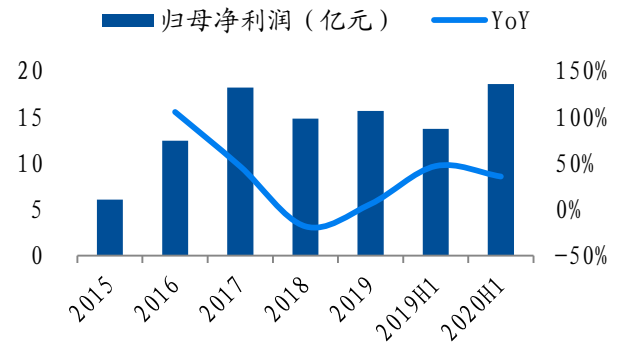
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 1: 2020H1 公司营收加速增长



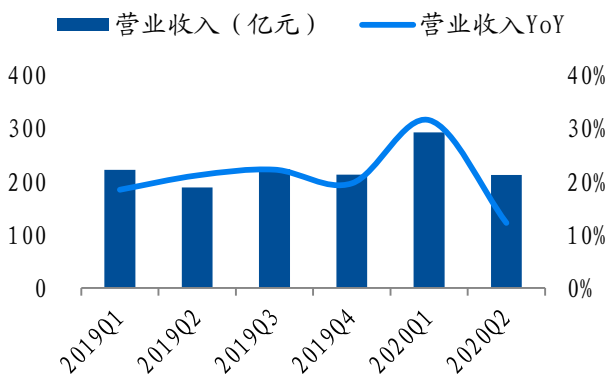
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 2020H1 公司净利润维持较快增长



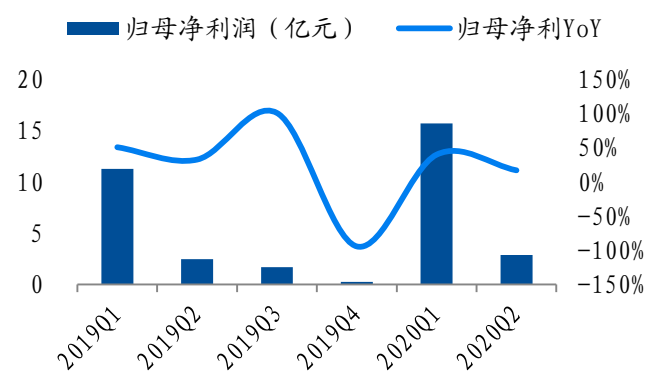
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 2020Q2 营收增速略有放缓



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 2020Q2 净利润增速受非经影响放缓



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 2020H1 公司盈利能力大幅提升

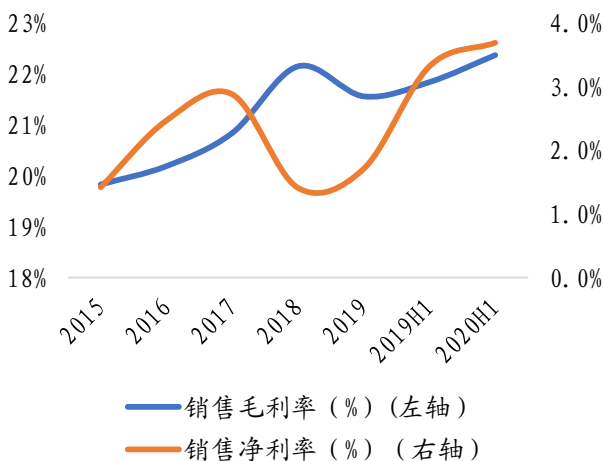
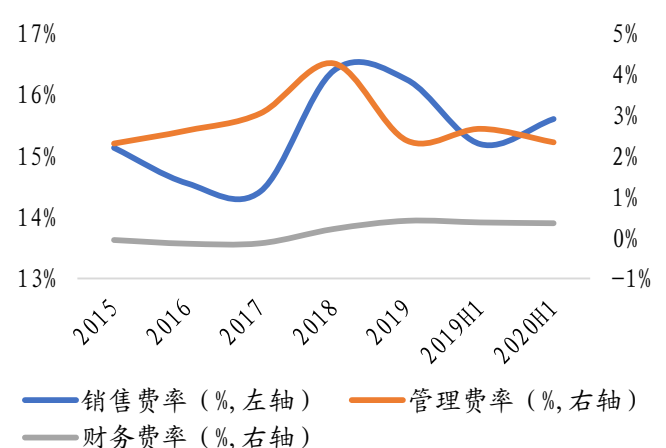


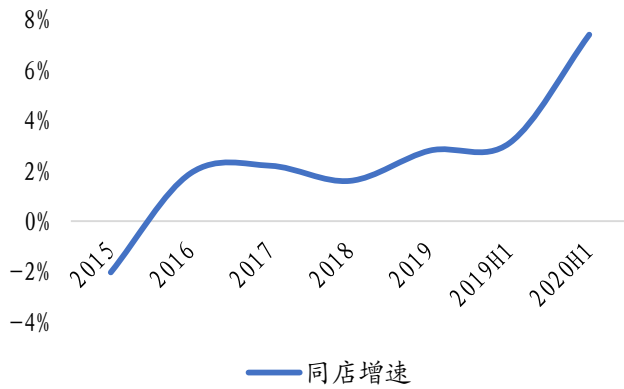
图 6: 2020H1 销售费用率提升管理费用率优化



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

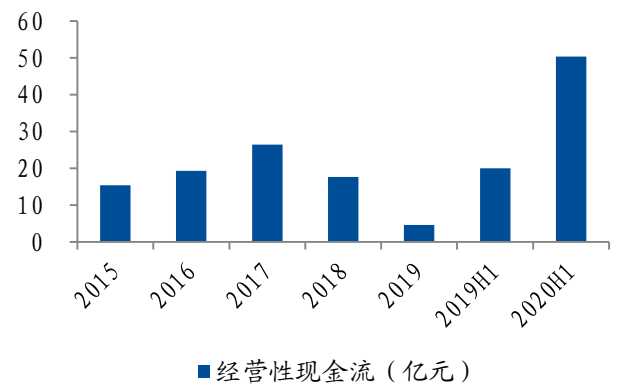
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7：公司同店增速持续提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 8：2020H1 经营性净现金流大幅增加



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

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

	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。	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
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。	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	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		