

永辉超市 (601933.SH)

收回云创控制权，转为“体内运营”

核心观点：

- **永辉超市发布公告：**公司拟与董事张轩宁签订股权转让协议，张轩宁以 3.8 亿元的价格向公司转让永辉云创 20% 的股权。本次交易完成后，公司将持有云创 46.6% 的股权并成为第一大股东。张轩宁持股比例降至 14.4%，成为云创第三大股东（占比居于持股 15% 的林芝腾讯科技有限公司之后），且不再是云创的实际控制人。公司重新拥有云创的管理权和经营权后，将成为云创的控股股东，并将其纳入合并范围。
- **从业务经营层面看，**云创在到家业务、小店运营等方面已有相对成熟并已验证可行的运营方案。回购完成后，云创将助力永辉加速融合线上线下业务，构建科技中台、推动供应链迭代等数字化转型。由永辉超市主导的相对统一的管理运营也有望缓解在合作中出现的成本、人力等经营问题，避免产生内耗。
- **从投资角度看，**云创的回归有利于提升市场信心，在永辉全力打造“线上店”业务的当下，云创以其丰富的经验和互联网思维或将为公司的超市业务带来新的盈利点和差异化竞争力，给予了公司未来业绩更大的想象空间。但同时，云创与永辉超市主业的整合、不同业态的战略定位、合并后的业务侧重点等问题都有可能成为影响云创未来业绩的重要因素。
- **盈利预测及投资建议：**永辉作为国内具有成长性的超市龙头，积极探索到家业务和 mini 店等创新型业态，享受行业集中度提升红利，收回云创控制权有利于进一步推进数字化发展，预计 2020-22 年归母净利润 27、36.3、45 亿元，维持合理估值 20 年 45XPE，合理价值为 12.6 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济走势或不及预期；门店展速、生鲜改造或不及预期；数字化进程或不及预期；成本费用风险或不及预期。

盈利预测：

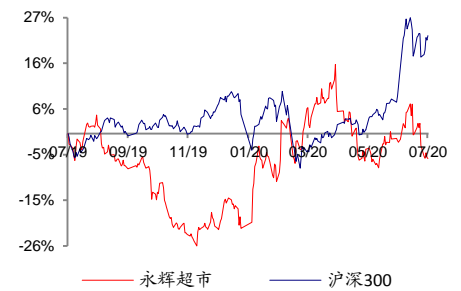
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	70,517	84,877	105,181	125,998	145,808
增长率（%）	20.4	20.4	23.9	19.8	15.7
EBITDA（百万元）	2,122	3,767	4,151	5,155	6,165
归母净利润（百万元）	1,480	1,564	2,703	3,626	4,502
增长率（%）	-18.5	5.6	72.8	34.2	24.1
EPS（元/股）	0.15	0.16	0.28	0.38	0.47
市盈率（P/E）	50.88	46.15	31.66	23.59	19.00
ROE（%）	3.89	3.59	3.76	3.24	2.77
EV/EBITDA	35.01	20.14	20.62	15.93	12.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	8.99 元
合理价值	12.6 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-02

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

永辉超市(601933.SH):加速 2020-04-29

全国扩张，积极发展到家业务

永辉超市(601933.SH):3Q19 2019-10-30

收入稳步增长，主业毛利率降

幅收敛

永辉超市(601933.SH):3Q19 2019-10-22

收入稳步增长，到店和到家双

轮驱动

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23,953	31,066	31,415	36,198	41,305	经营活动现金流	1,761	416	3,654	4,630	5,415
货币资金	4,733	7,129	8,086	9,681	11,217	净利润	997	1,453	2,676	3,590	4,457
应收及预付	4,190	3,391	4,553	5,448	6,506	折旧摊销	1,310	1,506	708	755	831
存货	8,119	12,333	10,035	12,003	14,205	营运资金变动	-97	-3,208	-124	177	130
其他流动资产	6,912	8,213	8,742	9,067	9,378	其它	-449	665	394	108	-2
非流动资产	15,674	21,287	19,839	20,101	21,683	投资活动现金流	-3,669	-4,501	611	-725	-2,121
长期股权投资	5,701	5,886	6,886	7,986	9,286	资本支出	-3,024	-3,099	-128	-223	-418
固定资产	4,512	5,128	4,622	4,170	3,844	投资变动	-1,516	-4,525	-1,540	-1,640	-1,840
在建工程	292	174	274	374	474	其他	872	3,123	2,279	1,138	137
无形资产	625	812	831	842	848	筹资活动现金流	2,305	5,900	-3,308	-2,310	-1,759
其他长期资产	4,545	9,285	7,226	6,728	7,231	银行借款	3,690	7,107	-2,691	-1,873	-1,434
资产总计	39,627	52,353	51,254	56,299	62,988	股权融资	976	160	0	0	0
流动负债	19,951	31,487	27,524	28,576	30,503	其他	-2,361	-1,367	-618	-437	-325
短期借款	3,690	10,813	7,623	5,350	3,616	现金净增加额	397	1,815	957	1,596	1,535
应付及预收	12,082	16,189	15,421	18,450	21,358	期初现金余额	4,291	4,697	7,129	8,086	9,681
其他流动负债	4,179	4,485	4,481	4,776	5,529	期末现金余额	4,697	6,515	8,086	9,681	11,217
非流动负债	244	412	655	1,058	1,363						
长期借款	0	0	500	900	1,200						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	244	412	155	158	163						
负债合计	20,195	31,899	28,179	29,634	31,866						
股本	9,570	9,570	9,516	9,516	9,516						
资本公积	7,557	7,178	7,232	7,232	7,232						
留存收益	3,855	4,354	7,057	10,683	15,184						
归属母公司股东权益	19,355	20,106	22,753	26,379	30,881						
少数股东权益	77	348	322	286	241						
负债和股东权益	39,627	52,353	51,254	56,299	62,988						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	70,517	84,877	105,181	125,998	145,808
营业成本	54,900	66,574	81,397	97,356	112,711
营业税金及附加	237	247	358	428	496
销售费用	11,560	13,782	17,039	20,412	23,475
管理费用	3,007	2,013	2,945	3,402	3,791
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	148	351	511	351	225
资产减值损失	69	326	0	0	0
公允价值变动收益	33	84	40	40	40
投资净收益	548	-69	100	100	100
营业利润	1,264	1,640	3,071	4,189	5,250
营业外收支	185	137	202	202	202
利润总额	1,449	1,777	3,273	4,391	5,452
所得税	452	324	597	801	995
净利润	997	1,453	2,676	3,590	4,457
少数股东损益	-483	-111	-27	-36	-45
归属母公司净利润	1,480	1,564	2,703	3,626	4,502
EBITDA	2,122	3,767	4,151	5,155	6,165
EPS (元)	0.15	0.16	0.28	0.38	0.47

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	20.4%	20.4%	23.9%	19.8%	15.7%
营业利润增长	-34.9%	29.7%	87.3%	36.4%	25.3%
归母净利润增长	-18.5%	5.6%	72.8%	34.2%	24.1%
获利能力					
毛利率	22.1%	21.6%	22.6%	22.7%	22.7%
净利率	1.4%	1.7%	2.5%	2.8%	3.1%
ROE	7.6%	7.8%	11.9%	13.7%	14.6%
ROIC	3.8%	8.0%	12.8%	16.3%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	51.0%	60.9%	55.0%	52.6%	50.6%
净负债比率	9.3%	20.7%	15.8%	11.1%	7.6%
流动比率	1.20	0.99	1.14	1.27	1.35
速动比率	0.69	0.52	0.66	0.71	0.74
营运能力					
总资产周转率	1.95	1.85	2.03	2.34	2.44
应收账款周转率	46.01	55.15	81.11	81.11	73.00
存货周转率	8.01	6.51	8.11	8.11	7.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.15	0.16	0.28	0.38	0.47
每股经营现金流	0.18	0.04	0.38	0.49	0.57
每股净资产	2.02	2.10	2.39	2.77	3.25
估值比率					
P/E	50.88	46.15	31.66	23.59	19.00
P/B	3.89	3.59	3.76	3.24	2.77
EV/EBITDA	35.01	20.14	20.62	15.93	12.84

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。
- 嵇文欣：高级分析师，硕士，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。
- 童若琰：上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。