

公司研究/中报点评

2020年08月31日

商业贸易/零售 II

投资评级: 买入 (维持评级)

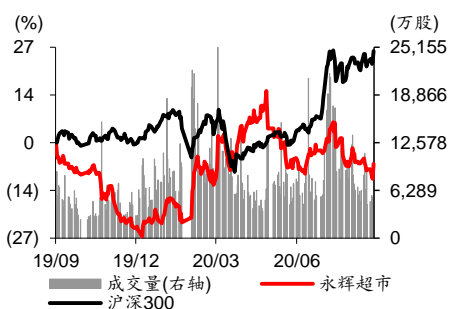
当前价格(元): 9.06
目标价格(元): 11.23

林寰宇 SAC No. S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com
张萌 SAC No. S0570519090004
研究员 021-38476072
zhangmeng016126@htsc.com
陈莉 SAC No. S0570520070001
研究员 SFC No. BMV473
0755-82766183
chenli2832@htsc.com
张诗宇 SAC No. S0570120070109
联系人 zhangshiyu@htsc.com

相关研究

1 《永辉超市(601933 SH,买入): 云超主业夯实, 有望持续高增》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

收入维持高增, 到家业务表现亮眼

永辉超市(601933)

2020年上半年收入、利润高速增长, 维持买入评级

8月29日公司公布半年报, 20H1实现营收505.2亿元, 同增22.68%; 归母净利润18.54亿元, 同增35.4%。其中Q2营收同增12.2%, 归母净利润同增16.6%, Q2营收与利润增长环比有一定放缓, 主要系疫情影响减弱、居民减少囤货消费所致。但短期疫情防控常态化下生鲜超市仍将受益于餐饮消费需求转移, 我们预计同店20H2保持低个位数同比增长。预计2020-2022年公司EPS分别为0.24、0.30、0.36元, 维持买入评级。

大店维持扩张态势, Mini店调整升级成效显著

20H1公司大店新开31家, 扩张速度较19H1有一定程度放缓, 但我们认为公司充沛的门店储备(已签约未开店254家)仍将有力支持20全年130家大店扩张目标的顺利达成。Mini店延续调整态势, 但调整幅度有所减小, Q1、Q2分别新开7、9家, 关闭74、14家。20H1公司Mini店实现销售14.5亿, 同比大幅提升63.8%, 单店店效(Mini店营收/期末门店数)同比大幅提升129.3%, Mini店调整升级成效十分显著。

20H1线上销售同增242.9%, 试水直播积极拥抱新零售

公司继续加大线上业务投入, 建立总部线上运营中心, 统筹线上业务开展。截至20H1公司线上会员累计达3,284万户, 用户月活达772万户; 20H1线上销售额同比增长242.9%至45.6亿元, 占营收比例由19H1末的3.4%进一步提升至9.7%。其中永辉生活APP到家实现销售22.5亿元, 同比增长2倍。此外, 报告期内公司积极试水直播营销, 在永辉生活、小程序等多平台开展名酒节, 酒节期间公司全渠道累计销售8800万元。

经营质量持续提升, 综合毛利率同比增长0.5pct

20H1公司同店同比增长7.4%, 综合毛利率同比增长0.5pct至22.4%。毛利率的提升我们认为主要受益于上半年我国CPI维持高位、供应链效率提升。分产品看, 生鲜及加工毛利率同比增长1.0pct至15.0%, 食品用品毛利率同比增长0.6pct至19.2%。我们认为疫情防控常态化背景下CPI仍将维持高位, 预计公司20H2综合毛利率同比仍有正增长。

云超主业收入快速增长, 维持买入评级

公司云超主业20H1收入维持快速增长, 同店增长7.4%超出我们此前2.5%的预期, 因此我们对其上调, 并考虑了云创并表对收入增厚的影响。我们预计公司营收2020-2022年分别为1025.2、1153.6、1354.7亿元(前值972.6、1107.9、1288.1亿元), 归母净利润分别为23.2、28.2、34.0亿元(前值27.5、34.0、41.2亿元), 参考可比公司Wind一致性预期41.13x PE, 考虑伴随云超主业夯实、供应链壁垒高筑、数字化转型推进, 公司有望进入快速成长期, 认可给予公司2020年46x PE, 对应目标价11.23元(按新股本折算前值为10.96~11.54元), 维持买入评级。

风险提示: 经济复苏不及预期; 线上业务发展不及预期; 供应链整合不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,516
流通A股(百万股)	9,468
52周内股价区间(元)	7.18-11.20
总市值(百万元)	86,218
总资产(百万元)	51,225
每股净资产(元)	2.18

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70,517	84,877	102,522	115,362	135,467
+/-%	20.35	20.36	20.79	12.52	17.43
归属母公司净利润(百万元)	1,480	1,564	2,323	2,820	3,398
+/-%	(18.52)	5.63	48.53	21.42	20.49
EPS(元, 最新摊薄)	0.16	0.16	0.24	0.30	0.36
PE(倍)	72.00	68.16	45.89	37.79	31.37

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

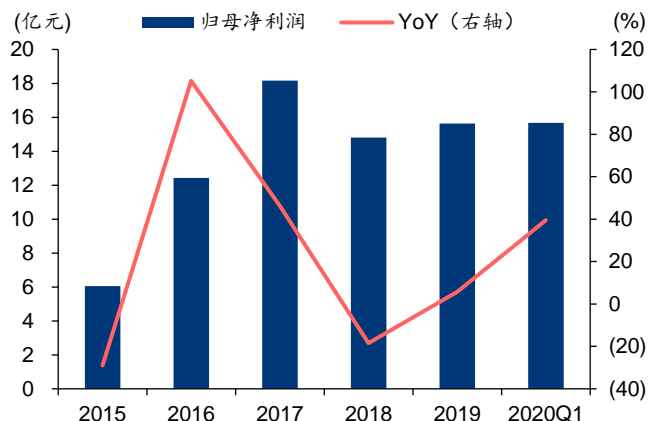
经营业绩指标概览

图表1: 2015-2020H1 公司营业收入情况



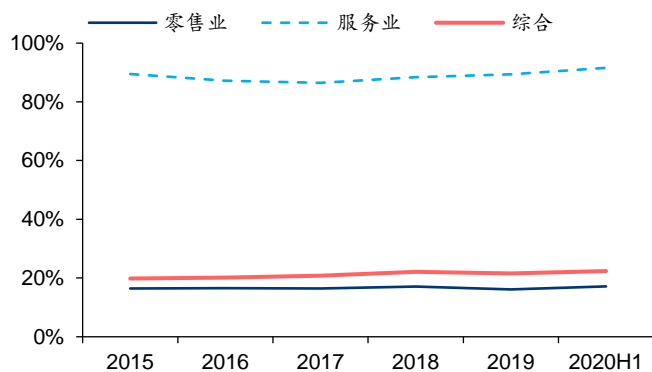
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2020H1 公司归母净利润情况



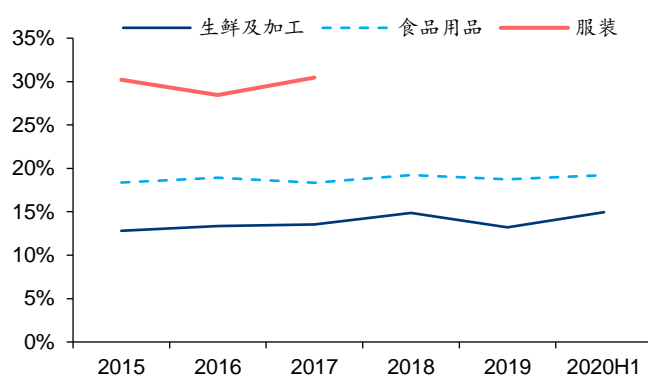
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2015-2020H1 公司分业务毛利率情况



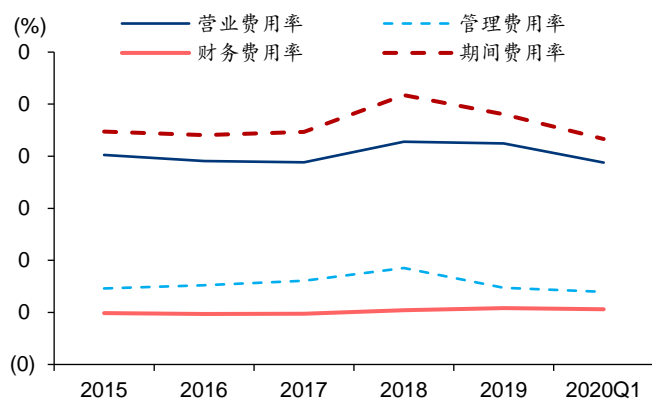
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 2015-2020H1 公司分产品毛利率情况



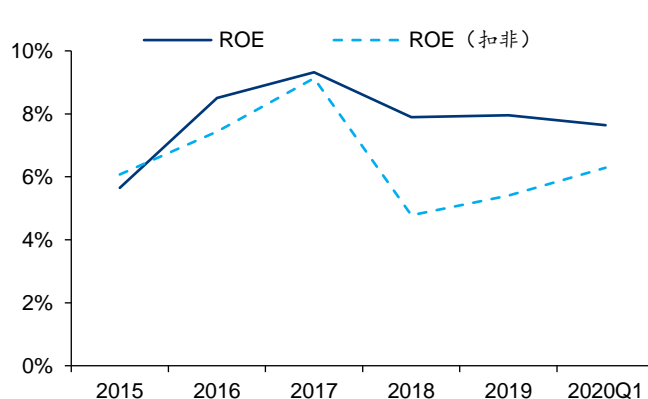
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 2015-2020H1 公司期间费用率情况



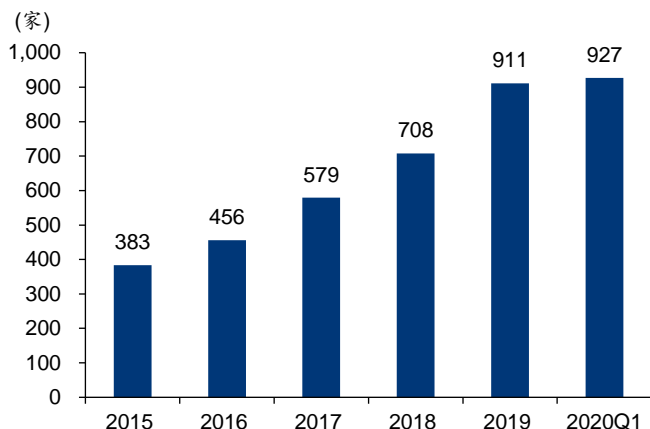
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2015-2020H1 公司加权平均净资产收益率情况



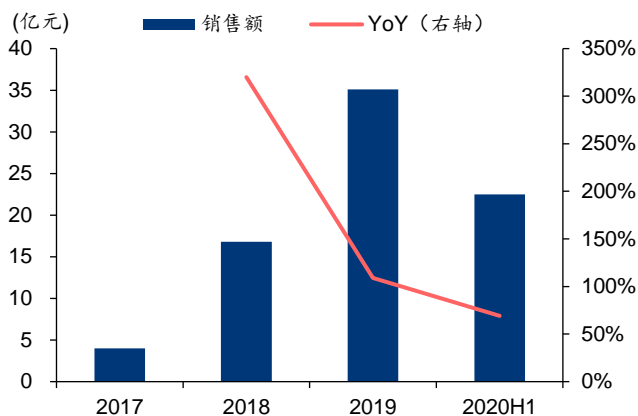
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2015-2020H1 公司超市数量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2017-2020H1 公司到家业务销售额情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

可比公司估值情况

图表9: 可比公司估值情况

公司代码	公司简称	评级	总市值 (亿元)	目标价 (元)	PE		
					2020E	2021E	2022E
002251 CH	步步高	无评级	114.0	-	54.21	41.54	32.25
002697 CH	红旗连锁	买入	122.5	11.25	20.66	17.40	15.11
603708 CH	家家悦	买入	270.5	34.96~36.80	48.52	40.51	34.31
平均					41.13	33.15	27.22

注: PE 均来自 Wind 一致性预期, 评级、目标价均来自华泰证券研究所; 数据截至 2020/8/28

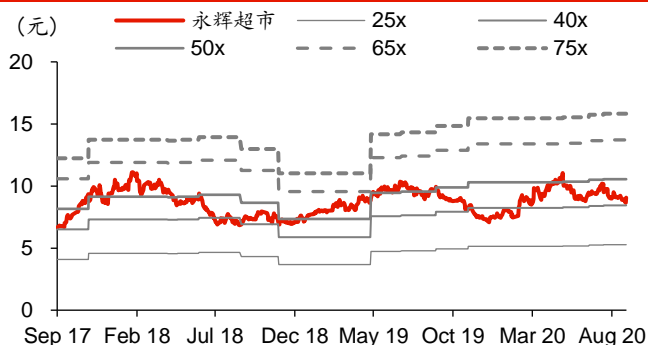
资料来源: Wind、Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。**如果经济持续低迷, 则会在长期影响居民的消费能力及消费升级趋势, 对于公司整体经营构成不利影响。
- 2、线上业务发展不及预期。**公司努力拓展线上到家业务, 并探索 mini 店业态, 如果相关业务规划与实际经营环境脱节, 则有不达预期的可能。
- 3、供应链整合不及预期。**生鲜行业竞争需要非常强的供应链整合升级能力, 解决流转渠道的高损耗、低效率, 但是相关供应链整合升级难度较大, 有可能不及预期。

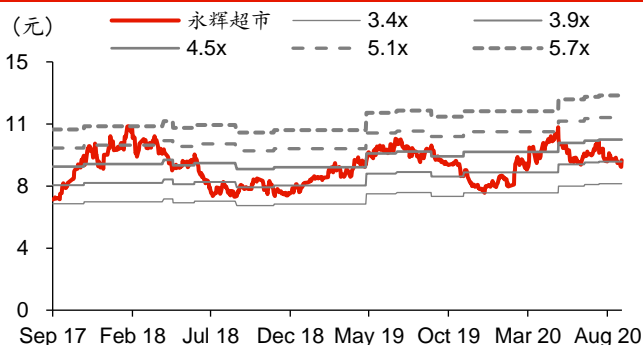
PE/PB - Bands

图表10: 永辉超市历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 永辉超市历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23,953	31,066	34,197	37,945	44,049
现金	4,733	7,129	8,611	9,689	11,377
应收账款	2,085	993.26	2,404	1,881	2,919
其他应收账款	834.53	952.14	1,206	1,222	1,629
预付账款	2,105	2,398	3,041	3,079	4,108
存货	8,119	12,333	12,346	15,431	17,185
其他流动资产	6,077	7,261	6,589	6,642	6,831
非流动资产	15,674	21,287	21,509	21,180	21,076
长期投资	5,701	5,886	5,956	6,005	5,965
固定投资	4,512	5,128	5,630	5,660	6,007
无形资产	625.13	812.41	793.05	773.54	754.21
其他非流动资产	4,836	9,460	9,130	8,741	8,349
资产总计	39,627	52,353	55,706	59,125	65,124
流动负债	19,951	31,487	33,926	35,938	40,012
短期借款	3,690	10,813	12,341	9,376	9,762
应付账款	9,716	12,983	12,662	16,702	18,127
其他流动负债	6,544	7,690	8,923	9,860	12,123
非流动负债	244.19	411.56	411.56	411.56	411.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	244.19	411.56	411.56	411.56	411.56
负债合计	20,195	31,899	34,338	36,349	40,423
少数股东权益	77.32	348.48	183.77	(16.21)	(257.17)
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
留存公积	3,855	4,354	4,774	5,362	6,082
归属母公司股东权益	19,355	20,106	21,184	22,791	24,958
负债和股东权益	39,627	52,353	55,706	59,125	65,124

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,761	416.33	4,327	6,891	4,103
净利润	997.40	1,453	2,158	2,620	3,157
折旧摊销	1,310	1,506	1,456	1,653	1,863
财务费用	147.54	351.15	639.06	494.69	301.65
投资损失	(548.26)	68.68	(208.22)	(229.27)	(122.94)
营运资金变动	(761.22)	(3,165)	271.41	2,377	(1,061)
其他经营现金	615.76	202.41	10.82	(25.22)	(35.04)
投资活动现金	(3,669)	(4,501)	(2,490)	(1,139)	(1,268)
资本支出	3,029	3,109	1,603	1,277	1,799
长期投资	(1,620)	(4,525)	(69.42)	(49.31)	39.36
其他投资现金	980.89	3,133	(817.07)	187.02	491.86
筹资活动现金	2,305	5,900	(7,862)	(96.53)	(614.17)
短期借款	3,690	7,123	1,528	(2,965)	385.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	(54.18)	0.00	0.00
资本公积增加	918.26	(379.30)	54.18	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,304)	(844.15)	(9,390)	2,869	(1,000)
现金净增加额	405.65	1,818	(6,025)	5,655	2,221

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	70,517	84,877	102,522	115,362	135,467
营业成本	54,900	66,574	80,333	90,415	106,165
营业税金及附加	237.48	247.22	336.78	367.83	423.83
营业费用	11,560	13,782	16,403	18,458	21,675
管理费用	3,007	2,013	2,358	2,596	2,980
财务费用	147.54	351.15	639.06	494.69	301.65
资产减值损失	(68.66)	(325.58)	(177.58)	(251.56)	(349.90)
公允价值变动收益	33.15	83.77	12.12	43.01	46.30
投资净收益	548.26	(68.68)	208.22	229.27	122.94
营业利润	1,264	1,640	2,559	3,122	3,803
营业外收入	232.78	222.50	207.27	220.85	216.88
营业外支出	48.22	85.41	69.22	67.62	74.08
利润总额	1,449	1,777	2,697	3,275	3,946
所得税	451.61	324.25	539.49	655.06	789.26
净利润	997.40	1,453	2,158	2,620	3,157
少数股东损益	(482.95)	(110.89)	(164.70)	(199.99)	(240.96)
归属母公司净利润	1,480	1,564	2,323	2,820	3,398
EBITDA	2,963	3,984	4,901	5,602	6,366
EPS (元, 基本)	0.16	0.16	0.24	0.30	0.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.35	20.36	20.79	12.52	17.43
营业利润	(34.84)	29.70	56.06	21.98	21.83
归属母公司净利润	(18.52)	5.63	48.53	21.42	20.49
获利能力 (%)					
毛利率	22.15	21.56	21.64	21.63	21.63
净利率	1.41	1.71	2.10	2.27	2.33
ROE	5.13	7.10	10.10	11.50	12.78
ROIC	13.34	16.63	22.52	32.55	32.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.96	60.93	61.64	61.48	62.07
净负债比率 (%)	(4.80)	18.62	18.03	(0.83)	(6.04)
流动比率	1.20	0.99	1.01	1.06	1.10
速动比率	0.54	0.32	0.42	0.41	0.44
营运能力					
总资产周转率	1.95	1.85	1.90	2.01	2.18
应收账款周转率	46.01	55.15	60.35	53.83	56.44
应付账款周转率	6.34	5.87	6.27	6.16	6.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.16	0.24	0.30	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.04	0.45	0.72	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.11	2.23	2.40	2.62
估值比率					
PE (倍)	72.00	68.16	45.89	37.79	31.37
PB (倍)	5.51	5.30	5.03	4.68	4.27
EV_EBITDA (倍)	34.61	27.54	22.16	18.62	16.20

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、张萌、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇、张萌、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com