

投资评级 优于大市 维持

主业稳健、高分红，23 将年展店加速

股票数据

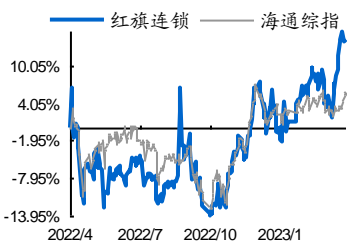
04月07日收盘价(元)	6.14
52周股价波动(元)	4.45-6.17
总股本/流通A股(百万股)	1360/1078
总市值/流通市值(百万元)	8350/6617

相关研究

《收入增9%、主业净利增15%，同店稳健主业释放利润弹性》2022.10.23

《收入增8%、主业净利增18%，门店调优同店稳健》2022.08.15

《收入增3%、剔除租赁准则影响净利增3%，低估值稳增长》2022.04.04

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.9	8.5	16.3
相对涨幅(%)	4.0	7.8	12.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:毛弘毅

Tel:(021)23219583

Email:mhy13205@haitong.com

投资要点:

公司4月8日发布2022年报。2022年实现收入100.20亿元，同比增长7.15%；归母净利润4.86亿元，同比增长0.90%，扣非归母净利润4.49亿元，同比下降2.34%。摊薄EPS0.36元；净资产收益率12.40%，经营性现金流净额14.71亿元。2022年分红预案：向全体股东每10股派发现金红利4.42元（含税）。

简评及投资建议。

1. 2022年收入增长7.15%，毛利率降0.61pct。公司2022年实现收入100.20亿元，同比增长7.15%，其中4Q2022同比增长4.1%；全年综合毛利率同比减少0.61pct至29.06%，4Q毛利率同比减少1.13pct。

(A)分品类，食品、烟酒、日百收入各增长9.33%、6.55%、4.95%，其他业务收入各下降0.21%；食品、日百和烟酒毛利率分别降0.4pct、持平、降0.2pct。

(B)分地区，成都市区、郊县分区和二级市区收入各增长5.69%、11.31%、2.53%，收入占比各51.95%、37.38%、3.95%。

2. 22年门店调优，23年将加速展店。公司持续对门店进行提档升级，优化门店管理水平和服务意识，同时加快旧店改造。2022年新开店91家、改造400家，截至2022年末门店总数3561家，此外，甘肃红旗便利店98家。23年将加速展店。我们估计公司22年&1Q23同店约4%，显著优于同业。

3. 2022年期间费用率降0.8pct，人效稳步提升。全年销售费用率减少0.83pct，管理费用率增加0.15pct，财务费用率减少0.12pct，销售费用率增长主因社保基数上调增加人力成本等；财务费用率主因新租赁准则影响。公司2022年底员工数1.6万人，测算人均工资7.8万元，同比增长9.3%，人效64.5万元/人，同比提升10%，人效已连续七年稳步提升。

4. 剔除投资收益影响，测算主业净利增长11.58%。费用率优化抵消了毛利率下降，2022年归母净利增长0.90%至4.86亿元，扣非归母净利增长2.34%至4.49亿元。其中新网银行贡献投资收益1.02亿元、甘肃红旗投资亏损538万元，合计贡献投资收益9670万元，同比下降27.15%，主因新网银行坚持“数字普惠”定位，加大减费让利力度，加快小微信贷投放和服务支持，资产规模显著增长并按较高标准计提了准备，1Q23新网银行各项指标全面向好。剔除新网银行和甘肃红旗投资收益影响，测算主业净利3.89亿，同比增加11.58%，其中4Q主业净利约9000万元，同比下降1%，对应主业净利率3.9%，略降0.1pct。

5. 经营性现金流大幅增长。全年公司经营性现金流净额14.71亿元，同比增长41.91%；投资性现金流量净额0.48亿元，同比-111.65%；筹资性现金流量净额-6.91亿元，同比下降50.06%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9351	10020	10634	11364	12224
(+/-)YoY(%)	3.3%	7.2%	6.1%	6.9%	7.6%
净利润(百万元)	481	486	561	618	696
(+/-)YoY(%)	-4.7%	0.9%	15.4%	10.2%	12.7%
全面摊薄EPS(元)	0.35	0.36	0.41	0.45	0.51
毛利率(%)	29.7%	29.1%	29.2%	29.2%	29.3%
净资产收益率(%)	13.1%	11.7%	12.2%	12.1%	12.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

维持对公司的判断。公司深耕四川,已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁企业。①四川便利超市龙头:业态优&区域密度高,深耕社区,做透区域,2023年有望享受区域复苏红利。②稳健扩张,省内加密&轻资产跨省:2015年三次并购,2017-18年开店放缓,2019-21年维持年均净开店超250家;2022年减缓开店节奏,步入门店调优阶段,老店升级改造后销售额稳步提升,2023年将加速展店

更新盈利预测。预计公司2023-2025年归母净利润各5.61亿、6.18亿、6.96亿,同比增长15.4%、10.2%、12.7%;主业净利各4.5亿、4.96亿、5.63亿,同比增长17.4%、10.2%、13.4%。公司目前股价对应2023-2025年整体PE各15x、14x、12x,对应主业PE各19x、17x、15x。

参考超市同业估值,我们给以2023年4.5亿元主业净利润18-20x PE,对应合理市值区间为81亿-90亿元;参考银行企业估值,同时考虑到新网银行作为互联网银行以轻资本业务为主,给以2023年新网银行1.1亿投资收益5-8x PE,对应合理市值区间6亿-9亿元;综合给以公司合理市值区间87亿-99亿,对应合理价格区间为6.36-7.27元,维持“优于大市”评级。

风险提示: 新店培育期拉长的风险; 区域竞争加剧; 新网银行投资收益的不确定性。

表 1 公司 2022 分行业收入及毛利率情况

	收入(万元)			毛利率(%)		
	2021	2022	同比增长(%)	2021	2022	变动(pct)
食品	444652	486128	9.33%	25.73	25.35	-0.38
烟酒	289412	308368	6.55%	20.64	20.47	-0.16
日用百货	133571	140186	4.95%	26.76	26.75	0.01
主营业务/主营业务毛利率	867637	934682	7.73%	24.20	23.95	1.51
其他业务	67471	67327	-0.21%			
营业总收入	935108	1002009	7.15%	29.67	29.06	1.32

资料来源:公司2021-2022年报,海通证券研究所

表 2 公司 2022 费用率拆分情况

	费用额(万元)		占比收入(%)		费用率变动(pct)
	2021	2022	2021	2022	
销售费用					
职工薪酬等人工费	105385	110441	11.27	11.02	-0.25
使用权资产累计折旧	56454	67285	6.04	6.72	0.68
门店租赁及物管费	18199	7227	1.95	0.72	-1.23
折旧费	8805	7900	0.94	0.79	-0.15
水电费	8579	8938	0.92	0.89	-0.03
广告费及业务宣传费等	6280	9464	0.67	0.94	0.27
营销网络摊销	3842	3817	0.41	0.38	-0.03
装修费	3132	3275	0.33	0.33	0.00
周转材料摊销	1609	1003	0.17	0.10	-0.07
杂运及劳务费等其他费用	3847	3928	0.41	0.39	-0.02
合计	216133	223276	23.11	22.28	-0.83
管理费用					
职工薪酬等人工费	8073	10310	0.86	1.03	0.17
业务宣传费	330	715	0.04	0.07	0.04
中介机构服务费	1896	2159	0.20	0.22	0.01
折旧及摊销费	872	713	0.09	0.07	-0.02
商品损耗	308	157	0.03	0.02	-0.02
办公等其他费用	816	615	0.09	0.06	-0.03
合计	12295	14669	1.31	1.46	0.15

资料来源:公司2021-2022年报,海通证券研究所

表 3 公司分部估值测算

	估值方法	预测指标	2023E	估值下限	估值上限	市值下限 (亿元)	市值上限 (亿元)
零售主业	P/E	净利润 (亿元)	4.50	18x	20x	81	90
对应 PS (倍, 2023E)						0.76	0.85
新网银行投资收益	P/E	投资收益 (亿元)	1.10	5x	8x	6	9
合理估值区间 (亿元)						87	99
对应每股合理价值 (元)						6.36	7.27

资料来源: 海通证券研究所

表 4 超市行业可比公司估值表 (倍, 20230407)

简称	步步高	永辉超市	家家悦	中百集团	平均
PE (倍, 2023E)	394.67	76.70	24.53	335.92	207.95
PS (倍, 2023E)	0.58	0.31	0.39	0.27	0.39

资料来源: 股价选取日期为 2023.4.7 Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 5 银行业可比公司估值表 (倍, 20230407)

简称	招商银行	平安银行	农业银行	建设银行	浦发银行	平均
PE (倍, 2023E)	5.47	4.54	4.04	4.40	4.17	4.53
PS (倍, 2023E)	2.29	1.26	1.44	1.75	1.03	1.55

资料来源: 股价选取日期为 2023.4.7 Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	10020	10634	11364	12224
每股收益	0.36	0.41	0.45	0.51	营业成本	7108	7534	8043	8644
每股净资产	3.05	3.38	3.75	4.18	毛利率%	29.1%	29.2%	29.2%	29.3%
每股经营现金流	1.08	0.98	0.70	0.77	营业税金及附加	51	55	59	64
每股股利	0.44	0.08	0.08	0.08	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	2233	2375	2527	2691
P/E	17.19	14.90	13.52	12.00	营业费用率%	22.3%	22.3%	22.2%	22.0%
P/B	2.01	1.82	1.64	1.47	管理费用	147	105	117	130
P/S	0.83	0.79	0.73	0.68	管理费用率%	1.5%	1.0%	1.0%	1.1%
EV/EBITDA	5.16	5.70	5.27	4.42	EBIT	481	565	618	695
股息率%	7.2%	1.4%	1.4%	1.4%	财务费用	66	60	61	62
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
毛利率	29.1%	29.2%	29.2%	29.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	4.8%	5.3%	5.4%	5.7%	投资收益	105	110	121	133
净资产收益率	11.7%	12.2%	12.1%	12.2%	营业利润	555	642	707	796
资产回报率	5.9%	6.6%	6.9%	7.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	7.9%	8.9%	9.2%	9.7%	利润总额	556	642	707	796
盈利增长 (%)					EBITDA	1311	1133	1097	1120
营业收入增长率	7.2%	6.1%	6.9%	7.6%	所得税	70	81	89	100
EBIT 增长率	9.3%	17.4%	9.4%	12.4%	有效所得税率%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润增长率	0.9%	15.4%	10.2%	12.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	486	561	618	696
资产负债率	49.3%	45.7%	43.1%	40.7%					
流动比率	1.35	1.52	1.68	1.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.73	0.98	1.10	1.26	货币资金	2076	2847	3333	4016
现金比率	0.62	0.86	0.98	1.14	应收账款及应收票据	65	71	75	81
经营效率指标					存货	1909	1651	1829	1942
应收账款周转天数	2.38	2.43	2.41	2.42	其它流动资产	458	471	488	507
存货周转天数	98.04	80.00	83.00	82.00	流动资产合计	4509	5040	5725	6547
总资产周转率	1.22	1.26	1.27	1.28	长期股权投资	984	1084	1164	1214
固定资产周转率	9.03	10.02	11.35	13.08	固定资产	1109	1061	1001	935
					在建工程	0	20	30	40
					无形资产	167	136	101	62
					非流动资产合计	3683	3431	3234	3033
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8192	8471	8959	9580
净利润	486	561	618	696	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1551	1596	1675	1776
非现金支出	830	568	479	425	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-57	-104	-121	-133	其它流动负债	1795	1714	1726	1748
营运资金变动	212	310	-25	53	流动负债合计	3345	3310	3400	3524
经营活动现金流	1471	1335	951	1041	长期借款	0	0	0	0
资产	-53	-52	-38	-39	其它长期负债	697	564	458	373
投资	92	-100	-80	-50	非流动负债合计	697	564	458	373
其他	8	102	115	127	负债总计	4042	3874	3858	3898
投资活动现金流	48	-50	-2	38	实收资本	1360	1360	1360	1360
债权募资	0	0	0	-152	归属于母公司所有者权益	4151	4597	5100	5682
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	1	1
其他	-691	-515	-463	-243	负债和所有者权益合计	8192	8471	8959	9580
融资活动现金流	-691	-515	-463	-395					
现金净流量	827	771	486	684					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 丸美股份, 力量钻石, 红旗连锁

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。