

# 22年净利减亏30%，数字化建设加强

华泰研究

2023年4月29日 | 中国内地

年报点评

零售

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

4.20

研究员

SAC No. S0570518110001  
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570522080001  
SFC No. BSF308

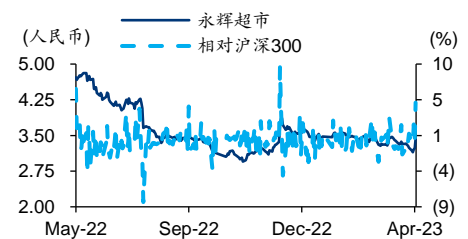
张诗宇

zhangshiyu@htsc.com  
+(86) 755 2399 3346

## 基本数据

目标价(人民币)	4.20
收盘价(人民币 截至4月28日)	3.42
市值(人民币百万)	31,037
6个月平均日成交额(人民币百万)	190.15
52周价格范围(人民币)	2.95-4.81
BVPS(人民币)	0.88

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 践行“供应链、科技中台建设”，维持增持评级

公司4月28日发布22年报和23Q1季报。22年实现营收900.9亿元，同比-1.1%；实现归母净利-27.6亿元，同比减亏11.8亿元/30.0%，基本符合此前的业绩预告（亏损-27.4亿元）。亏损的原因主要有1)疫情影响线下购物需求、2)公允价值变动、信用减值、资产减值影响总计约13.5亿元、3)研发投入较高（4.8亿元）。23Q1实现营收238.0亿元，同比-12.6%，实现归母净利7.0亿元，同比+40.2%。考虑到收入恢复延缓、公允价值变动损益、研发投入影响盈利，我们调整23-24的归母净利至4.8、8.8亿元（前值10.8、16.4亿元），新增25年归母净利为14.0亿元。参考可比公司Wind24年一致预期18.1xPE，考虑到公司未来继续建设供应链与科技中台，毛利率和期间费用率有进一步改善空间，且随着经营改善，减值计提有望明显减少，我们给予公司24年42xPE，目标价4.20元，维持增持评级。

## 线下门店持续优化，线上快速发展

线下方面，门店持续调整，22年净关闭24家门店，其中，Bravo新增/关闭门店36/60家。线上方面，22年公司线上业务营收同比+21.4%，占比17.7%。永辉生活自营到家/第三方平台到家业务分别覆盖984/958家门店，实现销售额88/71.2亿元，同比+24%/18%。其中，自营平台永辉生活注册会员稳步增长，同比+18.7%，用户粘性较高，月均复购率达51.5%。

## 数字化建设助力经营降本增效，毛利率、费用率有所优化

门店数字化建设不断加强，智能排班/订货工具应用逐渐广泛，YHDOS系统全面上线，带动门店运营效率较大提升，部分标杆门店人效提升30-50%。通过整体的经营提效，毛利率与销售费用率有所改善：22年公司毛利率为19.7%，同比+1.0pct；销售/管理/财务费用率分别为17.6%/2.3%/1.7%，同比-0.7/-0.1/0pct。

## 建设全渠道数字化零售平台，维持增持评级

公司作为我国生鲜超市龙头，受社区团购等创新业态冲击后积极调整，对供应链与科技中台的建设正逐步发挥作用，助力公司经营效率的提升。展望23年，随着公司持续推进数字化转型和优化门店布局，我们预计23-25年归母净利达4.8、8.8、14.0亿元，参考可比公司Wind24年一致预期18.1xPE，考虑到公司未来继续建设供应链与科技中台，毛利率和期间费用率有进一步改善空间，且随着经营改善，减值计提有望明显减少，给予公司24年42xPE，目标价4.20元，维持增持评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期、门店改造不及预期、资产减值超预期、公允价值变动拖累利润。

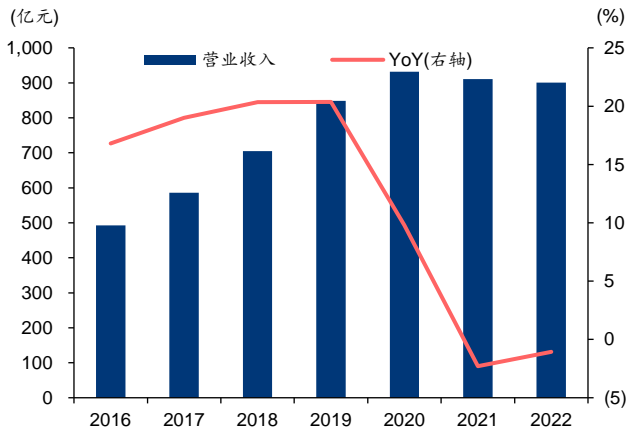
## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	91,062	90,091	96,615	102,987	108,648
+/-%	(2.29)	(1.07)	7.24	6.60	5.50
归属母公司净利润(人民币百万)	(3,944)	(2,763)	478.00	876.03	1,404
+/-%	(319.78)	29.94	117.30	83.27	60.27
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.43)	(0.30)	0.05	0.10	0.15
ROE(%)	(26.28)	(30.49)	6.20	10.51	14.98
PE(倍)	(7.87)	(11.23)	64.93	35.43	22.11
PB(倍)	2.91	4.16	3.91	3.56	3.10
EV EBITDA(倍)	43.51	15.94	6.40	5.04	3.92

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

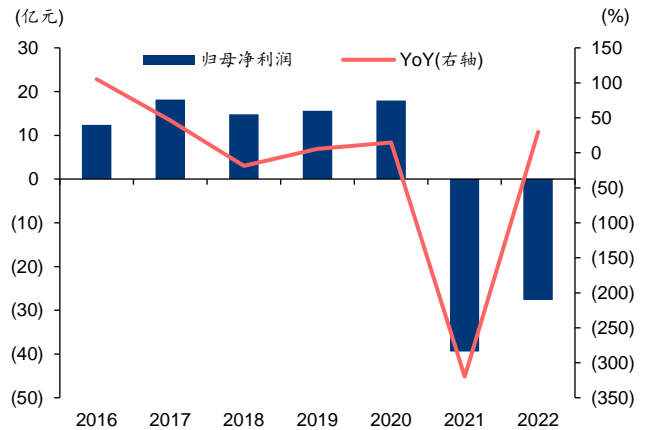
## 主要财务数据

图表1: 公司营业收入



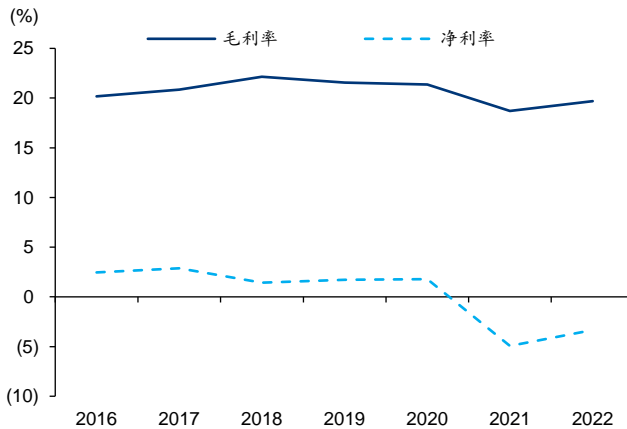
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润



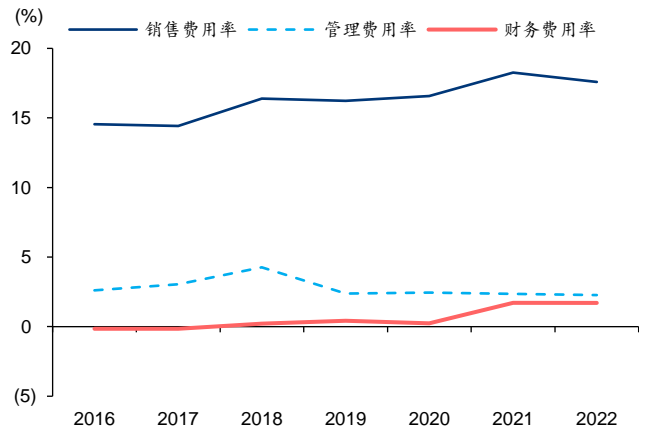
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测调整

图表5: 盈利预测主要调整

	调整后			调整前		调整原因
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	
收入	96614.9	102987.2	108647.7	103208.1	108217.6	22年公司收入900.9亿元, 低于我们此前预计的965.8亿元。我们仍看好公司稳健经营, 营收逐步恢复, 但由于22年基数降低, 下调23-24年的收入预测。
收入增速	7.2%	6.6%	5.5%	6.9%	4.9%	
营业费用率	16.8%	16.6%	16.4%	16.2%	16.1%	公司持续加强数字化建设, 带动门店经营效率提升, 营业费用率有望持续改善。但由于22年营业费用率为17.6%, 高于我们此前预计的16.7%, 因此上调23-24年营业费用率。
管理费用率	2.2%	2.2%	2.1%	1.8%	1.8%	随着管理提效, 管理费用率有望稳步降低。但由于22年管理费用率为2.3%, 高于我们此前预计的1.9%, 因此上调23-24年管理费用率。
资产减值损失占比	0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	随着外部环境趋好, 经营改善, 23年资产减值计提有望减少。但由于22年资产减值损失占比为0.85%, 高于我们此前预计的0.2%, 因此上调23年预测值至0.5%, 预计24-25年保持较为稳定的比例。
归母净利润	478	876	1404	1079	1637	上述调整后的综合变化

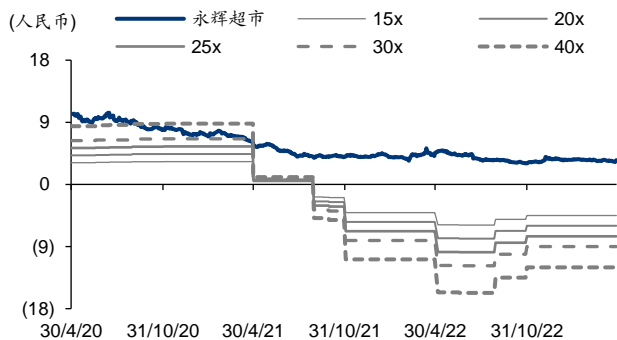
资料来源: 华泰研究预测

图表6: 可比公司 Wind 一致预期 PE (截至 2023 年 4 月 28 日)

公司代码	公司简称	收盘价		总市值	PE (倍)		
		(上市地货币: 元)	(上市地货币: 亿元)		2023E	2024E	2025E
JD US	京东	35.7	567.9	21.4	15.2	12.7	
002697 CH	红旗连锁	6.2	84.9	15.7	14.5	13.4	
603708 CH	家家悦	14.8	95.5	31.3	24.2	30.9	
平均					22.9	18.1	17.3

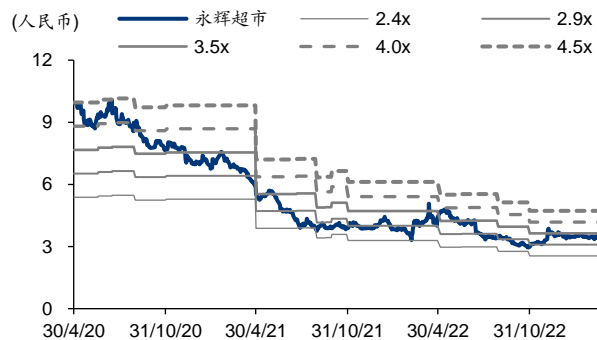
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 永辉超市 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 永辉超市 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	28,714	24,537	27,285	28,550	30,544
现金	9,163	7,616	8,167	8,706	9,290
应收账款	477.00	530.61	573.56	603.44	638.25
其他应收账款	742.37	649.68	843.18	748.14	930.64
预付账款	1,972	1,389	1,831	2,288	2,541
存货	10,791	10,467	11,984	12,319	13,259
其他流动资产	5,568	3,885	3,885	3,885	3,885
<b>非流动资产</b>	42,597	37,606	36,456	35,209	33,893
长期投资	4,774	3,640	3,690	3,740	3,790
固定投资	4,646	4,114	3,998	3,762	3,403
无形资产	1,525	1,314	1,211	1,068	885.53
其他非流动资产	31,652	28,538	27,556	26,639	25,815
<b>资产总计</b>	71,312	62,143	63,740	63,758	64,437
<b>流动负债</b>	34,092	29,067	30,607	30,228	29,959
短期借款	10,948	6,528	8,872	8,339	6,528
应付账款	12,519	12,155	11,768	12,177	12,660
其他流动负债	10,626	10,383	9,967	9,712	10,771
<b>非流动负债</b>	26,143	25,419	24,957	24,493	24,027
长期借款	1,021	2,070	1,608	1,144	678.57
其他非流动负债	25,121	23,349	23,349	23,349	23,349
<b>负债合计</b>	60,234	54,486	55,564	54,721	53,986
少数股东权益	418.61	191.33	232.89	309.07	431.16
股本	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075
资本公积	4,276	4,292	4,292	4,292	4,292
留存公积	(2,694)	(5,639)	(5,127)	(4,192)	(2,662)
归属母公司股东权益	10,659	7,466	7,944	8,729	10,019
<b>负债和股东权益</b>	71,312	62,143	63,740	63,758	64,437

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	5,827	5,864	3,546	5,473	7,203
净利润	(4,495)	(3,000)	519.56	952.20	1,526
折旧摊销	4,140	3,961	4,266	4,904	5,474
财务费用	1,552	1,538	551.55	560.70	468.27
投资损失	(192.01)	105.28	(217.23)	(170.73)	(168.35)
营运资金变动	3,659	2,349	(1,293)	(454.23)	259.59
其他经营现金	1,164	909.46	(280.40)	(319.16)	(355.90)
<b>投资活动现金</b>	(915.09)	(87.41)	(2,715)	(3,270)	(3,742)
资本支出	(2,010)	(1,204)	(63.08)	(62.65)	(5.85)
长期投资	521.39	1,218	(50.00)	(50.00)	(50.00)
其他投资现金	573.74	(101.94)	(2,602)	(3,158)	(3,687)
<b>筹资活动现金</b>	(6,856)	(6,982)	(2,623)	(1,131)	(1,067)
短期借款	(2,942)	(4,419)	2,343	(532.60)	(1,811)
长期借款	1,021	1,049	(462.06)	(464.31)	(465.14)
普通股增加	(441.25)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2,651)	15.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,843)	(3,628)	(4,505)	(134.43)	1,209
现金净增加额	(1,944)	(1,201)	(1,792)	1,071	2,394

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	91,062	90,091	96,615	102,987	108,648
营业成本	74,027	72,361	76,556	81,413	85,685
营业税金及附加	212.94	204.29	219.08	233.53	246.37
营业费用	16,630	15,850	16,231	17,096	17,818
管理费用	2,155	2,046	2,126	2,214	2,282
财务费用	1,552	1,538	551.55	560.70	468.27
资产减值损失	(777.44)	(635.21)	(483.07)	(514.94)	(543.24)
公允价值变动收益	(378.53)	(594.68)	100.00	100.00	100.00
投资净收益	192.01	(105.28)	217.23	170.73	168.35
<b>营业利润</b>	(4,828)	(3,298)	485.43	955.70	1,580
营业外收入	343.95	332.09	332.09	332.09	332.09
营业外支出	238.44	252.79	252.79	252.79	252.79
<b>利润总额</b>	(4,722)	(3,218)	564.74	1,035	1,659
所得税	(227.49)	(218.80)	45.18	82.80	132.71
<b>净利润</b>	(4,495)	(3,000)	519.56	952.20	1,526
少数股东损益	(550.71)	(236.51)	41.56	76.18	122.09
归属母公司净利润	(3,944)	(2,763)	478.00	876.03	1,404
EBITDA	801.87	2,097	5,189	6,294	7,383
EPS (人民币, 基本)	(0.43)	(0.30)	0.05	0.10	0.15

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(2.29)	(1.07)	7.24	6.60	5.50
营业利润	(311.30)	31.69	114.72	96.87	65.27
归属母公司净利润	(319.78)	29.94	117.30	83.27	60.27
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	18.71	19.68	20.76	20.95	21.13
净利率	(4.94)	(3.33)	0.54	0.92	1.40
ROE	(26.28)	(30.49)	6.20	10.51	14.98
ROIC	(36.35)	(30.90)	14.72	25.81	52.99
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	84.47	87.68	87.17	85.82	83.78
净负债比率 (%)	45.08	40.47	34.48	14.03	(15.42)
流动比率	0.84	0.84	0.89	0.94	1.02
速动比率	0.35	0.33	0.34	0.36	0.39
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.43	1.35	1.53	1.62	1.70
应收账款周转率	197.02	178.82	175.00	175.00	175.00
应付账款周转率	5.91	5.87	6.40	6.80	6.90
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(0.43)	(0.30)	0.05	0.10	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.65	0.39	0.60	0.79
每股净资产(最新摊薄)	1.17	0.82	0.88	0.96	1.10
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	(7.87)	(11.23)	64.93	35.43	22.11
PB (倍)	2.91	4.16	3.91	3.56	3.10
EV EBITDA (倍)	43.51	15.94	6.40	5.04	3.92

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 林寰宇、张诗宇, 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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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, 华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、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, 华泰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。华泰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。

华泰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, 华泰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。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“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》及其附属法律规定的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。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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

- 分析师林震宇、张诗宇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。本披露中所提及的“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

#### 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

### 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

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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2023年华泰证券股份有限公司