

战略转型持续提效，盈利进入改善通道

——永辉超市 2022 年年报&2023 年一季报点评

核心观点

- **22 年业绩承压，内外部多方不利因素导致亏损。**公司 2022 年实现营收 900.9 亿元（yoy-1.1%），归母净利润-27.6 亿元（减亏 29.9%），业绩表现继续承压。公司 2022 年继续亏损原因主要包括：1）疫情期承担“保供应、稳物价”社会责任，毛利率受影响；2）处置金融资产产生投资损失 1.2 亿；3）长期股权投资计提减值 2.0 亿；4）对长期亏损及准备闭店门店计提减值 4.4 亿元。
- **经营环境改善，23Q1 盈利改善。**公司 2023Q1 营收 238.0 亿元（yoy-12.6%），归母净利润 7.0 亿元（yoy+40.2%），环比实现扭亏。公司 23Q1 毛利率 22.9%（yoy+1.6pct），恢复至疫情前的较高水平，是 2019 年以来单季度最高水平。随着疫情影响逐步消退，我们预计公司盈利进入改善通道。
- **全渠道转型升级，线上业务规模已现。**公司 2022 年实现线上业务营收 159.36 亿元（yoy+21.37%），占比 17.69%，日均单量 51.8 万单，全渠道转型升级稳步推进中。“永辉生活”自营到家业务已覆盖 984 家门店，实现销售额 88 亿元，同比增长 24%，日均单量 31.6 万，月平均复购率为 51.5%。第三方平台到家业务已覆盖 958 家门店，实现销售额 71.2 亿元，日均单量 20.2 万单。此外，公司“永辉生活”注册会员数达 1.01 亿（yoy+18.73%），线上平均月活数达 1260.7 万，开始形成规模化的稳定会员体系。
- **开启门店转型迭代，精选优质门店物业。**公司 2022 年新开 Bravo 门店 36 家，关闭 Bravo 业态门店 60 家，新签约门店 10 家。截至 2022 年底，超市业务已经进入全国 29 个省市，超市业态门店 1033 家；2023Q1 新开 2 家。在国内线下零售业务行业趋势向下的环境中，公司通过精选+优选优质门店物业、淘汰关闭部分尾部门店，开启门店迭代时代。

盈利预测与投资建议

- 受零售各渠道竞争环境变动，调整公司 23-25 年归母净利润预测为 2.46/5.65/9.67 亿元（原为 9.67/12.67/-亿元），EPS 为 0.03/0.06/0.11 元（原为 0.11/0.14/-元）。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 3.71 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动；市场竞争加剧；门店拓展不及预期；线上业务不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	91,062	90,091	91,246	93,737	96,099
同比增长(%)	-2.3%	-1.1%	1.3%	2.7%	2.5%
营业利润(百万元)	(4,828)	(3,298)	268	603	1,093
同比增长(%)	-311.3%	31.7%	108.1%	125.0%	81.3%
归属母公司净利润(百万元)	(3,944)	(2,763)	246	565	967
同比增长(%)	-319.8%	29.9%	108.9%	129.9%	71.1%
每股收益(元)	(0.43)	(0.30)	0.03	0.06	0.11
毛利率(%)	18.7%	19.7%	20.0%	20.4%	20.7%
净利率(%)	-4.3%	-3.1%	0.3%	0.6%	1.0%
净资产收益率(%)	-26.3%	-30.5%	3.2%	6.9%	10.8%
市盈率	(7.9)	(11.3)	127.0	55.3	32.3
市净率	2.9	4.2	3.9	3.7	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月15日）	3.4元
目标价格	3.71元
52周最高价/最低价	4.81/2.85元
总股本/流通A股（万股）	907,504/907,504
A股市值（百万元）	30,855
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2023年05月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0	2.4	-2.87	-28.98
相对表现	1.57	4.68	0.16	-29.24
沪深300	-1.57	-2.28	-3.03	0.26



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
崔凡平	021-63325888*6065 cuifanping@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050003

相关报告

受竞争影响 21 年业绩承压，22Q1 经营改善显著复苏：——永辉超市 2021 年年报 & 2022 年一季报点评 2022-05-12

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下调整：

1、调整 2023-2025 收入为 912/937/961 亿元（原为 1024/1104/-亿元），主要由于公司在 2022 年关闭部分经营不善门店提升效率，下调主要核心区域收入预测。

2、调整 2023-2025 毛利率为 20.0%/20.4%/20.7%（原为 20.4%/20.4%/-），主要由于公司在疫情阶段承担保物价社会责任，未来预计对比 2022 年可根据市场化定价小幅提升毛利率。

3、调整 2023-2025 年销售费用率为 16.7%/16.7%/16.6%（原为 16.1%/16.1%/-），主要由于零售行业各渠道竞争较为激烈，需要投入更多营销费用获取用户。

表 1：盈利预测调整表

主要财务信息	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	102,423	110,350	91,246	93,737	96,099
变动幅度			-10.9%	-15.1%	
营业利润(百万元)	1,138	1,454	268	603	1,093
变动幅度			-76.5%	-58.6%	
归属母公司净利润(百万元)	967	1,267	246	565	967
变动幅度			-74.6%	-55.4%	
每股收益（元）	0.11	0.14	0.03	0.06	0.11
变动幅度			-75.4%	-55.5%	
毛利率(%)	20.4%	20.4%	20.0%	20.4%	20.7%
变动幅度			-0.4%	0.0%	
净利率(%)	0.9%	1.1%	0.3%	0.6%	1.0%
变动幅度			-0.6%	-0.5%	

收入分类预测表	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
零售业务					
销售收入（百万元）	95,765	103,177	85,315	87,644	89,853
变动幅度			-10.9%	-15.1%	
毛利率	16.2%	16.2%	14.8%	15.3%	15.9%
变动幅度			-1.4%	-0.9%	
其他收入					
销售收入（百万元）	6,657	7,173	5,931	6,093	6,246
变动幅度			-10.9%	-15.1%	
毛利率	82.0%	82.0%	95.0%	93.0%	90.0%
变动幅度			13.0%	11.0%	
合计	102,423	110,350	91,246	93,737	96,099
变动幅度			-10.9%	-15.1%	

综合毛利率	20.4%	20.4%	20.0%	20.4%	20.8%
变动幅度			-0.4%	0.0%	

数据来源：东方证券研究所

投资建议

调整公司 23-25 年归母净利润预测为 2.46/5.65/9.67 亿元（原为 9.67/12.67/-亿元），EPS 为 0.03/0.06/0.11 元（原为 0.11/0.14/-元）。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 3.71 元，维持“买入”评级。

表 2: FCFF 估值参数

估值假设主要参数	
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	1.00%
无风险利率 Rf	2.70%
无杠杆影响的 β 系数	0.42
考虑杠杆因素的 β 系数	0.55
市场收益率 Rm	9.92%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	6.68%
债务比率 D/(D+E)	30.00%
债务利率 rd	4.3%
WACC	5.64%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 3: FCFF 估值结果（百万元）

FCFF 折现	5,174.18
终值折现	26,454.00
企业价值	31,628.18
权益价值	33,674.36
每股价值	3.71

数据来源：东方证券研究所

表 4：FCFF 敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析		永续增长率Gn(%)				
	3.71	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC(%)	3.64%	4.29	5.27	6.98	10.80	26.48
	4.14%	3.80	4.55	5.77	8.13	14.63
	4.64%	3.40	3.99	4.89	6.48	10.01
	5.14%	3.07	3.54	4.23	5.36	7.54
	5.64%	2.79	3.17	3.71	4.55	6.02
	6.14%	2.55	2.86	3.30	3.94	4.98
	6.64%	2.35	2.61	2.96	3.46	4.23
	7.14%	2.17	2.39	2.67	3.07	3.67
	7.64%	2.01	2.20	2.44	2.76	3.22

数据来源：东方证券研究所

风险提示

宏观经济波动的风险

疫情影响，宏观经济的增速放缓，国际贸易不确定因素，消费者对未来收入的信心等多种因素，会影响消费者的需求和购买力，进而对零售业和公司经营业绩产生影响。

市场竞争的风险

零售业面临新理念、新思维带来的变革挑战，新业态和新场景不断涌现，新技术、新模式不断迭代升级，行业竞争会更加剧烈。

门店拓展不及预期的风险

公司在全国范围内进行门店拓展，各省市、区域的发展情况存在差异；公司物流等基础设施建设，相应增加资本性支出；对公司经营业绩的影响存在不确定性。

线上业务拓展不及预期的风险

目前行业内线上领域竞争激烈，公司的该业务也仍处于成长阶段，若扩张速度和成本控制不及预期或影响公司的营收及利润增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,163	7,616	9,059	8,266	8,256	营业收入	91,062	90,091	91,246	93,737	96,099
应收票据、账款及款项融资	477	531	912	1,875	2,883	营业成本	74,027	72,361	72,965	74,656	76,161
预付账款	1,972	1,389	2,099	2,156	2,210	营业税金及附加	213	204	210	216	221
存货	10,791	10,467	10,799	11,049	11,272	销售费用	16,630	15,850	15,238	15,607	15,952
其他	6,311	4,535	5,153	5,328	5,134	管理费用及研发费用	2,584	2,528	2,236	2,203	2,162
流动资产合计	28,714	24,537	28,023	28,674	29,755	财务费用	1,552	1,538	602	689	664
长期股权投资	4,774	3,640	4,608	4,340	4,196	资产、信用减值损失	935	755	105	193	294
固定资产	4,646	4,114	4,664	5,170	5,660	公允价值变动收益	(379)	(595)	31	24	50
在建工程	410	383	588	780	963	投资净收益	192	(105)	(19)	23	(34)
无形资产	1,525	1,314	1,204	1,095	985	其他	237	548	364	383	432
其他	31,242	28,155	27,660	27,086	26,494	营业利润	(4,828)	(3,298)	268	603	1,093
非流动资产合计	42,597	37,606	38,724	38,471	38,298	营业外收入	344	332	322	333	329
资产总计	71,312	62,143	66,746	67,146	68,052	营业外支出	238	253	297	263	271
短期借款	10,948	6,528	10,455	9,310	8,765	利润总额	(4,722)	(3,218)	293	672	1,151
应付票据及应付账款	12,552	12,155	12,404	12,692	12,947	所得税	(227)	(219)	59	134	230
其他	10,593	10,383	9,824	10,419	10,439	净利润	(4,495)	(3,000)	234	538	921
流动负债合计	34,092	29,067	32,683	32,421	32,151	少数股东损益	(551)	(237)	(12)	(27)	(46)
长期借款	1,021	2,070	2,330	2,612	2,912	归属于母公司净利润	(3,944)	(2,763)	246	565	967
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.43	-0.30	0.03	0.06	0.11
其他	25,121	23,349	23,579	23,445	23,457	主要财务比率					
非流动负债合计	26,143	25,419	25,909	26,057	26,369		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	60,234	54,486	58,592	58,478	58,521	成长能力					
少数股东权益	419	191	180	153	107	营业收入	-2.3%	-1.1%	1.3%	2.7%	2.5%
实收资本(或股本)	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075	营业利润	-311.3%	31.7%	108.1%	125.0%	81.3%
资本公积	4,276	4,029	4,292	4,292	4,292	归属于母公司净利润	-319.8%	29.9%	108.9%	129.9%	71.1%
留存收益	(2,694)	(5,639)	(5,393)	(4,853)	(3,942)	获利能力					
其他	1	0	0	0	0	毛利率	18.7%	19.7%	20.0%	20.4%	20.7%
股东权益合计	11,077	7,657	8,154	8,667	9,531	净利率	-4.3%	-3.1%	0.3%	0.6%	1.0%
负债和股东权益总计	71,312	62,143	66,746	67,146	68,052	ROE	-26.3%	-30.5%	3.2%	6.9%	10.8%
现金流量表						ROIC	-10.5%	-7.6%	3.4%	4.6%	6.2%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	(4,495)	(3,000)	234	538	921	资产负债率	84.5%	87.7%	87.8%	87.1%	86.0%
折旧摊销	1,449	1,342	1,273	1,372	1,485	净负债率	44.0%	39.1%	62.4%	63.1%	54.0%
财务费用	1,552	1,538	602	689	664	流动比率	0.84	0.84	0.86	0.88	0.93
投资损失	(192)	105	19	(23)	34	速动比率	0.53	0.48	0.53	0.54	0.57
营运资金变动	855	842	(1,765)	(992)	(1,156)	营运能力					
其它	6,658	5,036	304	35	257	应收账款周转率	197.0	171.3	114.3	58.7	34.1
经营活动现金流	5,827	5,864	665	1,620	2,204	存货周转率	6.8	6.8	6.9	6.8	6.8
资本支出	233	921	(1,305)	(1,418)	(1,503)	总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
长期投资	647	948	(1,031)	285	153	每股指标(元)					
其他	(1,795)	(1,956)	(66)	(173)	192	每股收益	-0.43	-0.30	0.03	0.06	0.11
投资活动现金流	(915)	(87)	(2,402)	(1,305)	(1,158)	每股经营现金流	0.64	0.65	0.07	0.18	0.24
债权融资	3,166	979	(408)	751	210	每股净资产	1.17	0.82	0.88	0.94	1.04
股权融资	(1,083)	(248)	263	0	0	估值比率					
其他	(8,939)	(7,714)	3,325	(1,859)	(1,266)	市盈率	-7.9	-11.3	127.0	55.3	32.3
筹资活动现金流	(6,856)	(6,982)	3,180	(1,108)	(1,057)	市净率	2.9	4.2	3.9	3.7	3.3
汇率变动影响	(0)	5	-0	-0	-0	EV/EBITDA	-15.9	-69.5	13.5	10.9	8.9
现金净增加额	(1,944)	(1,201)	1,443	(793)	(10)	EV/EBIT	-8.9	-16.5	33.4	22.5	16.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。