

一季报业绩低于预期，自有物业比重较高

——翠微股份(603123.SH) 2019年年报及2020年一季报点评

公司简报

◆2019 归母净利润同增 0.89%，1Q2020 归母净利润-4337 万元

2019 年实现营业收入 49.36 亿元，同比减少 1.42%；实现归母净利润 1.76 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.34 元，同比增长 0.89%；实现扣非归母净利润 1.11 亿元，同比减少 23.47%。

1Q2020 实现营业收入 2.47 亿元，同比减少 81.44%；实现归母净利润 -4337 万元，而上年同期为 4467 万元；实现扣非归母净利润-5391 万元，而上年同期为 3638 万元，一季报业绩低于预期。其中收入端下滑较大除疫情影响外，另有公司调整收入准则，按净额法确认收入因素的影响，剔除该因素，1Q2020 营业收入下降 44.73%。

◆1Q2020 综合毛利率 55.91%，期间费用率 72.30%

2019 年公司综合毛利率为 19.91%，同比下降 0.23 个百分点。1Q2020 公司综合毛利率为 55.91%，同比上升 36.34 个百分点。主要由于收入准则调整。2019 年公司期间费用率为 15.48%，同比下降 0.13 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 11.83%/3.33%/0.32%，同比分别变化-0.28/-0.10/0.25 个百分点。1Q2020 公司期间费用率为 72.30%，同比上升 57.64 个百分点，主要由于收入准则调整造成收入同比大幅减少及疫情下费用相对刚性影响。

◆自有物业比重较高，拟收购海科融通布局第三方支付业务

公司 7 家门店中 4 家为自有物业，占比 48.22%，具备一定成本优势和抗风险能力。但在竞争较为激烈的北京市场，公司零售主业面临竞争压力增强及经营区域集中风险。为拓宽业务范围，公司拟以增发及现金方式收购海科融通，布局第三方支付业务，尚需履行证监会审核等程序。

◆下调盈利预测，维持“增持”评级

暂不考虑海科融通收购影响，结合疫情对公司百货业务的冲击，我们下调对公司 2020-2021 年 EPS 的预测至 0.18/0.27 元（之前为 0.38/0.40 元），新增对 2022 年预测 0.32 元，公司自有物业占比较高，具备一定安全边际，维持“增持”评级。

◆风险提示：经营区域较为集中，中高端消费复苏不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,007	4,936	1,509	1,634	1,718
营业收入增长率	-1.43%	-1.42%	-69.44%	8.31%	5.16%
净利润(百万元)	175	176	94	143	167
净利润增长率	20.91%	0.89%	-46.56%	51.81%	16.78%
EPS(元)	0.33	0.34	0.18	0.27	0.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.57%	5.43%	2.87%	4.22%	4.77%
P/E	26	26	48	32	27
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 28 日

增持(维持)

当前价：8.65 元

分析师

唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsecn.com

市场数据

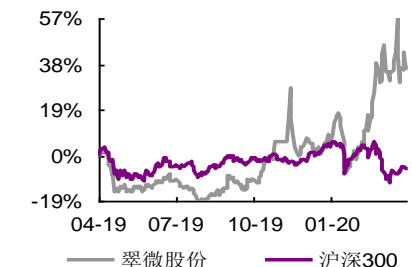
总股本(亿股)：5.24

总市值(亿元)：45.34

一年最低/最高(元)：5.30/10.51

近 3 月换手率：86.55%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.86	25.88	36.55
绝对	-7.12	22.02	35.52

资料来源：Wind

相关研报

业绩略低于预期，北京市场竞争激烈——
翠微股份(603123.SH) 2019 年一季报点
评

.....2019-04-29

图表 1: 公司 2020Q1 归母净利润实现-4337 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2017	7082.12	28.46	0.14	6071.34	15.49	0.12	1010.78
1Q2018	4577.28	20.74	0.09	4513.02	12.91	0.09	64.27
2Q2018	2966.85	38.99	0.06	2443.87	35.42	0.05	522.97
3Q2018	1550.97	8.08	0.03	1343.31	30.72	0.03	207.66
4Q2018	8368.27	18.16	0.16	6267.89	3.24	0.12	2100.37
1Q2019	4467.41	-2.40	0.09	3637.91	-19.39	0.07	829.50
2Q2019	4521.43	52.40	0.09	2436.17	-0.32	0.05	2085.27
3Q2019	4287.75	176.46	0.08	2576.61	91.81	0.05	1711.14
4Q2019	4342.97	-48.10	0.08	2498.92	-60.13	0.05	1844.05
1Q2020	-4336.69	NA	-0.08	-5390.57	NA	-0.10	1053.88
TTM	8815.47	-49.20	0.17	2121.13	-84.51	0.04	6694.34

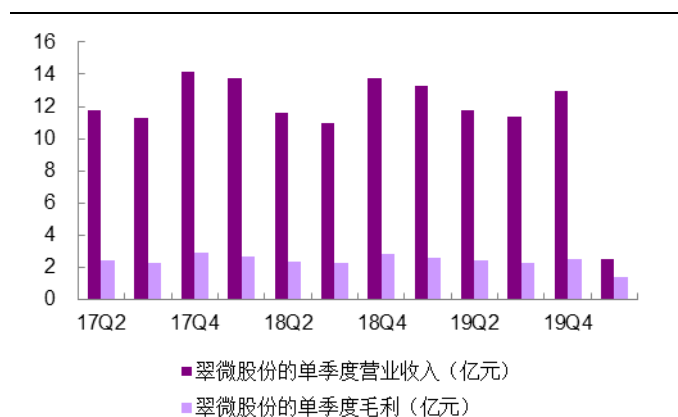
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2020Q1 毛利率为 55.91%

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期同比变动 (百分点)
4Q2017	141891.70	-5.10	20.29	-0.08	15.90	4.99	1.30
1Q2018	137585.84	1.43	19.54	0.17	13.77	3.33	0.53
2Q2018	115926.97	-1.14	20.53	0.06	16.47	2.56	0.74
3Q2018	109412.84	-3.33	20.37	0.10	17.32	1.42	0.15
4Q2018	137804.18	-2.88	20.26	-0.03	15.35	6.07	1.08
1Q2019	132887.15	-3.42	19.57	0.03	14.66	3.36	0.03
2Q2019	117681.70	1.51	20.66	0.13	16.26	3.84	1.28
3Q2019	113510.94	3.75	20.23	-0.14	15.81	3.78	2.36
4Q2019	129545.48	-5.99	19.31	-0.94	15.32	3.35	-2.72
1Q2020	24663.18	-81.44	55.91	36.34	72.30	-17.58	-20.95
TTM	385401.31	-22.30	22.34	2.17	19.40	2.29	-1.21

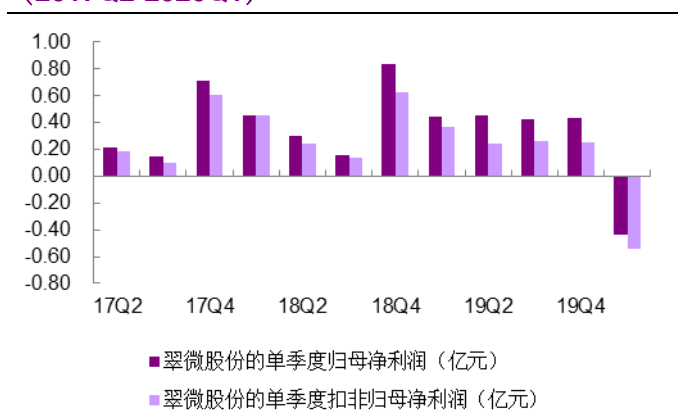
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利 (2017Q2-2020Q1)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度归母净利润和扣非归母净利润 (2017Q2-2020Q1)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,007	4,936	1,509	1,634	1,718
营业成本	3,998	3,953	695	741	772
折旧和摊销	113	109	112	117	122
税金及附加	69	71	22	23	25
销售费用	606	584	543	556	567
管理费用	172	164	174	188	198
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	16	2	-13	-14
投资收益	73	77	50	50	50
营业利润	235	236	126	191	223
利润总额	235	236	126	191	223
所得税	60	60	31	48	56
净利润	175	176	94	143	167
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	175	176	94	143	167
EPS(按最新股本计)	0.33	0.34	0.18	0.27	0.32

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	198	236	152	256	264
净利润	175	176	94	143	167
折旧摊销	113	109	112	117	122
净营运资金增加	496	-521	-1,358	-9	-6
其他	-586	472	1,303	5	-18
投资活动产生现金流	-427	-96	-150	-175	-150
净资本支出	-11	-35	-200	-200	-200
长期投资变化	0	4	0	0	0
其他资产变化	-416	-65	51	25	50
融资活动现金流	337	-324	-259	-25	-43
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	428	-209	-200	0	0
无息负债变化	-67	-79	-129	64	43
净现金流	108	-184	-257	56	71

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	20.1%	19.9%	53.9%	54.7%	55.1%
EBITDA 率	6.3%	6.1%	12.5%	15.0%	16.3%
EBIT 率	3.3%	3.4%	5.1%	7.8%	9.2%
税前净利润率	4.7%	4.8%	8.3%	11.7%	13.0%
归母净利润率	3.5%	3.6%	6.2%	8.7%	9.7%
ROA	3.1%	3.3%	1.8%	2.7%	3.1%
ROE (摊薄)	5.6%	5.4%	2.9%	4.2%	4.8%
经营性 ROIC	3.4%	4.2%	3.4%	5.4%	6.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	44%	40%	36%	36%	36%
流动比率	1.36	1.26	1.29	1.27	1.29
速动比率	1.29	1.19	1.25	1.23	1.25
归母权益/有息债务	3.21	4.24	5.80	5.99	6.18
有形资产/有息债务	5.33	6.60	8.45	8.77	9.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,574	5,400	5,108	5,277	5,430
货币资金	1,732	1,553	1,297	1,352	1,423
交易性金融资产	0	189	189	189	189
应收账款	37	33	10	11	11
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	16	0	0	0	0
存货	123	102	49	52	54
其他流动资产	631	109	75	76	77
流动资产合计	2,558	1,992	1,620	1,681	1,755
其他权益工具	0	3	3	3	3
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	1,844	1,774	1,835	1,898	1,961
在建工程	0	1	31	53	70
无形资产	269	259	246	233	222
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	-	-	-	-
非流动资产合计	3,017	3,408	3,488	3,596	3,675
总负债	2,440	2,152	1,824	1,888	1,931
短期借款	427	200	0	0	0
应付账款	455	455	348	370	386
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	502	485	453	490	516
其他流动负债	258	225	259	258	257
流动负债合计	1,886	1,584	1,255	1,319	1,362
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	548	566	566	566	566
其他非流动负债	6	3	3	3	3
非流动负债合计	554	569	569	569	569
股东权益	3,134	3,247	3,284	3,389	3,499
股本	524	524	524	524	524
公积金	1,897	1,914	1,923	1,937	1,954
未分配利润	711	809	836	927	1,020
归属母公司权益	3,133	3,246	3,283	3,388	3,498
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	12.11%	11.83%	36.00%	34.00%	33.00%
管理费用率	3.43%	3.33%	11.50%	11.50%	11.50%
财务费用率	0.07%	0.32%	0.10%	-0.77%	-0.80%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.12	0.11	0.07	0.11	0.13
每股经营现金流	0.38	0.45	0.29	0.49	0.50
每股净资产	5.98	6.19	6.26	6.46	6.67
每股销售收入	9.55	9.42	2.88	3.12	3.28

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	26	26	48	32	27
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	18.0	19.9	22.3	17.1	14.8
股息率	1.4%	1.3%	0.8%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼