

仍处调整期，业绩压力仍较大

——摩登大道 (002656.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

◆19H1 收入同增 9%，净利同降 41%，19Q2 收入同比下降

19H1公司实现收入7.03亿元、同增9.15%；归母净利3125.17万元、同降40.69%，扣非净利2998.29万元、同降42.46%，EPS为0.04元。净利增速低于收入主要由于毛利率下降。

分季度来看，2018Q1-19Q2公司收入分别同增26.18%、58.75%、106.04%、93.26%、28.28%、-10.87%，净利分别同增-61.54%、90.42%、-59.79%、由盈转亏、0.40%、由盈转亏。2019Q1公司互联网业务收入增长带动整体收入同比增长，19Q2收入下降主要由于代理品牌线上批发零售收入减少；19Q1毛利率降、财务费用率增、营业外收入减少导致净利增速低于收入，19Q2公司销售费用率、管理费用率显著增加导致净利亏损。

◆毛利率降幅较大、费用率略增

毛利率：2019H1 公司毛利率同降 4.71PCT 至 46.64%，主要由于：1) 互联网行业毛利率大幅下降；2) 高毛利率线下批发零售业务收入占比下降。分业务来看，2019H1 批发零售（线上）、批发零售（线下）、互联网业务毛利率为 23.02% (+11.06PCT)、65.22% (-0.43PCT)、23.01% (-20.08PCT)，公司加大线上广告投放力度、广告成本增加导致互联网业务毛利率大幅下降。

期间费用率：2019H1 公司期间费用率同增 0.45PCT 至 40.69%，其中销售费用率同增 0.38PCT 至 27.39%，主要由于公司办公、差旅及商城管理费等增加；管理费用率同降 0.36PCT 至 11.58%，主要由于工资、福利、办公场地使用费减少；财务费用率同增 0.43PCT 至 1.72%，主要由于在建工程转固利息由资本化转费用支出，使得利息支出增加。

◆预计 19 年 1-9 月净利同降 100%~83%，业绩压力仍较大

公司预计2019年1-9月实现净利0~1000万元，同增-100%至-82.87%，主要由于摩登总部大楼折旧费用及费用化的借款利息支出增加。由于利润增长低于预期，我们下调2019-20年EPS为0.02/0.02元(原值为0.14/0.15元)，预测2021年EPS为0.03元，目前股价对应2019年202倍PE，维持“中性”评级。

◆风险提示：并购整合不当、终端消费疲软、互联网业务发展不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	921	1,562	1,648	1,807	2,001
营业收入增长率	22.16%	69.56%	5.53%	9.61%	10.77%
净利润(百万元)	135	28	15	17	21
净利润增长率	-146.94%	-79.32%	-46.53%	13.13%	22.57%
EPS(元)	0.19	0.04	0.02	0.02	0.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.70%	1.17%	0.62%	0.70%	0.85%
P/E	23	109	204	180	147
P/B	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

资料来源：Wind、光大证券研究所预测。股价时间为2019年8月30日

中性 (维持)

当前价：4.26元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

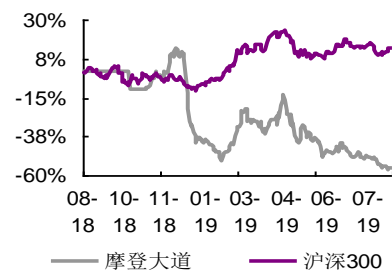
总股本(亿股)：7.13

总市值(亿元)：30.35

一年最低/最高(元)：4.09/11.30

近3月换手率：116.14%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.97	-30.34	-69.62
绝对	-11.07	-25.66	-55.68

资料来源：Wind

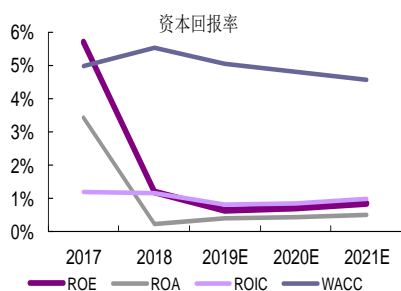
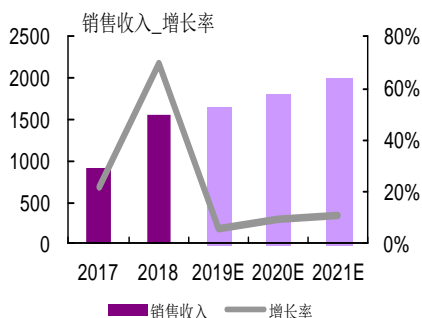
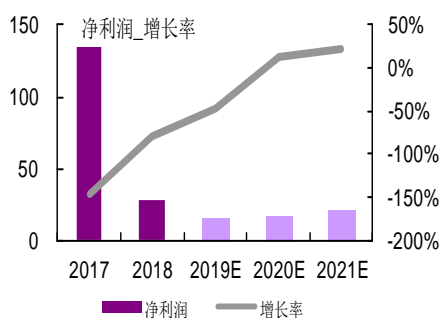
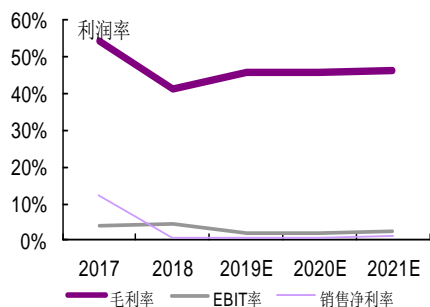
相关研报

悦然心动并表拉动收入增长，投资收益减少影响利润表现

.....2018-09-09
仍处转型期，出售资产和悦然心动并表对业绩贡献较大

.....2017-09-10
转型期业绩阵痛，收购悦然心动布局移动社交、实现优势互补

.....2016-11-08



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	921	1,562	1,648	1,807	2,001
营业成本	418	914	894	977	1,076
折旧和摊销	76	88	50	50	49
营业税费	8	10	16	16	18
销售费用	328	369	462	513	574
管理费用	100	113	190	213	240
财务费用	17	14	16	15	20
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	99	2	3	3	3
营业利润	126	11	22	26	30
利润总额	128	15	19	21	26
少数股东损益	-19	-20	0	0	0
归属母公司净利润	135	28	15	17	21

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,381	3,339	3,650	3,882	4,137
流动资产	1,548	1,374	2,701	2,979	3,275
货币资金	636	303	989	1,084	1,201
交易型金融资产	0	44	0	0	0
应收帐款	199	354	317	347	384
应收票据	8	14	16	18	20
其他应收款	58	52	148	163	180
存货	383	447	1,032	1,096	1,182
可供出售投资	37	37	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	504	334	319	299	276
无形资产	444	417	396	376	357
总负债	915	867	1,166	1,384	1,621
无息负债	312	343	299	301	314
有息负债	603	524	867	1,083	1,308
股东权益	2,467	2,472	2,485	2,498	2,516
股本	445	713	713	713	713
公积金	1,688	1,429	1,430	1,432	1,434
未分配利润	246	259	270	282	297
少数股东权益	103	91	91	91	91

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	284	-87	-623	-106	-88
净利润	135	28	15	17	21
折旧摊销	76	88	50	50	49
净营运资金增加	252	467	758	276	283
其他	-178	-670	-1,446	-449	-440
投资活动产生现金流	-331	-165	985	3	3
净资本支出	-122	-177	407	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-209	12	577	3	3
融资活动现金流	211	-98	324	198	201
股本变化	35	267	0	0	0
债务净变化	-189	-79	343	216	225
无息负债变化	38	31	-44	2	13
净现金流	155	-342	686	95	117

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.16%	69.56%	5.53%	9.61%	10.77%
净利润增长率	-146.94%	-79.32%	-46.53%	13.13%	22.57%
EBITDA 增长率	-163.64%	36.77%	-45.64%	4.29%	8.83%
EBIT 增长率	-112.39%	78.15%	-49.35%	11.46%	21.46%
估值指标					
PE	23	109	204	180	147
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	23	25	48	49	47
EV/EBIT	67	56	119	112	97
EV/NOPLAT	75	107	149	140	122
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	54.65%	41.46%	45.78%	45.91%	46.24%
EBITDA 率	12.34%	9.95%	5.13%	4.88%	4.79%
EBIT 率	4.13%	4.34%	2.08%	2.12%	2.32%
税前净利润率	13.93%	0.96%	1.14%	1.17%	1.29%
税后净利润率 (归属母公司)	14.62%	1.78%	0.90%	0.93%	1.03%
ROA	3.41%	0.24%	0.41%	0.44%	0.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.70%	1.17%	0.62%	0.70%	0.85%
经营性 ROIC	1.17%	1.16%	0.82%	0.86%	0.97%
偿债能力					
流动比率	2.68	2.29	2.93	2.62	2.38
速动比率	2.02	1.55	1.81	1.65	1.52
归属母公司权益/有息债务	3.92	4.55	2.76	2.22	1.85
有形资产/有息债务	3.97	4.61	3.68	3.18	2.85
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.04	0.02	0.02	0.03
每股红利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
每股经营现金流	0.40	-0.12	-0.87	-0.15	-0.12
每股自由现金流(FCFF)	-0.33	-0.61	-0.31	-0.21	-0.21
每股净资产	3.32	3.34	3.36	3.38	3.40
每股销售收入	1.29	2.19	2.31	2.54	2.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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 2019 版权所有。

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