

业绩低于预期，门店培育拉高费用

——利群股份(601366.SH) 2019年一季度点评

公司简报

◆公司1Q2019营收同比增长16.89%，实现归母净利润0.97亿元

4月29日，公司公布2019年一季度报，1Q2019实现营收35.94亿元，同比增长16.89%，增幅大于4Q2018增长的11.67%。实现归母净利润0.97亿元，折合成全面摊薄EPS为0.11元，同比减少38.45%。业绩低于预期。

◆1Q2019毛利率上升1.68个百分点，期间费用率上升4.35个百分点

1Q2019公司综合毛利率为23.40%，较上年同期上升1.68个百分点。1Q2019公司期间费用率为18.46%，较上年同期上升4.35个百分点，主要原因是：公司收购的乐天门店在2018年下半年陆续开业，尚处于市场培育期，公司开始承担这部分门店的房租、水电、人工成本等固定开支。

◆百货业务具有区域优势，收购门店开业后经营规模显著扩大

截至2019年3月末，公司合计拥有87家大型零售门店、总经营面积超过200万平方米，公司门店主要分为两部分：1)公司原有四十余家大型零售门店，在山东及周边地区具有区域优势，这部分门店2018年实现营收107.95亿元，同比增长2.40%，实现归母净利润4.35亿元，同比增长10.37%。原有门店2019Q1营收同比增长1.87%，归母净利润同比增长27.50%。2)公司收购乐天华东区72家门店，将其中44家更名为“利群时代”并在2018年下半年重新开业，这部分门店尚处于市场培育期，2018H2为公司新增营收6.07亿元，归母净利润为-2.35亿元。利群时代门店2019Q1为公司新增营收4.62亿元，归母净利润为-1.04亿元。

◆下调盈利预测，维持“增持”评级

我们认为公司收购的乐天门店重新开业后，门店培育、供应链整合等将导致费用在未来数年内处于高位，我们下调对公司2019-2021年EPS的预测，分别至0.21/0.21/0.23元（之前为0.24/0.26/0.29元）。公司当前处在跨越式发展阶段，经营规模显著扩大，从区域性商业集团逐步迈向全国性商业集团，当前公司PS(2019E)为0.43X，显著低于近三年均值(0.8X)，当前公司PB(2019E)为1.2X，显著低于近三年均值(1.9X)，维持“增持”评级。

◆风险提示：收购门店整合未达预期，区域零售市场竞争加剧

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,554	11,414	13,065	13,901	14,668
营业收入增长率	2.54%	8.15%	14.46%	6.40%	5.52%
净利润(百万元)	395	202	180	185	202
净利润增长率	9.03%	-48.78%	-10.85%	2.61%	9.18%
EPS(元)	0.46	0.23	0.21	0.21	0.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.70%	4.42%	3.94%	3.91%	4.13%
P/E	14	28	32	31	28
P/B	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年04月29日

增持(维持)

当前价：6.60元

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

邬亮(执业证书编号：S0930518040003)

010-58452047

wuliang16@ebscn.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebscn.com

市场数据

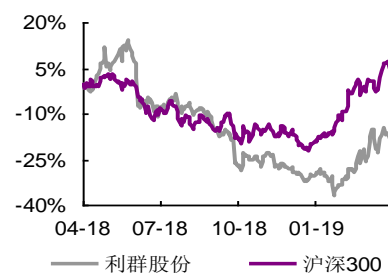
总股本(亿股)：8.61

总市值(亿元)：56.79

一年最低/最高(元)：5.94/11.38

近3月换手率：74.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-16.15	-22.55	-34.64
绝对	-15.42	-0.44	-30.82

资料来源：Wind

相关研报

门店集中开业带来高费用，大步迈向全国性商业集团——利群股份(601366.SH) 2018年年报点评

.....2019-04-16

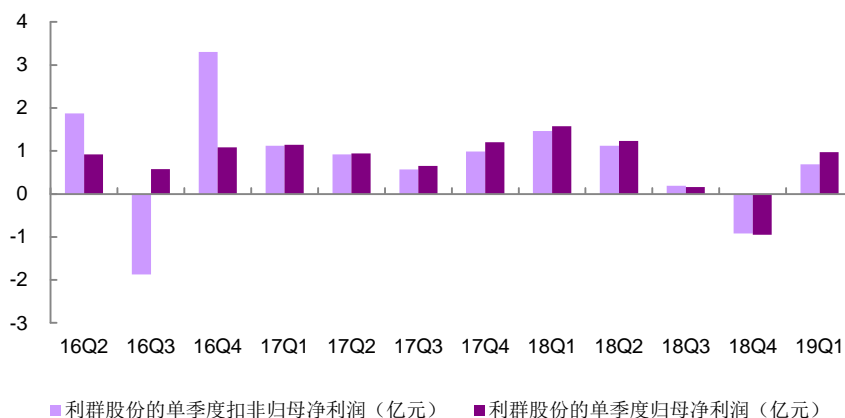
业绩低于预期，乐天亏损门店并表——利群股份(601366.SH) 2018年三季度报点评

.....2018-10-29

1、公司 1Q2019 营收同比增长 16.89%，实现归母净利润 0.97 亿元

4 月 29 日，公司公布 2019 年一季报，1Q2019 实现营收 35.94 亿元，同比增长 16.89%，增幅大于 4Q2018 增长的 11.67%。实现归母净利润 0.97 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.11 元，同比减少 38.45%。业绩低于预期。

图表 1：公司的单季度净利润（2016Q2-2019Q1）



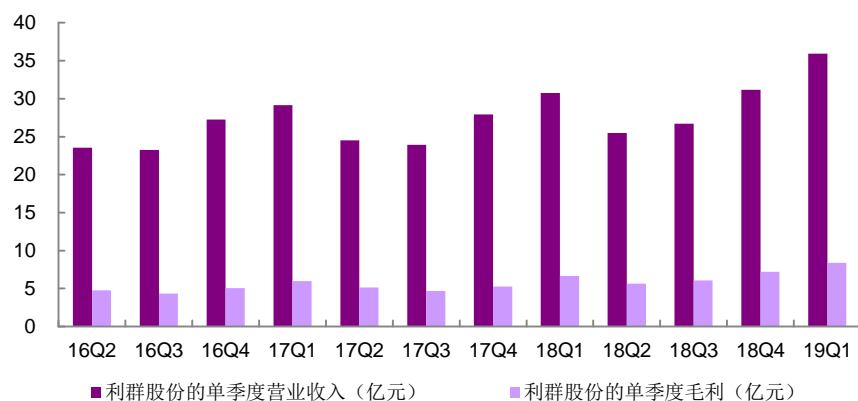
资料来源：公司公告

图表 2：公司 2019Q1 归母净利润同比减少 38%，扣非归母净利润同比减少 53%

	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)
2Q2016	9231.74	NA	0.11	18723.89	NA	0.22	-9492.15
3Q2016	5769.39	NA	0.07	-18723.89	NA	-0.22	24493.28
4Q2016	10852.41	NA	0.13	33026.73	NA	0.38	-22174.31
1Q2017	11444.44	10.76	0.13	11234.79	NA	0.13	209.64
2Q2017	9425.62	2.10	0.11	9166.21	-51.05	0.11	259.42
3Q2017	6545.88	13.46	0.08	5737.08	NA	0.07	808.80
4Q2017	12037.12	10.92	0.14	9866.43	-70.13	0.11	2170.69
1Q2018	15746.98	37.60	0.18	14609.94	30.04	0.17	1137.04
2Q2018	12365.38	31.19	0.14	11239.82	22.62	0.13	1125.56
3Q2018	1600.76	-75.55	0.02	1895.96	-66.95	0.02	-295.21
4Q2018	-9505.51	NA	-0.11	-9229.18	NA	-0.11	-276.33
1Q2019	9692.82	-38.45	0.11	6874.29	-52.95	0.08	2818.54
TTM	14153.45	-67.65	0.16	10780.90	-72.62	0.13	3372.55

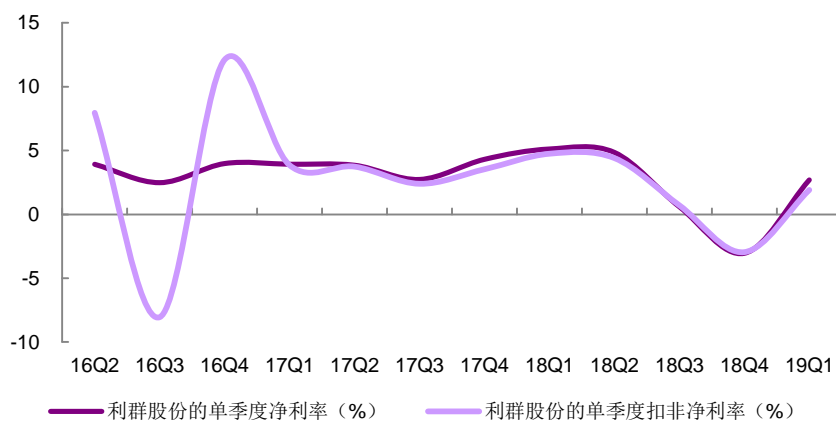
资料来源：公司公告

图表 3: 公司的单季度营收 (2016Q2-2019Q1)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的单季度净利率 (2016Q2-2019Q1)



资料来源: 公司公告

图表 5: 公司 2019Q1 净利率较上年同期上升 2.70 个百分点, 扣非净利率较上年同期下降 2.84 个百分点

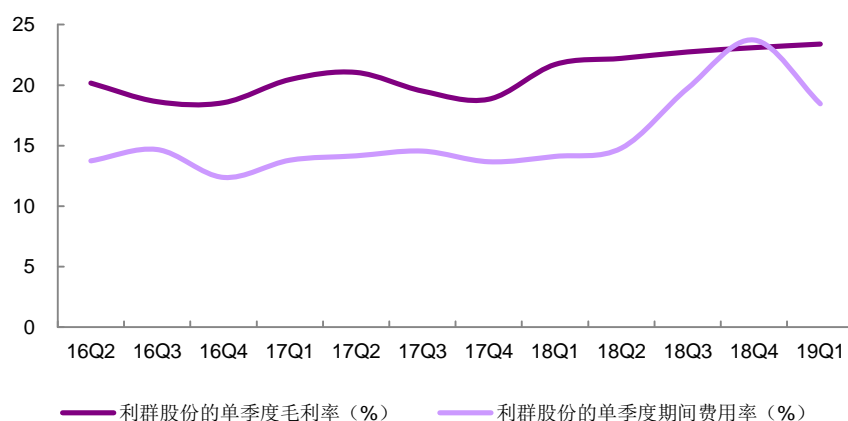
	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	营收增速 较上一季度变 动 (百分点)	净利率 (%)	净利率 较上年同期变 动 (百分点)	扣非净利率 (%)	扣非净利率 较上年同期变 动 (百分点)
2Q2016	235333.42	NA	NA	3.92	NA	7.96	NA
3Q2016	232402.63	NA	NA	2.48	NA	-8.06	NA
4Q2016	272578.24	NA	NA	3.98	NA	12.12	NA
1Q2017	291629.68	0.93	NA	3.92	NA	3.85	NA
2Q2017	245061.19	4.13	3.20	3.85	-0.08	3.74	-4.22
3Q2017	239511.01	3.06	-1.07	2.73	0.25	2.40	10.45
4Q2017	279175.13	2.42	-0.64	4.31	0.33	3.53	-8.58
1Q2018	307523.49	5.45	3.03	5.12	1.20	4.75	0.90
2Q2018	254881.86	4.01	-1.44	4.85	1.01	4.41	0.67
3Q2018	267231.78	11.57	7.57	0.60	-2.13	0.71	-1.69
4Q2018	311754.49	11.67	0.10	-3.05	-7.36	-2.96	-6.49
1Q2019	359449.77	16.89	5.22	2.70	-2.42	1.91	-2.84
TTM	1193317.91	11.39	7.58	1.19	-2.90	0.90	-2.77

资料来源: 公司公告

2、1Q2019 毛利率上升 1.68 个百分点，期间费用率上升 4.35 个百分点

1Q2019 公司综合毛利率为 23.40%，较上年同期上升 1.68 个百分点。1Q2019 公司期间费用率为 18.46%，较上年同期上升 4.35 个百分点，主要原因是：公司收购的乐天门店在 2018 年下半年陆续开业，尚处于市场培育期，公司开始承担这部分门店的房租、水电、人工成本等固定开支。

图表 6：公司的单季度毛利率和期间费用率（2016Q2-2019Q1）



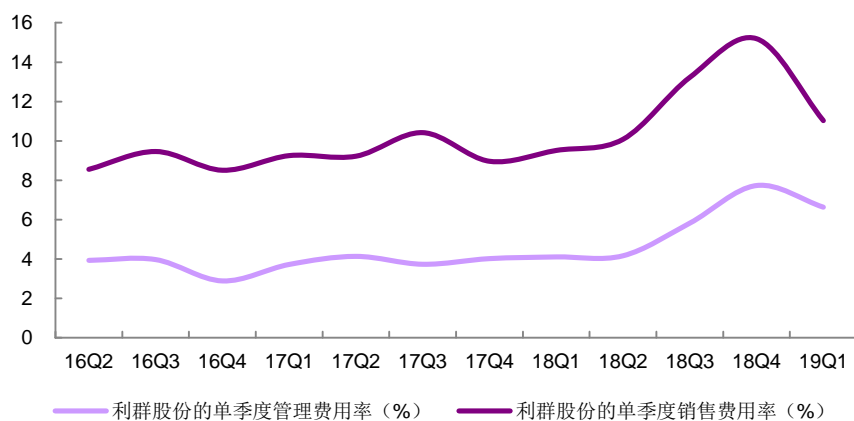
资料来源：公司公告

图表 7：公司 2019Q1 毛利率较上年同期上升 1.68 个百分点，期间费用率较上年同期上升 4.35 个百分点

	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	毛利率 较上年同期变 动 (百分点)	期间费用 (万元)	期间费用率 (%)	期间费用率 较上年同期变 动 (百分点)	毛利率减去 期间费用率 (%)
2Q2016	187859.32	20.17	NA	32346.50	13.74	NA	6.43
3Q2016	189090.98	18.64	NA	34120.93	14.68	NA	3.95
4Q2016	222004.14	18.55	NA	33740.60	12.38	NA	6.18
1Q2017	231942.37	20.47	1.13	40246.43	13.80	0.53	6.67
2Q2017	193468.91	21.05	0.88	34705.60	14.16	0.42	6.89
3Q2017	192771.94	19.51	0.88	34858.48	14.55	-0.13	4.96
4Q2017	226576.18	18.84	0.29	38172.91	13.67	1.30	5.17
1Q2018	240751.77	21.71	1.25	43405.15	14.11	0.31	7.60
2Q2018	198257.40	22.22	1.16	37720.54	14.80	0.64	7.42
3Q2018	206451.06	22.74	3.23	52766.32	19.75	5.19	3.00
4Q2018	239732.47	23.10	4.26	73991.27	23.73	10.06	-0.63
1Q2019	275353.30	23.40	1.68	66359.28	18.46	4.35	4.93
TTM	919794.23	22.92	2.60	230837.41	19.34	5.24	3.58

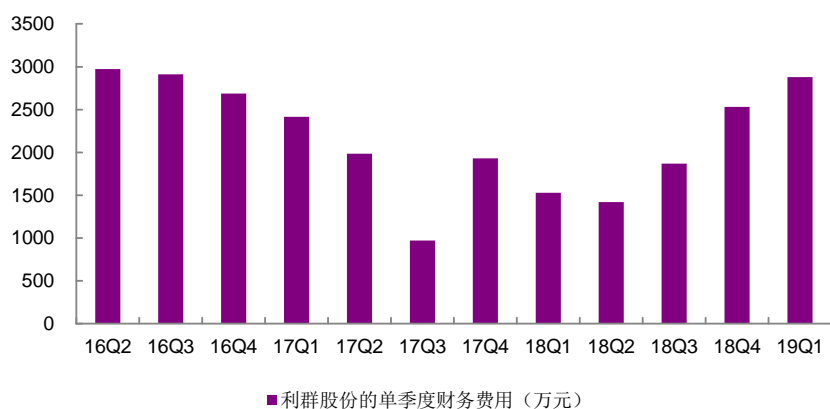
资料来源：公司公告

图表 8：公司的单季度销售费用率和管理费用率（2016Q2-2019Q1）



资料来源：公司公告

图表 9：公司的单季度财务费用（2016Q2-2019Q1）



资料来源：公司公告

图表 10：公司 2019Q1 销售费用率较上年同期上升 1.52 个百分点，管理费用率较上年同期上升 2.53 个百分点

	销售费用 (万元)	销售费用率 (%)	管理费用 (万元)	管理费用率 (%)	财务费用 (万元)	财务费用率 (%)	研发费用 (万元)
2Q2016	20129.30	8.55	9244.65	3.93	2972.55	1.26	0.00
3Q2016	21985.50	9.46	9222.33	3.97	2913.10	1.25	0.00
4Q2016	23190.85	8.51	7861.97	2.88	2687.78	0.99	0.00
1Q2017	26978.00	9.25	10853.97	3.72	2414.46	0.83	0.00
2Q2017	22597.04	9.22	10125.06	4.13	1983.50	0.81	0.00
3Q2017	24953.14	10.42	8934.83	3.73	970.51	0.41	0.00
4Q2017	25026.73	8.96	11216.67	4.02	1929.51	0.69	0.00
1Q2018	29257.71	9.51	12621.35	4.10	1526.09	0.50	0.00
2Q2018	25693.53	10.08	10608.92	4.16	1418.09	0.56	0.00
3Q2018	35343.83	13.23	15554.49	5.82	1868.00	0.70	0.00
4Q2018	47357.82	15.19	24103.32	7.73	2530.14	0.81	0.00
1Q2019	39643.93	11.03	23838.27	6.63	2877.08	0.80	0.00
TTM	148039.11	12.41	74104.99	6.21	8693.31	0.73	0.00

资料来源：公司公告

3、百货业务具有区域优势，收购门店开业后经营规模显著扩大

截至 2019 年 3 月末，公司合计拥有 87 家大型零售门店、总经营面积超过 200 万平米，公司门店主要分为两部分：1) 公司原有四十余家大型零售门店，在山东及周边地区具有区域优势，这部分门店 2018 年实现营收 107.95 亿元，同比增长 2.40%，实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 10.37%。2019Q1 营收同比增长 1.87%，归母净利润同比增长 27.50%。2) 公司收购乐天华东区 72 家门店，将其中 44 家更名为“利群时代”并在 2018 年下半年重新开业，这部分门店尚处于市场培育期，2018H2 为公司新增营收 6.07 亿元，归母净利润为 -2.35 亿元。2019Q1 为公司新增营收 4.62 亿元，归母净利润为 -1.04 亿元。

图表 11：2019Q1 公司主营业务情况（分地区）

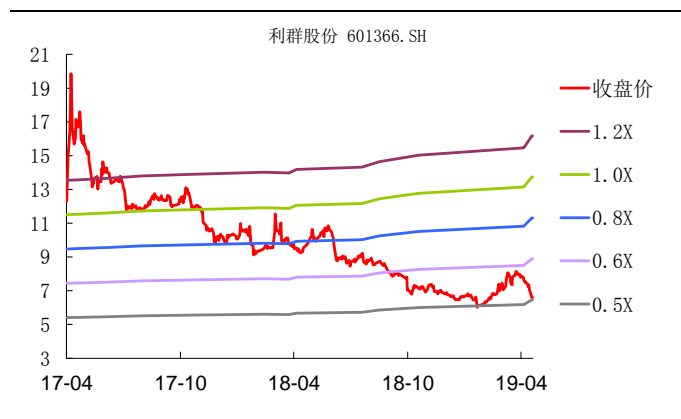
	收入 (元)	收入同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct)
山东区域	2,936,696,818.48	1.13	18.68	1.47
华东区域	410,999,494.07	NA	11.90	NA
合计	3,347,696,312.55	15.29	17.85	0.64

资料来源：公司公告

4、下调盈利预测，维持“增持”评级

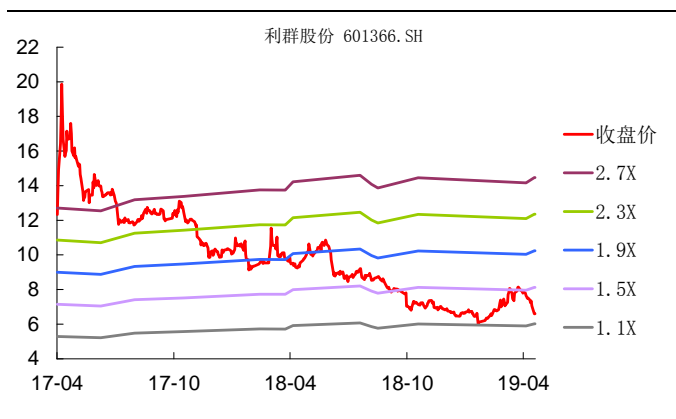
我们认为公司收购的乐天门店重新开业后，门店培育、供应链整合等将导致费用在未来数年内处于高位，我们下调对公司 2019-2021 年 EPS 的预测，分别至 0.21/0.21/0.23 元（之前为 0.24/0.26/0.29 元）。公司当前处在跨越式发展阶段，经营规模显著扩大，从区域性商业集团逐步迈向全国性商业集团，当前公司 PS (2019E) 为 0.43X，显著低于近三年均值 (0.8X)，当前公司 PB (2019E) 为 1.2X，显著低于近三年均值 (1.9X)，维持“增持”评级。

图表 12：公司近三年 PS-Band（截至 2019/04/29）



资料来源：Wind

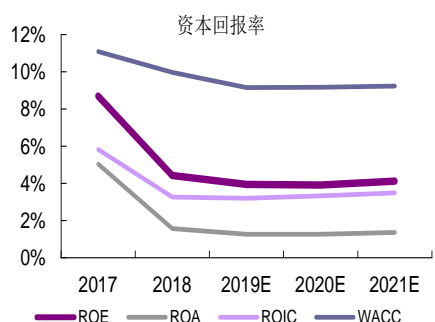
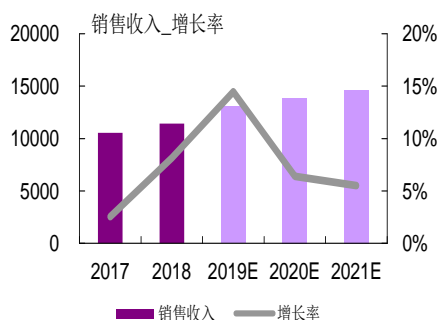
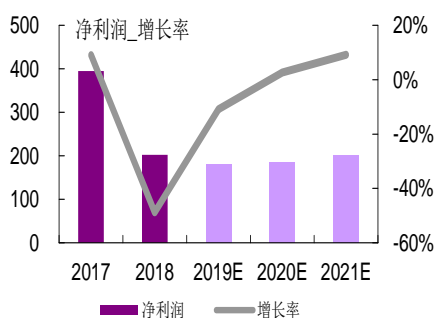
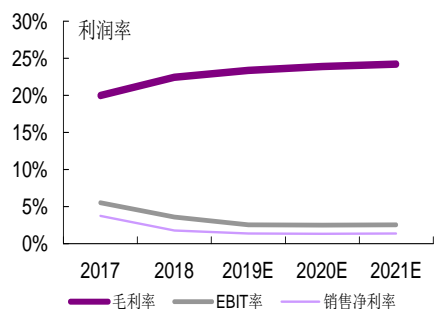
图表 13：公司近三年 PB-Band（截至 2019/04/29）



资料来源：Wind

5、风险提示

收购门店整合未达预期，区域零售市场竞争加剧。



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,554	11,414	13,065	13,901	14,668
营业成本	8,448	8,852	10,010	10,577	11,118
折旧和摊销	214	311	675	720	765
营业税费	84	98	112	119	126
销售费用	996	1,377	1,800	1,971	2,108
管理费用	411	629	811	884	948
财务费用	73	73	103	115	112
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	14	14	14	14
营业利润	525	357	241	247	272
利润总额	553	374	257	264	288
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	395	202	180	185	202

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	7,821	12,863	14,321	14,639	14,884
流动资产	2,851	5,323	6,785	7,199	7,584
货币资金	543	2,220	3,266	3,475	3,667
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	129	151	173	184	194
应收票据	9	2	2	3	3
其他应收款	64	109	125	133	140
存货	1,275	2,060	2,336	2,471	2,600
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	4	6	7
固定资产	2,971	5,224	5,149	5,032	4,873
无形资产	575	1,112	1,056	1,003	953
总负债	3,283	8,292	9,742	9,911	9,992
无息负债	2,438	6,363	6,752	6,944	7,126
有息负债	845	1,930	2,990	2,967	2,866
股东权益	4,537	4,570	4,579	4,727	4,892
股本	861	861	861	861	861
公积金	2,092	2,115	2,133	2,152	2,172
未分配利润	1,583	1,593	1,583	1,713	1,858
少数股东权益	2	2	2	2	2

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	937	21	906	975	1,032
净利润	395	202	180	185	202
折旧摊销	214	311	675	720	765
净营运资金增加	295	-2,686	431	218	200
其他	33	2,194	-381	-148	-135
投资活动产生现金流	-1,276	566	-637	-587	-587
净资本支出	-759	-603	-600	-600	-600
长期投资变化	0	3	-1	-1	-1
其他资产变化	-516	1,167	-35	14	14
融资活动现金流	237	854	777	-179	-253
股本变化	176	0	0	0	0
债务净变化	-1,119	1,085	1,061	-23	-101
无息负债变化	70	3,924	389	192	182
净现金流	-101	1,441	1,046	209	192

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	2.54%	8.15%	14.46%	6.40%	5.52%
净利润增长率	9.03%	-48.78%	-10.85%	2.61%	9.18%
EBITDA 增长率	1.78%	-9.18%	39.30%	6.26%	6.15%
EBIT 增长率	0.00%	-29.26%	-19.67%	5.60%	5.92%
估值指标					
PE	14	28	32	31	28
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	11	8	8	7
EV/EBIT	14	19	25	24	22
EV/NOPLAT	20	36	36	34	32
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.96%	22.45%	23.38%	23.91%	24.21%
EBITDA 率	7.53%	6.32%	7.69%	7.68%	7.73%
EBIT 率	5.50%	3.60%	2.52%	2.50%	2.51%
税前净利润率	5.24%	3.28%	1.97%	1.90%	1.97%
税后净利润率 (归属母公司)	3.74%	1.77%	1.38%	1.33%	1.38%
ROA	5.04%	1.57%	1.26%	1.26%	1.36%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.70%	4.42%	3.94%	3.91%	4.13%
经营性 ROIC	5.82%	3.27%	3.20%	3.32%	3.49%
偿债能力					
流动比率	0.91	0.72	0.76	0.79	0.83
速动比率	0.50	0.44	0.50	0.52	0.54
归属母公司权益/有息债务	5.37	2.37	1.53	1.59	1.71
有形资产/有息债务	8.41	5.85	4.28	4.43	4.68
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.46	0.23	0.21	0.21	0.23
每股红利	0.20	0.20	0.04	0.04	0.05
每股经营现金流	1.09	0.02	1.05	1.13	1.20
每股自由现金流(FCFF)	-0.45	3.10	-0.14	0.17	0.26
每股净资产	5.27	5.31	5.32	5.49	5.68
每股销售收入	12.26	13.26	15.18	16.15	17.05

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与, 不与, 也将不会与本报告中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见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