

业绩低于预期，毛利率有所改善

——莱绅通灵 (603900.SH) 2019 年中报点评

公司简报

◆公司 1H2019 营收同比减少 24.36%，归母净利润同比减少 27.77%

1H2019 实现营业收入 7.41 亿元，同比减少 24.36%；实现归母净利润 1.26 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.37 元，同比减少 27.77%；实现扣非归母净利润 0.97 亿元，同比减少 38.64%，业绩低于预期。

单季度拆分来看，2Q2019 实现营业收入 2.81 亿元，同比减少 38.84%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比减少 39.98%，实现扣非归母净利润 0.25 亿元，同比减少 52.79%。

◆综合毛利率上升 2.55 个百分点，期间费用率上升 5.98 个百分点

1H2019 公司综合毛利率为 57.83%，较上年同期上升 2.55 个百分点。

1H2019 公司期间费用率为 37.18%，较上年同期上升 5.98 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 29.22%/8.18%/-0.22%，较上年同期分别变化 4.51/1.71/-0.17 个百分点。

◆优化渠道布局带来较多闭店，产品结构调整带来毛利率改善

报告期内公司净关店 81 家，截至报告期末拥有直营及加盟门店 656 家。公司受镶嵌制品销售不景气影响较大，出于推进品牌升级及优化渠道目的，公司关闭较多门店，力图实现降本增效。受关店影响，公司各大区营收均出现同比下滑情况，江苏/鲁皖豫/沪浙闽/京津晋冀/其他地区营收同比变动 -12.96%/-38.65%/-28.73%/-51.4%/-46.38%。产品方面，公司发力优势品类，高毛利率的王室系列产品比重提升，带来了公司整体毛利率上行。

◆下调盈利预测，下调至“中性”评级

公司关店较多在影响收入端的同时，也造成一定费用压力。考虑到镶嵌制品持续面临不景气局面，我们下调对公司 19-20 年净利润的预测至 0.47/0.43 元（之前为 0.83/0.89 元），新增对 21 年预测 0.45 元，公司业绩调整幅度较大，预计门店调改进程将持续，下调评级至“中性”。

◆风险提示：

供应商集中，存货跌价准备风险，加盟店拓展不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,964	1,663	1,257	1,125	1,165
营业收入增长率	18.94%	-15.29%	-24.40%	-10.50%	3.53%
净利润 (百万元)	309	210	159	145	152
净利润增长率	39.67%	-32.21%	-23.93%	-9.08%	4.81%
EPS (元)	0.91	0.62	0.47	0.43	0.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.53%	8.73%	6.77%	5.83%	5.79%
P/E	12	18	24	26	25
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 08 月 20 日

中性 (下调)

当前价：11.26 元

分析师

唐佳睿 CFA, 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

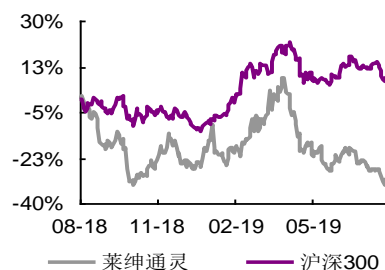
总股本(亿股)：3.40

总市值(亿元)：38.34

一年最低/最高(元)：9.63/16.49

近 3 月换手率：26.72%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.30	-7.80	-38.43
绝对	-3.83	-3.11	-22.50

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，展店速度放缓——莱绅通灵 (603900.SH) 2018 三季度报点评

.....2018-10-30

业绩低于预期，收入、净利润两端承压——莱绅通灵 (603900.SH) 2018 年半年报点评

.....2018-08-23

图表 1: 公司 2019Q2 归母净利润同降 39.98%，扣非归母净利润同降 52.79%

	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)
1Q2017	11014.39	30.46	0.32	10503.21	24.70	0.31	511.18
2Q2017	8054.91	34.73	0.24	7707.04	28.82	0.23	347.87
3Q2017	5536.32	80.97	0.16	5410.94	76.75	0.16	125.38
4Q2017	6315.09	35.56	0.19	5047.30	8.89	0.15	1267.79
1Q2018	11215.10	1.82	0.33	10560.07	0.54	0.31	655.02
2Q2018	6260.20	-22.28	0.18	5272.53	-31.59	0.15	987.67
3Q2018	3855.00	-30.37	0.11	2437.77	-54.95	0.07	1417.23
4Q2018	-369.58	NA	-0.01	-1344.75	NA	-0.04	975.17
1Q2019	8865.34	-20.95	0.26	7225.30	-31.58	0.21	1640.04
2Q2019	3757.17	-39.98	0.11	2488.95	-52.79	0.07	1268.22
TTM	16107.93	-45.07	0.47	10807.27	-58.89	0.32	5300.65

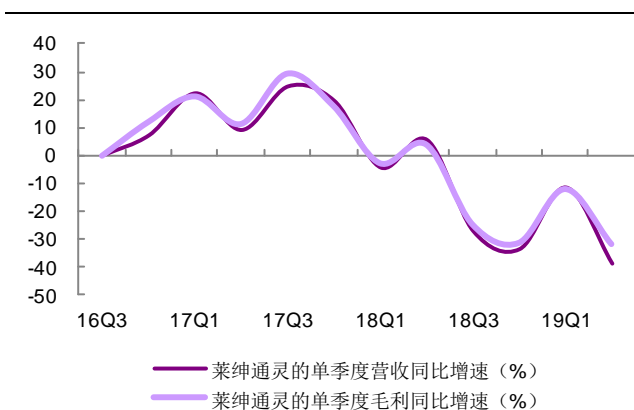
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q2 毛利率较上年同期上升 6.29 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	净利率 (%)	净利率 较上年同期变动 (百分点)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期变动 (百分点)	期间费用率 (%)
1Q2017	54302.91	22.26	20.28	1.28	55.94	-0.46	27.25
2Q2017	43574.24	9.09	18.49	3.52	54.16	1.11	29.17
3Q2017	47585.79	24.74	11.63	3.61	53.85	1.95	35.87
4Q2017	50893.04	19.50	12.41	1.47	53.87	-0.78	37.51
1Q2018	51929.58	-4.37	21.60	1.31	56.94	1.00	27.48
2Q2018	45974.49	5.51	13.62	-4.87	53.40	-0.76	35.40
3Q2018	34642.05	-27.20	11.13	-0.51	55.77	1.92	43.98
4Q2018	33780.41	-33.62	-1.09	-13.50	55.84	1.97	56.18
1Q2019	45941.23	-11.53	19.30	-2.30	56.70	-0.25	32.21
2Q2019	28118.21	-38.84	13.36	-0.25	59.69	6.29	45.29
TTM	142481.90	-27.45	11.31	-3.63	56.86	2.29	43.34

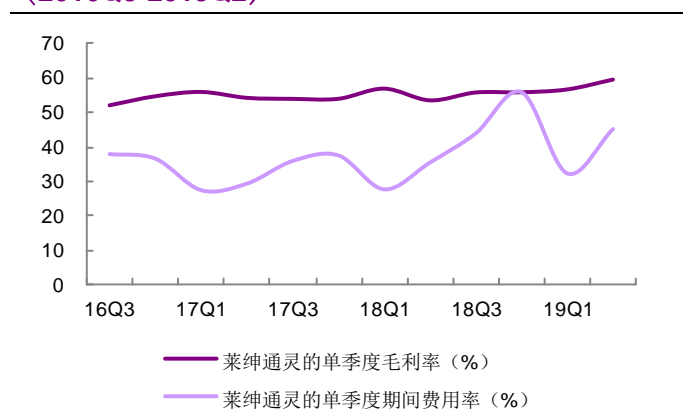
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2016Q3-2019Q2)

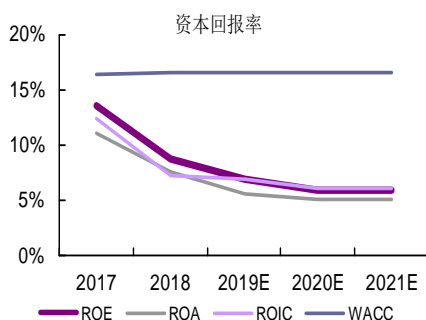
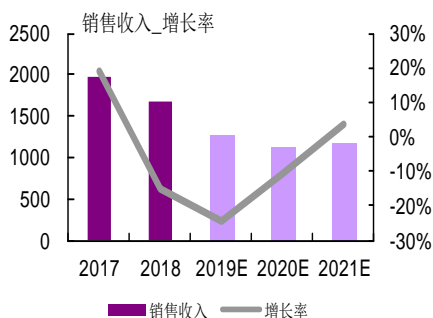
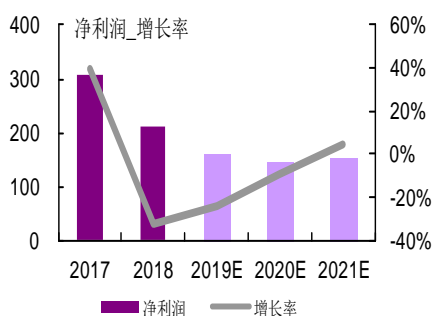
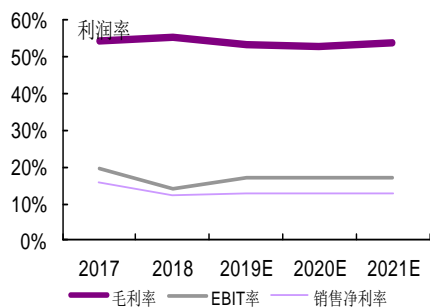


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q3-2019Q2)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,964	1,663	1,257	1,125	1,165
营业成本	893	740	585	527	537
折旧和摊销	44	48	30	34	37
营业税费	53	48	31	28	29
销售费用	488	484	327	287	296
管理费用	149	159	107	90	91
财务费用	0	4	0	0	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	21	34	0	0	0
营业利润	403	263	213	193	203
利润总额	412	284	213	193	203
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	309	210	159	145	152

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	2,831	2,781	2,883	2,932	3,069
流动资产	2,616	2,576	2,725	2,761	2,896
货币资金	144	71	100	150	153
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	177	115	113	101	105
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	17	16	16	15	15
存货	1,469	1,446	1,579	1,582	1,710
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	0	0	0	0
固定资产	78	71	93	107	111
无形资产	25	24	24	23	22
总负债	545	381	528	447	447
无息负债	506	379	527	446	446
有息负债	38	1	1	1	1
股东权益	2,286	2,401	2,356	2,485	2,622
股本	340	340	340	340	340
公积金	1,197	1,209	1,224	1,239	1,254
未分配利润	748	852	791	905	1,027
少数股东权益	1	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	161	168	228	112	57
净利润	309	210	159	145	152
折旧摊销	44	48	30	34	37
净营运资金增加	923	137	-55	57	134
其他	-1,116	-226	95	-125	-267
投资活动产生现金流	-783	-107	6	-46	-40
净资本支出	-40	-44	-52	-46	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-742	-63	58	0	0
融资活动现金流	-53	-94	-205	-16	-14
股本变化	97	0	0	0	0
债务净变化	38	-37	-1	0	0
无息负债变化	35	-127	148	-81	0
净现金流	-673	-36	29	50	3

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	18.94%	-15.29%	-24.40%	-10.50%	3.53%
净利润增长率	39.67%	-32.21%	-23.93%	-9.08%	4.81%
EBITDA 增长率	20.31%	-33.35%	-14.66%	-6.51%	5.49%
EBIT 增长率	23.69%	-38.24%	-9.72%	-9.38%	4.66%
估值指标					
PE	12	18	24	26	25
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	9	14	16	17	16
EV/EBIT	10	16	18	19	19
EV/NOPLAT	13	22	24	26	25
EV/Sales	2	2	3	3	3
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	54.50%	55.49%	53.48%	53.14%	53.88%
EBITDA 率	21.70%	17.07%	19.27%	20.13%	20.51%
EBIT 率	19.44%	14.17%	16.92%	17.14%	17.32%
税前净利润率	20.97%	17.08%	16.91%	17.18%	17.39%
税后净利润率 (归属母公司)	15.75%	12.60%	12.68%	12.88%	13.04%
ROA	10.93%	7.52%	5.53%	4.95%	4.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.53%	8.73%	6.77%	5.83%	5.79%
经营性 ROIC	12.39%	7.09%	6.82%	6.00%	5.94%
偿债能力					
流动比率	4.89	6.85	5.21	6.25	6.55
速动比率	2.14	3.01	2.19	2.67	2.68
归属母公司权益/有息债务	59.41	1728.18	3104.56	3274.60	3455.74
有形资产/有息债务	70.32	1915.65	3656.65	3721.04	3904.63
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.91	0.62	0.47	0.43	0.45
每股红利	0.28	0.60	0.05	0.04	0.04
每股经营现金流	0.47	0.49	0.67	0.33	0.17
每股自由现金流(FCFF)	-1.86	0.11	0.55	0.22	0.07
每股净资产	6.71	7.05	6.92	7.30	7.70
每股销售收入	5.77	4.89	3.69	3.31	3.42

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