

业绩符合预期，安全边际较高

——首商股份(600723.SH) 2019 年年报点评

公司简报

◆公司 2019 年营收同比减少 1.26%，归母净利润同比增长 9.24%

2019 年实现营业收入 99.44 亿元，同比减少 1.26%；实现归母净利润 3.98 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.60 元，同比增长 9.24%；实现扣非归母净利润 3.34 亿元，同比增长 9.21%，业绩符合预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.90 元（含税）。公司同时预计 1Q2020 实现归母净利润-8000 万元到-8800 万元，而 1Q2019 实现归母净利润 1.02 亿元。

单季度拆分来看，4Q2019 实现营业收入 26.59 亿元，同比减少 2.23%；实现归母净利润 1.00 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.15 元，同比增长 8.66%；实现扣非归母净利润 0.84 亿元，同比增长 13.54%。

◆综合毛利率上升 0.10 个百分点，期间费用率上升 0.07 个百分点

2019 年公司综合毛利率为 23.95%，同比上升 0.10 个百分点。

2019 年公司期间费用率为 17.33%，同比上升 0.07 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 8.97%/8.27%/0.09%，同比分别变化 0.08%/0.00/-0.02 个百分点。

◆传统百货业务表现平淡，安全边际较高

报告期内公司百货业务收入同比降低 6.3%，其中核心区域北京百货业务收入同降 5.49%，毛利率降低 0.76 个百分点，拖累了公司整体收入及利润水平，公司推进传统百货转型工作，取得成效预计尚需时日。购物中心/奥莱/专业店业态收入端表现相对良好，尤其奥莱业态收入占比较高，其表现对公司未来业绩成长有重要影响。公司自有物业建筑面积 23 万平米，安全边际较高。

◆下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到疫情对公司百货/购物中心业态的负面影响及公司 2020 年一季度业绩预亏指引，我们下调对公司 2020-2021 年 EPS 的预测至 0.41/0.53 元（之前为 0.56/0.61 元），新增对 22 年预测 0.60 元。公司市净率低于近三年均值（1.16X），或受益于国企改革预期，维持“买入”评级。

◆风险提示：传统百货门店转型未达预期，购物中心发展未达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,071	9,944	8,643	9,591	9,981
营业收入增长率	-1.35%	-1.26%	-13.08%	10.97%	4.07%
净利润(百万元)	364	398	273	351	395
净利润增长率	2.18%	9.24%	-31.41%	28.60%	12.67%
EPS(元)	0.55	0.60	0.41	0.53	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.14%	9.29%	6.16%	7.48%	7.95%
P/E	10	9	13	10	9
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 24 日

买入(维持)

当前价：5.55 元

分析师

唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

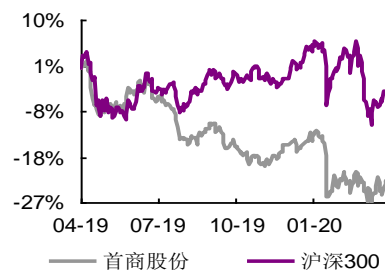
总股本(亿股)：6.58

总市值(亿元)：36.54

一年最低/最高(元)：5.23/7.32

近 3 月换手率：52.64%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.60	-1.39	-16.72
绝对	4.14	-6.55	-22.51

资料来源：Wind

相关研报

业绩略低于预期，购物中心及奥莱表现相对良好——首商股份(600723.SH) 2019 年中报点评

.....2019-09-01
业绩略超预期，归母净利润增速转正——首商股份(600723.SH) 2019 年一季度报点评

.....2019-04-28

图表 1：2019 年公司门店信息

业态	自有物业(家)	面积(万平方米)	租赁物业(家)	面积(万平方米)
百货商场	5	13.9	7	22.9
购物中心	0	0	2	21
专业店	0	0	468	12.3
折扣店(奥特莱斯)	1	8.8	1	9.7
小计	6	22.7	478	65.9

资料来源：公司公告

图表 2：2019 年公司各业态收入增速、坪效、租金情况

业态	销售增长率(%)	年坪效(元/平米)	年租金(元/平米)
百货商场	-6.3	16,722	1,149
购物中心	0.2	8,026	954
专业店	6.6	16,383	1,870
折扣店(奥特莱斯)	0.1	37,008	1,263
小计	-1.2	18,663	1,140

资料来源：公司公告

图表 3：公司北京区域各业态经营情况

	营业收入(亿元)	毛利率(%)	营收同比变化(%)	毛利率同比变化(个百分点)
百货商场	32.80	24.73	-5.49	-0.76
购物中心	8.21	55.38	0.24	1.26
专业店	15.40	15.56	1.53	-0.96
折扣店(奥特莱斯)	30.23	17.86	-1.78	0.3
小计	86.64	23.61	-2.48	-0.24

资料来源：公司公告

图表 4: 公司 4Q2019 归母净利润同比增长 8.66%

	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)
3Q2017	7167.33	22.38	0.11	6417.81	11.71	0.10	749.52
4Q2017	11235.25	27.37	0.17	8869.26	28.34	0.13	2366.00
1Q2018	9024.06	6.58	0.14	8080.86	-0.53	0.12	943.20
2Q2018	11994.31	37.03	0.18	10115.67	25.61	0.15	1878.65
3Q2018	6182.22	-13.74	0.09	5023.88	-21.72	0.08	1158.34
4Q2018	9198.19	-18.13	0.14	7406.04	-16.50	0.11	1792.15
1Q2019	10173.96	12.74	0.15	8944.79	10.69	0.14	1229.17
2Q2019	10125.32	-15.58	0.15	8677.00	-14.22	0.13	1448.32
3Q2019	9468.06	53.15	0.14	7417.16	47.64	0.11	2050.90
4Q2019	9994.63	8.66	0.15	8409.08	13.54	0.13	1585.55
TTM	39761.98	9.24	0.60	33448.03	9.21	0.51	6313.95

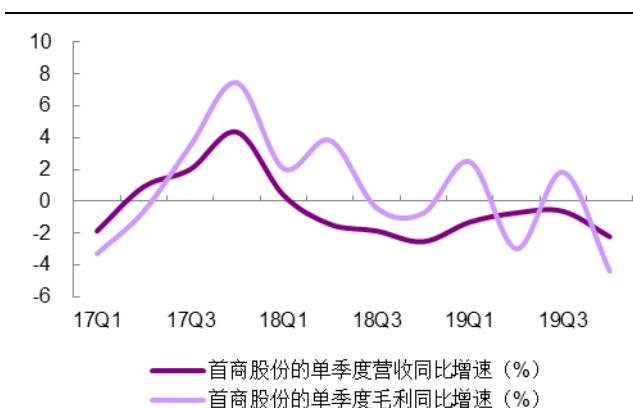
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司 4Q2019 毛利率同比下降了 0.52 个百分点

	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)
3Q2017	228129.20	2.00	24.15	0.35	18.21	3.14	0.52
4Q2017	279049.76	4.35	23.36	0.67	16.60	4.03	0.73
1Q2018	270818.75	0.39	22.70	0.37	16.11	3.33	0.19
2Q2018	240468.42	-1.44	24.61	1.25	16.38	4.99	1.40
3Q2018	223881.69	-1.86	24.50	0.35	19.23	2.76	-0.38
4Q2018	271967.83	-2.54	23.79	0.43	17.57	3.38	-0.64
1Q2019	267284.83	-1.30	23.57	0.87	16.60	3.81	0.47
2Q2019	238723.22	-0.73	24.05	-0.56	16.79	4.24	-0.75
3Q2019	222479.20	-0.63	25.11	0.61	18.82	4.26	1.49
4Q2019	265914.98	-2.23	23.27	-0.52	17.30	3.76	0.38
TTM	994402.23	-1.26	23.95	0.10	17.33	4.00	0.38

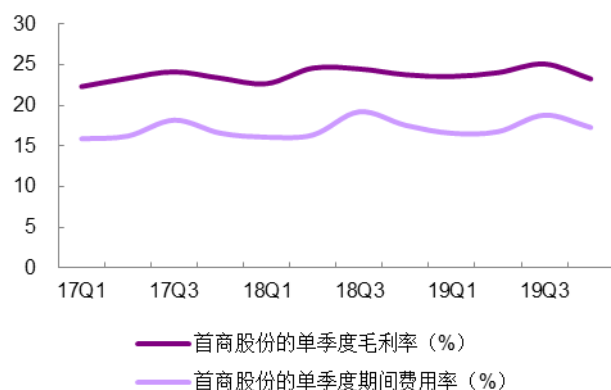
资料来源: 公司公告

图表 6: 公司单季度营收及毛利增速 (2017Q1-2019Q4)



资料来源: 公司公告

图表 7: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2017Q1-2019Q4)



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	10,071	9,944	8,643	9,591	9,981
营业成本	7,669	7,563	6,607	7,278	7,543
折旧和摊销	68	63	70	71	71
税金及附加	80	76	66	73	76
销售费用	895	892	795	882	918
管理费用	833	823	726	772	798
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	11	9	-2	-13	-16
投资收益	72	24	50	50	50
营业利润	662	669	506	653	716
利润总额	661	670	497	644	707
所得税	187	175	149	193	212
净利润	474	495	348	451	495
少数股东损益	110	97	75	100	100
归属母公司净利润	364	398	273	351	395
EPS(按最新股本计)	0.55	0.60	0.41	0.53	0.60

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	483	357	291	452	508
净利润	364	398	273	351	395
折旧摊销	68	63	70	71	71
净营运资金增加	479	-1,970	-246	243	90
其他	-428	1,867	193	-213	-48
投资活动产生现金流	-298	-81	416	-35	-10
净资本支出	-44	-72	-60	-60	-60
长期投资变化	0	308	0	0	0
其他资产变化	-254	-316	476	25	50
融资活动现金流	-319	-214	-263	-102	-108
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	18	18	-180	0	0
无息负债变化	-48	-254	-181	85	36
净现金流	-134	63	443	315	390

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.9%	23.9%	23.6%	24.1%	24.4%
EBITDA 率	7.0%	7.1%	6.1%	6.9%	7.2%
EBIT 率	6.0%	6.0%	5.2%	6.2%	6.5%
税前净利润率	6.6%	6.7%	5.7%	6.7%	7.1%
归母净利润率	3.6%	4.0%	3.2%	3.7%	4.0%
ROA	6.8%	7.1%	5.1%	6.2%	6.4%
ROE (摊薄)	9.1%	9.3%	6.2%	7.5%	7.9%
经营性 ROIC	9.7%	18.2%	15.2%	17.6%	18.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	38%	34%	30%	29%	28%
流动比率	2.15	2.24	2.66	2.73	2.87
速动比率	1.93	1.96	2.37	2.41	2.55
归母权益/有息债务	24.67	23.84	-	-	-
有形资产/有息债务	39.54	36.08	-	-	-

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	6,931	6,976	6,838	7,288	7,706
货币资金	2,432	2,493	2,936	3,251	3,641
交易性金融资产	0	1,886	1,500	1,500	1,500
应收账款	103	60	53	58	61
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	26	23	20	22	23
存货	563	657	574	655	679
其他流动资产	2,278	81	42	71	82
流动资产合计	5,443	5,230	5,150	5,585	6,015
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	308	308	308	308
固定资产	737	724	722	721	720
在建工程	6	3	11	18	22
无形资产	363	345	325	306	288
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	69	72	33	33	33
非流动资产合计	1,489	1,746	1,688	1,702	1,691
总负债	2,622	2,386	2,026	2,111	2,147
短期借款	162	180	0	0	0
应付账款	995	885	773	801	830
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	395	389	338	375	390
其他流动负债	29	46	7	35	47
流动负债合计	2,534	2,331	1,935	2,049	2,096
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	88	50	89	60	49
非流动负债合计	88	55	91	62	51
股东权益	4,310	4,590	4,813	5,176	5,559
股本	658	658	658	658	658
公积金	1,186	1,186	1,186	1,186	1,186
未分配利润	2,139	2,435	2,583	2,847	3,129
归属母公司权益	3,984	4,280	4,427	4,691	4,974
少数股东权益	326	310	385	485	585

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.88%	8.97%	9.20%	9.20%	9.20%
管理费用率	8.27%	8.27%	8.40%	8.05%	8.00%
财务费用率	0.11%	0.09%	-0.03%	-0.13%	-0.16%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	28%	26%	30%	30%	30%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.17	0.19	0.13	0.17	0.19
每股经营现金流	0.73	0.54	0.44	0.69	0.77
每股净资产	6.05	6.50	6.72	7.13	7.55
每股销售收入	15.30	15.10	13.13	14.57	15.16

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	10	9	13	10	9
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.6	3.2	3.3	2.7	2.4
股息率	3.1%	3.4%	2.4%	3.1%	3.4%

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