

人人乐 (002336)

公司研究/点评报告

净利润低于预期，毛利率费用压力均较大

——人人乐 (002336) 2011 年业绩快报点评

民生精品---简评报告/商贸零售行业

2012 年 01 月 17 日

一、事件概述

公司 2012 年 1 月 17 日晚发布公告，公布其 2011 年度业绩快报：修正了 3 季报中 11 年归属于上市公司股东的净利润同比增长 0%-10% 的预测，修正后公司预计 11 年实现归属于上市公司股东的净利润 1.66-1.89 亿元，同比下降 20%-30%。

二、分析与判断

4 季度老店销售增长低于预期，新店尚处于培育期

原本 4 季度应该是零售企业的销售旺季，但是我们认为两方面原因导致公司 4 收入增速可能低于预期：一是可比老店销售增速放缓，应季商品的销售明显低于预期公司；二是 2010 和 2011 年度新开门店尚处于培育期，坪效较低。

表 1：分季度营业收入及同比增长

项目	4 季度(预测)		3 季度		2 季度		1 季度	
	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%
营业收入	312905	18.3	292375	20.9	278569	19.5	331053	25.0

资料来源：民生证券研究所

新店老店同促销，毛利率继续下降

公司今年外延扩张较为积极，2011 新开门店 24 家，面积为 44.32 万平米，较上年新开门店增加 14 家，开店面积增加 29.62 万平米。新店培育期促销力度大，毛利率较低；老店在低迷的市场环境下也加大了促销力度，造成整体毛利率的下降。从前 11 年前 3 季度的毛利率情况来看，每个季度的毛利率均有不同程度的下降。

表 2：2011 与 2010 毛利率(%)对比

项目	4 季度		3 季度		2 季度		1 季度		全年	
	11 年(预测)	10 年	11 年	10 年	11 年	10 年	11 年	10 年	11 年(预测)	10 年
毛利率	19.9	20.9	19.6	20.4	21.3	22.0	19.7	20.0	20.1	20.8

资料来源：民生证券研究所

期间费用压力较大

从 11 年 Q1-Q3 来看，尽管单季度费用率同比略有下降，但是环比上升。11 年零售行业人工和租金等费用本来就上涨明显，公司还加快了开新店的速度，10 和 11 年共新开门店 34 家，新店的销售收入难以消化相应费用的增长。且 4 季度老店销售情况也低于预期，加大促销导致促销费用上升，预计 4 季度费用上涨较为明显。在外延收入未明显提升阶段，公司期间费用压力较大。

表 3：2011 与 2010 费用率(%)对比

	销售费				销售费		
	用率	管理用率	合计		用率	管理用率	合计
10 年 Q1	12.9%	2.8%	15.7%	11 年 Q1	12.7%	2.7%	15.4%
10 年 Q2	14.9%	3.5%	18.4%	11 年 Q2	14.5%	3.5%	18.0%
10 年 Q3	15.4%	3.8%	19.2%	11 年 Q3	15.1%	3.7%	18.8%
10 年 Q4	15.1%	2.4%	17.5%	11 年 Q4 预期	16.0%	3.8%	19.8%
10 年全年	14.5%	3.1%	17.6%	11 年全年(预测)	14.6%	3.4%	18.0%

资料来源：民生证券研究所

归属于上市公司股东的净利润同比下降

中性

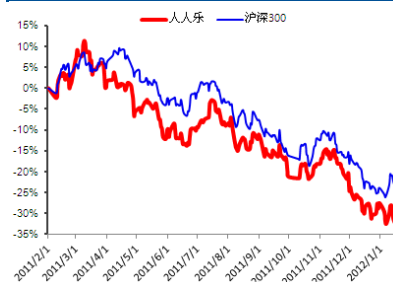
首次评级

目标价：——

交易数据 (2012-01-17)

收盘价(元)	14.86
近 12 个月最高/最低	24.36/13.89
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	100.00
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	59.44
流通市值(亿元)	14.86

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

联系人：王羽

电话：(86755)22662070

联系人：陈玉蓉

电话：(86755)22662096

相关研究

在收入增速放缓，同时费用率上升的情况下，公司预计归属于上市公司股东净利润位于 1.66-1.89 亿元之间，同比下降 20%-30%，对应 EPS 0.42-0.47 元。我们预测的归属于上市公司股东的净利润为 1.70 亿元。分季度数据见表 4。

表 4：公司分季度主要财务指标

项目	4 季度(预测)		3 季度		2 季度		1 季度	
	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%
营业收入	312905	18.3	292375	20.9	278569	19.5	331053	25.0
营业利润	759	-90.9	1011	-43.8	7649	3.4	11516	13.4
利润总额	858	-90.3	1395	83.6	7605	-2.4	12077	15.4
归属于上市公司 股东的净利润	661	-91.7	979	71.2	6418	-3.0	8920	4.2

资料来源：民生证券研究所

盈利预测与投资建议

预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.42、0.49 和 0.56 元，对应 2011-2013 年 PE 为 35.0X、30.3X 和 26.3X。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,041	12,149	13,364	14,700
增长率(%)	14.5%	21.0%	10.0%	10.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	237	170	196	226
增长率(%)	3.2%	-28.4%	15.4%	15.2%
每股收益(元)	0.59	0.42	0.49	0.56
PE	25.1	35.0	30.3	26.3
PB	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：民生证券研究所

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	10,041	12,149	13,364	14,700
减：营业成本	7,951	9,707	10,664	11,716
营业税金及附加	76	89	98	108
销售费用	1,459	1,768	1,944	2,139
管理费用	310	417	458	504
财务费用	-34	-41	-45	-50
资产减值损失	0	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	277	209	243	282
加：营业外收支净额	1	10	10	10
三、利润总额	279	219	253	292
减：所得税费用	42	50	57	66
四、净利润	237	170	196	226
归属于母公司的利润	237	170	196	226
五、基本每股收益 (元)	0.59	0.42	0.49	0.56

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	7.0	13.1	7.8	1.8
成长能力:				
营业收入同比	14.5%	21.0%	10.0%	10.0%
营业利润同比	11.9%	-24.5%	16.2%	15.8%
净利润同比	3.2%	-28.4%	15.4%	15.2%
营运能力:				
应收账款周转率	1789.6	1535.9	1964.6	1054.9
存货周转率	6.6	7.6	8.3	7.5
总资产周转率	1.6	1.8	2.0	1.6
盈利能力与收益质量:				
毛利率	20.8%	20.1%	20.2%	20.3%
净利率	2.4%	1.4%	1.5%	1.5%
总资产净利率 ROA	3.7%	2.5%	3.0%	2.4%
净资产收益率 ROE	6.6%	4.8%	5.2%	5.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.9	1.7	2.0	1.6
资产负债率	44.3%	47.6%	42.4%	57.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.42	0.49	0.56
每股经营现金流量	0.98	1.07	-0.10	6.04
每股净资产	8.98	8.90	9.39	9.96

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3144	2689	2692	5157
应收票据	0	0	0	0
应收账款	6	8	7	14
预付账款	200	392	368	771
其他应收款	322	563	563	563
存货	1,198	1,285	1,284	1,568
其他流动资产	461	502	502	502
流动资产合计	5,330	5,439	5,416	8,575
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	375	611	464	317
在建工程	255	74	77	79
无形资产	398	555	451	348
其他非流动资产	88	111	111	111
非流动资产合计	1,116	1,352	1,103	855
资产总计	6,446	6,791	6,520	9,430
短期借款	0	0	0	0
应付票据	5	11	9	19
应付账款	1783	1991	1708	3513
预收账款	704	828	721	1490
其他应付款	207	255	255	255
应交税费	54	24	-25	82
其他流动负债	101	121	94	88
流动负债合计	2,854	3,230	2,763	5,447
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	2,854	3,230	2,763	5,447
股本	400	400	400	400
资本公积	2532	2532	2532	2532
留存收益	659	629	825	1051
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,591	3,561	3,757	3,983
负债和股东权益合计	6,446	6,791	6,520	9,430

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	391	429	(39)	2418
投资活动现金流量	(507)	(703)	(2)	(2)
筹资活动现金流量	2,379	(181)	45	50
现金及等价物净增加	2264	(455)	3	2465

分析师与联系人简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。