



## 毛利率略降，净利率延续上升趋势

买入 维持

### 报告摘要:

- **一季报摘要。**2013年1季度公司实现营业收入39.63亿元，同比增长13.47%；归属母公司净利润1.12亿元，同比增长16.43%；EPS0.216元。
- **收入增速略有放缓，毛利率下滑0.42个百分点。**2013年1季度，公司收入增速为16.43%，从母公司和合并利润表结合看，母公司代表的济南地区门店增长较为缓慢，为12.31%；意味着济南以外地区收入增速较高。此外，一季度零售行业整体低迷也使得公司在促销力度方面加强，毛利率出现小幅下降。另外，从毛利率变化来看，我们可以推断，一季度公司业绩应该主要来自零售主业，基本没有地产结算的贡献。
- **费用率仍处于下行趋势，期间费用率大幅下降0.31个百分点，主要来自管理费用率降低。**1季度公司费用率下降0.31个百分点，其中销售费用率上升幅度达0.35个百分点，结合考虑毛利率出现下降，可以推断公司促销力度加大，促销费、广告宣传费等费用大幅增加；而管理费用大幅下降0.78个百分点至2.07%，体现出公司管理运营效率进一步提高，合理的绩效考核和严格的费用控制得到体现；财务费用率仍然上升0.12个百分点。
- **盈利预测和投资建议。**长期看好公司地区规模优势、密集渠道下沉战略以及店龄优化助力业绩释放。公司在山东省内具有很强的规模优势，同时在一二线地区布点具明显先发优势。公司门店平均培育期约为3年，自08年开始加速扩张至2012年，3-5年店成长龄门店占比不断提升，达到27%，未来2年，成长型门店占比仍将保持较高比重，助力业绩释放。同时公司净利率上升空间仍然巨大，具有较强的业绩弹性。鲁商集团要约收购进一步显示出公司作为鲁商集团下商业业务唯一平台的重要性，未来仍有通过进一步资本运作优化平台的空间，值得关注。预计13-14年EPS分别为0.83和1.08元，其中13年、14年地产分别贡献0.2元、0.1元。维持公司“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(百万)	8794.68	10907.46	13536.05	15713	18737
增长率(%)	67.75	24.02%	24.10%	16.08%	19.24%
归母净利润(百万)	110.92	115.66	346.52	434	565
增长率(%)	-6.70%	4.28	199.59	25.25%	29.97%
每股收益	0.21	0.40	0.67	0.83	1.08
市盈率	39.43	20.70	12.36	9.98	7.67

### 消费服务研究组

#### 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

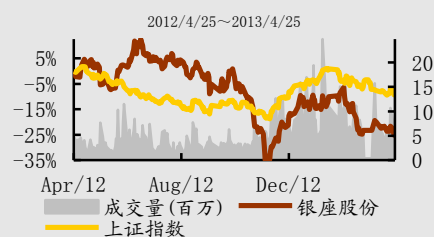
#### 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

### 市场表现



### 相关研究

- 收购溢价13%，带来交易性机会  
2013-04-02
- 地产结算致业绩增长200%  
2013-03-09
- 地产结算贡献业绩高增长  
2013-01-23
- 业绩符合预期，期间费用率下降  
2012-04-20
- 业绩拐点就在2012年  
2012-03-12
- 扩张步伐放缓，期间费用率迎来拐点  
2012-02-28

**表 1: 1 季度业绩较同期表现拆分**

单位 (百万元)	2013 Q1	2012 Q1	2013Q1-2012Q1
营业收入	3,963.39	3,492.90	470.49
营业收入增速 YOY	13.47%	13.66%	-0.19%
营业成本	3,271.74	2,868.53	403.21
综合毛利率 (左)	17.45%	17.88%	-0.42%
毛利额	691.65	624.37	67.28
综合毛利率变动幅度	-0.42%	0.55%	
营业税金及附加	36.75	32.23	4.52
销售费用	370.79	314.46	56.33
销售费用增速	17.91%	11.26%	
管理费用	82.06	99.51	-17.46
管理费用增速	-17.54%	11.59%	
财务费用	56.44	45.58	10.86
期间费用率	12.85%	13.16%	-0.31%
销售费用率	9.36%	9.00%	0.35%
管理费用率	2.07%	2.85%	-0.78%
财务费用率	1.42%	1.30%	0.12%
资产减值损失	0.84	1.83	-0.99
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.78	130.76	14.02
加: 营业外收入	7.75	1.33	6.43
减: 营业外支出	0.40	0.20	0.20
其中: 非流动资产处置净损失	0.05	0.00	0.05
利润总额	152.13	131.89	20.25
减: 所得税	39.33	36.12	3.22
净利润	112.80	95.77	17.03
减: 少数股东损益	0.72	-0.49	1.21
归属于母公司所有者的净利润	112.08	96.26	15.82
归母净利润增速	16.43%	45.01%	-28.57%
销售净利率 (右)	2.83%	2.76%	0.07%

资料来源: 宏源证券, 公司公告

### 作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A、新华都

### 机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。