

2018年收购乐天 经营重心进一步倾向超市

——利群股份年报点评

年报点评报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

谢海音(分析师)

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

● 新店开业, 营收稳步增长, 收购整合归母净利润同比减少 48.78%

公司发布 2018 年报: 全年共实现营收 114.14 亿元(+8.15%); 实现归母净利润 2.02 亿元(-48.78%), 折合 EPS 为 0.23 元/股。公司营收提升主要是由于公司原有区域门店营业收入同比增加及公司收购乐天购物华东区域门店(已更名为利群时代)重新开业后新增营业收入, 其中, 公司原有区域门店营业收入同比增加 2.53 亿元, 同比上升 2.40%, 利群时代门店 2018 年新增营业收入 6.07 亿元。归母净利润方面, 公司 2018 年归母净利润同比下降 48.78%, 主要系收购乐天门店自 8 月份起开始陆续开业, 收入与费用未实现有效的配比, 导致公司净利润同比下降。2018 年, 利群时代门店实现归属于母公司净利润-2.35 亿元; 剔除收购乐天购物华东区门店费用增加等因素影响, 公司原有区域门店实现归属于母公司净利润 4.35 亿元, 同比上升 10.37%。

● 毛利率小幅提升, 费用较 2017 年增加 4.19 pct

2018 年公司毛利率为 22.45%, 较 2017 年增加 2.49pct。费用方面, 2018 年全年期间费用率为 18.21%, 较 2017 年增加 4.19 pct。其中, 销售费用率 12.06%, 较 2017 年增加 2.63; 管理费用率 5.51%, 较 2017 年增加 1.61 pct; 财务费用率 0.64%, 较 2017 年减少 0.05 pct。

● 经营重心进一步倾向超市, 维持“推荐”评级

零售行业承压运行多年, 日用品、生鲜等刚需消费支撑超市营收增速持续优于百货。公司借助 2018 年收购乐天购物华东区 72 家门店, 经营区域显著扩大, 从原有覆盖山东、江苏区域, 一步扩展覆盖至安徽、浙江、上海三个区域。截止 2018 年底公司新增业态主要集中在超市、生鲜便利店模式, 通过大量快速集中开店, 提升超市收入贡献, 提高省外覆盖区域。公司继续深耕供应链和物流仓储体系, 联手 SAP 公司与腾讯建设智慧供应链信息管理体系, 随着经营规模快速提升, 有望进一步优化公司毛利, 提升经营效率。大量新增门店快速投入运营, 整合期间将拖累公司利润增速, 但公司经营模式成熟可复制, 随着门店经营稳定, 超市利润贡献有望显现。我们考虑乐天整合对利润影响, 调低公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.34 (-0.2) / 0.43 (-0.17) / 0.48 元, 维持“推荐”评级。

● 风险提示: 宏观经济风险; 消费下行风险; 公司新开店不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10554	11,414	12,919	13,898	14,676
增长率(%)	2.5	8.2	13.2	7.6	5.6
净利润(百万元)	394.5	202	291	372	412
增长率(%)	9.0	-48.8	44.2	27.7	10.7
毛利率(%)	20.0	22.4	22.7	22.8	22.9
净利率(%)	3.7	1.8	2.3	2.7	2.8
ROE(%)	8.7	4.4	6.2	7.6	8.0
EPS(摊薄/元)	0.46	0.23	0.34	0.43	0.48
P/E(倍)	16.38	32.0	22.2	17.4	15.7
P/B(倍)	1.42	1.4	1.4	1.3	1.3

推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.04.19

收盘价(元):	7.51
一年最低/最高(元):	5.94/11.38
总股本(亿股):	8.61
总市值(亿元):	64.62
流通股本(亿股):	4.75
流通市值(亿元):	35.67
近 3 月换手率:	132.05%

股价一年走势



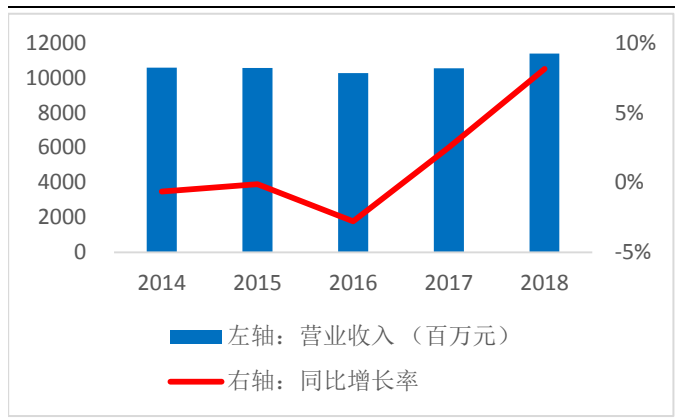
收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.03	-17.81	-28.65
绝对	3.44	12.26	-20.55

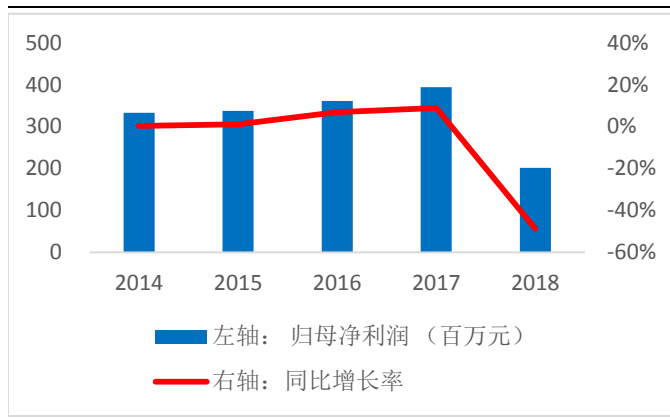
相关报告

《营收稳健净利突出, 区域扩张将增厚未来营收规模》2018-08-21

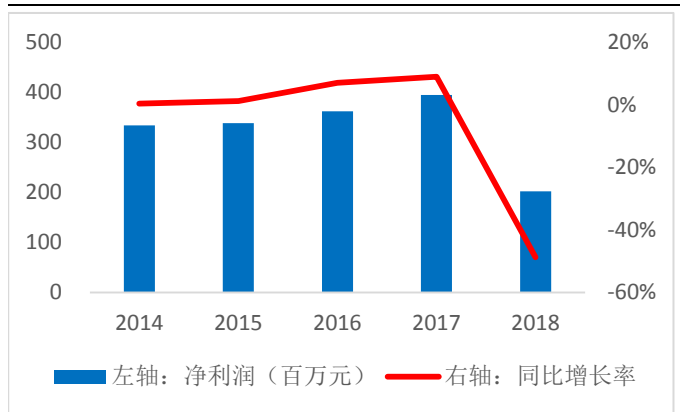
《规模化买断自营构建供应链优势, 区域经营迎来快速扩张机遇》2018-08-10

图1： 2014-2018 年营收及其同比

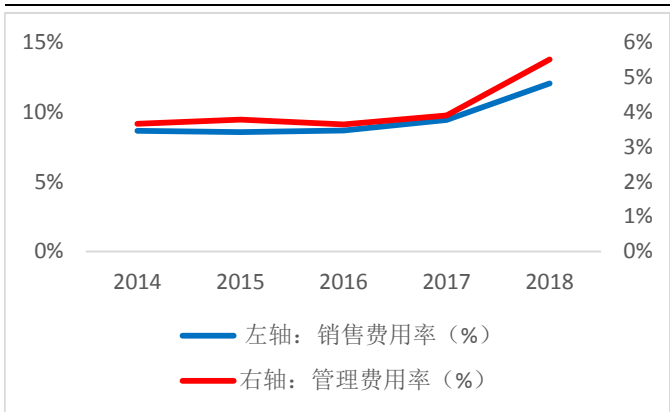
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图2： 2014-2018 年归母净利润及其同比

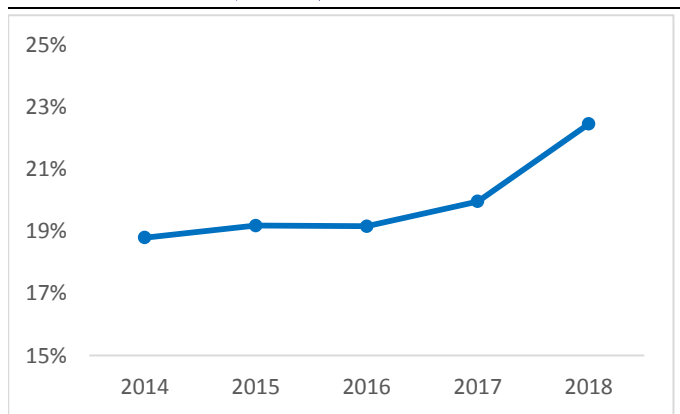
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图3： 2014-2018 年净利润及其同比

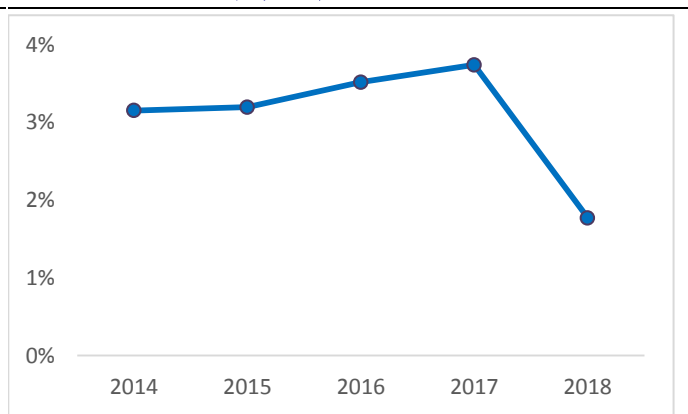
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图4： 2014-2018 年销售费用率和管理费用率

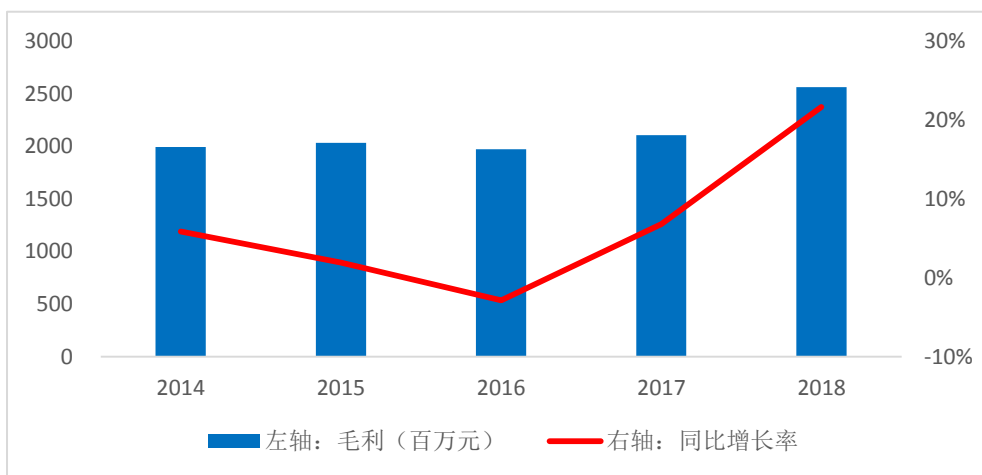
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图5： 2014-2018 年毛利率

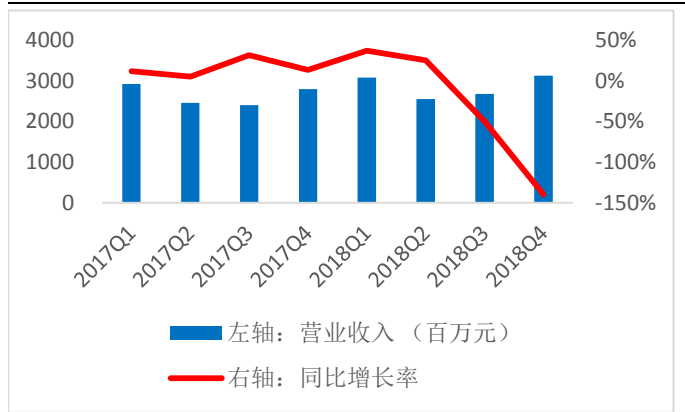
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图6： 2014-2018 年净利率

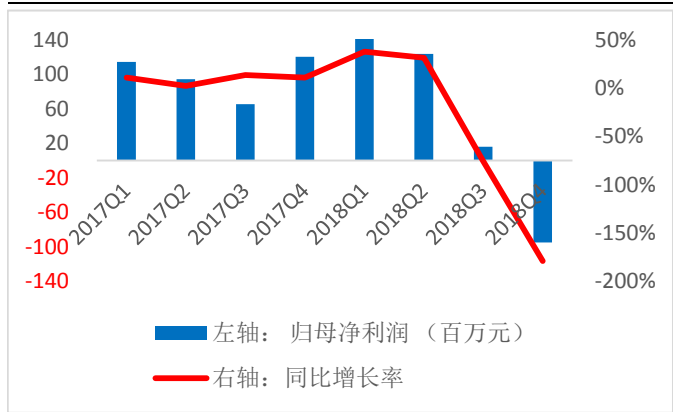
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图7： 2014-2018 年毛利及其同比

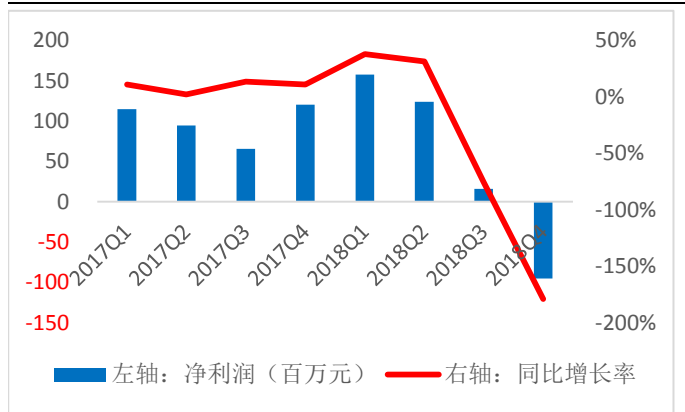
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图8： 2017Q1-2018Q4 单季营收及其同比

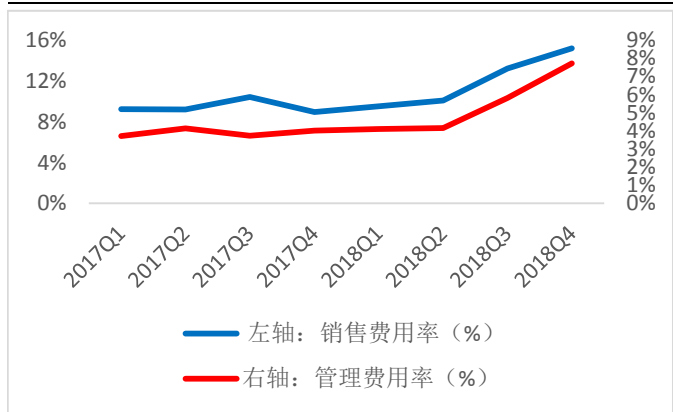
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图9： 2017Q1-2018Q4 单季归母净利润及其同比

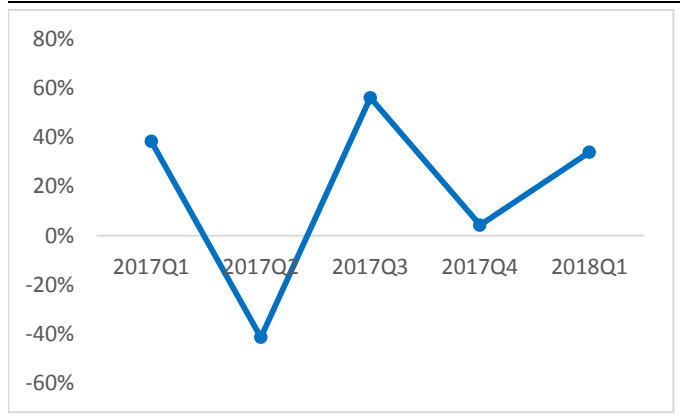
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图10： 2017Q1-2018Q4 单季净利润及其同比

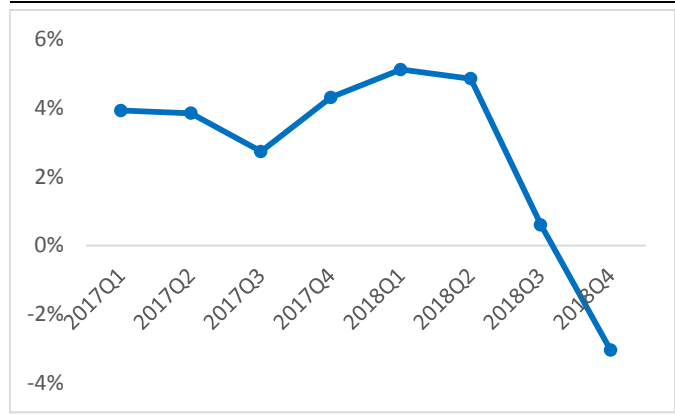
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图11： 2017Q1-2018Q4 单季销售费用率和管理费用率

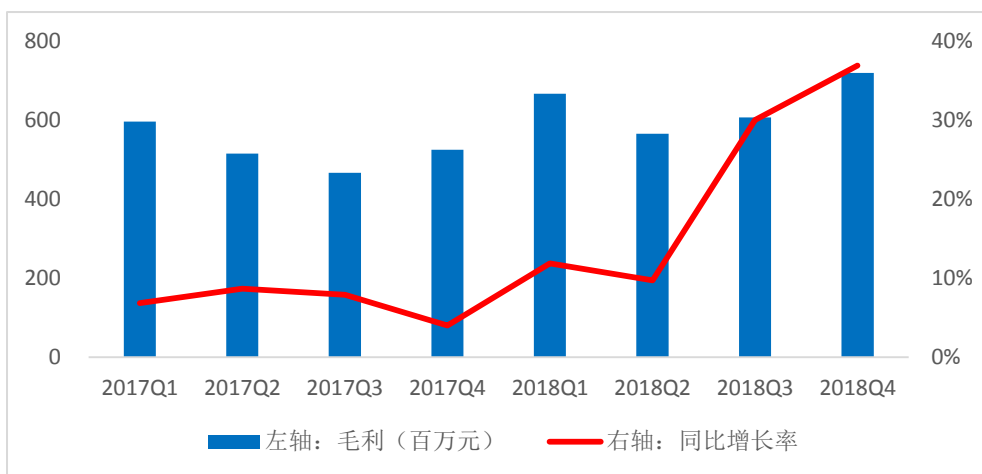
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图12: 2017Q1-2018Q4 单季毛利率

资料来源: Wind、新时代证券研究所

图13: 2017Q1-2018Q4 单季净利率

资料来源: Wind、新时代证券研究所

图14: 2017Q1-2018Q4 单季毛利及其同比

资料来源: Wind、新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2851	5323	4841	5315	5247	营业收入	10554	11414	12919	13898	14676
现金	543	2220	2117	1850	2239	营业成本	8448	8852	9990	10732	11311
应收账款	129	151	166	175	185	营业税金及附加	84	98	111	119	126
其他应收款	64	0	72	5	77	营业费用	996	1377	1615	1668	1761
预付账款	200	398	278	449	319	管理费用	411	629	712	766	809
存货	1275	2060	1704	2340	1922	财务费用	73	73	57	61	58
其他流动资产	640	494	503	495	504	资产减值损失	35	48	55	59	62
非流动资产	4969	7540	7939	8029	8061	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	6	9	11	投资净收益	14	14	14	14	14
固定资产	2971	5224	5476	5565	5581	营业利润	525	357	394	507	563
无形资产	575	1112	1292	1371	1474	营业外收入	30	28	29	29	29
其他非流动资产	1424	1201	1165	1085	994	营业外支出	2	12	12	12	12
资产总计	7821	12863	12780	13344	13307	利润总额	553	374	411	524	580
流动负债	3140	7444	7347	7833	7681	所得税	158	172	119	152	168
短期借款	680	1160	1160	1160	1160	净利润	394	202	291	372	412
应付账款	1024	1574	1359	1792	1529	少数股东损益	-0	-0	0	0	0
其他流动负债	1436	4709	4829	4881	4993	归属母公司净利润	395	202	291	372	412
非流动负债	143	849	743	621	496	EBITDA	801	729	864	1024	1120
长期借款	130	607	501	379	254	EPS (元)	0.46	0.23	0.34	0.43	0.48
其他非流动负债	13	242	242	242	242						
负债合计	3283	8292	8090	8454	8178	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
股本	861	861	861	861	861	营业收入(%)	2.5	8.2	13.2	7.6	5.6
资本公积	1763	1766	1766	1766	1766	营业利润(%)	13.5	-32.0	10.1	29.0	11.0
留存收益	1912	1942	2104	2297	2481	归属于母公司净利润(%)	9.0	-48.8	44.2	27.7	10.7
归属母公司股东权益	4535	4568	4688	4888	5128	获利能力					
负债和股东权益	7821	12863	12780	13344	13307	毛利率(%)	20.0	22.4	22.7	22.8	22.9
						净利率(%)	3.7	1.8	2.3	2.7	2.8
						ROE(%)	8.7	4.4	6.2	7.6	8.0
						ROIC(%)	7.8	3.5	4.8	5.9	6.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42.0	64.5	63.3	63.4	61.5
						净负债比率(%)	6.6	(6.4)	(7.1)	(3.8)	-13.6
						流动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
						速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
						应收账款周转率	81.2	81.6	81.6	81.6	81.6
						应付账款周转率	8.5	6.8	6.8	6.8	6.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.46	0.23	0.34	0.43	0.48
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	4.29	1.26	0.74	1.49
						每股净资产(最新摊薄)	5.27	5.31	5.45	5.68	5.96
						估值比率					
						P/E	16.38	31.98	22.17	17.36	15.69
						P/B	1.42	1.41	1.38	1.32	1.26
						EV/EBITDA	8.46	8.5	7.1	6.1	5.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>