

**证券研究报告—动态报告**

商业贸易

零售

**利群股份(601366)**
**增持**

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 17 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	861/475
总市值/流通(百万元)	6,574/3,629
上证综指/深圳成指	3,254/10,288
12 个月最高/最低(元)	11.12/5.94

**相关研究报告:**

《利群股份-601366-2018 年三季报点评: 增长稳健, 利群时代拖累业绩》——2018-10-30  
 《利群股份-601366-2018 年中报点评: 盈利能力提升, 利群时代超市开业》——2018-08-21

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

**联系人: 刘馨竹**

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 传统区域稳健, 利群时代拖累业绩

**● 原有区域增长稳健, 利群时代亏损 2.35 亿元**

2018 年, 公司实现营业收入 114.14 亿元, 同比增长 8.15%; 归母净利润 2.02 亿元, 同比下降 48.78%; 扣非后归母净利润 1.85 亿元, 同比下降 48.57%, 业绩低于预期, 主要因利群时代开店进度超预期, 新店密集开业对业绩拖累较大。其中, 2018 年 Q4 收入 31.18 亿元, 同比增长 11.67%, 净亏损-9505.51 万元。利群时代门店从 2018 年下半年开始开业, 全年销售收入 6.07 亿, 净亏损 2.35 亿元, 对公司业绩拖累明显。剔除利群时代业务, 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%。公司拟每 10 股派息 2 元

公司还公告 2019 年预计实现营业收入 125 亿元, 利润总额 4.6 亿元, 净利润 2.6 亿元。

**● 毛利率优化, 新店开办费用率激增**

2018 年, 公司毛利率为 22.45%, 同比提升 2.49pct; 销售费用率 12.06%, 同比提升 2.63pct; 管理费用率 5.51%, 同比增加 1.61pct, 财务费用率为 0.64%, 同比下降 0.05pct。由于新店开办受费用率激增, 全年净利率为 1.77%, 同比下降近 2pct。

**● 利群时代开店 44 家, 后台建设加速**

截至 2018 年底, 公司门店总数达到 93 家, 其中利群时代门店重新开业 44 家, 公司门店数量实现翻倍增长; 传统区域大型门店新开 2 家, 便利店/生鲜门店分别新开 6 家/6 家。公司分别在青岛胶州和江苏淮安签订了大型物流基地建设投资协议, 规划建设两处大型现代化物流中心,

**● 风险提示**

利群时代门店成熟期拉长; 经销模式为主造成的库存管理风险。

**● 收入进入高增长轨道, 维持“增持”评级**

通过收购乐天华东, 公司收入进入高增长轨道, 由于大多数门店处于培育期, 利润端增长将滞后于收入端释放。受益于规模优势、精细化管理, 后台供应链建设, 公司毛利率有望持续优化。短期由于利群时代开店加速拖累业绩, 我们预计 2019/2020/2021 年净利润分别为 2.58/4.2/4.81 亿元, 维持“增持”评级。

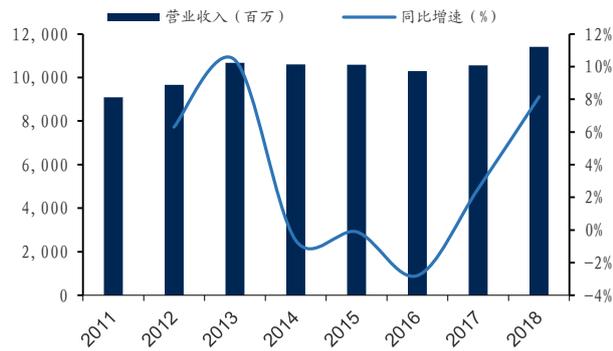
**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,554	11,414	12,500	13,832	15,104
(+/-%)	2.5%	8.2%	9.5%	10.7%	9.2%
净利润(百万元)	395	202	257.52	420.08	480.91
(+/-%)	9.0%	-48.8%	27.4%	63.1%	14.5%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.23	0.30	0.49	0.56
EBIT Margin	5.8%	4.0%	3.6%	4.8%	4.8%
净资产收益率(ROE)	8.7%	4.4%	5.5%	8.4%	9.1%
市盈率(PE)	16.7	32.5	25.5	15.6	13.7
EV/EBITDA	12.4	21.0	16.2	12.8	12.0
市净率(PB)	1.45	1.44	1.39	1.32	1.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

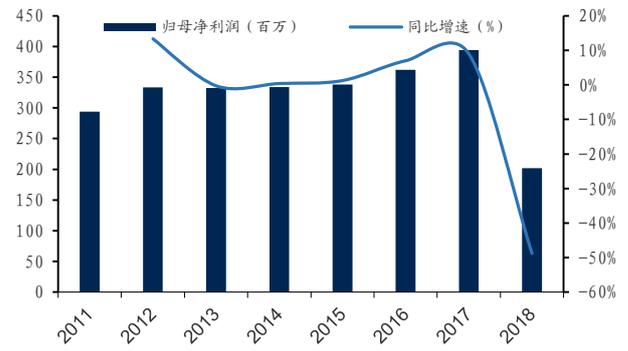
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司历年营收及同比增速 (百万元, %)



资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司历年归母净利润及同比增速 (百万元, %)



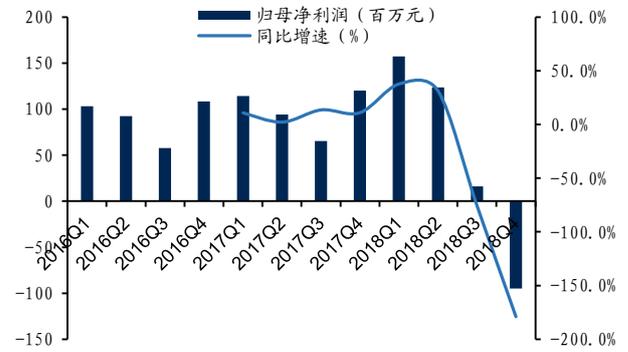
资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度营收及营收增速 (百万元, %)



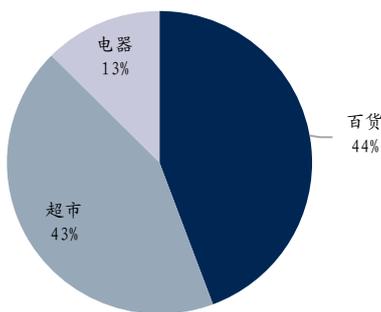
资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度归母净利润及净利增速 (百万元, %)



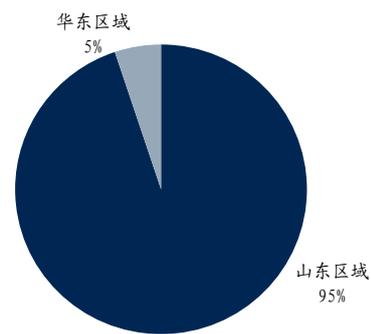
资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 5: 2018 年公司分业态营业收入构成 (%)



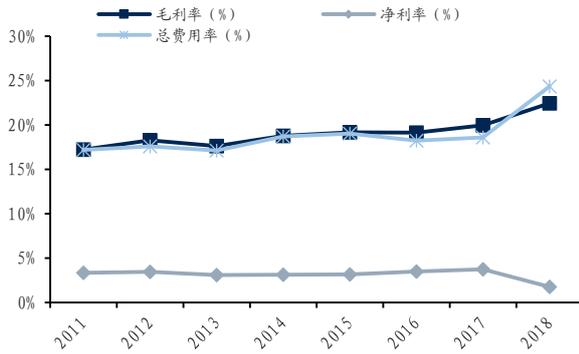
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 2018 年公司分地区营业收入构成 (%)



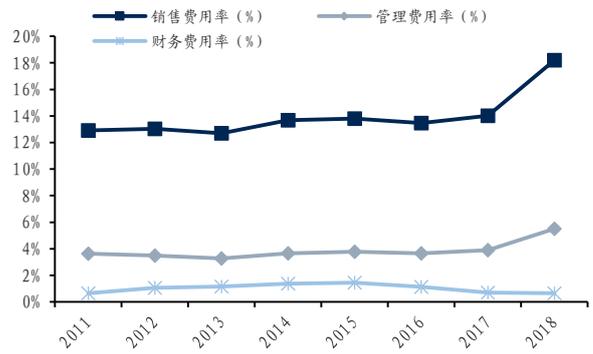
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司历年的毛利率、净利率 (%)



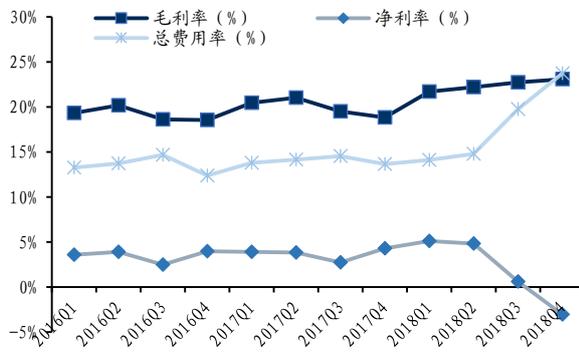
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)



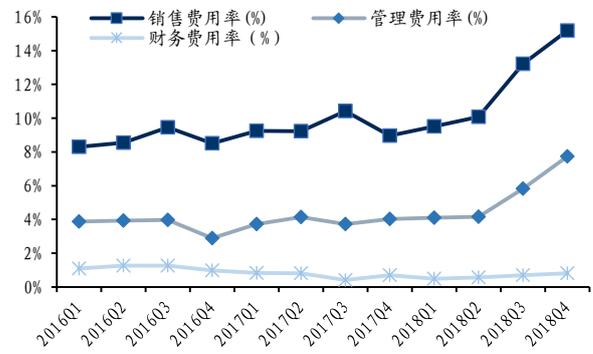
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司分季度的毛利率、净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司分产品、分地区收入和毛利率变化 (百万元、%)

	2018			2017			毛利率同比增减
	营业收入 (百万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (百万元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	
<b>分业态</b>							
百货业态	4737.55	44.30%	17.67%	4464.04	44.70%	17.00%	0.67%
超市业态	4618.22	43.18%	18.17%	4061.39	40.66%	15.41%	2.76%
家电业态	1338.60	12.52%	13.53%	1362.29	13.64%	10.87%	2.66%
合计	10694.37		17.37%	9987.71		15.52%	1.85%
<b>分地区</b>							
山东区域	10145.50	94.87%	17.55%	9987.71	100.00%	15.52%	2.03%
华东区域	548.87	5.13%	14.05%	-	-	-	-
合计	10694.37		17.37%	9987.71		15.52%	1.85%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司门店数及同比增长率 (家、%)

	2014	2015	2016	2017	2018
门店数量 (家)	34	35	36	48	93
同比增长率 (%)		2.94%	2.86%	33.33%	93.75%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601933	永辉超市	买入	9.09	0.19	0.17	0.28	47.84	53.47	32.46	4.97
002867	周大生	买入	34.39	1.22	1.64	2.12	28.19	20.97	16.22	4.14
603708	家家悦	买入	26.44	0.66	0.86	1.00	40.06	30.74	26.44	3.92
601828	美凯龙	买入	12.95	1.15	1.26	1.43	11.26	10.28	9.06	0.95
002024	苏宁易购	买入	14.05	0.45	1.43	1.86	31.05	9.83	7.55	1.43
601366	利群股份	增持	7.64	0.46	0.23	0.30	16.61	33.22	25.47	2.05

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2220	1146	1303	1556	营业收入	11414	12500	13832	15104
应收款项	262	288	318	348	营业成本	8852	9694	10651	11630
存货净额	2060	2066	2129	2171	营业税金及附加	98	107	119	130
其他流动资产	781	987	1093	1193	销售费用	1377	1512	1632	1782
<b>流动资产合计</b>	<b>5323</b>	<b>4487</b>	<b>4843</b>	<b>5269</b>	管理费用	629	732	764	830
固定资产	5480	5763	5914	6015	财务费用	73	75	95	80
无形资产及其他	1112	1067	1023	978	投资收益	14	13	13	13
投资性房地产	945	945	945	945	资产减值及公允价值变动	(48)	(40)	(40)	(40)
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12863</b>	<b>12266</b>	<b>12727</b>	<b>13210</b>	营业利润	357	352	544	625
短期借款及交易性金融负债	1323	2042	1804	1526	营业外净收支	17	16	16	16
应付款项	2206	2325	2555	2792	<b>利润总额</b>	<b>374</b>	<b>368</b>	<b>560</b>	<b>641</b>
其他流动负债	3915	2326	2542	2778	所得税费用	172	110	140	160
<b>流动负债合计</b>	<b>7444</b>	<b>6692</b>	<b>6901</b>	<b>7095</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	607	607	607	607	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>202</b>	<b>258</b>	<b>420</b>	<b>481</b>
其他长期负债	242	242	242	242					
<b>长期负债合计</b>	<b>849</b>	<b>849</b>	<b>849</b>	<b>849</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8292</b>	<b>7541</b>	<b>7750</b>	<b>7944</b>					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益	4568	4723	4975	5264					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12863</b>	<b>12266</b>	<b>12727</b>	<b>13210</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	202	258	420	481
资产减值准备	13	4	1	1
折旧摊销	250	417	453	482
公允价值变动损失	48	40	40	40
财务费用	73	75	95	80
营运资本变动	2808	(1705)	250	301
其它	(13)	(4)	(1)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3309</b>	<b>(990)</b>	<b>1163</b>	<b>1304</b>
资本开支	(1879)	(700)	(600)	(580)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1882)</b>	<b>(700)</b>	<b>(600)</b>	<b>(580)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	477	0	0	0
支付股利、利息	(232)	(103)	(168)	(192)
其它融资现金流	(240)	719	(237)	(278)
<b>融资活动现金流</b>	<b>251</b>	<b>616</b>	<b>(405)</b>	<b>(471)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1677</b>	<b>(1075)</b>	<b>157</b>	<b>253</b>
货币资金的期初余额	543	2220	1146	1303
货币资金的期末余额	2220	1146	1303	1556
企业自由现金流	1427	(1670)	602	752
权益自由现金流	1664	(1004)	294	414

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.23	0.30	0.49	0.56
每股红利	0.27	0.12	0.20	0.22
每股净资产	5.31	5.49	5.78	6.12
ROIC	4%	5%	7%	8%
ROE	4%	5%	8%	9%
毛利率	22%	22%	23%	23%
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	6%	7%	8%	8%
收入增长	8%	10%	11%	9%
净利润增长率	-49%	27%	63%	14%
资产负债率	64%	61%	61%	60%
息率	3.5%	1.6%	2.6%	2.9%
P/E	32.5	25.5	15.6	13.7
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.0	16.2	12.8	12.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032