

投资评级 优于大市 维持

## 3Q19 收入增 2.1% 利润降 21%，看好龙头长期成长

### 股票数据

10月24日收盘价(元)	10.92
52周股价波动(元)	10.02-16.05
总股本/流通A股(百万股)	1200/1200
总市值/流通市值(百万元)	13107/13102

### 相关研究

《2Q19 收入增 4.6% 环比提升,看好龙头长期成长》2019.08.19

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.7	-5.5	-18.2
相对涨幅(%)	-6.9	-6.8	-19.5

资料来源:海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

分析师:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@htsec.com

证书:S0850519080003

### 投资要点:

公司 10 月 25 日发布 2019 三季度报。2019 前三季度实现收入 140.75 亿元,同比增长 1.75%; 归母净利润 6.52 亿元,同比下降 3.15%,扣非净利润 5.61 亿元,同比下降 4.86%。摊薄 EPS 为 0.54 元; 加权平均净资产收益率 9.84%,经营性现金流净额 3.66 亿元。

### 简评及投资建议。

公司 2019 年三季度收入同比增长 2.1%, 归母净利润同比下降 20.75%, 剔除地产和君尚中心店关店影响, 测算 3Q19 利润下降 14.18%, 我们判断主要由于高基数、新开店等致利润弹性下降。大店 3Q19 新开松瑞、水韵城 2 家, 签约 5 家, 10 月新开鹰潭 1 家, 我们预计 2019 年将新开 10 家左右大店。

1、前三季度收入同比增长 1.75% 至 140.75 亿元, 毛利率同比增加 1.32pct 至 28.56%。其中 1-3Q 收入增速各-0.8%/4.6%/2.1%, 测算剔除地产和君尚中心店关店影响, 1-3Q 收入各增 1.6%/6.4%/6.6%, 同店增速各-2.8%/1.3%/0.9%, 综合毛利率各增 1.7/1.83/0.32pct。

分地区, 华东、华中次新区前三季度同店保持较快增长, 毛利额分别增长 13.17% 和 8.27%, 利润总额分别增长 109.36% 和 27.65%; 华南老区前三季度同店收入略增 0.47%, 测算 3Q19 增 2.47% 环比改善, 我们判断主要受益于超市业态增长。

分业态, 购物中心和超市增长更优, 购物中心前三季度同店收入略降, 毛利额和利润总额分别增长 16.8% 和 59.19%; 超市上半年同店收入增长 9.2%, 毛利额和利润总额分别增长 6.61% 和 13.44%。

2、3Q19 新开大店 2 家, 期末门店 333 家(大店 85 家), 签约大店 5 家。①开店: 三季度公司继续拓展门店网络, 新开 2 家大店(首家社区生活中心松瑞天虹、水韵城天虹购物中心)、1 家独立超市以及 23 家便利店, 10 月在江西新开鹰潭天虹购物中心; ②关店: 3Q19 关 11 家便利店; ③签约: 三季度签约 5 个购物中心及百货项目, 5 个独立超市项目。

2019 年三季度末, 公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 26 个城市, 共经营购物中心业态门店 16 家(含加盟、管理输出 5 家), 百货业态门店 69 家(含加盟 3 家), 超市业态门店 84 家(含独立超市 10 家), 便利店 164 家, 面积合计逾 322 万平方米。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18535	19138	19722	20943	22530
(+/-)YoY(%)	7.3%	3.3%	3.1%	6.2%	7.6%
净利润(百万元)	718	904	957	1056	1197
(+/-)YoY(%)	37.0%	25.9%	5.8%	10.3%	13.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.75	0.80	0.88	1.00
毛利率(%)	25.8%	27.3%	27.7%	28.1%	28.4%
净资产收益率(%)	11.9%	13.8%	13.6%	13.9%	14.6%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所  
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**3、1-3Q19 期间费用率增 1.73pct 至 22.73%，主因销售费用率增加。**其中 3Q19 公司销售费用率同比增加 1.76 个百分点至 20.59%，管理费用率同比增加 0.2 个百分点至 2.21%，财务收益减少 201 万元至 229 万元；最终 3Q 整体期间费用率增加 2 个百分点至 25.16%。

**4、前三季度归母净利润降 3.15% 至 6.52 亿元，剔除地产和君尚中心店关店影响，测算利润增长 0.68%。**三季度营业外净收入增加 536 万元，利润总额下降 22.68% 至 1.92 亿元，有效税率下降 2.56 个百分点至 21.77%。整体前三季度归母净利润降 3.15% 至 6.52 亿元，其中 1-3Q 增速各 5.25%/1.1%/-20.75%，**测算剔除地产和君尚中心店关店影响后 1-3Q 增速各 9%/2.34%/-14.18%，我们判断主要由于高基数、新开店等致利润弹性下降。**

**维持对公司的判断。**公司 2013 年开始全面转型，各层级激励全覆盖激励充分；围绕数字化、体验式、供应链打造核心竞争力，引领行业业态创新，具备整合输出能力；储备门店丰富，开店提速且创新管理输出模式，次新区坪效和毛利率向成熟区域靠拢。通过持续精耕细作、修炼内功，从而保障公司整体业绩稳健增长，优于同业。

**更新盈利预测。**假设 2019 年确认地产收入与 2018 年相同，预计 2019-2021 年净利润各 9.57 亿元、10.56 亿元、11.97 亿元，同比增长 5.8%、10.3%、13.3%，其中零售主业净利润各 8.91 亿元、10.31 亿元、11.97 亿元，同比增长 6.3%、15.7%、16.1%。考虑到公司作为 A 股百货龙头，是目前为数不多的、通过内生创新实现业态调整和转型升级的零售企业，具有推进行业整合的能力与机会，可以给予一定估值溢价，**给以 2019 年零售主业利润 16-18 倍 PE，加上地产 2019 年净利润 0.66 亿元，对应合理价值区间为 11.93-13.42 元，维持“优于大市”评级。**

**风险提示。**外延扩张低于预期；新店培育期拉长；地产项目销售低于预期；竞争加剧风险。

表 1 公司 1-3Q2019 分地区收入增长及毛利率变动情况

	收入 (万元)			毛利率 (%)		
	1-3Q2018	1-3Q2019	同比增长 (%)	1-3Q2018	1-3Q2019	增减 (百分点)
华南区	836603	825142	-1.37	27.70	27.38	-0.32
东南区	106417	109695	3.08	23.38	26.08	2.70
华中区	223793	245210	9.57	24.94	26.32	1.38
华东区	86983	83260	-4.28	25.66	28.61	2.95
北京	39755	39373	-0.96	26.81	28.66	1.85
成都	11332	10887	-3.93	25.09	27.16	2.07
零售	1304954	1313567	0.66	26.69	27.19	0.5
房地产	34096	43,268	26.90	30.82	36.26	5.44
其他业务收入	44362	50664	14.20	41	57	16.90
营业总收入/综合毛利率	1383412	1407499	1.75	27.24	28.56	1.32

资料来源：公司 2019 三季报，海通证券研究所

表 2 公司 1-3Q2019 年可比门店收入、毛利、利润总额增速

	收入增长 (%)	毛利额增长 (%)	利润总额增长 (%)
<b>分区域</b>			
华南区	0.47	1.51	-4.87
东南区	-6.12	1.86	23.41
华中区	1.65	8.27	27.65
华东区	-3.04	13.17	109.36
北京	-0.28	10.23	225.38
成都	-3.28	8.28	98.08
<b>分业态</b>			

百货	-5.64	0.62	-5.18
超市	9.20	6.61	13.44
购物中心	-0.17	16.80	59.19
便利店	7.83	9.81	94.73
<b>分经营模式</b>			
自营	10.48	7.70	-
联营	-7.42	-6.79	-
租赁	13.33	20.56	-
合计	-0.21	3.89	4.44

资料来源：公司 2019 三季度报，海通证券研究所

**表 3 公司单季度合并损益表分析 (1Q2018-3Q2019)**

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	1-3Q2018	1-3Q2019
营业总收入 (万元)	522124	430225	431064	530383	517843	449739	439916	1383412	1407499
同比增长 (%)	9.89	1.67	8.97	-5.23	-0.82	4.57	2.05	6.92	1.75
营业总成本 (万元)	487002	410279	410142	504394	480841	428943	425643	1307424	1335427
营业成本 (万元)	386245	312748	307620	385579	374287	318712	312533	1006613	1005532
毛利率 (%)	26.02	27.31	28.64	27.30	27.72	29.13	28.96	27.24	28.56
营业税金及附加 (万元)	5569	1928	2644	5391	4519	2813	2267	10140	9599
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.07	0.45	0.61	1.02	0.87	0.63	0.52	0.73	0.68
销售费用 (万元)	86704	86875	90399	98712	92782	97074	100003	263979	289859
销售费用/营业收入 (%)	16.61	20.19	20.97	18.61	17.92	21.58	22.73	19.08	20.59
管理费用 (万元)	9456	9368	9847	15228	9831	10343	10908	28672	31082
管理费用/营业收入 (%)	1.81	2.18	2.28	2.87	1.90	2.30	2.48	2.07	2.21
财务费用 (万元)	-962	-739	-430	-736	-525	-198	-229	-2131	-952
财务费用/营业收入 (%)	-0.18	-0.17	-0.10	-0.14	-0.10	-0.04	-0.05	-0.15	-0.07
资产减值损失 (万元)	-10	99	62	219	-52	50	0	151	2
其他经营收益 (万元)	2383	2889	2998	2772	2593	3371	3287	8270	9250
营业利润 (万元)	37869	23070	24450	30905	39925	24436	18285	85390	82646
同比增长 (%)	27.38	11.32	59.60	15.69	5.43	5.90	-25.23	29.82	-3.22
营业外收入 (万元)	780	777	848	885	820	1004	1055	2405	2879
营业外支出 (万元)	208	217	483	1796	1016	563	154	909	1732
利润总额 (万元)	38441	23630	24815	29994	39730	24877	19186	86886	83793
同比增长 (%)	30.35	16.77	55.45	9.33	3.35	5.28	-22.68	32.27	-3.56
所得税费用 (万元)	8634	4876	6036	6869	8355	5917	4177	19547	18448
有效所得税率 (%)	22.46	20.64	24.33	22.90	21.03	23.78	21.77	22.50	22.02
净利润 (万元)	29806	18753	18779	23126	31375	18960	15009	67338	65345
同比增长 (%)	33.79	23.40	60.80	2.08	5.26	1.10	-20.07	36.99	-2.96
净利润率 (%)	5.71	4.36	4.36	4.36	6.06	4.22	3.41	4.87	4.64
少数股东损益 (万元)	5	6	7	7	8	7	133	19	148
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	29802	18747	18771	23119	31367	18954	14876	67320	65197
同比增长 (%)	33.73	23.34	60.77	2.03	5.25	1.10	-20.75	36.94	-3.15

资料来源：公司 1Q2018-3Q2019 定期报告，WIND，海通证券研究所

**表 4 公司零售主业及地产预测分拆 (2017-2021E)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>零售主业</b>					
收入 (百万元)	17794	18586	19172	20734	22530
增速 (%)	3.95	4.45	3.16	8.14	8.67
净利润 (百万元)	629	838	891	1031	1197
增速 (%)	24.49	33.21	6.33	15.70	16.07
零售主业 EPS (元)	0.52	0.70	0.74	0.86	1.00
<b>地产</b>					
收入 (百万元)	742	552	550	209	
地产净利润 (百万元)	89	66	66	25	
地产 EPS (元)	0.07	0.06	0.05	0.02	
<b>合计</b>					
营业总收入 (百万元)	18535	19138	19722	20943	22530
增速 (%)	7.31	3.25	3.05	6.19	7.58
归母净利润 (百万元)	718	904	957	1056	1197
增速 (%)	37.03	25.92	5.84	10.34	13.31
合计 EPS (元)	0.60	0.75	0.80	0.88	1.00

资料来源: 公司 2017-2018 年报, 公司 2019 半年报, 海通证券研究所

**表 5 同行业可比公司估值情况 (20191024)**

简称	王府井	欧亚集团	大商股份	合肥百货	翠微股份	银座股份	鄂武商 A	行业平均
PE (倍, 2019)	9.03	10.34	7.79	16.14	17.64	57.09	7.78	17.97
PS (倍, 2019)	0.40	0.16	0.33	0.32	0.66	0.20	0.47	0.36

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	19138	19722	20943	22530
每股收益	0.75	0.80	0.88	1.00	营业成本	13922	14263	15059	16121
每股净资产	5.47	5.87	6.32	6.81	毛利率%	27.3%	27.7%	28.1%	28.4%
每股经营现金流	1.83	0.73	1.26	1.44	营业税金及附加	155	148	147	146
每股股利	0.00	0.40	0.43	0.50	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	3627	3748	4011	4347
P/E	14.56	13.69	12.41	10.95	营业费用率%	19.0%	19.0%	19.2%	19.3%
P/B	2.00	1.86	1.73	1.60	管理费用	439	430	434	442
P/S	0.68	0.66	0.63	0.58	管理费用率%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
EV/EBITDA	6.43	8.50	7.41	6.41	EBIT	995	1133	1292	1474
股息率%	0.0%	3.7%	4.0%	4.6%	财务费用	-29	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.3%	27.7%	28.1%	28.4%	资产减值损失	4	0	0	0
净利润率	4.7%	4.9%	5.0%	5.3%	投资收益	110	80	50	50
净资产收益率	13.8%	13.6%	13.9%	14.6%	<b>营业利润</b>	<b>1163</b>	<b>1213</b>	<b>1342</b>	<b>1524</b>
资产回报率	5.6%	5.6%	5.8%	6.1%	营业外收支	6	30	30	30
投资回报率	31.4%	25.5%	25.6%	25.9%	<b>利润总额</b>	<b>1169</b>	<b>1243</b>	<b>1372</b>	<b>1554</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1430	1133	1292	1474
营业收入增长率	3.3%	3.1%	6.2%	7.6%	所得税	264	286	315	357
EBIT 增长率	22.2%	13.9%	14.0%	14.1%	有效所得税率%	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润增长率	25.9%	5.8%	10.3%	13.3%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>904</b>	<b>957</b>	<b>1056</b>	<b>1197</b>
资产负债率	59.6%	58.6%	58.2%	58.1%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金	3969	3473	3540	3650
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	应收账款及应收票据	65	58	62	66
现金比率	0.4	0.4	0.3	0.3	存货	1050	1307	1356	1460
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	4042	4041	4065	4093
应收账款周转天数	1.1	1.1	1.1	1.1	流动资产合计	9126	8879	9022	9270
存货周转天数	31.7	33.5	32.9	33.1	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	固定资产	4469	5269	6069	6969
固定资产周转率	4.6	4.1	3.7	3.5	在建工程	1	3	6	9
					无形资产	939	939	939	939
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	非流动资产合计	7129	8131	9134	10237
净利润	904	957	1056	1197	<b>资产总计</b>	<b>16255</b>	<b>17010</b>	<b>18156</b>	<b>19507</b>
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	439	0	0	0	应付票据及应付账款	3473	3672	3873	4147
非经营收益	-83	-110	-80	-80	预收账款	4583	4691	4993	5368
营运资金变动	934	30	534	617	其它流动负债	1504	1476	1584	1689
<b>经营活动现金流</b>	<b>2195</b>	<b>877</b>	<b>1510</b>	<b>1733</b>	流动负债合计	9561	9840	10449	11203
资产	-548	-772	-773	-873	长期借款	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	其它长期负债	122	122	122	122
其他	-1350	-120	-150	-150	非流动负债合计	122	122	122	122
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1898</b>	<b>-892</b>	<b>-923</b>	<b>-1023</b>	<b>负债总计</b>	<b>9684</b>	<b>9962</b>	<b>10572</b>	<b>11326</b>
债权募资	0	0	0	0	实收资本	1200	1200	1200	1200
股权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	6568	7044	7580	8177
其他	-369	-480	-520	-600	少数股东权益	4	4	4	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-369</b>	<b>-480</b>	<b>-520</b>	<b>-600</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>16255</b>	<b>17010</b>	<b>18156</b>	<b>19507</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-73</b>	<b>-495</b>	<b>67</b>	<b>110</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 24 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业  
李宏科 批发和零售贸易行业  
高瑜 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 鄂武商 A, 欧亚集团, 莱绅通灵, 中国东方教育, 凯撒旅游, 首旅酒店, 大商股份, 永辉超市, 海底捞, 步步高, 周大生, 美吉姆, 中国国旅, 老凤祥, 王府井, 锦江酒店, 合肥百货, 九美股份, 美团点评-W, 小米集团-W, 家家悦, 爱婴室, 红旗连锁, 苏宁易购, 黄山旅游, 宋城演艺, 中公教育, 天虹股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。