

投资评级 优于大市 维持

3Q23 归母净利扭亏，强化供应链优势

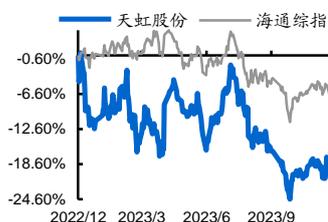
股票数据

12月29日收盘价(元)	5.53
52周股价波动(元)	5.08-7.00
总股本/流通A股(百万股)	1169/1169
总市值/流通市值(百万元)	6464/6464

相关研究

《1H23 收入持平净利增 34%，线上流量和收入双高增》2023.08.27

《2022 年收入降 1%扣非亏损 1.9 亿，优化门店降本增效》2023.03.20

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.8	-0.4	-6.3
相对涨幅 (%)	1.2	5.0	3.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

联系人:毛弘毅

Tel:(021)23183110

Email:mhy13205@haitong.com

投资要点:

公司发布 2023 年三季度报: 2023 年三季度收入 30.20 亿元, 同比增长 0.96%; 归母净利润 993 万元, 同比增长 121.81%, 扣非净利润-1749 万元, 同比减亏 78.78%。摊薄 EPS 0.01 元, 加权平均净资产收益率 0.24%。前三季度经营性现金流净额 21.45 亿元, 同比增长 30.65%。

简评及投资建议:

1、3Q23 销售额近 89 亿元, 同比增长 5.6%; 收入 30.20 亿元, 同比增长 0.96%; 其中可比店销售额 82 亿元, 同比增长 6.23%; 收入 28.24 亿元, 同比增长 1.55%。

(A) 分业态, ①购百: 3Q23 销售额同比增长 10.08%至 63.79 亿元, 营业收入同比增长 10.31%至 10.21 亿元; 可比店销售额/营业收入/利润总额同比增长 9.58%/10.28%/111.08%。**②超市:** 3Q23 销售额同比下降 2.20%至 22.88 亿元, 收入同比下降 2.48%至 19.55 亿元; 可比店营业收入/利润总额同比下降 2.56%/37.41%, 毛利率降低 0.62pct 至 23.23%。

(B) 分地区, 3Q23 华南可比店收入同比增长 1.80%至 18.74 亿元, 利润总额同比增长 29.73%; **华中**可比店收入同比下降 1.20%至 5.83 亿元, 利润总额同比增长 34.25%。此外, **东南、华东、北京**主营业务收入分别同比增长 1.17%、6.19%、11.91%。

2、3Q23 新开 1 家超市, 停止经营 2 家购百, 此外, 公司于 10 月 21 日起停止经营四川省成都天虹高新商场。截止 3Q23 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 34 个城市, 共经营购百业态门店 99 家 (含加盟、管理输出 5 家), 较年初净减少 3 家, 其中华南、华中、东南、华东、北京、成都可比店各有 46、25、8、7、3 家门店; 超市业态门店 117 家 (含独立超市 31 家), 较年初净减少 2 家, 其中华南、华中、东南、华东、北京、成都可比店各有 64、28、6、5、2 家。公司各业态总面积 449 万平方米, 较年初下降 3.68%。

3、3Q23 归母净利润增长 121.81%至 993 万元。 3Q23 营业利润 1106 万元扭亏, 公允价值变动净收益 2714 万元, 信用减值损失 172 万元, 资产处置收益 6487 万元, 其他收益 839 万元。最终 3Q23 归母净利润 993 万元, 同比增长 121.81%。1-3Q23 经调整的 EBITDA 为 7.25 亿元, 同比下降 8.24%, 主因①上年同期出售“天虹微喔”股权确认投资收益 2.5 亿元; ②上年同期为支持商户减免租金 1.23 亿元。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12268	12125	12204	13019	13707
(+/-)YoY(%)	4.0%	-1.2%	0.7%	6.7%	5.3%
净利润 (百万元)	232	120	242	281	320
(+/-)YoY(%)	-8.4%	-48.3%	101.5%	16.2%	13.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.20	0.10	0.21	0.24	0.27
毛利率(%)	39.2%	36.8%	37.3%	38.0%	38.1%
净资产收益率(%)	5.6%	3.0%	5.7%	6.2%	6.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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

4、经营回顾：(1) 线上业务持续稳定发展，持续探索公域平台。①3Q23 线上销售额同比上升 1.6%；超市到家销售额占比 22.3%，其中第三方平台到家销售贡献占比近 20%。②3Q23 在抖音曝光量达 3.51 亿、同比增长 116%，售券实现 GMV 1.1 亿元、同比上升 405%；在美团售券实现 GMV 2.59 亿元。

(2) 深度打磨优质供应链，打造战略核心商品群。①战略核心商品群销售额同比增长 2%。②大单品销售额同比增长 40%；自有品牌销售额同比增长 11%。其中休闲食品类中秋节前 45 天销售额增长超 44%；3R 进一步推进全国供应链一体化，打造烟火气一条街，联合知名餐饮开发中秋自有品牌预制菜等，销售额同比增长 13%；国际直采销售额同比增长 13%。

维持对公司的判断。我们认为，公司各层级激励全覆盖；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，数字化已具备整合输出能力；储备门店丰富，开店提速且创新管理输出模式。通过线上发展和业态升级，公司已融合线上线下、零售与服务，转变成为线上线下一体化的本地化消费服务平台。

更新盈利预测与估值。预计公司 2023-2025 年收入 122 亿元、130 亿元、137 亿元，同比增长 0.7%、6.7%、5.3%；归母净利润 2.42 亿元、2.81 亿元、3.20 亿元，EPS 各 0.21 元、0.24 元、0.27 元，同比增长 101.5%、16.2%、13.7%。

我们考虑到公司作为零售龙头，是为数不多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，**给予 2024 年 0.6-0.7 倍 PS，对应合理市值区间 78-91 亿元，对应合理价值区间为 6.68-7.80 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；竞争加剧风险。

表 1 公司 3Q23 门店按业态划分

	数量		面积	
	期末 (家)	较年初净增加 (家)	期末 (万平方米)	占比 (%)
购百	99	-3	395.34	87.99%
超市	117	-2	53.98	12.01%
合计	216	-5	449.32	100%

资料来源：公司 2023 年三季报，海通证券研究所

表 2 公司 3Q23 按业态划分销售情况

	销售额 (亿元)		营业收入 (亿元)	
	3Q23	同比	3Q23	同比
购百	63.79	10.08%	10.21	10.31%
超市	22.88	-2.20%	19.55	-2.48%
合计	86.67	6.55%	29.75	1.56%

资料来源：公司 2023 年三季报，海通证券研究所

表 3 公司 3Q23 按区域划分可比店情况

	超市			购百		
	数量 (家)	营业收入 (亿元)	收入同比	数量 (家)	营业收入 (亿元)	收入同比
华南区	64	13.37	-2.20%	46	5.37	13.32%
东南区	6	0.78	-0.83%	8	0.75	3.34%
华中区	28	3.65	-6.03%	25	2.18	8.09%
华东区	5	0.40	13.98%	7	1.16	3.74%
北京	2	0.22	3.40%	3	0.36	17.78%

合计
105
18.42
89
9.82

资料来源: 公司 2023 年三季报, 海通证券研究所

表 4 公司单季度合并损益表分析

	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023	1-3Q22	1-3Q23
营业总收入 (万元)	307067	346128	276970	299112	290293	338422	284747	301986	922210	925154
同比增长 (%)	4.15	2.74	-2.01	-0.37	-5.46	-2.23	2.81	0.96	0.27	0.32
营业总成本 (万元)	313692	337195	293966	308282	296035	324489	288797	310920	939443	924207
营业成本 (万元)	183807	218102	178216	190682	179191	213006	173717	191566	586999	578290
毛利率 (%)	40.14	36.99	35.66	36.25	38.27	37.06	38.99	36.56	36.35	37.49
营业税金及附加 (万元)	3686	3116	2114	2260	1455	3280	2120	2840	7490	8240
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.20	0.90	0.76	0.76	0.50	0.97	0.74	0.94	0.81	0.89
销售费用 (万元)	104024	98070	95028	97687	96097	91922	97019	100552	290785	289493
销售费用/营业收入 (%)	33.88	28.33	34.31	32.66	33.10	27.16	34.07	33.30	31.53	31.29
管理费用 (万元)	10515	9078	9288	9193	9117	9104	9265	9760	27559	28129
管理费用/营业收入 (%)	3.42	2.62	3.35	3.07	3.14	2.69	3.25	3.23	2.99	3.04
研发费用 (万元)	2843	2311	2361	1882	2494	2002	2340	2091	6554	6433
研发费用/营业收入 (%)	0.93	0.67	0.85	0.63	0.86	0.59	0.82	0.69	0.71	0.70
财务费用 (万元)	7116.1	6427.8	6789.7	6535.6	5676.8	5143.8	4761.6	4282.8	19,753	14,188
财务费用/营业收入 (%)	2.32	1.86	2.45	2.19	1.96	1.52	1.67	1.42	2.14	1.53
营业利润 (万元)	3707	38352	-9345	-4674	-996	30010	1199	1106	24333	32316
同比增长 (%)	-78.94	141.70	-3974.97	-129.27	-126.85	-21.75	112.83	123.67	-24.14	32.81
营业外收入 (万元)	1171	994	1085	1073	997	1051	929	991	3152	2971
营业外支出 (万元)	4743	1212	3760	914	1418	3225	576	1171	5886	4972
利润总额 (万元)	135	38134	-12020	-4514	-1417	27836	1553	926	21599	30315
同比增长 (%)	-99.27	131.50	-1395.07	-128.79	-1149.00	-27.01	112.92	120.51	-34.71	40.35
所得税费用 (万元)	2646	10197	-117	22	-1872	7041	954	-99	10103	7895
有效所得税率 (%)	1959.08	26.74	0.97	-0.49	132.10	25.29	61.43	-10.72	46.77	26.04
净利润 (万元)	-2511	27937	-11904	-4536	455	20795	599	1025	11497	22420
同比增长 (%)	119.81	104.89	1687.36	139.58	118.11	-25.56	105.03	122.60	-55.52	95.01
净利润率 (%)	-0.82	8.07	-4.30	-1.52	0.16	6.14	0.21	0.34	1.25	2.42
少数股东损益 (万元)	-63	34	-17	17	-92	-22	-54	32	34	-44
归母净利润 (万元)	-2448	27903	-11887	-4553	546	20817	653	993	11463	22464
同比增长 (%)	-119.42	104.62	-1821.76	-140.18	122.32	-25.39	105.50	121.81	-55.33	95.97

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 同行业可比公司估值情况 (20231229)

简称	王府井	合肥百货	行业平均
PE (倍, 2024E)	16.05	14.73	15.39
PS (倍, 2024E)	1.33	0.54	0.94
EV/EBITDA (倍, 2024E)	4.41	4.49	4.45

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	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	12125	12204	13019	13707
每股收益	0.10	0.21	0.24	0.27	营业成本	7662	7646	8077	8487
每股净资产	3.46	3.62	3.86	4.13	毛利率%	36.8%	37.3%	38.0%	38.1%
每股经营现金流	2.06	1.82	2.53	2.17	营业税金及附加	89	95	102	107
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	3869	3904	4076	4253
P/E	53.82	26.71	22.98	20.21	营业费用率%	31.9%	32.0%	31.3%	31.0%
P/B	1.60	1.53	1.43	1.34	管理费用	367	384	400	417
P/S	0.53	0.53	0.50	0.47	管理费用率%	3.0%	3.1%	3.1%	3.0%
EV/EBITDA	8.94	7.98	6.11	4.95	EBIT	71	135	324	402
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	254	205	189	196
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	1.7%	1.5%	1.4%
毛利率	36.8%	37.3%	38.0%	38.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	1.0%	2.0%	2.2%	2.3%	投资收益	250	100	100	100
净资产收益率	3.0%	5.7%	6.2%	6.6%	营业利润	233	283	335	386
资产回报率	0.4%	0.8%	1.0%	1.1%	营业外收支	-32	40	40	40
投资回报率	0.2%	0.6%	1.5%	2.1%	利润总额	202	323	375	426
盈利增长 (%)					EBITDA	2039	1880	2078	2183
营业收入增长率	-1.2%	0.7%	6.7%	5.3%	所得税	82	81	94	107
EBIT 增长率	-75.5%	89.9%	139.5%	24.0%	有效所得税率%	40.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-48.3%	101.5%	16.2%	13.7%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	120	242	281	320
资产负债率	86.7%	85.8%	84.3%	82.9%					
流动比率	0.83	0.85	0.84	0.84	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.73	0.75	0.74	0.74	货币资金	4600	4756	5268	5364
现金比率	0.40	0.39	0.42	0.40	应收账款及应收票据	193	146	179	201
经营效率指标					存货	971	1026	1039	1120
应收账款周转天数	4.45	5.00	4.50	5.00	其它流动资产	3711	4382	4000	4575
存货周转天数	42.67	47.00	46.00	45.78	流动资产合计	9475	10309	10486	11260
总资产周转率	0.39	0.40	0.44	0.48	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.08	2.16	2.32	2.43	固定资产	5712	5608	5625	5664
					在建工程	0	0	5	10
					无形资产	831	791	771	751
					非流动资产合计	20969	19525	18226	16951
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	30444	29834	28712	28211
净利润	120	242	281	320	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	2357	2740	2869	3260
非现金支出	1991	1744	1753	1781	预收账款	270	244	273	315
非经营收益	189	-12	90	56	其它流动负债	8770	9120	9359	9904
营运资金变动	105	150	832	380	流动负债合计	11398	12104	12501	13480
经营活动现金流	2404	2124	2957	2537	长期借款	0	0	0	0
资产	-523	-138	-415	-465	其它长期负债	14996	13496	11696	9896
投资	283	-130	-100	-80	非流动负债合计	14996	13496	11696	9896
其他	116	238	200	180	负债总计	26394	25600	24198	23377
投资活动现金流	-124	-30	-315	-365	实收资本	1169	1169	1169	1169
债权募资	0	-1500	-1800	-1800	归属于母公司所有者权益	4043	4226	4508	4827
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	7	7	7	7
其他	-1975	-438	-330	-276	负债和所有者权益合计	30444	29834	28712	28211
融资活动现金流	-1975	-1938	-2130	-2076					
现金净流量	305	156	512	96					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 29 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

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

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: 小商品城, 北京人力, 爱美客, 特海国际, 名创优品, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 巨子生物, 永辉超市, 百联股份, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 潮宏基, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 奈雪的茶, 雍禾医疗, 老凤祥, 王府井, 丸美股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。