

公司研究

线下渠道持续扩展，门店不断调改升级

——新华百货（600785.SH）2021 年年报及 2022 年一季报点评

要点

公司 1Q2022 营收同比增长 2.81%，归母净利润同比减少 15.49%

3月29日，公司公布2021年年报：2021年实现营业收入57.05亿元，同比增长0.20%，实现归母净利润0.51亿元，折合成全面摊薄EPS为0.23元，同比增长18.87%，实现扣非归母净利润0.05亿元，同比增长143.98%。

4月21日，公司公布2022年一季报：1Q2022实现营业收入17.22亿元，同比增长2.81%，实现归母净利润0.43亿元，折合成全面摊薄EPS为0.19元，同比减少15.49%，实现扣非归母净利润0.37亿元，同比减少22.86%。

公司 1Q2022 综合毛利率下降 1.12 个百分点，期间费用率下降 0.38 个百分点

2021年公司综合毛利率为27.10%，同比上升2.12个百分点。1Q2022公司综合毛利率为28.93%，同比下降1.12个百分点。公司1Q2022毛利率下降主要是由于公司在2022年一季度开展了较多的促销活动。

2021年公司期间费用率为25.89%，同比上升1.98个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为18.30%/3.76%/3.83%，同比分别变化-0.38/-0.06/+2.42个百分点。1Q2022公司期间费用率为25.36%，同比下降0.38个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为19.04%/3.31%/3.01%，同比分别变化-0.24/+0.27/-0.41个百分点。

线下渠道持续扩展，门店不断调改升级

截至2022年3月31日，公司各业态门店共321家，其中：百货及购物中心11家，超市213家，电器97家。在门店升级调改方面，2021年公司总店引进娇兰、奥德臣、万国、乐飞叶等品牌，同时对雅诗兰黛、迪奥、宝姿、珂莱蒂尔、薇蕙蔻等品牌进行全新形象提升。在会员体系建设方面，截至2021年末，公司线下及线上各类会员合计约367.8万人。

上调盈利预测，维持“增持”评级

公司2021年年报业绩超预期，说明公司门店调改效果超我们预期。而公司2022年一季度业绩低于预期，主要是由于公司开展促销活动，影响了公司短期业绩表现，但从长期维度看，促销活动及高端品牌的引入有利于提升用户粘性，从而增厚公司利润。我们上调对公司2022/2023年EPS的预测36%/27%至0.21/0.22元，新增对公司2024年EPS的预测0.23元。公司线下渠道不断拓展，在宁夏地区具有一定竞争优势，维持“增持”评级。

风险提示：区域竞争优势受冲击，经济后周期影响消费需求。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,694	5,705	5,796	5,887	5,970
营业收入增长率	-25.74%	0.20%	1.59%	1.57%	1.42%
净利润（百万元）	43	51	47	49	52
净利润增长率	-76.23%	18.87%	-9.10%	5.47%	4.82%
EPS（元）	0.19	0.23	0.21	0.22	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.83%	2.64%	2.34%	2.41%	2.46%
P/E	62	52	57	54	52
P/B	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-21

增持（维持）

当前价：11.88元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.26
总市值(亿元):	26.80
一年最低/最高(元):	9.77/15.25
近3月换手率:	41.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.99	7.78	12.39
绝对	12.82	-8.62	-9.24

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，超市业态明显承压——新华百货（600785.SH）2021年三季报点评（2021-10-24）

业绩低于预期，线上线下一体化建设推进顺利——新华百货（600785.SH）2021年半年报点评（2021-08-19）

业绩超预期，百货业态营收同比大幅提升——新华百货（600785.SH）2021年一季报点评（2021-04-22）

表 1: 1Q2022 公司分业态情况

分业态	营业收入 (万元)	营业收入同比增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (pct)
百货商场	26,988.41	4.65	57.01	减少 4.09 个百分点
连锁超市	114,562.21	2.09	25.41	增加 0.69 个百分点
电器连锁	29,488.24	4.37	16.93	减少 6.24 个百分点

资料来源: 公司公告

表 2: 1Q2022 公司分地区情况

分地区	营业收入 (万元)	营业收入同比增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (pct)
宁夏区内	149,734.52	0.72	29.51	减少 1.88 个百分点
宁夏区外	22,444.09	19.27	25.09	增加 5.64 个百分点

资料来源: 公司公告

表 3: 公司 1Q2022 归母净利润同比减少 15.49%

	归母净利润 (万元)	归母净利润增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2019	1154.92	NA	0.05	174.76	-89.13	0.01	980.16
1Q2020	5506.62	-51.23	0.24	4636.13	-57.79	0.21	870.49
2Q2020	-400.12	NA	-0.02	-1120.87	NA	-0.05	720.74
3Q2020	-1707.09	NA	-0.08	-2286.22	NA	-0.10	579.13
4Q2020	929.22	-19.54	0.04	-1010.76	NA	-0.04	1939.97
1Q2021	5052.12	-8.25	0.22	4765.43	2.79	0.21	286.68
2Q2021	-1272.40	NA	-0.06	-1776.12	NA	-0.08	503.72
3Q2021	-1270.47	NA	-0.06	-2011.65	NA	-0.09	741.18
4Q2021	2636.32	183.71	0.12	-445.09	NA	-0.02	3081.41
1Q2022	4269.42	-15.49	0.19	3675.96	-22.86	0.16	593.45
TTM	4362.87	12.62	0.19	-556.90	NA	-0.02	4919.77

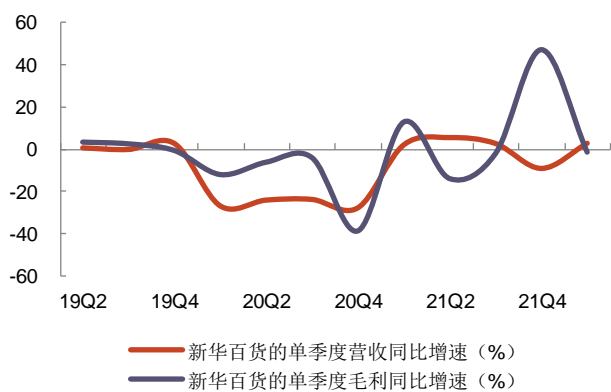
资料来源: wind; 数据已做追溯调整

表 4: 公司 1Q2022 净利率较上年同期下降 0.54 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
4Q2019	196508.86	2.67	20.83	-0.62	19.53	0.59	2.00
1Q2020	164129.07	-26.84	27.08	4.64	23.43	3.36	-1.68
2Q2020	129348.53	-24.07	27.80	5.39	27.67	-0.31	-3.42
3Q2020	133901.56	-23.76	27.37	5.70	28.55	-1.27	-1.54
4Q2020	142034.56	-27.72	17.75	-3.08	16.68	0.65	0.07
1Q2021	167479.71	2.04	30.05	2.97	25.73	3.02	-0.34
2Q2021	136427.92	5.47	22.77	-5.03	23.27	-0.93	-0.62
3Q2021	137506.67	2.69	26.19	-1.18	27.23	-0.92	0.35
4Q2021	129109.92	-9.10	28.81	11.06	27.44	2.04	1.39
1Q2022	172178.61	2.81	28.93	-1.12	25.36	2.48	-0.54
TTM	575223.11	0.43	26.79	0.92	25.78	0.76	0.08

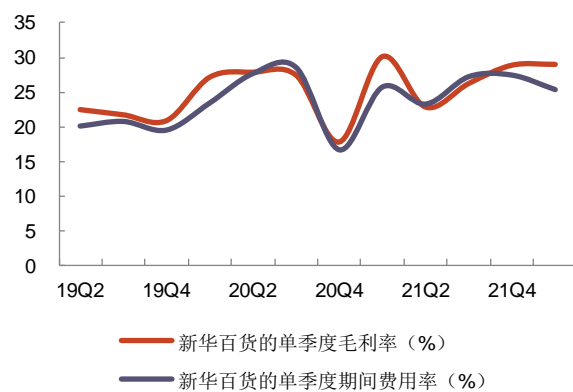
资料来源: wind; 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q2-2022Q1)



资料来源: wind, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q2-2022Q1)



资料来源: wind, 数据已做追溯调整

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,694	5,705	5,796	5,887	5,970
营业成本	4,272	4,159	4,303	4,374	4,433
折旧和摊销	139	137	190	198	207
税金及附加	57	60	61	62	62
销售费用	1,064	1,044	1,101	1,130	1,148
管理费用	217	215	220	224	227
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	81	219	34	37	37
投资收益	3	2	2	2	2
营业利润	23	68	62	67	71
利润总额	44	58	38	43	47
所得税	24	35	19	21	24
净利润	19	23	19	21	24
少数股东损益	-24	-28	-28	-28	-28
归属母公司净利润	43	51	47	49	52
EPS(元)	0.19	0.23	0.21	0.22	0.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	413	759	526	529	540
净利润	43	51	47	49	52
折旧摊销	139	137	190	198	207
净营运资金增加	-348	60	-25	-24	-15
其他	578	510	314	306	296
投资活动产生现金流	-347	-239	-277	-324	-219
净资本支出	-347	-301	-200	-200	-200
长期投资变化	40	67	0	0	0
其他资产变化	-40	-4	-77	-124	-19
融资活动现金流	-45	-911	-82	-196	-313
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	94	-136	143	141	-76
无息负债变化	96	2,545	40	-45	22
净现金流	21	-392	166	9	8

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	25.0%	27.1%	25.8%	25.7%	25.7%
EBITDA 率	7.8%	8.2%	5.3%	5.1%	5.2%
EBIT 率	1.9%	4.2%	2.0%	1.8%	1.8%
税前净利润率	0.8%	1.0%	0.6%	0.7%	0.8%
归母净利润率	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
ROA	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
ROE (摊薄)	1.8%	2.6%	2.3%	2.4%	2.5%
经营性 ROIC	1.6%	3.3%	2.0%	1.7%	1.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	64%	78%	79%	79%	78%
流动比率	0.60	0.48	0.51	0.49	0.50
速动比率	0.42	0.27	0.30	0.29	0.29
归母权益/有息债务	1.74	1.60	1.46	1.36	1.47
有形资产/有息债务	3.38	5.52	5.10	4.71	4.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	6,228	8,185	8,386	8,503	8,472
货币资金	847	413	580	589	597
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	135	126	132	134	136
应收票据	40	20	23	24	24
其他应收款 (合计)	63	71	79	79	81
存货	683	785	818	831	842
其他流动资产	170	54	55	56	57
流动资产合计	2,259	1,754	1,987	2,018	2,024
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	40	67	67	67	67
固定资产	2,012	1,922	1,878	1,837	1,795
在建工程	91	232	279	314	341
无形资产	646	637	625	612	600
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	-	1,412	1,412	1,412	1,412
非流动资产合计	3,968	6,431	6,399	6,485	6,448
总负债	4,004	6,412	6,595	6,690	6,636
短期借款	1,072	949	1,087	1,227	1,151
应付账款	1,048	990	1,011	1,050	1,064
应付票据	459	495	516	525	532
预收账款	30	35	36	36	37
其他流动负债	56	68	68	68	68
流动负债合计	3,780	3,652	3,896	4,092	4,037
长期借款	168	29	29	29	29
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	1,420	1,429	1,429	1,429
非流动负债合计	224	2,760	2,698	2,598	2,598
股东权益	2,224	1,772	1,791	1,813	1,836
股本	226	226	226	226	226
公积金	517	501	501	501	501
未分配利润	1,626	1,225	1,272	1,321	1,373
归属母公司权益	2,369	1,952	1,999	2,048	2,100
少数股东权益	-145	-179	-207	-235	-263

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	18.68%	18.30%	19.00%	19.19%	19.24%
管理费用率	3.82%	3.76%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用率	1.42%	3.83%	0.59%	0.63%	0.62%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	55%	60%	50%	50%	50%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.83	3.36	2.33	2.35	2.39
每股净资产	10.50	8.65	8.86	9.08	9.31
每股销售收入	25.24	25.29	25.69	26.09	26.46

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	62	52	57	54	52
PB	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	13.5	9.5	11.4	11.8	11.0
股息率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE