

家家悦 (603708.SH)

胶东生鲜超市龙头，上市助力省内扩张

● 胶东生鲜超市龙头，管理层激励充分

公司起步威海，立足胶东，在超市行业深耕 30 余年，多业态并举，目前拥有 620 家门店，在胶东地区网点尤为密集。公司在山东消费者中口碑良好，是区域民营超市龙头企业。近年来公司收入利润增长稳健，本次上市之后门店扩张再次加码。创始人王培恒和其他管理层分别间接持股 29.6%、15.4%，管理层激励充分。

● 高 ROE 的区域领跑者：以生鲜品类为壁垒，供应链能力优

公司经营实力出色，25% 的 ROE(预付卡占比收入超过 10% 使得公司可以获得较高的经营杠杆)、2.4% 的净利率水平领跑超市行业。公司以生鲜为核心竞争壁垒，生鲜收入占比超 40%，生鲜直采比例达 80%，在杂货采购上直采比例达 90%。此外建立中央厨房、自有初加工、深加工厂，反向渗透上游生产制造企业，自有品牌收入占比近 9%。配送 8 大仓库实现杂货省内 2.5 送达，生鲜按需一日两配，各项经营指标出色。

● 上市助力开店加速，胶东以外区域具备扩张空间

山东省人口密度较高，近几年城镇化率提升+消费升级推动农村居民消费潜力释放，为公司进行渠道下沉、省内扩张提供了良好的大环境。预计 2017 年新开门店接近 70 家，收入/门店/净利润增长在 10% 左右。

● 盈利预测及投资建议

公司未来几年享受山东省消费增长红利，上市之后开店速度有望加快。在山东零售企业的竞争中，公司通过渠道下沉和布局中小型综合超市形成有效的差异化。同时公司以密集网点、优质生鲜为核心竞争力，背靠强大的供应链网络，深厚的行业经验，具备了外延+内生的成长实力。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.71 元、0.84 元、0.97 元，对应 16 年 38XPE，对应 17 年 32XPE，(参考同类公司永辉超市估值) 首次覆盖给予买入评级。

● 风险提示：电商冲击、跨区扩张效果不佳、外来竞争者争夺市场份额

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,835.17	10,485.58	10,883.69	12,222.49	13,644.50
增长率(%)	9.28%	6.61%	3.80%	12.30%	11.63%
EBITDA(百万元)	547.37	557.48	510.31	594.45	680.21
净利润(百万元)	227.80	247.26	256.32	303.04	349.52
增长率(%)	4.00%	8.54%	3.67%	18.23%	15.34%
EPS(元/股)	0.844	0.916	0.712	0.842	0.971
市盈率(P/E)	-	-	38.23	32.33	28.03
市净率(P/B)	-	-	7.64	6.24	5.15
EV/EBITDA	-2.56	-2.62	16.18	13.06	10.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

27.22 元

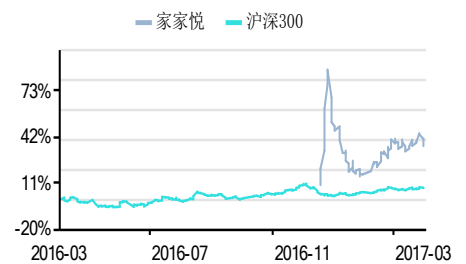
报告日期

2017-03-30

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	360/90
流通 A 股市值(百万元)	9,799
每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	77.73
一年内最高/最低(元)	0.00/0.00

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：倪华 S0260516080004



021-60750625



nihua@gf.com.cn

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、家家悦：胶东地区生鲜超市龙头	5
1.1 多业态并举、网点密集、生鲜出色.....	5
1.2 发展历程和股权结构.....	7
二、竞争分析：生鲜强、网点密、业态精、供应链优.....	7
2.1 网点密集、生鲜制胜，成就区域龙头地位.....	7
2.2 根基深，受众广，会员体系壮大	9
2.3 供应链优：物流仓储效率高，规模直采见优势.....	10
2.4 深度整合上游，中央厨房&自有品牌实力强	13
三、财务分析和同业经营对比	14
3.1 收入稳健增长，毛利率稳定.....	14
3.2 成本控制能力强，实现逆势成长，资本支出处理谨慎.....	16
3.3 ROE 业内领先，财务指标和经营数据同业对比分析.....	17
四、盈利预测投资建议	19
4.1 上市融资后具备加速开店条件	19
4.2 核心假设及投资建议.....	22

图表索引

图 1: 营业收入及同比增速	5
图 2: 净利润及同比增速	5
图 3: 2016 年 9 月分地区门店数	5
图 4: 2016 年 9 月分业态门店数	5
图 5: 2016 年 9 月分地区收入占比	6
图 6: 2016 年 9 月分业态收入占比	6
图 7: 本次发行后公司股本结构	7
图 8: 公司门店网络示意图	8
图 9: 2016 年前三季度分品类收入占比	9
图 10: 主要 A 股超市生鲜收入占比	9
图 11: 永辉超市生鲜占比约为 45%	9
图 12: 公司生鲜库存周转率约为 20	9
图 13: 会员总收入 (万元)	10
图 14: 会员收入在营收总额中占比	10
图 15: 会员人数规模 (万元)	10
图 16: 单会员收入 (元)	10
图 17: 单用途预付卡规模 (万元)	10
图 18: 杂货物流配送中心	11
图 19: 生鲜物流配送中心	11
图 20: 自有品牌收入贡献率	13
图 21: 营业收入占比 (按经营模式)	14
图 22: 营业收入占比 (按品类)	14
图 23: 营业收入占比 (按地区)	15
图 24: 营业收入占比 (按业态)	15
图 25: 毛利率变化 (分业务)	15
图 26: 毛利率变化 (分模式)	15
图 27: 毛利率变化 (分品类)	15
图 28: 毛利率变化 (分业态)	15
图 29: 综合费用率变动	16
图 30: 费用率拆分	16
图 31: 长期待摊销费用/综合费用	17
图 32: 长期待摊销费用和净利润对比 (单位: 万元)	17
图 33: 山东省其他市区具有丰富扩张空间	19
图 34: 期末网点数量 (分地区)	20
图 35: 期末网点数量 (分业态)	20
表 1: 公司多个业态网点数量和定义	6
表 2: 可比公司经营规模、营业收入和网点数量对比	6
表 3: 可比公司业态对比	8

表 4: 公司 8 大仓库详情	11
表 5: 公司杂货和生鲜仓储配送特色	12
表 6: 公司供应链系统技术	12
表 7: 公司生鲜和杂货采购情况	12
表 8: 公司中央厨房和加工工厂情况介绍	13
表 9: 主流零售公司综合毛利率和销售净利率对比	16
表 10: 公司经营相关费用率	16
表 11: 主流零售公司销售和管理费用率对比	17
表 12: 主流零售公司 ROE 详细拆解对比	18
表 13: 主流零售公司业态经营数据对比	18
表 14: 员工年度薪酬对比 (单位: 元/人)	19
表 15: 公司历年开店速度	20
表 16: 单店收入和坪效 (分业态和店龄)	21
表 17: 单店收入增速 (分业态和店龄)	21

一、家家悦：胶东地区生鲜超市龙头

家家悦起家于山东威海，公司1981年成立，前身为威海副食品公司，1995在威海开设第一家超市，深耕行业三十多年，截止2016年9月在全省建立620家门店网络，超市门店数量居山东省第一名，在胶东地区网点尤为密集，确立了区域生鲜超市的龙头地位。

收入利润稳增长：公司2015年实现营业收入104.9亿元，净利润2.47亿元，2013年以来毛利率稳定21% - 22%区间，销售净利润稳定在2.4%上下，ROE维持在20%附近（预付卡收入占比超过10亿，使得公司可以获得较高的经营杠杆），经营能力、供应链管控能力业内领先。

图1：营业收入及同比增速

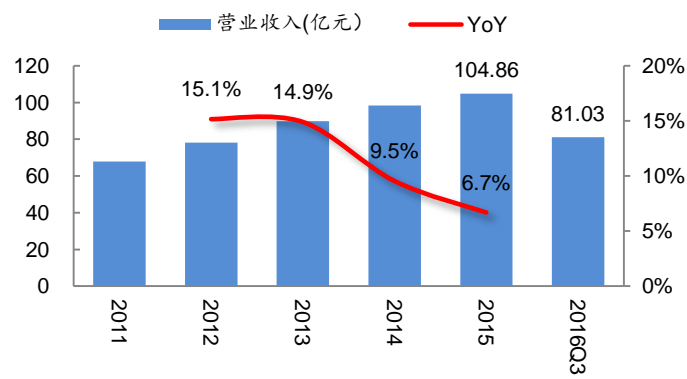
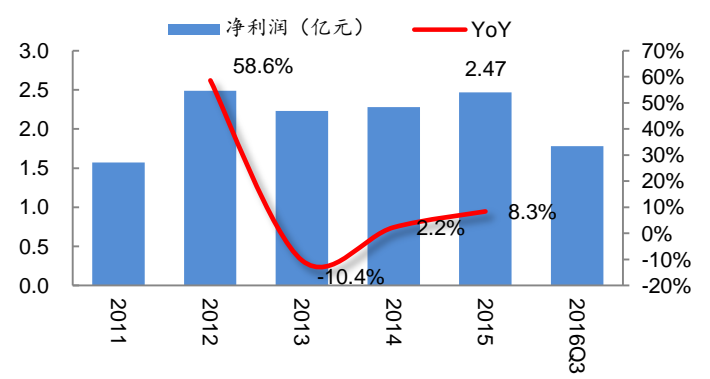


图2：净利润及同比增速



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

1.1 多业态并举、网点密集、生鲜出色

公司作为山东最优秀的零售企业之一，实施多业态并举的经营策略，目前620家门店网络中包含包括79家大卖场、274家社区商超、226家农村商超、5家便利店、11家百货、25家专业店，平均单店面积为2440平方米，以综合超市为主力业态（包含农村、社区商超），提供生鲜、日用品等便利性商品，平均面积在3000平米以下。

从区域布局来看，公司以“山东广度、胶东深度”为发展战略，现有门店在胶东地区（威海、烟台、青岛）分布最为密集，胶东三地在门店数量共542家，在总网点数中占比高达87.4%，此次登陆A股市场后，在将继续巩固胶东大本营门店网络体系，同时向潍坊、济南、莱芜、临沂、枣庄等鲁西地区延伸。

图3：2016年9月分地区门店数

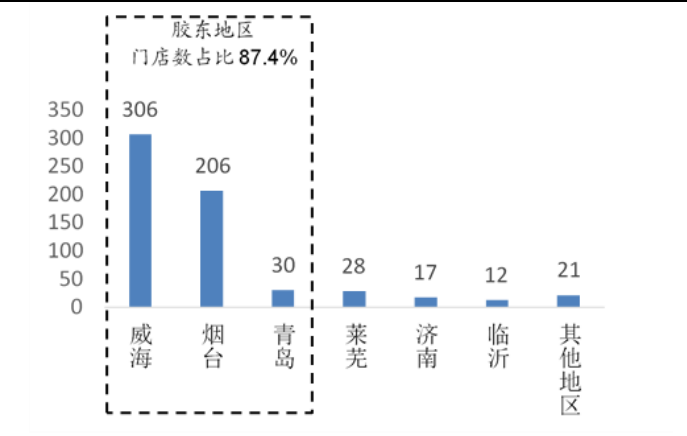
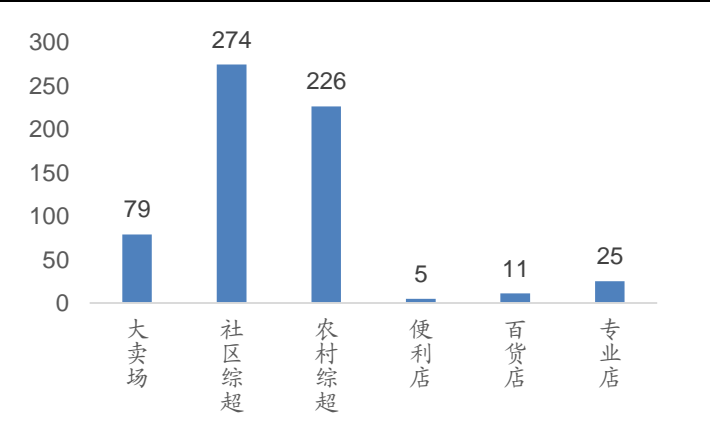


图4：2016年9月分业态门店数



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表1：公司多个业态网点数量和定义

业态	数量	特点
大卖场	79	衣、食、日用品齐全的大型超市,面积一般在 3,000 平方米以上
综合超市	500	以经营食品(生鲜、包装食品)和日日用品为主的综超,面积一般在 3,000 平方米以下
其中:社区综合超市	274	开设在城市的综合超市,主要面向社区居民
农村综合超市	226	开设在村镇的综合超市,主要面向村镇居民
便利店	5	居民区附近经营即时性商品、满足便利性需求为主的小型超市,面积一般在 200 平方米以下
百货	11	采取柜台销售和开架面售百货商品的综合性商场
专业店	25	专门销售电器、母婴用品或□供快速餐饮服务的专业性商店
合计	620	-

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

从收入构成来看，公司2015年商业收入全部在山东境内，其中胶东地区占比89%，其他地区为10.9%。山东是中国人口第二大、GDP第三大省，而目前胶东地区社零总额占山东全省的27.8%。公司上市后加速省内扩张步伐，鲁西展店提速，预计2017全年新增网络数量约为70家，超过往年开店数量，未来发展潜力较大。

分业态拆分收入来源，公司收入主要集中于大中型超市业态，在2016年前三季度营业收入中大卖场、社区综超、农村综超分别占比41.9%、33.3%、21.1%，便利店、专业店、百货处在发展初期，收入占比较小。

图5：2016年9月分地区收入占比

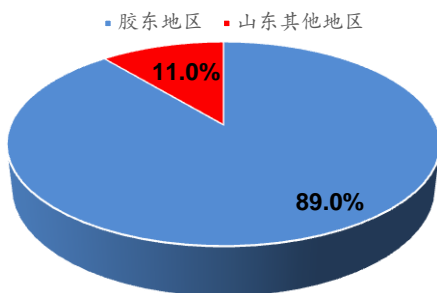
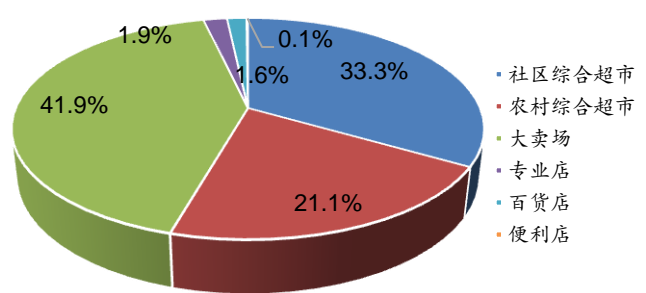


图6：2016年9月分业态收入占比



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

概览山东商超企业竞争版图，外资超市逐渐退出市场，本土企业群雄割据，区域垄断的特征较为明显。山东居民消费习惯较为传统，进入市场较早的外资超市如沃尔玛、欧尚、家乐福近几年经营情况不及本土集团，本土超市凭借更草根的市场定位、更具优势的供应链掌控能力超越外资巨头。从2014年开始，外资企业纷纷撤出山东，而以利群、银座为代表的本土集团蓬勃发展，地区龙头深受消费者青睐，区域垄断的特征较为明显。

对比本土主流的零售集团，目前公司收入规模在山东省内居于第四名，仅次于银座集团（全省均有分布）、振华集团（集中在烟台）、利群集团（集中于青岛）。其中公司超市便利店网点数量为全省最多，主力的综合超市业态和竞争对手形成较强的差异性对比，在胶东地区占据龙头地位。

表2：可比公司经营规模、营业收入和网点数量对比

企业名称	所在地	2015年营收 (亿元)	业态和网点
------	-----	-----------------	-------

银座集团	济南&全省	350	超市 200 多家，大型商场 165 家
振华集团	烟台	244	超市 91 家，百货 34 家
利群集团	青岛	242	商厦 50 家，药店 60 多家，星级酒店 13 家
家家悦集团	威海	230	超市便利店 584 家，百货 11 家，专业店 25 家
淄博商厦	淄博	169	形成零售、汽车销售服务、旅游、探矿四大板块

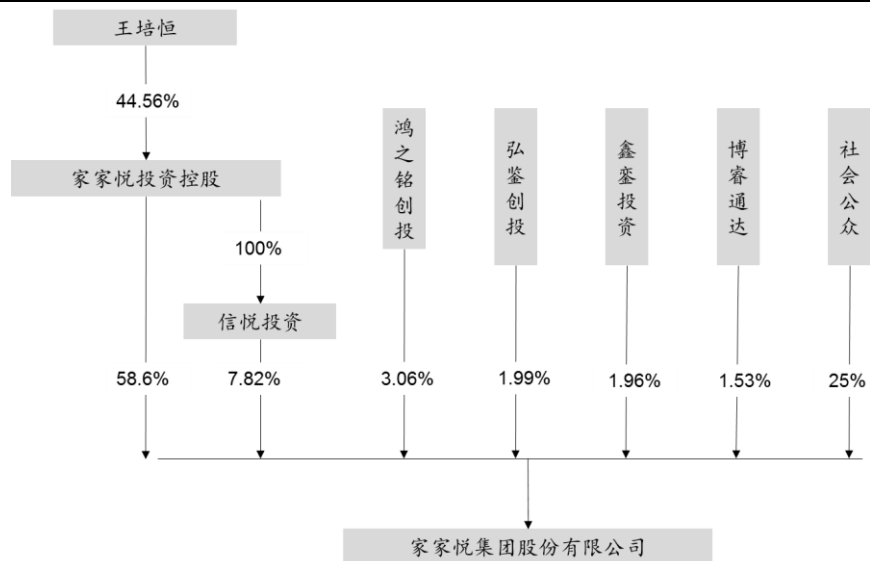
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

1.2 发展历程和股权结构

公司前身为前身威海市副食品公司，发展历程追溯至1974年，从1995年起进转型从事超市连锁业务，开设威海市第一家超市“海糖酒站超级市场”；2001年国有股全部退出；2004年发力本土供应链建设，与欧洲最大自愿连锁机构SPAR签约，成为SPAR在中国的第一家成员企业，2014年整体变更为股份公司。2016年11月公司公开发行股份9000万股，发行后总股本3.6亿股。

公司创始人王培桓持有家家悦投资控股44.56%的股权，并担任公司董事长和总经理，为公司实际控制人。发行后前三大股东分别为山东家家悦投资控股（持股58.64%）、威海信悦投资（持股7.82%）、上海鸿之铭创投（持股3.06%）。

图7：本次发行后公司股本结构



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

二、竞争分析：生鲜强、网点密、业态精、供应链优

2.1 网点密集、生鲜制胜，成就区域龙头地位

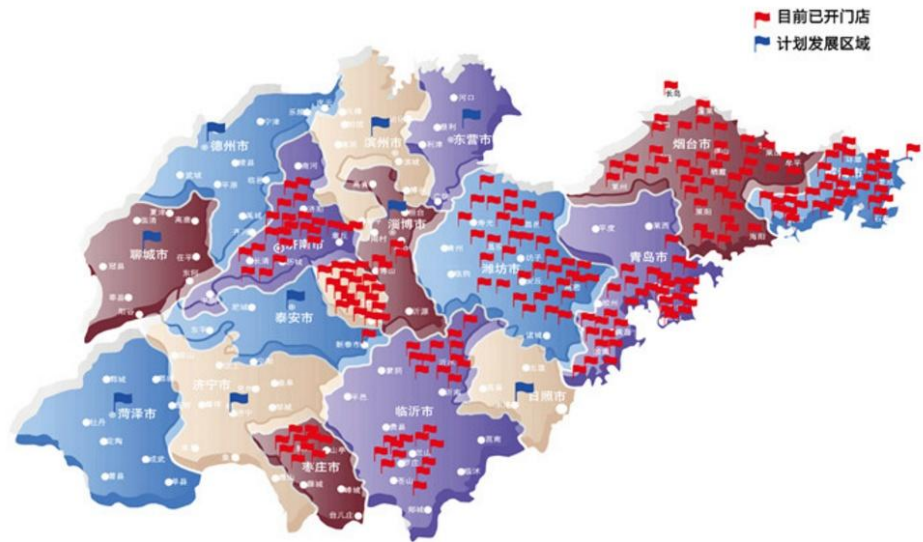
家家悦是国内A股标的中少有的、运营实力优秀的生鲜超市，25%的高ROE水平、接近2.5%的净利率水平均远超过行业平均水平。公司出色的经营表现来自于网点密集、生鲜致胜的经营策略。

1) 网点超密集，便利性强，业态在省内具备稀缺性

公司在胶东地区的网点分布高度集中，坚持打“区位密集、城乡一体”的战略，

目前620家网络围绕着大区仓库排布，形成了区域一体化的物流配送体系，形成了东西结合、布局合理、中央物流和区域物流相互配合，智能联动的配送体系，具备省内2.5小时配送的强大供应链实力，密集的网点帮助公司形成了强大的市场影响力。

图8: 公司门店网络示意图



资料来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司专注于经营3000平方米以下的综合超市业态，辅以80家大卖场，业态和A股其他生鲜和超市公司相比更加小型化、便利化、密集化。综合超市兼具熟食、生鲜两大重要引流品类，网点密集，便利性强，和山东省其他大型零售集团的主力业态有明显的差异化，高度符合山东人口的消费习惯，是具有稀缺性的优秀业态。

表3: 可比公司业态对比

可比公司	各业态的定位
永辉超市	大卖场经营面积在 10,000 平方米以上,卖场经营面积在 5,000-10,000 平方米以上,社区超市在 5,000 平方米以下;精品超市在 2,000-3,000 平方米
步步高	综合超市经营面积在 4,000-6,000 平方米;社区超市经营面积在 2,000-3,000 平方米;百货店经营面积 15,000 平方米(县级市)/18,000 平方米(地级市)以上
三江购物	综合超市 1,000-3,000 平方米,小型超市(邻里店)400 平方米以下
家家悦	大卖场经营面积在 3,000 平方米以上,综合超市经营面积一般在 3,000 平方米以下,便利店在 200 平方米以下

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

2) 生鲜制胜，以本土供应链和品类优势战胜外资大卖场

公司长期致力于强化生鲜口碑，董事长王培恒鲜生1999年赴日考察学习生鲜超市的经营管理，在多年经营中不断强化生鲜全产业链管理经验，成为公司的竞争壁垒。**2016前三季度，公司营业收入中生鲜占比高达42%，超过A股其他代表超市公司的平均水平，和永辉超市生鲜收入占比接近，和山东省其他超市的生鲜品类的优势更加明显。**公司生鲜库存周转次数在20左右，永辉为34次左右，是生鲜超市中效率领先的公司。

我们认为在电商分流、消费升级的大环境下，未来几年超市行业的变革将是围绕着生鲜品类、供应链（自有品牌/源头直采）、全渠道三个环节展开，其中生鲜食

品的经营能力成为重要竞争壁垒。生鲜是最难被纯电商冲击（或者说是线上线下结合最紧密）的品类。

分析公司的生鲜经营之道：一方面具备源头直采的实力，在上游深度参与了200多家采购合作社，100多家协议基地，80%通过源头直采，在上游供应链积累了优势，通过“规模采购+源头直采”的模式强化了品控和议价能力；另一方面配套建立了全程监控、高频配送的冷链物流体系，实现高品质、低损耗率，在15%左右的毛利率水平下实现稳定的盈利，生鲜收入占比、毛利率、周转率均在业内处于第一梯队。

图9：2016年前三季度分品类收入占比

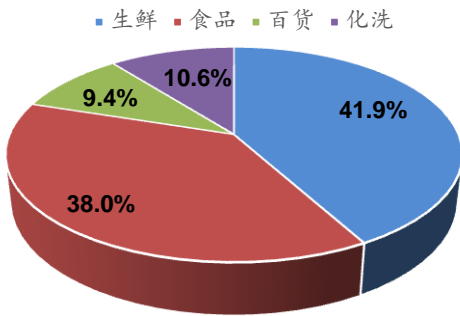


图10：主要A股超市生鲜收入占比

可比公司	2013年	2014年	2015年
新华都	25.5%	25.5%	22.6%
人人乐	16.6%	18.8%	17.7%
永辉超市	44.1%	46.4%	43.9%
三江购物	29.7%	32.4%	19.8%
均值	29.0%	30.8%	26.0%
家家悦	42.9%	42.1%	42.6%

数据来源：公司招股书，WIND，广发证券发展研究中心

图11：永辉超市生鲜占比约为45%

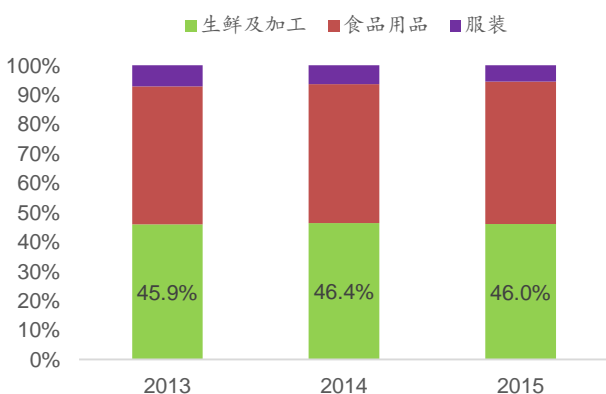
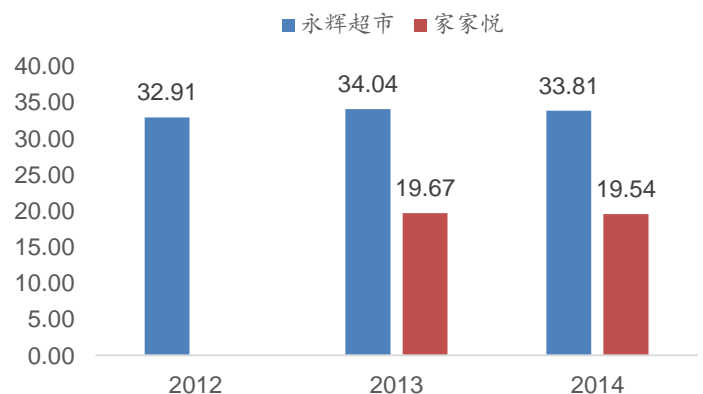


图12：公司生鲜库存周转率约为20



数据来源：公司招股书，WIND，广发证券发展研究中心

2.2 根基深，受众广，会员体系壮大

公司借助区位优势积累了庞大会员体系，截止2016年9月会员总人数达到406万人，会员收入在营业总收入中的占比提升至74.3%，单个会员年销售额稳定在1900元左右的较高水平。

公司对会员管理采取非收费制度，主要策略在于围绕会员展开积分返利、抽奖、答谢等一系列促销策略，激活流失客户，强化客户粘性。公司围绕会员建立了大数据分析系统，用于分析用户需求和定制营销策略，在620家连锁门店中同步实施会员制度，强化会员体系在门店网络下的共振效果。从预付卡的发展数据来看，会员体系发展良好，截止2016M9，单用途预付卡总额增长至13.6亿元，较2015年末增长14.7%。

图13: 会员总收入 (万元)

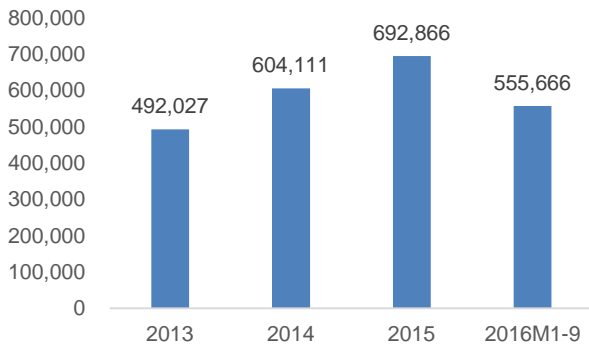
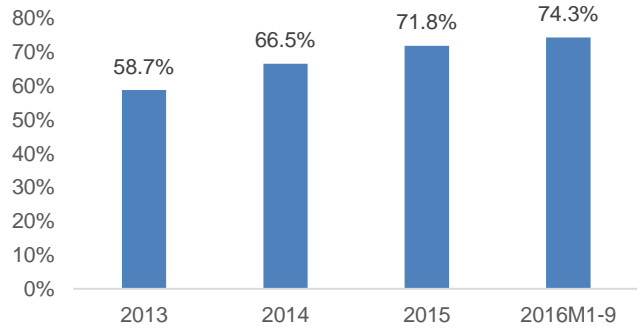


图14: 会员收入在营收总额中占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图15: 会员人数规模 (万人)

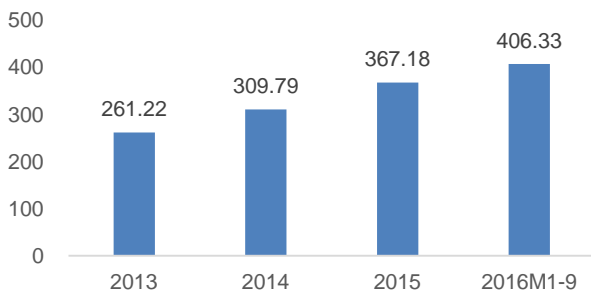
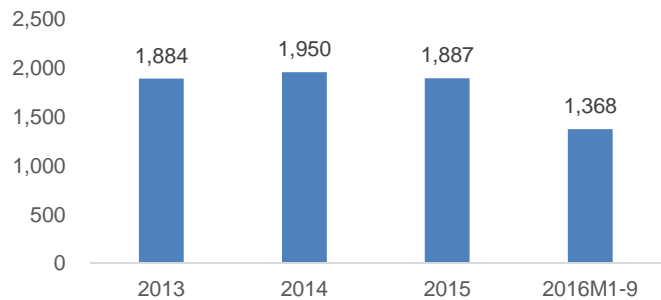
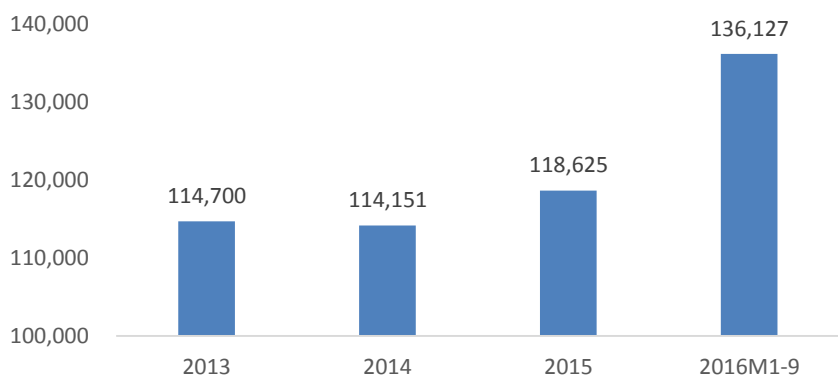


图16: 单会员收入 (元)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图17: 单用途预付卡规模 (万元)



资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

2.3 供应链优: 物流仓储效率高, 规模直采见优势

1) 仓储物流辐射网点、一体化配送效率高

公司坚持发展连锁、物流先行的战略，自建了区域一体化的高效配送网络，物流仓储系统发达，目前拥有3个杂货物流中心(莱芜辐射鲁西，烟台、威海辐射胶东)，5个生鲜物流中心(威海、烟台、高密、莱芜、宋村)，以品类为区分独立运作，为省内快速扩张奠定了基础条件。

杂货仓包括中心、区域两级，单个配送中心辐射店铺数量超100家。而生鲜仓辐射半径相对较短，鲁西生鲜配送能力有待加强。其中威海生鲜物流中心内兼有中央厨房功能,宋村生鲜加工物流中心内兼有农产品初加工功能。

图18: 杂货物流配送中心

图19: 生鲜物流配送中心



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

目前3大杂货仓峰值/平均日吞吐能力分别为38/21万件, 5大生鲜仓库峰值/平均日吞吐量为4400万/1370万吨。从这个角度来看公司物流资产的产能足够支撑其继续快速扩张。仓库建筑面积合计17万平方米, 在省内具备2.5小时送达的能力。但鲁西生鲜地区业务量较小, 辐射地区优先, 预计本次募集资金投入建设后, 莱芜生鲜配送中心的业务能力有大幅度的提升。

表4: 公司8大仓库详情

仓储类型	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.1	11 万件	20 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.2	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.2	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.4	130 吨	500 吨
	宋村生鲜加工物流中心	2.12	790 吨	2200 吨

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司在多年连锁经营过程中形成了高效的物流配送方案, 同时围绕核心业务环节搭建了完备的信息系统:

① 杂货仓分为中心、区域两级, 分别储存慢周转、快周转品类, 以降低整体库存规模, 提高周转率, 补货系统自动化程度较高。

② 生鲜配送方面, 中央厨房用于深加工+PC中心用于初加工, 减少门店制作环

节，最高一日两次的高频生鲜配送方案，全程对冷链物流车实施监控。

③技术系统包括供应宝、采购应用、门店管理系统、大数据服务系统、会员分析系统、WMS库存管理系统、冷链管理系统、北斗云位置服务器等。

表5: 公司杂货和生鲜仓储配送特色

类型	特点
杂货配送	分为中央配送中心（威海）、区域配送中心（烟台、莱芜）两级，每个配送中心辐射门店超 100 家
	中央配送中心商品全（包括地周转、贵重商品），区域配送中心出货量高（只存放高周转商品）
	自动补货系统 DRP：在库存降低时门店自动生成订单发送给总部 DRP，汇总后统一向供应商采购
生鲜配送	设立中央厨房、PC 加工中心，减少门店内制作环节
	生鲜配送中心对区域门店进行辐射，和供应商进行长期合作，集中配送比例高达 70%
	按需在每日早上、下午进行一日两配的高频标准配送，保证新鲜度
	全程监控冷链配送车内温度和车辆运输状态，采购员配置了专用设备与物流中心

资料来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表6: 公司供应链系统技术

类别	系统&技术	功能
信息技术	供应宝	整合供应商品台，发布月度采购计划，完成资料、采购、财务、经营数据管理
	采购移动应用	为采购员配备智能移动设备，总部采购订单、物流中心、采购员信息打通 收货采用自动传感系统，减少差错和人为干预。拣选采用平板电脑确认，按门店配货要求即收即捡
	即时响应服务中心	监控门店日常经营行为，对收发货、卖场运营、商品质量实时跟踪
	大数据商务智能 会员分析系统	
物流技术	配送技术	采用 WMS 管理系统，物流工作人员利用 RF 射频设备进行商品上架、配送、盘点
	语音拣选	是国内最早使用语音拣选的零售公司之一，具有无纸化、效率高、误差小的优势
	冷链管理 车辆监控	全程冷链配送并监控车内温度、车内状态
	北斗云位置服务器	中央调度中心建立定位系统，对调度车进行监管、调度、监控

资料来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2) 采购见优势：生鲜直采、杂货统采

杂货采购方面：公司早在70年代切入流通领域，2004年加入欧洲最大的自愿连锁机构SPAR，成为SPAR在中国的第一家成员企业。40年发展历程中沉淀了一批稳定供应商，目前对接供应商超2500家，和保洁、娃哈哈等品牌合作稳定，直接采购比例86%，杂货采购依托“供应宝”系统实现电子化。

生鲜采购方面：公司是国内农超对接首批企业，对接200多个采购合作社、养殖场，100+个协议基地，生鲜“直采”比例超过80%，直采经验丰富，统采价格优势突出。公司2013年开始海外采购，搭建了“跨境+农村+威海特产”的电商通路，目前供应商拓展到南美、欧洲、东南亚。

表7: 公司生鲜和杂货采购情况

品类	直采比例	采购方数量	采购模式
----	------	-------	------

生鲜	80%	与全国 200 多个合作社或养殖基地建立合作关系，与 100 个基地签订了 5 年以上的合作协议	以基地直供模式为主，组织专家对合作基地基于技术支持，对合作基地拥有优先购买权
杂货	-	与 500 多家厂商建立 10 年以上合作关系	总部统采（公司与供应商签订订货合同）+ 厂家直采（直接与工厂合作采购）相结合

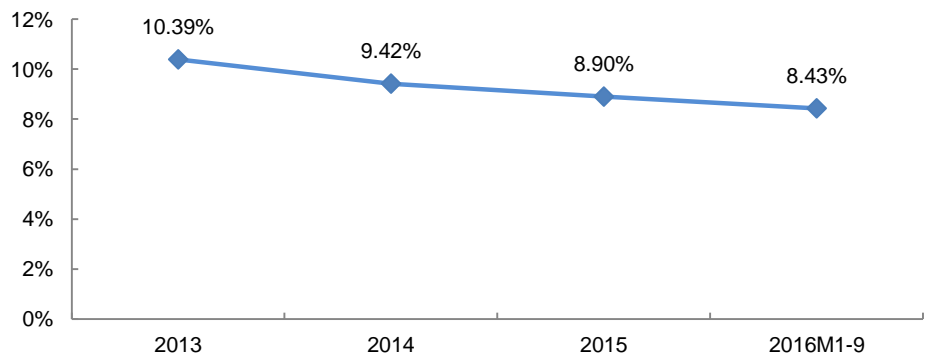
资料来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2.4 深度整合上游，中央厨房&自有品牌实力强

公司通过设立中央厨房、控股上游公司打造了多个自有品牌，并借助门店网络和区域影响力强化品牌优势。目前旗下自有品牌包括“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”等，覆盖了食用油、干货食品、自制熟食、卫生用品等种类。

参考国内外行业经验，优秀零售公司通过网店优势、反向控制上游生产企业，进行OEM生产、培养自有品牌是提升经营毛利率的有效途径。2015年自有品牌在收入中比重为8.9%，在行业中处于较高水平，但随着门店网络的快速扩张，自有品牌的比重有所稀释，本次募集资金中部分用户宋村和莱芜中心建设并继续推动自有品牌的发展。

图20: 自有品牌收入贡献率



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

宋村农产品初加工（PC中心） & 威海深加工（中央厨房）

宋村、威海生鲜配送中心兼具农产品加工能力：1）宋村工厂负责初加工为主，主打“悦记飘香”品牌，提供1200个生鲜相关SKU，拥有果蔬、面食、海产、畜类、禽类、羊肉等7个加工车间，年生鲜产品加工能力为3万吨。2）威海配餐中心于2013年建成投产后，覆盖区域的门店均由该配餐中心的中央厨房统一制作，负责深加工，六大产品车间为酱卤制品、中式面点、西式面点、快餐、粥汤、凉菜。年产能为2万吨，实现原料、配方、加工、品质、配送的高度标准化。

控股上游子公司建立加工厂：除自有中央厨房外，公司反向上游控股多家食品、快消品的加工生产企业，控股比例在20% - 51%不等，选取公司的经营品类为销售量、购买频次高的粮油、干货、熟食、卫生用品等，自有工厂包括食品加工企业、纺织加工企业、以及食品销售公司。

表8: 公司中央厨房和加工工厂情况介绍

合作模式	生产商	品类	品牌	简介
------	-----	----	----	----

自有工厂	荣光实业	大米、花生油 大豆油、调和油	荣光 品品香	具备年压榨花生5万吨，处理水稻4万吨的能力，原料仓储能力1万吨，油罐罐容9,000吨，生产工艺先进，自动化程度高，威海市粮油储备基地
	荣成麦香苑	面包	麦香苑	拥有两条自动烘烤生产线和自动冷却自动化生产线，主要生产蛋糕、桃酥、月饼、糕点和面包等传统食品
	海悦纺织	服装	佳飞悦	纺织品、针织品、皮革制品、鞋帽等加工销售
	奇爽食品	食品	奇爽	主要产品为“奇爽”豆干类休闲食品
联营工厂	威海蜡笔小新	食品	蜡笔小新、麦奇	主要产品为烘烤类糕点，设计年生产能力3,000吨
	威海一叮食品	食品	一叮	专业生产中、高档面条制品。
	晟堡食品	食品	名门本家	主要从事猪蹄、凤爪、酱肉制品的加工与销售

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

三、财务分析和同业经营对比

3.1 收入稳健增长，毛利率稳定

详细拆分公司近几年营业收入，结构较为稳定：

分经营模式，自营业务为主（稳定在90%以上），联营业务、生产加工、加油站服务为辅。

分业态，以综合超市、大卖场业态为主，便利店、专业店、百货为补充。农村综合超市等中小型业态受益于当地农村居民消费力升级，成为公司收入增长的重要驱动力，预期公司将继续围绕渠道下沉展开业态的分配。

分品类，生鲜占比超过40%，多年来“生鲜+食品”收入合计占比稳定80%左右。

分地区，收入集中在胶东三市，其他地区体量小而增速快，预计上市后鲁西等地区的收入占比将会有较为明显的提升。

图21：营业收入占比（按经营模式）

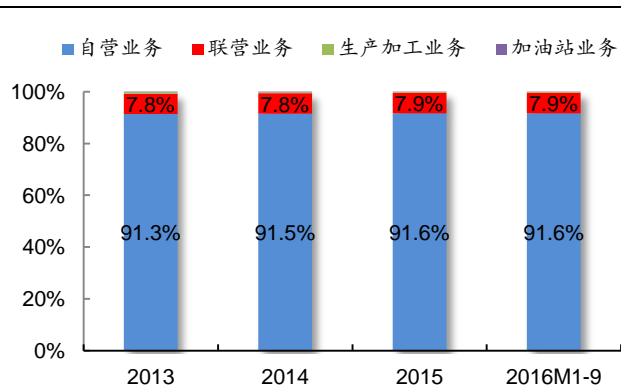
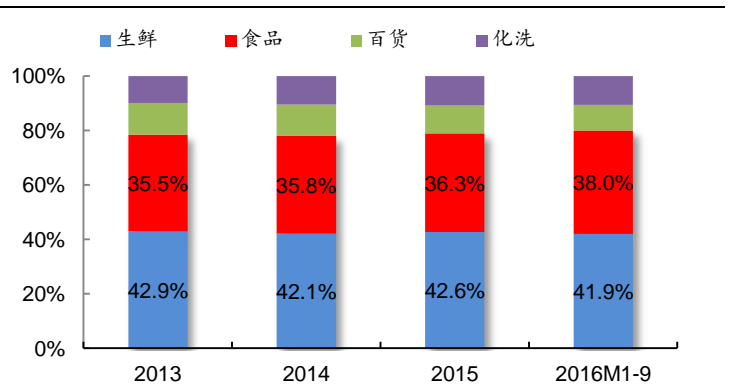


图22：营业收入占比（按品类）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图23: 营业收入占比 (按地区)

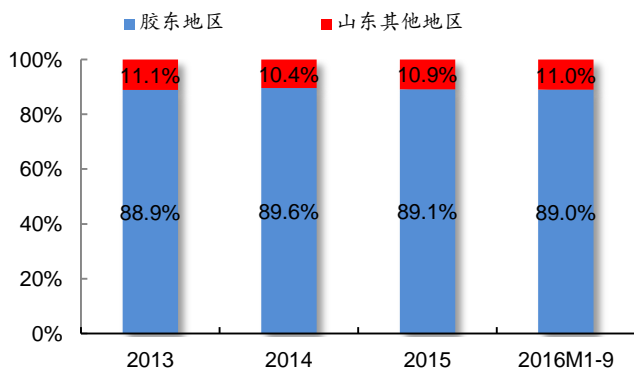
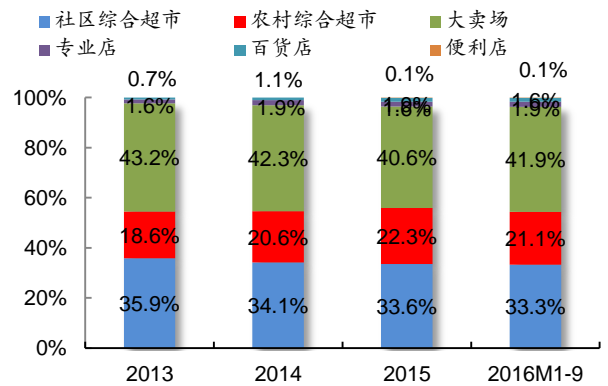


图24: 营业收入占比 (按业态)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司主营业务为商品销售毛利率, 以自营业务为主, 毛利率稳定在16%以上。近几年来因受经济环境拖累、加速扩张门店时新开门店的影响, 综合超市毛利率有微弱下滑, 百货毛利率下滑明显, 但总体在业内整体处于中等水平。分品类来看, 生鲜毛利率保持在15%以上 (平均比永辉高2%左右), 百货在20%以上, 总体保持稳定。

图25: 毛利率变化 (分业务)

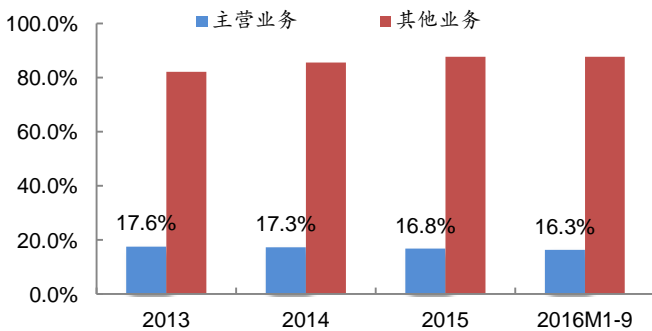
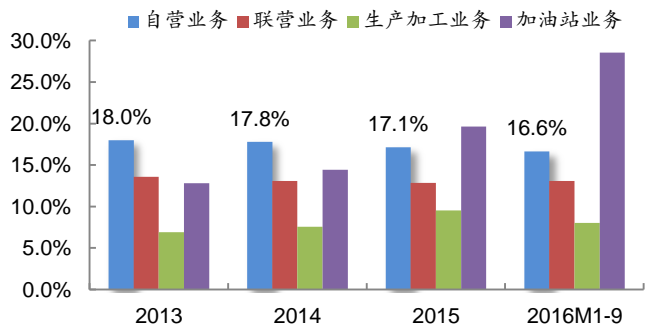


图26: 毛利率变化 (分模式)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图27: 毛利率变化 (分品类)

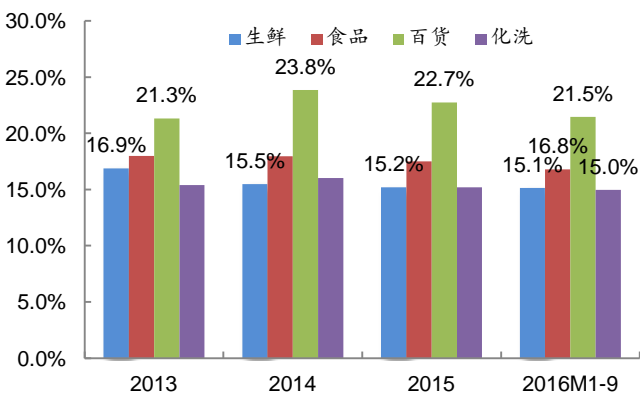
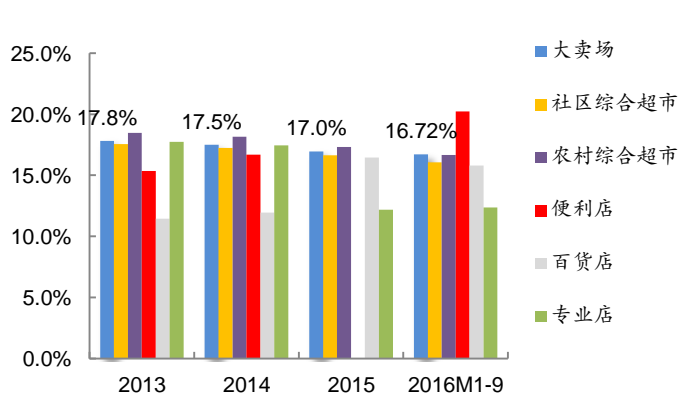


图28: 毛利率变化 (分业态)



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

3.2 成本控制能力强，实现逆势成长，资本支出处理谨慎

公司毛利率在业内处于平均水平，但净利率较高，今年来均稳定在接近2.5%的水平，体现较强的费用控制能力——三年综合费用率稳重有降，其中销售费用率中枢17.7%，管理费用率中枢在2.1%。

表9：主流零售公司综合毛利率和销售净利率对比

公司	综合毛利率 %			销售净利率 %		
	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
步步高	22.31	22.47	21.92	3.65	2.80	1.39
新华都	19.71	21.21	20.47	(3.43)	0.28	(0.68)
红旗连锁	26.6	26.19	27.13	3.54	3.57	3.26
永辉超市	19.19	19.66	19.83	2.36	2.32	1.41
三江购物	19.7	20.05	19.84	3.20	2.47	1.54
均值	21.42	21.85	21.94	1.86	2.29	1.38
家家悦	21.31	22.13	22.14	2.49	2.32	2.46

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图29：综合费用率变动

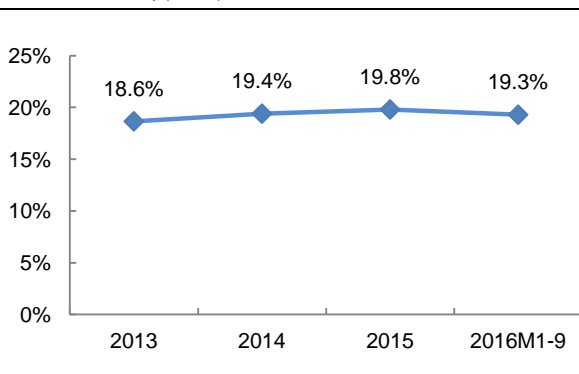
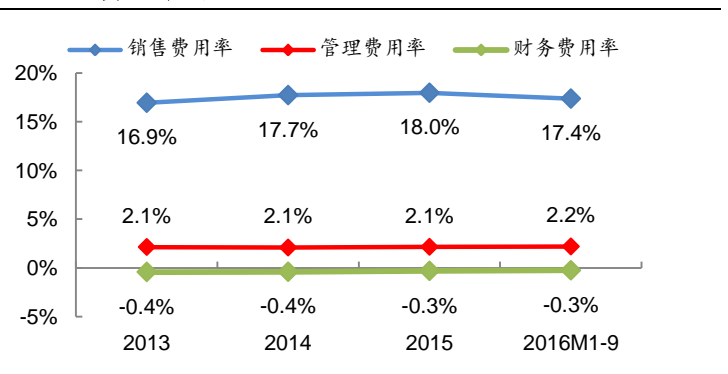


图30：费用率拆分



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

费用管控能力出色，实现逆势成长：在近几年零售行业普遍面临人工成本、租金成本上涨的压力，在行业整体不景气的大背景下，公司仍然保持了人工费率、租金费率的稳定。三年人工费率不超过9%，租金+物业费不超过3.3%，折旧摊销费率稳定在1.3%以下。

对比主流A股上市超市公司，公司毛利率与行业平均水平接近，在21-22%区间，而销售净利率显著高于同行，尤其在行业整体亏损的两年中仍然保持在2.3%以上。

表10：公司经营相关费用率

项目	2013	2014	2015	2016M1-9
人工费率	8.3%	8.8%	9.0%	8.8%
租金物业费	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%
能源水电费率	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
折旧摊销费率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%

税金费率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其他费率	3.4%	3.9%	4.2%	3.9%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

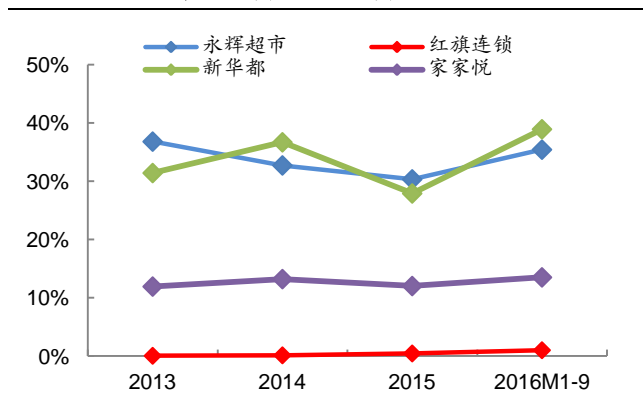
公司属财务处理谨慎的公司，管理费率相较于业内同行低且稳定，在保持较为稳健开店速度的同时，谨慎处理资本支出，费用资本化比率较小：1) 长期待摊销售费用余额和综合费用比例在10%左右，显著低于永辉超市、新华都；2) 截止2015年末长期待摊销售费用余额和归母净利润比例约为1，该两项指标在业内均属于较低水平，体现公司优质的扩张能力，一方面新店打平速较快，另一方面同店盈利能力较好，未来利润持续释放有望快速兑现。

表11: 主流零售公司销售和管理费用率对比

可比公司	销售费用率			管理费用率		
	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
步步高	14.8%	16.3%	17.5%	2.1%	1.7%	2.0%
新华都	17.0%	16.8%	18.2%	3.6%	3.1%	5.5%
人人乐	15.8%	17.7%	18.4%	4.0%	5.1%	6.2%
红旗连锁	20.4%	20.6%	21.1%	2.2%	1.9%	2.1%
永辉超市	13.6%	14.3%	15.1%	2.3%	2.3%	2.3%
三江购物	14.8%	15.5%	15.9%	1.5%	1.9%	2.3%
可比公司均值	16.1%	16.9%	17.7%	2.6%	2.7%	3.4%
家家悦	15.8%	16.4%	16.5%	2.0%	1.9%	2.0%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图31: 长期待摊销售费用/综合费用



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图32: 长期待摊销售费用和净利润对比 (单位: 万元)

公司	项目	2013	2014	2015	2016M1-9
永辉超市	长期待摊费用	181,583	202,647	221,928	219,800
	归母净利润	72,058	85,156	60,533	81,549
红旗连锁	长期待摊费用	45	135	573	1,111
	归母净利润	15,702	17,027	17,922	13,486
新华都	长期待摊费用	47,163	51,560	43,366	40,829
	归母净利润	(22,510)	3,171	(37,394)	21,190
家家悦	长期待摊费用	18,620	23,241	22,929	19,481
	归母净利润	21,904	22,780	24,726	17,837

3.3 ROE 业内领先，财务指标和经营数据同业对比分析

ROE和杜邦分析：对比A股主要上市超市公司，公司25%以上的ROE水平远远领先同类公司。通过杜邦分析拆分对比，销售净利率、资产周转率、权益乘数都较同行更高：

销售净利率高，主要得益于公司严格的成本和费用控制能力，在费用刚性上升的大环境下，控制资本开支、人力和租金成本；

资产周转率高，主要得益于公司扎实的供应链管理能力和坚持区域网点密集、

生鲜制胜的经营策略，整体资产周转率和永辉持平；

权益乘数较高，原因在于运营模式轻，门店以租赁为主。杠杆主要来自于预收账款、应付款项。预收账款中以单用途预付卡为主，得益于公司凭借较强的区域影响力，积累了大批会员，多年来预付卡的销售情况也较为稳定；应付款项较高，得益于公司常年经营积累的采购优势，在杂货、生鲜上的直采比例高，且批量采购规模优势强。

表12: 主流零售公司ROE详细拆解对比

ROE 对比分析		2014 年			2015 年		
勾稽关系	可比指标	红旗连锁	永辉超市	家家悦	红旗连锁	永辉超市	家家悦
(1) = (2) × (8) × (9)	净资产收益率 ROE %	9.23	13.79	26.28	9.09	6.49	25.68
(2) = (3) × (7)	销售净利率 %	3.57	2.32	2.32	3.23	1.44	2.36
(3) = (4) × (5) × (6)	销售净利率 %	3.57	2.32	2.32	3.26	1.42	2.36
(4)	经营利润率 %	4.11	3.12	3.39	3.87	1.7	3.16
(5)	税负因素 %	84.6	78.64	59.86	82.9	75.26	66.32
(6)	利息负担 %	102.7	94.74	113.97	101.59	111.12	112.4
(7)	归母公司净利润占比 %	100.02	99.87	100.03	100.14	100.88	100.04
(8)	资产周转率	1.6	2.58	2.32	1.63	2.36	2.37
(9)	权益乘数	1.61	2.3	4.9	1.71	1.92	4.6

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

分业态对比坪效，公司和发达地区的主流商超相比坪效较低，主要系公司地处山东，专注于拓展2-4线城市农村的网点，经营围绕着省内购买力居中的农民、城镇消费者展开经营，以省内扩张、渠道下沉为战略，租金成本较发达地区更具优势，员工薪酬水平和国内A股上市的主流超市平均水平一致。

表13: 主流零售公司业态经营数据对比

公司	业态	单店面积 (平方米)	坪效 (万元/平方米)	门店数量
三江购物	超市	3,416	1.61	-
	邻里店	327	1.53	-
永辉超市	大卖场	10,000 以上	2.07	73
	卖场	5,000-10,000 以上	2.31	144
	社区店	5,000 以下	2.77	41
	BRAVO 精品超市	2,000-3,000	2.15	12
家家悦	大卖场	3,000 以上	1.09	79
	综合超市		1.02	500
	社区综合超市	3,000 以下	1.01	274
	农村综合超市		1.05	226
	专业店	1,000 以上	0.53	25
	百货店	10,000 以上	0.08	11
	便利店	200 以下	1.79	5

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表14: 员工年度薪酬对比 (单位: 元/人)

公司	2013 年	2014 年	2015 年
步步高	45,195	43,973	47,255
新华都	38,172	40,544	45,739
人人乐	38,121	42,076	51,281
红旗连锁	37,329	40,753	38,092
永辉超市	36,108	36,953	42,164
三江购物	48,003	57,443	63,991
可比公司	40,488	43,624	48,087
家家悦	40,075	42,712	46,982

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测投资建议

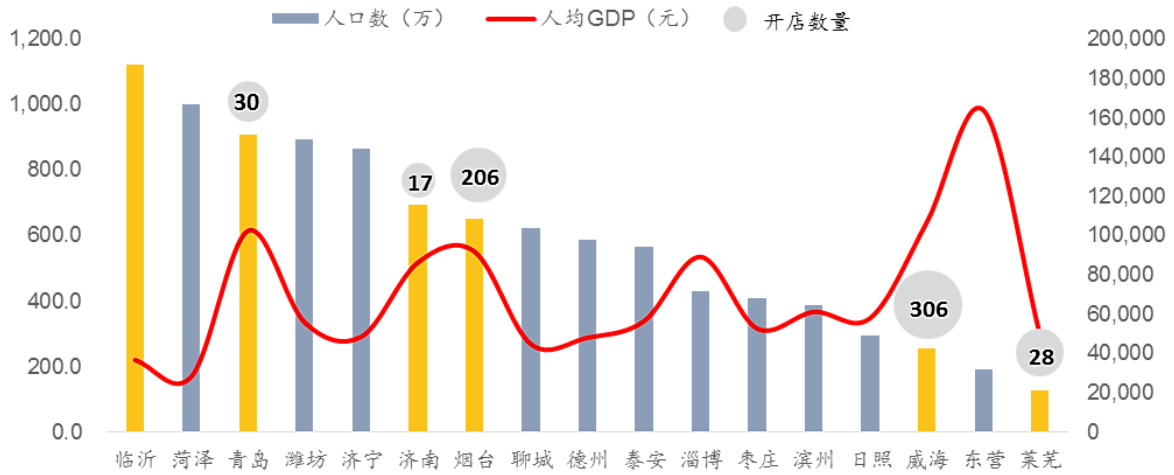
4.1 上市融资后具备加速开店条件

预计上市后网点增速约为10%，渠道下沉成长空间较大：截止2016年9月末，公司在山东省内网点共620家。预计2017年净新开网点将接近70家，对应17年网点增速超过10%，在胶东巩固网点的同时，向潍坊、莱芜、临沂、枣庄等鲁西地区加速延伸。

山东省消费市场发展空间大，居民收入高而消费习惯节俭，近几年农民收入稳步增长，有望推动超市行业发展，公司渠道下沉战略下的增长空间较大。根据2015年数据，山东是中国人口第二大省（9857万常住人口），GDP第三大省（GDP 3002亿元），行业发展潜力大。但居民消费习惯节俭——人均GDP为6.4万元高全国平均水平，而人均消费支出1.4万低于全国平均水平，近几年正处在城镇化率提升的过程中，农村人口消费升级带动超市行业发展，给公司渠道下沉和门店扩张带来契机。

从区域分布来看，目前公司在胶东三市的收入占比为89%，门店占比87%，胶东三市人口在全省总人口占比不到20%，未来公司的网点扩张仍有较大空间。从竞争格局来看，外资超市正在被本土企业挤出市场，公司渠道下沉过程中着力布局中小型综合超市，与省内其他零售集团（银座、利群、贵和等）形成差异化，具备竞争实力和扩张基础。

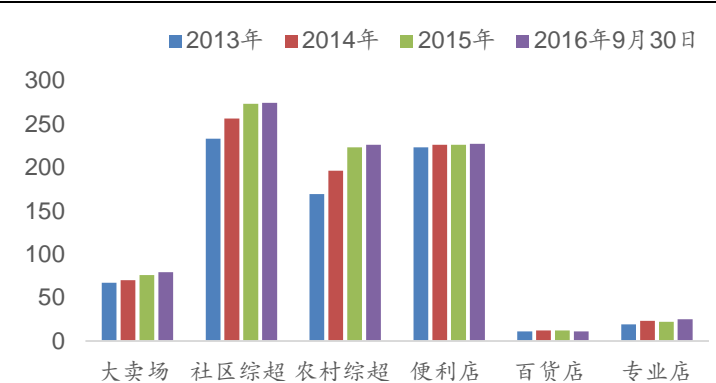
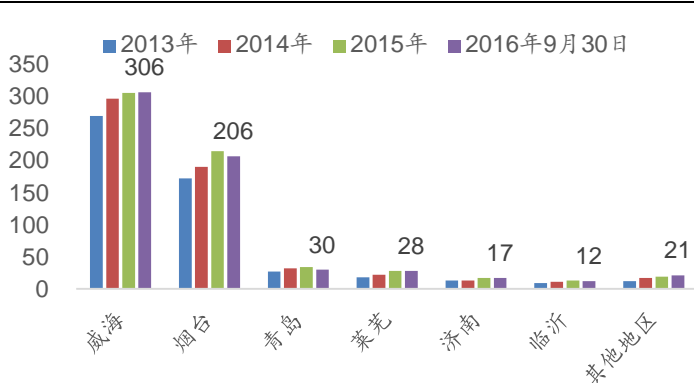
图33: 山东省其他市区具有丰富扩张空间



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图34：期末网点数量（分地区）

图35：期末网点数量（分业态）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表15：公司历年开关店速度

时间	2013年		2014年		2015年		2016年1-9月		2016年9月
	开店	关店	开店	关店	开店	关店	开店	关店	
分区域									店铺数
威海	37	5	37	10	18	9	7	8	306
烟台	21	6	23	5	27	3	11	3	206
青岛	1	0	6	1	3	1	5	1	30
胶东地区	59	11	66	16	48	13	23	12	542
胶东占比	85.51%	91.67%	81.48%	80.00%	72.73%	76.47%	79.31%	63.16%	87.42%
莱芜	4	0	4	0	6	0	2	2	28
济南	1	0	2	2	5	1	1	1	17
临沂	3	0	3	1	3	1	3	2	12
其他地区	2	1	6	1	4	2	0	2	21
合计	69	12	81	20	66	17	29	19	620
时间	2013年度		2014年度		2015年度		2016年1-9月		2016年9月
分业态									店铺数
大卖场	7	2	6	3	7	1	4	1	79

综合超市	51	10	66	16	56	12	20	16	500
社区综超	24	10	35	12	26	9	6	5	274
农村综超	27	0	31	4	30	3	14	11	226
便利店	0	0	3	0	1	1	1	0	5
百货店	2	0	1	0	0	0	0	1	11
专业店	9	0	5	1	2	3	4	1	25
合计	69	12	81	20	66	17	29	19	620

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

同店收入保持稳定，老店增长打平新店培育投入，坪效保持稳定：分店龄来看，考虑所有业态，新开门店1年后增速约10%左右；开店2年后的店铺趋于成熟，同店收入增速在3-5%区间。预计2017年新开门店的培育投入，基本和近几年新店的同店增长相抵消。预计公司在快速扩张过程中平均同店收入保持稳定。

考虑主力业态（综合超市），预计成熟后单店年收入约为900-950万元，其中农村综超略低于社区综超，平均坪效在1.25万元/平方米·年。考虑所有业态，截止2016年9月，门店面积合计为151万平方米，预计2017年整体坪效保持稳定。

表16：单店收入和坪效（分业态和店龄）

单店收入 (万元·年)	开店时间	2012			2013		2014
	店龄	店龄一年	店龄两年	店龄三年	店龄一年	店龄两年	店龄一年
业态	大卖场	2,943.84	3,250.47	3,386.66	4,047.77	4,772.71	3,110.84
	综合超市	825.02	907.61	936.29	857.3	904.63	896.59
	其中:社区综超	906.76	965.49	980.94	958.01	996.55	1,004.18
	农村综超	735.37	844.13	887.32	756.58	812.7	778.92
	便利店						250.18
	百货店	279.71	235.8	359.45	1,054.70	2,593.02	615.49
	专业店	451.08	697.19	898.67	450.36	483.2	367.56
坪效 (万元/方·年)	开店时间	2012			2013		2014
	店龄	店龄一年	店龄两年	店龄三年	店龄一年	店龄两年	店龄一年
业态	大卖场	1.02	1.13	1.18	1.09	1.28	0.89
	综合超市	1.12	1.23	1.27	1.07	1.13	0.96
	其中:社区综超	1.21	1.29	1.31	1.04	1.09	1.04
	农村综超	1.02	1.17	1.23	1.1	1.18	0.87
	便利店	0.03	0.03	0.04	0	0	2.8
	百货店	0.42	0.65	0.83	0.03	0.09	0.07
	专业店	1.08	1.19	1.24	0.42	0.45	0.34

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表17：单店收入增速（分业态和店龄）

开店时间	2012年		2013年
分业态	2014年度	2015年度	2015年度
大卖场	10.4%	4.2%	5.5%
综合超市	10.0%	3.2%	4.0%

其中:社区综超	6.5%	1.6%	7.4%
农村综超	14.8%	5.1%	-
百货店	-15.7%	52.4%	145.9%
专业店	54.6%	28.9%	7.3%
合计	10.2%	3.9%	13.9%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

4.2 核心假设及投资建议

我们认为公司未来几年将受益于山东省消费增长红利, 并在本次上市之后展开快速扩张的新篇章。公司卡位清晰, 聚焦三四线地区, 率先渠道下沉, 着力布局中小型综合超市, 和山东省内主要零售企业形成有效的差异化。同时公司以密集网点、优质生鲜为核心竞争力, 背靠强大的供应链网络, 深厚的行业经验, 具备了外延+内生的成长实力, 坚定看好未来公司的成长空间。

预计公司16-18年EPS分别为0.71元、0.84元、0.97元, 对应16年38XPE, 对应17年32XPE, 参考同类型生鲜超市永辉超市的估值水平(17年36XPE), 首次覆盖给予买入评级。

风险提示

电商冲击、跨区域扩张效果不佳、外来竞争者争夺市场份额

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018
流动资产	2835	3018	3565	4244	5062
货币资金	1399	1463	2037	2530	3142
应收及预付	345	341	359	403	450
存货	1060	1176	1169	1311	1470
其他流动资产	32	39	0	0	0
非流动资产	1518	1480	1275	1309	1302
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	1152	1123	1153	1172	1170
在建工程	0	0	30	50	50
无形资产	322	324	88	83	79
其他长期资产	40	31	0	0	0
资产总计	4353	4498	4840	5553	6364
流动负债	3384	3452	3492	3902	4364
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	3245	3292	3492	3902	4364
其他流动负债	139	160	0	0	0
非流动负债	42	44	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	44	0	0	0
负债合计	3426	3497	3492	3902	4364
股本	270	270	360	360	360
资本公积	353	353	353	353	353
留存收益	303	378	634	937	1286
归属母公司股东权	926	1000	1347	1650	1999
少数股东权益	2	1	1	1	1
负债和股东权益	4353	4498	4840	5553	6364

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	451	425	469	668	768
净利润	228	247	256	303	349
折旧摊销	219	238	148	166	187
营运资金变动	1	-66	68	223	255
其它	4	6	-3	-24	-24
投资活动现金流	-267	-231	60	-176	-156
资本支出	-331	-231	60	-176	-156
投资变动	14	0	0	0	0
其他	50	0	0	0	0
筹资活动现金流	-52	-175	46	0	0
银行借款	18	0	0	0	0
债券融资	0	0	-44	0	0
股权融资	50	0	90	0	0
其他	-120	-175	0	0	0
现金净增加额	132	18	575	493	612
期初现金余额	1241	1399	1463	2037	2530
期末现金余额	1373	1417	2037	2530	3142

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	9.3	6.6	3.8	12.3	11.6
营业利润增长	11.2	-4.5	8.8	19.0	15.6
归属母公司净利润增长	4.0	8.5	3.7	18.2	15.3
获利能力(%)					
毛利率	22.2	22.1	22.2	22.3	21.8
净利率	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6
ROE	24.6	24.7	19.0	18.4	17.5
ROIC					
偿债能力					
资产负债率(%)	78.7	77.7	72.2	70.3	68.6
净负债比率	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6
流动比率	0.84	0.87	1.02	1.09	1.16
速动比率	0.44	0.45	0.60	0.67	0.74
营运能力					
总资产周转率	2.32	2.37	2.33	2.35	2.29
应收账款周转率	557.11	866.36	634.20	679.20	687.70
存货周转率	7.16	7.30	7.24	7.25	7.25
每股指标(元)					
每股收益	0.84	0.92	0.71	0.84	0.97
每股经营现金流	1.67	1.57	1.30	1.86	2.13
每股净资产	3.43	3.70	3.74	4.58	5.55
估值比率					
P/E	-	-	38.2	32.3	28.0
P/B	-	-	7.6	6.2	5.1
EV/EBITDA	-2.6	-2.6	16.2	13.1	10.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9835	10486	10884	12222	13644
营业成本	7656	8164	8463	9500	10664
营业税金及附加	53	63	60	69	78
销售费用	1609	1732	1785	1986	2150
管理费用	189	207	213	239	259
财务费用	-37	-31	-15	-20	-25
资产减值损失	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	363	347	377	448	518
营业外收入	33	30	31	31	31
营业外支出	15	4	8	7	7
利润总额	380	373	400	473	542
所得税	153	126	144	170	193
净利润	228	247	256	303	349
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	228	247	256	303	350
EBITDA	547	557	510	594	680
EPS(元)	0.84	0.92	0.71	0.84	0.97

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队); 2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。