

利泽群惠的区域零售企业，立足青岛辐射胶东

公司深度

◆立足青岛，辐射胶东的零售企业

公司以百货、超市及电器为核心主业，城市物流中心为辅业。目前拥有 43 家各业态门店及 3 座物流中心。门店主要布局在青岛及周边地区，其中青岛拥有门店 29 家，威海 4 家，日照 3 家，潍坊、淄博和烟台各 2 家，东营 1 家。2016 年公司实现营业收入 102.93 亿元，同比降低 2.79%；实现归母净利润 3.62 亿元，同比增长 7.01%。

◆百货业务回暖迹象初显，超市业务受益于温和通胀预期

公司主营业务由百货、超市及电器构成，2016 年，上述三项业务分别占公司营业收入的 44.09%/38.25%/12.80%。由于宏观经济不振，实体零售业绩均有所下滑，公司受此影响，近三年公司营收同比走低。但我们认为在地产调控政策及温和通胀预期下，必选消费品将受益，公司业绩未来将有所增长。2016 年公司预付卡消费占营收比例达到近三年新高的 16.83%，回暖迹象初显。

◆销售模式以买断式自营为主，大规模采购有效降低成本

公司销售模式以经销为主，2016 年经销模式收入占主营业务收入的 64.48%，公司超市、电器业务及百货业务中的服装鞋帽、化妆品饰品等均通过经销模式销售。配合公司物流中心在仓储、配送方面的支持，公司得以通过大批量采购谋求规模效应，降低成本。

◆三大物流基地增强配送能力，直接采购缩短流通环节

公司拥有李沧、浮山后、胶州三大物流基地，总占地面积 28.3 万平方米，包括 3.8 万平方米冷链仓储面积。较强的物流配送能力为门店提供了供应链支撑。此外，公司通过建立批发物流公司，向上游供应商直接采购商品，缩短流通环节以节约成本。

◆首次覆盖，增持评级，6 个月目标价为 14.5 元

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49/0.53/0.55 元，以 2016 年为基期的三年归母净利润 CAGR 为 9.7%。我们给予公司股票 6 个月 14.5 元的目标价，对应于 2017 年 30X 市盈率，首次覆盖，评级为增持。

◆投资风险：经营区域较为集中，存货跌价风险

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10588	10293	10179	10312	10604
营业收入增长率	-0.11%	-2.79%	-1.10%	1.30%	2.83%
净利润（百万元）	338	362	422	452	477
净利润增长率	1.27%	7.01%	16.60%	7.08%	5.67%
EPS（元）	0.39	0.42	0.49	0.53	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.70%	13.27%	8.98%	8.77%	8.48%
P/E	32	30	26	24	23
P/B	4	4	2	2	2

增持（首次）

当前价/目标价：12.70 元/14.50 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA, FRM, CAIA

(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

孙路

021-22169117

sunlu@ebcn.com

邬亮

010-58452047

wuliang16@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：8.61

投资要件

关键假设

- (1) 2017-2019 年，公司净新增门店数分别为 2/ 2/ 2。
- (2) 2017-2019 年，公司营业收入增长率分别为 -1.1%/ 1.3%/ 2.83%。
- (3) 2017-2019 年，公司综合毛利率分别为 19.19%/ 19.21%/ 19.26%。
- (4) 2017-2019 年，公司其他业务收入占主营业务比例为 5%/ 5%/ 5%。
- (5) 2017-2019 年，公司销售费用率分别为 8.65%/ 8.55%/ 8.50%，管理费用率分别为 3.65%/ 3.60%/ 3.55%，财务费用率分别为 0.07%/ -0.08%/ -0.26%。

我们区别于市场的观点

- (1) 市场认为百货及超市行业竞争过于激烈，压制毛利率提升，业绩难以持续增长。我们认为公司在区域市场拥有较高影响力，辅以自建物流配送网络，能够维持较稳定的业绩增速。
- (2) 市场认为由于电商的发展，公司的市场份额将持续大幅下降。我们认为公司经营范围涵盖众多三四线城市和农村，受电商冲击程度相对较轻，加上公司多年在青岛地区的影响力加成，未来市场份额不会继续大幅下降。

股价上涨的催化因素

- (1) 宏观经济增速稳步提升，居民收入增速稳步提升。
- (2) 国家出台针对零售业的扶持政策。
- (3) 跨区域扩张取得超预期进展。

估值和目标价格

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49/ 0.53/ 0.55 元，以 2016 年为基期的三年归母净利润 CAGR 为 9.7%。我们给予公司股票 6 个月 14.5 元的目标价，对应于 2017 年 30X 市盈率，首次覆盖，评级为增持。

投资风险

- (1) 经营区域较为集中

公司零售业务的经营区域集中在山东省内，截至 2016 年末，公司开设的 43 家门店集中在青岛及周边诸市，公司经营状况受青岛地区及山东省的经济发展水平、人均消费水平和习惯、经营竞争环境等因素影响较大。

- (2) 存货跌价风险

由于公司实行买断式自营的销售模式，公司存货占比较同行公司偏高。近三年公司存货占流动资产的比重分别为 65.31%、60.57%和 51.79%，存在一定跌价风险。

目 录

1、 立足青岛，辐射胶东的零售企业	6
1.1、 以青岛为中心，经营区域市场多年	6
1.2、 徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽为公司实际控制人	6
2、 行业集中度偏低、竞争激烈	7
2.1、 受益于国民经济和人均可支配收入的稳定增长	7
2.2、 行业集中度偏低，区域性企业谋求扩张	7
2.3、 一二线市场饱和，中小城市和农村成为开发重点	9
3、 百货、超市并举，主打买断式自营模式	10
3.1、 百货、超市业态营收占比超过 80%	10
3.2、 经销模式为主，营收占比超 60%	11
3.3、 青岛地区营业收入占比近 80%	12
4、 区域市场影响力高，物流配送能力强	14
4.1、 深耕山东市场，拥有一定议价能力	14
4.2、 建设区域物流中心，配送能力突出	15
5、 财务分析	16
5.1、 营业收入略有下滑，净利润增速不断提高	16
5.2、 毛利率维持平稳，期间费用增幅合理且可控	16
5.3、 资产负债率偏高，偿债能力低于行业平均水平	17
5.4、 经营模式拉低营运能力指标，总体合理可控	18
6、 募投项目分析	18
7、 估值水平与投资评级	21
7.1、 前提假设	21
7.2、 相对估值	22
7.3、 绝对估值	22
7.4、 估值结论与投资评级	23
7.5、 股价驱动因素	23
8、 风险分析	24

图表目录

图表 1：公司历史沿革	6
图表 2：公司股权结构（截至招股说明书发布日）	6
图表 3：2007-2016 山东省 GDP 及其增速	7
图表 4：2007-2016 山东省社消零售总额及其增速	7
图表 5：我国全社会消费品零售总额和主要零售企业销售额（2012-2015）	8
图表 6：“2015 中国连锁百强”前十名公司的销售额与门店数量	8
图表 7：中国连锁百强企业的销售额及其占社会消费品零售总额的比例（2010-2015）	9
图表 8：我国零售行业的两类市场	9
图表 9：2016 年公司主营业务按商品业态划分	10
图表 10：2012-2016 百货营收及占主营比例	10
图表 11：2012-2016 超市营收及占主营比例	10
图表 12：2012-2016 电器营收及占主营比例	11
图表 13：2012-2016 公司主营业态毛利率（%）	11
图表 14：2014-2016 公司经销、联销模式收入比例	12
图表 15：公司租赁、加盟模式收入相对较少，计入其他业务收入	12
图表 16：公司门店分布图，近七成门店位于青岛市	13
图表 17：2014-2016 公司营收按区域划分	13
图表 18：2016 年营收占总营收 5%以上门店一览	14
图表 19：2014-2016 公司预付卡消费金额占销售收入比重	15
图表 20：公司子公司福兴祥三座物流中心位置图	15
图表 21：胶州福兴祥物流仓库	15
图表 22：2012-2016 公司营业收入及增速	16
图表 23：2012-2016 公司归母净利润及增速	16
图表 24：2012-2016 公司毛利率与期间费用率	17
图表 25：2012-2016 公司期间费用率拆分	17
图表 26：2012-2016 公司与可比公司资产负债率	17
图表 27：2012-2016 公司与可比公司流动负债占负债总额比例	17
图表 28：2012-2016 公司与可比公司流动比率	18
图表 29：2012-2016 公司与可比公司速动比率	18
图表 30：IPO 募集资金投资项目的资金使用计划及备案情况	18
图表 31：连锁百货发展项目投资情况	19
图表 32：城市物流配送中心四期项目投资情况	19
图表 33：项目涉及改造门店及对应投资额一览	20
图表 34：电子商务平台省级项目投资情况	20
图表 35：公司收支拆分与预测（2016-2019）	21

图表 36：可比公司的 PE 比较.....	22
敏感性分析	23
估值结果汇总.....	23

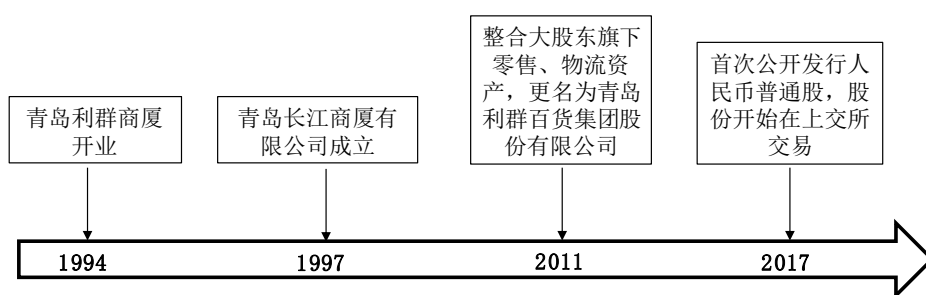
1、立足青岛，辐射胶东的零售企业

1.1、以青岛为中心，经营区域市场多年

公司前身为 1997 年设立的青岛长江商厦有限公司，2011 年公司通过资产重组整合了原利群集团旗下的零售、物流资源，更名为青岛利群百货集团股份有限公司。

公司以百货、超市及电器为核心主业，城市物流中心为辅业，经过多年经营，基本形成了以利群商厦为旗舰店，地级购物广场为中心店，县级购物广场为中坚，中型超市、便利店为补充的格局。目前拥有 43 家各业态门店及 3 座物流中心。门店主要布局在青岛及周边地区，其中青岛拥有门店 29 家，威海 4 家，日照 3 家，潍坊、淄博和烟台各 2 家，东营 1 家。

图表 1: 公司历史沿革

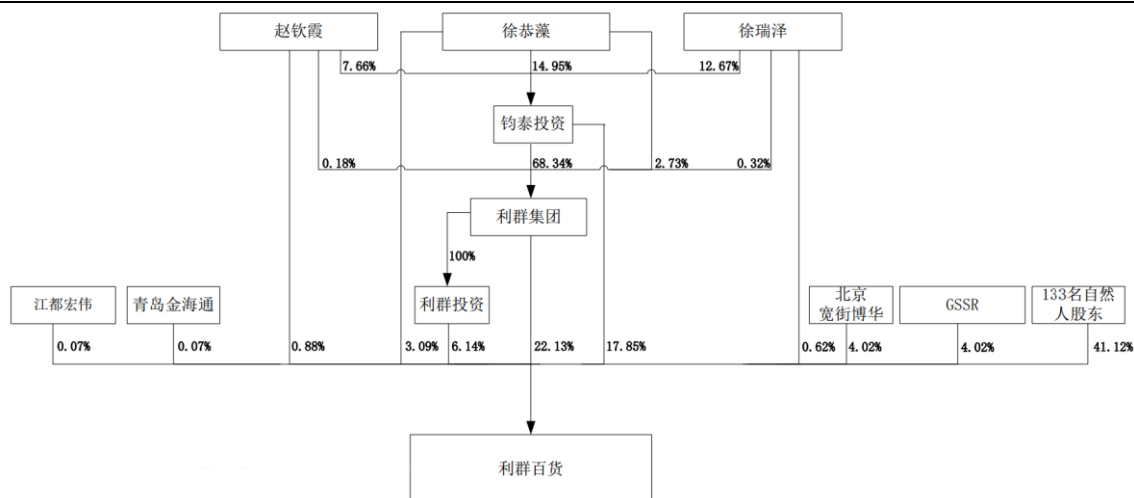


资料来源：公司公告

1.2、徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽为公司实际控制人

公司的第一大股东为利群集团，法人为徐恭藻，本次发行前持有公司股份的 22.13%。公司实际控制人为徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽，其中徐恭藻和赵钦霞为夫妻关系，徐恭藻和徐瑞泽为父女关系。上述三人通过直接及间接方式合计持有本次发行前公司股份总额的 50.70%，本次发行后，三人持股比例为 40.33%。

图表 2：公司股权结构（截至招股说明书发布日）



资料来源：公司公告

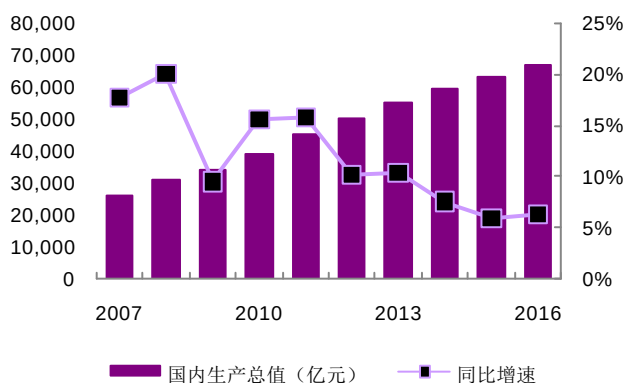
2、行业集中度偏低、竞争激烈

2.1、受益于国民经济和人均可支配收入的稳定增长

进入 21 世纪以来,我国经济保持高速增长。根据国家统计局数据统计,2000 年至 2016 年,我国 GDP 从 100,280 亿元增至 744,127 亿元,年复合增长率 13.34%,社会消费品零售总额从 39,106 亿元增至 300,931 亿元,年复合增长率 14.09%,社会消费品零售总额占 GDP 的比重一直稳定在 40% 左右。由于人均工资和可支配收入的增长,加上国家将“促进消费升级”作为发展新动能之一,居民消费逐步由满足基本生存需求向提高生活质量进行转变。

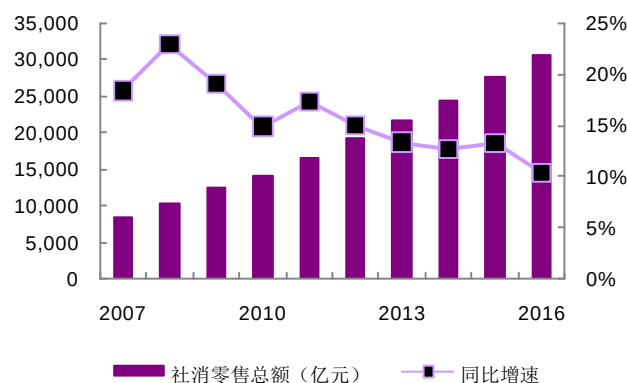
从公司所在的山东省来看,2016 年,山东省常住人口达到 9946 万人,仅次于广东,全省 GDP 为 6.7 万亿元,同比增长 6.36%,仅次于广东和江苏。2016 年城镇居民人均可支配收入 31545 元,同比增长 7.95%,农村居民人均可支配收入 12930 元,同比增长 8.82%,为零售市场整体增长提供支撑。2016 年,山东省社会消费品零售总额 30645.80 亿元,以 2013 年为基期的社销零售总额三年 CAGR 为 12.12%。山东省常住人口的城镇化率为 59.02%,同比增长 2 个百分点,但仍较东南沿海经济发达省份偏低,未来进一步的城镇化将为山东零售市场,特别是村镇零售市场的发展提供动力。

图表 3: 2007-2016 山东省 GDP 及其增速



资料来源: 国家统计局

图表 4: 2007-2016 山东省社消零售总额及其增速



资料来源: 国家统计局

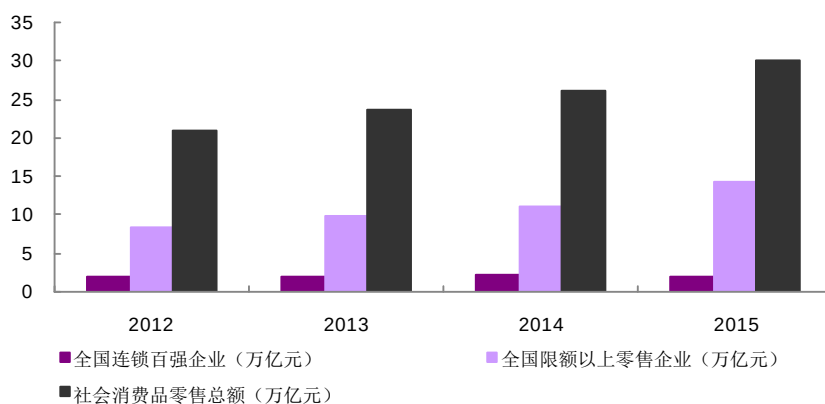
2011 年 1 月,国家发改委发布《山东半岛蓝色经济区发展规划》,明确提出以青岛为龙头和区域核心,以烟台、潍坊、威海等沿海城市为骨干,建设国家创新型城市和西海岸经济新区,提升区域总体竞争力。青岛市 2016 年实现全市生产总值 10011.29 亿元,同比增长 7.65%,实现社会消费品零售额 4104.9 亿元,同比增长 10.5%。政策推动下,青岛市及周边地区经济有望保持稳步增长,支撑当地消费。

2.2、行业集中度偏低,区域性企业谋求扩张

我国的零售行业集中度处于较低水平,各企业市场份额较小。根据中国连锁经营协会公布的统计数据,2015 年我国社会消费品零售总额为 30.06 万亿元。限额以上的零售业企业销售额为 14.26 万亿元,市场占有率为 47.44%,排名前 100 名的连锁零售企业,销售额为 2.06 万亿元,市场占有率占比为 6.85%。排名前 10 名的连锁零售企业,销售额为 0.89 万亿元,市场占有率

为 2.96%。连锁百强企业的市场占用率呈现下降趋势，从 2010 年的 11.0% 下降到 2015 年的 6.9%。

图表 5：我国全社会消费品零售总额和主要零售企业销售额（2012-2015）



资料来源：国家统计局，中国连锁经营协会

行业集中度偏低，与零售企业多数选择区域经营有重大关系，其原因在于：（1）零售商依靠多年经营积累了一定的品牌知名度，区域经营可以充分利用消费者的认知和品牌依赖，减少宣传费用，也便于利用本地成熟的销售网络，高效调配资源，发挥协同效应；（2）在本地多年经营的零售企业对当地的经营环境、消费习惯和竞争对手更加了解，在市场变化时能够快速适应并做出调整，在区域扩张时能够降低物业选址和经营风险，获取优质的商业物业形成一定的进入壁垒；（3）零售商品的生产商多采用区域代理模式，全国统一采购较难实现，而区域采购便于充分发挥规模效应，降低采购和物流成本。

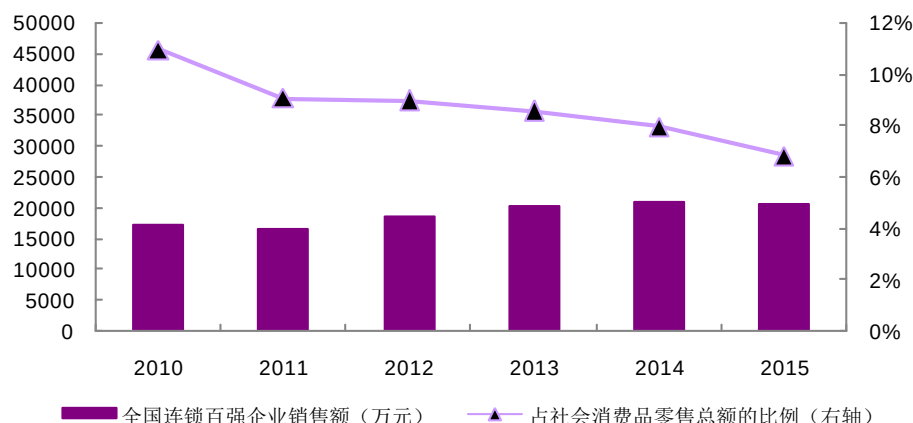
但近年来，大型零售商逐步推进全国化布局，其主要有两种方式，一种是通过直接新开门店进入新市场，如零售巨头沃尔玛。另外一种是通过收购或者合作进行大规模扩张，如华润万家从 2004 年开始收购了不少于 10 家超市，从区域型超市扩张成全国型超市。近两年，零售行业还在不断并购重组，不仅是进行区域拓展，还在进行供应链物流、O2O 等方面合作以增强企业实力。

图表 6：“2015 中国连锁百强”前十名公司的销售额与门店数量

排名	企业名称	销售额(亿元)	门店数量(个)
1	苏宁云商集团股份有限公司	1586	1577
2	国美电器有限公司	1537	1932
3	华润万家有限公司	1094	3397
4	高鑫零售有限公司	1079	409
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	735	432
6	山东省商业集团有限公司	637	740
7	联华超市股份有限公司	605	3912
8	重庆商社（中国）有限公司	594	340
9	百胜餐饮集团中国事业部	517	7000
10	永辉超市股份有限公司	493	394

资料来源：中国连锁经营协会

图表 7：中国连锁百强企业的销售额及其占社会消费品零售总额的比例（2010-2015）



资料来源：中国连锁经营协会，光大证券研究所

2.3、一二线市场饱和，中小城市和农村成为开发重点

我国大型零售企业主要分布在北上广深等一线城市，密布于各大核心商圈，东南沿海诸省的二线城市也聚集了众多零售企业，这些地区市场已趋于饱和，竞争日益激烈，各零售商的市场增长空间相对有限。

而在三四线城市，由于当地消费正处于升级过程中，市场仍具开发潜力，尚未达到饱和状态。加上商铺租金便宜、人力资源丰富、经营成本较低等众多优势，目前已成为零售企业重点开发的区域。此外，三四线城市还可以成为渗透农村市场的桥头堡，因此众多零售企业都将扩张方向转向销售额增长潜力较大的中小城市和农村。

公司目前以青岛为中心，在周边的威海、潍坊、日照、淄博、烟台都开设了门店，未来公司计划山东南部及西部继续拓展门店数量，同时布局连云港门店项目，实现跨区域发展目标。

图表 8：我国零售行业的两类市场

	一二线城市	中小城市和农村
划分标准	北、沪、深、穗、其他直辖市、计划单列市、省会城市	地级市、县城、乡镇、农村
市场参与者	知名外资企业、知名本土企业等	当地企业为主
竞争策略	规模扩张	差异化竞争
生命周期	成熟期	成长期
消费者的品牌意识	较强	较弱
消费者的价格敏感度	较低	较高
零售品牌	国内外知名品牌为主	区域性品牌为主
运营模式	联营为主	自营为主

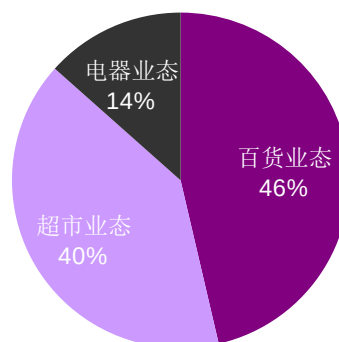
资料来源：光大证券研究所

3、百货、超市并举，主打买断式自营模式

3.1、百货、超市业态营收占比超过 80%

按商品业态划分，公司主营业务收入可分为百货、超市、电器三项。其中百货、超市占比较高。2016 年，百货、超市、电器业务分别占公司主营业务收入的 46.34%/ 40.21%/ 13.45%。

图表 9：2016 年公司主营业务按商品业态划分



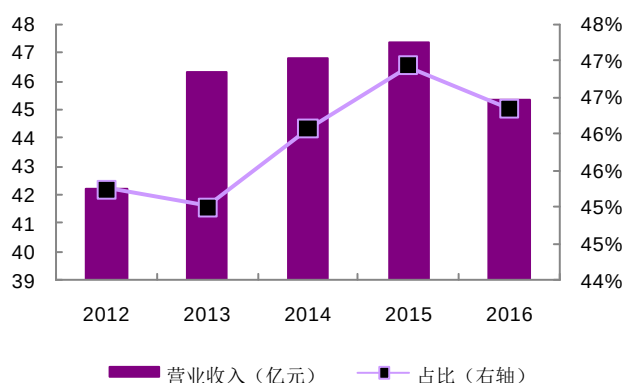
资料来源：公司公告

公司百货业务收入 2016 年较 2015 年同比降低 4.26%，主要是由于电商冲击导致的实体零售业绩下滑。为扭转经营状况，公司一方面通过新开金鼎广场等门店打造购物、餐饮、休闲娱乐的大型综合体，提升百货业态经营业绩；另一方面则充分利用自有电子商务平台积极开展电子商务业务，通过线上线下结合的销售模式，为百货业务的发展提供有力保障。

公司超市业态营收较为稳定。在地产调控政策及温和通胀预期下，必选消费品将受益，公司超市业务未来将有所增长。现阶段公司超市业态主要位于百货大楼负一层位置。未来公司计划开设更多大型超市，并增加专业超市的数量，并提高专业超市数量占零售门店的比重。公司代理的超市商品品类较多，将能够保证大型超市商品的足额及时供应。

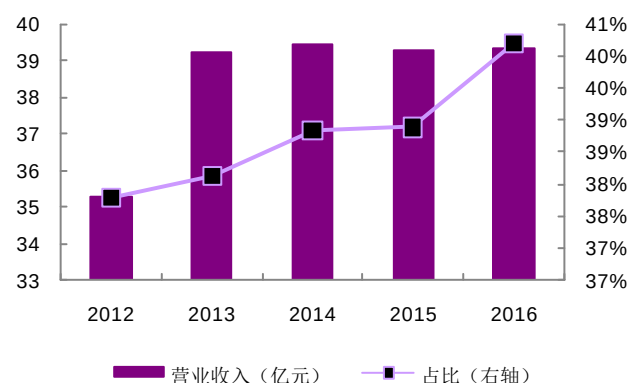
公司电器业态营收近三年均同比下降，主要与家电行业市场竞争激烈有关，另一方面受房地产政策变动影响，家电行业整体景气度也受到一定波及。

图表 10：2012-2016 百货营收及占主营比例



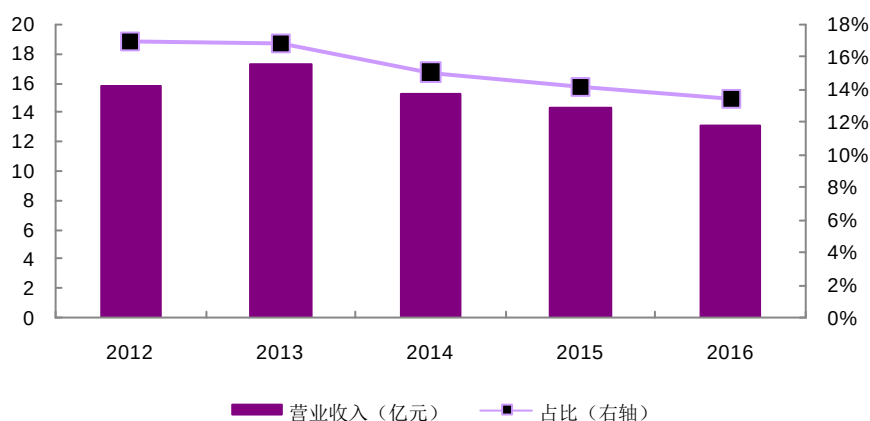
资料来源：公司公告

图表 11：2012-2016 超市营收及占主营比例



资料来源：公司公告

图表 12：2012-2016 电器营收及占主营比例



资料来源：公司公告

公司主营业务毛利率近年来保持稳定，总体而言百货高于超市高于电器。百货方面近三年毛利率有降低趋势，主要是由于近年新开门店盈利能力尚有待提升，拉低整体毛利率水平；超市方面，公司主营中档产品，定价也较市场同类偏低，压制了超市业态毛利率；电器方面竞争一直较为激烈，电器经销行业整体毛利率不高，但近期公司通过优化产品品类以及增强与供应商谈判力度等手段使电器毛利率略有提升。

图表 13：2012-2016 公司主营业态毛利率 (%)



资料来源：公司公告

3.2、经销模式为主，营收占比超 60%

公司主打以买断式自营为特色的销售模式，从供应商处通过买断方式采购商品后独立负责销售与产品管理，并承担相关风险，该模式下利润主要来源为商品的进销差价。近三年公司经销模式主营收入占比维持在 64% 左右。经销模式占比较大导致公司存货占比较同行可比公司偏高，存货风险管理也成为公司风险管理的重点。

公司采用经销模式进行销售的商品主要为电器、超市商品，以及百货类的家居及部分服饰、鞋帽、化妆品、部分黄金饰品等商品。

公司的快消品牌服饰、化妆品及珠宝首饰主要采用联销模式进行销售。该模式下公司与供应商合作经营，公司下属门店为供应商提供营业场地以便供应商设立品牌专柜，由双方共同负责销售。联销模式下的利润主要来源于零售门店对供应商销售的扣点分成。报告期内，公司经销模式和联销模式收入占比基本保持稳定。

图表 14：2014-2016 公司经销、联销模式收入比例

模式	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
经销	631,356.50	64.48%	646,638.41	64.02%	660,885.77	65.08%
联销	347,802.70	35.52%	363,362.74	35.98%	354,616.39	34.92%
合计	979,159.21	100.00%	1,010,001.15	100.00%	1,015,502.16	100.00%

资料来源：公司公告

除经销、联销外，公司尚有部分营业收入由租赁、加盟销售模式创造。其中租赁模式的形式是由公司提供门面或柜台租赁，根据承租方的销售金额收取租赁费用，租金收入即为租赁模式的收入来源。租赁模式下，公司门店将特定的经营区域划分为一个个门面或柜台，统一规划后租赁给不同品牌，由其自主经营，租赁方自负盈亏。公司的租赁模式主要应用于部分小商品零售柜台租赁，以及快餐店、电影院等门面租赁。

公司的加盟模式主要用于利群便利店业态的开展，该模式下公司指导加盟店的经营，各加盟店独立核算、自负盈亏、人事自主、自行独立承担债权债务和相关的权利义务及法律责任。加盟店根据加盟合同向公司缴纳加盟金和保证金，年金额 2 千至 2 万元不等，公司方面则对加盟店提供员工培训、管理指导等服务。截至 2017 年 1 月 31 日，公司签订了 31 份《特许加盟合同》，加盟商均位于青岛地区。

图表 15：公司租赁、加盟模式收入相对较少，计入其他业务收入

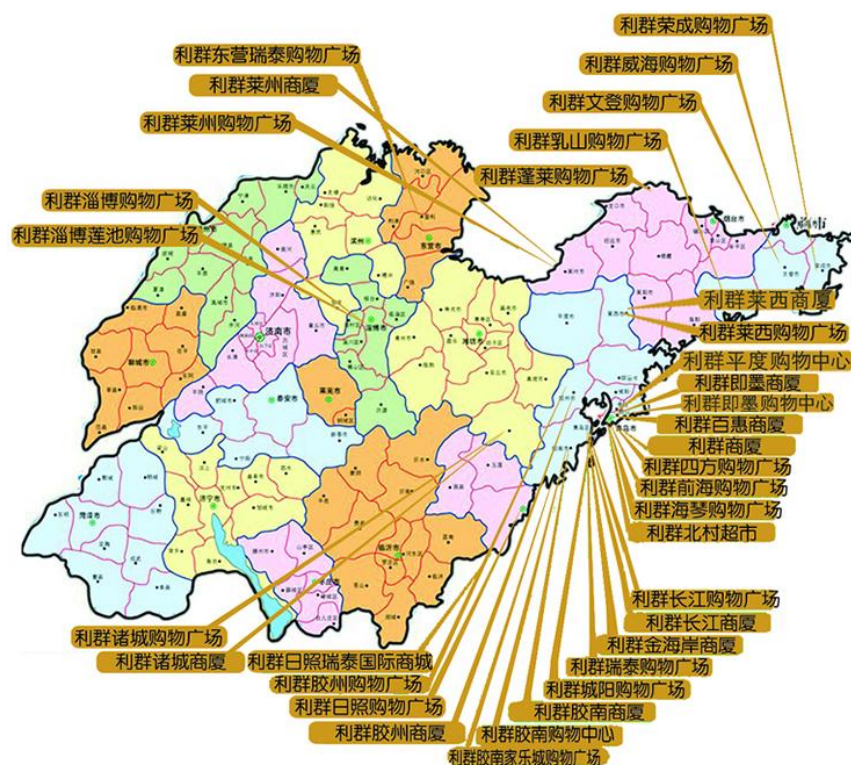
项目	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
主营业务收入	979,159.21	95.13%	1,010,001.15	95.39%	1,015,502.16	95.80%
其他业务收入	50,100.81	4.87%	48,786.42	4.61%	44,487.35	4.20%
合计	1,029,260.02	100.00%	1,058,787.58	100.00%	1,059,989.51	100.00%

资料来源：公司公告

3.3、青岛地区营业收入占比近 80%

截至 2016 年底，公司拥有 43 家各业态门店。公司门店主要布局在青岛及周边地区，其中青岛拥有门店 29 家，威海 4 家，日照 3 家，潍坊、淄博和烟台各 2 家，东营 1 家。

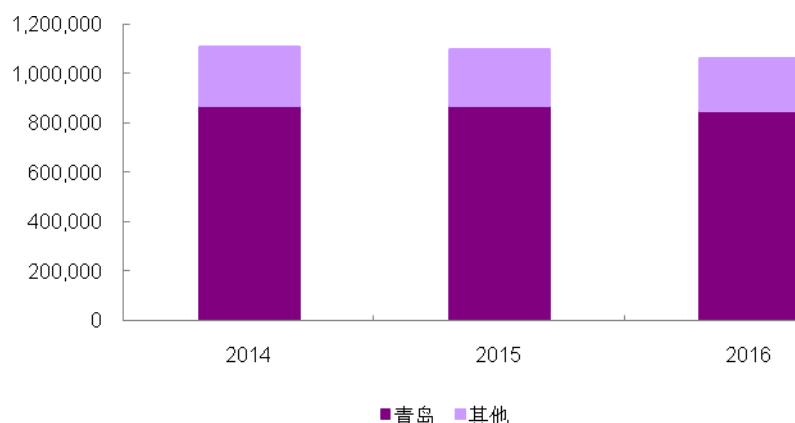
图表 16：公司门店分布图，近七成门店位于青岛市



资料来源：公司官网

门店布局形势决定了青岛地区的营业收入占比偏高，2016 年，青岛地区营业收入占公司营收的 79.75%。一方面是由于公司自青岛起家，在当地市场耕耘多年，精细化管理程度以及费用控制水平更高，坪效得以有效提升。另一方面则是由于青岛作为山东省经济重镇及一线旅游城市，人均收入消费水平较山东其他地区更高，带动了公司青岛地区业务的迅速发展。

图表 17：2014-2016 公司营收按区域划分



资料来源：公司公告

公司主力门店为利群商厦。位于青岛市最繁华的台东商业区，客流量大、商圈品牌影响力高。报告期内，利群商厦门店收入占公司营收总额的比例较高，维持在 16% 以上。其他门店收入较为分散，除利群商厦外，单店营收占总营收比例超过 5% 的门店仅有 4 家。

针对经营多年、效益良好的门店，公司将对其陆续进行升级。通过扩建或装修提高购物环境的舒适度和顾客满意度，同时也会对原有品牌的陈列进行调整。保留知名度较高，经营较好的品牌，淘汰部分竞争力较低的商品，进一步优化品类组合，从而促进消费的持续增长。

图表 18：2016 年营收占总营收 5% 以上门店一览

序 号	门店名称	2016 年度	
		金额（万元）	比例
1	利群商厦	145,998.67	16.90%
2	即墨商厦	76,421.64	8.85%
3	长江购物广场	56,010.49	6.48%
4	四方购物广场	47,507.65	5.50%
5	城阳购物广场	48,457.11	5.61%

资料来源：公司公告

受宏观经济增速放缓和电商冲击影响，公司部分门店业绩有所下降，2014-2016 复合增长率低于 -10% 的门店共有 11 家，上述 11 家门店在 2016 年的主营业务收入合计占公司门店零售收入总额的 9.80%。此类门店大部分为公司于 2010 年前陆续开设的门店，复合增长率较低的原因主要有：1) 门店为传统百货业态类型，未及时调整，增长乏力；2) 外部竞争对手的进驻影响了门店的经营业绩。针对上述经营业绩欠佳的门店，公司将不断通过业态调整、改善品类、提升环境质量等方式改善经营情况。

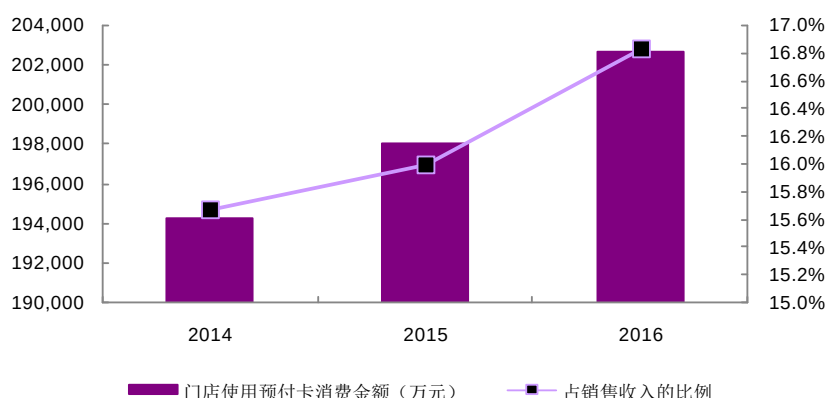
4、区域市场影响力高，物流配送能力强

4.1、深耕山东市场，拥有一定议价能力

公司以青岛市为中心，在山东区域市场打造了较强的品牌知名度。公司坚持自主运营的方针，从门店的选址、设计定位、品牌招商到开业全部由公司自行完成，积累了较多的区域市场零售运营经验，对山东地区的市场环境和消费习惯有深入理解，为公司未来在这一区域的拓展打下了坚实基础。

公司一直致力于为顾客提供高性价比的商品，以此赢得顾客的良好口碑，进一步提高利群品牌的美誉度，积累大量忠实的消费者。目前，“利群”已经成为山东半岛具备较强影响力并受消费者欢迎的知名零售品牌，利群品牌的知名度、美誉度和消费者忠诚度带动了公司的持续发展和销售的不断增长。近三年预付卡消费金额占销售收入比重逐年增长，2016 年达到 16.83%，回暖迹象初显。

图表 19：2014-2016 公司预付卡消费金额占销售收入比重



资料来源：公司公告

公司的区域影响力在供应链方面有所体现。公司通过下属批发类子公司统一进行采购并销售给公司下属及外部零售门店，公司下属批发类子公司依靠日益增长的采购规模，在与供应商的谈判中拥有较强的议价能力，并能取得供应商品的区域代理权，为供应商与公司下属各零售门店建立合作关系提供了便利条件。

4.2、建设区域物流中心，配送能力突出

公司分别于 1997 年和 2002 年设立福兴祥配送和福兴祥物流两家子公司，从事品牌代理和商业物流业务。目前公司拥有李沧、浮山后、胶州三大物流基地，物流基地总占地面积 28.3 万平方米，并在 2010 年就引入冷链物流以布局生鲜加工/配送业务，目前冷链仓储面积达 3.8 万平方米。

图表 20：公司子公司福兴祥三座物流中心位置图



资料来源：高德地图

图表 21：胶州福兴祥物流仓库



资料来源：和讯新闻

公司物流中心拥有配送车辆 200 余辆，能够提供 20 万种商品的配送任务，日配送半径超过 300 公里。能够独立承担生鲜产品、食品饮料、日化用品、衣帽服饰、家用电器等多种商品的仓储和配送工作。物流中心下设生鲜加工配送中心和热加工配送处理中心，具备生产加工、验收仓储、分拣配送和信息处理等功能，能够对采购的蔬菜、水果、畜牧水产、面制产品等短保质期商品进行深加工，并对保质期较短商品的配送提供保证。较强的物流配送能力为门店提供了供应链支撑。此外，公司通过建立批发物流公司，向上游供应商直接采购商品，缩短流通环节以节约成本。

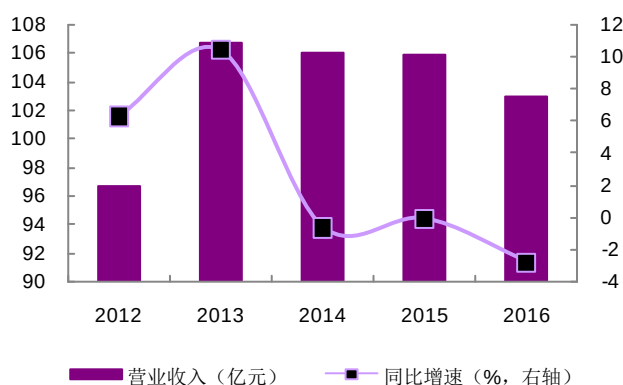
5、财务分析

5.1、营业收入略有下滑，净利润增速不断提高

公司 2014-2016 年营业收入分别为 106, 105.88, 102.93 亿元，同比分别为-0.63%、-0.11%、-2.79%，逐年下滑，以 2013 年为基期的营业收入三年 CAGR 为-1.19%，公司营业收入下滑的原因在于：（1）随着我国城市化水平提高，区域商业企业发展较快，国外大型零售企业也纷纷进入中国市场，公司面临的竞争加剧；（2）成熟商圈驻扎较多知名零售连锁企业，经济相对发达地区的零售行业竞争日趋激烈；（3）电商冲击。

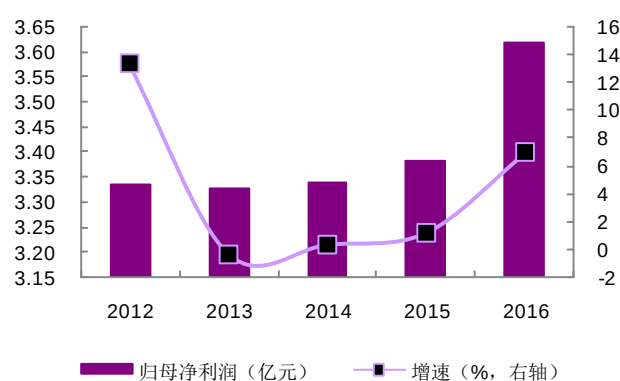
2014-2016 年，公司净利润分别为 3.34, 3.38, 3.62 亿元，同比增长 0.42%, 1.27%, 7.01%，以 2013 年为基期的三年净利润 CAGR 为 2.86%，相对营收而言有较好涨幅，其原因在于：（1）公司自建批发物流公司，直接向上游供应商采购，缩短流通环节以降低成本；（2）积极拓展自有品牌，提升自营比例，并开发高毛利产品。

图表 22：2012-2016 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告

图表 23：2012-2016 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告

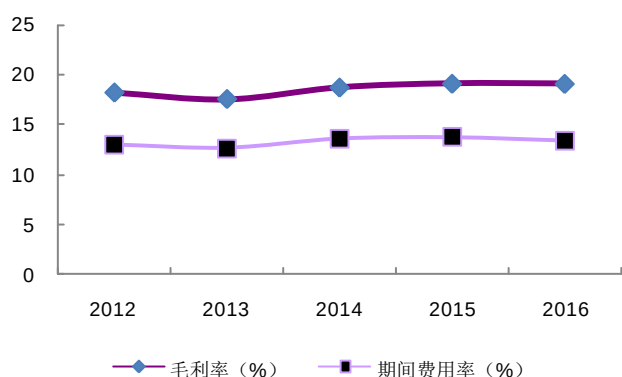
5.2、毛利率维持平稳，期间费用增幅合理且可控

近三年公司毛利率基本保持在稳定水平，2014-2016 年，公司综合毛利率水平分别为 18.79%, 19.18%, 19.16%，公司毛利率在山东省内竞争环境较为激烈的环境下，能够保持稳定的主要原因在于：（1）公司利用利群品牌的知名度、美誉度和顾客忠诚度，大力拓展自有品牌“利群商城”的电子商务业务，通过线上线下销售相结合的方式有效降低风险；（2）虽然公司 43 家门店中，其中 32 家的全部或部分物业以租赁方式经营，但公司租赁的大部分物业合同签署日期较早，租期较长、租金较低，且公司在山东地区以其较强的知名度、美誉度和顾客忠诚度获得大批消费者的信赖和支持，能保证租约的顺利执行，有助于锁定租金成本。

2014-2016 年，公司期间费用率分别为 13.68%, 13.81%, 13.46%，较为稳定。期间费用拆分看：2014-2016 年，销售费用率分别为 8.29%, 8.65%, 8.68%，较为稳定。公司销售费用主要由销售人员职工薪酬、租赁费、水电费、折旧费及长期待摊费用摊销构成。14 到 15 年销售费用率增幅相对较大，部分原因是公司门店数量和营业面积的增加以及由于房价上升引

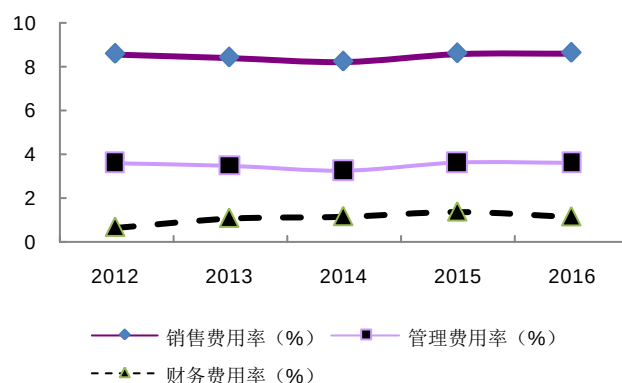
起的租金的增加；管理费用率分别为 3.27%、3.66%、3.65%，主要包括职工薪酬、办公费、折旧费、无形资产摊销、税金等，报告期内管理费用率有所增长的原因系：（1）职工工资薪酬水平不断提高，公司人力成本上升；（2）公司不断提高自有物业比例，固定资产的投资与采购增加，相应其折旧与摊销增加；财务费用率分别为 1.15%、1.36%、1.14%，主要包括利息净支出和金融手续费，较为稳定。

图表 24：2012-2016 公司毛利率与期间费用率



资料来源：公司公告，可比公司包括银座股份、重庆百货、步步高

图表 25：2012-2016 公司期间费用率拆分



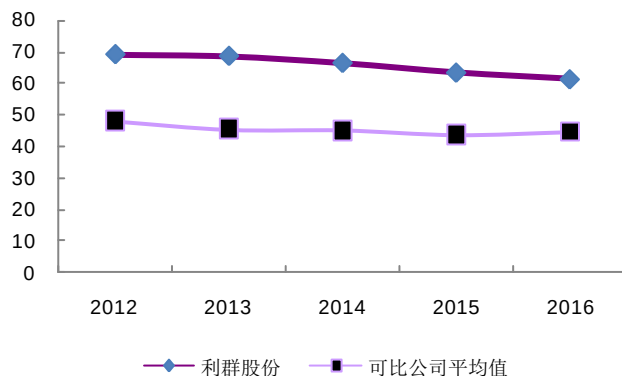
资料来源：公司公告，可比公司包括银座股份、重庆百货、步步高

5.3、资产负债率偏高，偿债能力低于行业平均水平

从资产负债率来看，2014 年至 2016 年公司的资产负债率分别为 66.58%、63.48%、61.37%。公司资产负债率较同行业可比公司偏高，但近三年持续下降。负债方面，公司长期债务占比极小，流动负债中短期借款比例较高，主要由保证借款和抵押借款组成。公司作为当地知名零售企业，与当地各大银行保持着良好的借贷关系，债务风险较低。

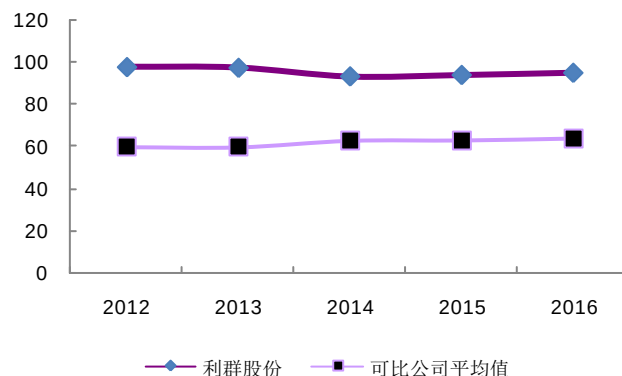
2014-2016 年公司的流动比率为 0.55、0.61、0.65，速动比率为 0.19、0.24、0.31，都显著低于同行可比公司。主要是由于公司近年为积累自有物业增加较多资本性支出，使得货币资金等流动资产减少，以及公司的买断式自营的经营模式导致存货较多所致。

图表 26：2012-2016 公司与可比公司资产负债率



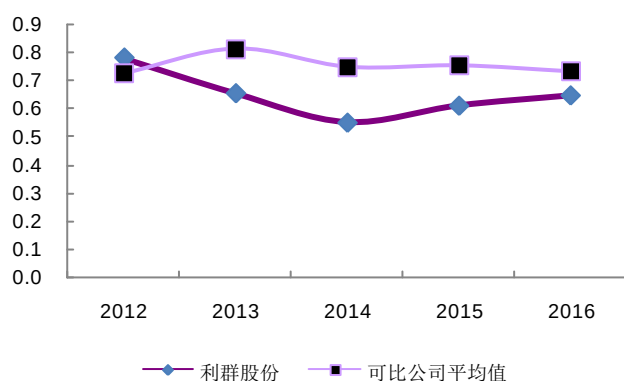
资料来源：公司公告，可比公司包括银座股份、重庆百货、步步高

图表 27：2012-2016 公司与可比公司流动负债占负债总额比例



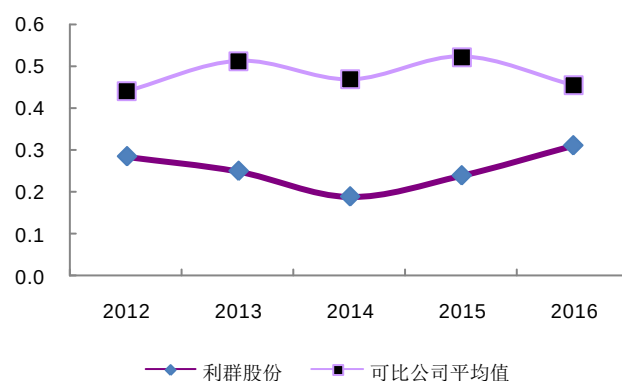
资料来源：公司公告，可比公司包括银座股份、重庆百货、步步高

图表 28: 2012-2016 公司与可比公司流动比率



资料来源：公司公告，可比公司包括银座股份、重庆百货、步步高

图表 29: 2012-2016 公司与可比公司速动比率



资料来源：公司公告，可比公司包括银座股份、重庆百货、步步高

5.4、经营模式拉低营运能力指标，总体合理可控

2014-2016 年，公司应收账款周转率分别为 139.48 次，104.34 次，86.11 次，在零售行业中属于较高水平。公司客户主要为个体消费者，销售结算以现金为主，无大量应收账款，但公司下属批发类子公司近年来不断开发外部零售客户，应收账款相应有所增加，导致近年公司应收账款周转率呈下降趋势。

2014-2016 年，公司存货周转率为 5.31 次，5.71 次，5.77 次，较行业平均水平偏低，公司经营模式以买断式自营为主的经营模式决定了公司存货数量高于同行业联营为主的零售企业，拉低了公司存货周转率。总体来看，2014-2016 年公司总资产周转率分别为 1.62/ 1.58/ 1.49，与行业平均水平相近。

6、募投项目分析

公司本次公开发行股份所募集到的资金主要将用于连锁百货发展、门店装修、物流中心四期以及电子商务平台升级四大项目。拟投入募集资金 14.97 亿元，占四项目投资总额（17.08 亿元）的 87.65%。若本次发行募集资金不足，不足部分公司将通过自筹资金解决；若有剩余，多余部分将用于补充公司日常经营所需的流动资金。如果本次发行募集资金到位之前公司需要根据项目的实际情况先期投入，公司将以自筹资金先行投入上述项目，并在募集资金到位之后用募集资金予以置换。具体资金使用计划见下表：

图表 30: IPO 募集资金投资项目的资金使用计划及备案情况

序号	募集资金投资项目	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	项目备案情况
1	连锁百货发展项目	68,352.56	50,352.56	青发改服务备[2013]5 号
2	门店装修升级项目	45,983.78	42,932.49	青发改服务备[2016]2 号
3	城市物流配送中心 四期项目	43,960.60	43,960.60	胶发改审[2015]25 号
4	电子商务平台升级 项目	12,469.35	12,469.35	青发改（备）[2013]7 号
合计		170,766.29	149,715.00	

资料来源：公司公告

连锁百货发展项目

连锁百货发展项目既涉及了对青岛本地即墨、莱西、平度三地的区域扩张，也包含了江苏连云港门店项目，旨在扩大公司经营范围，为未来进一步跨区域发展做好准备。公司新门店仍将以百货、超市及电器为主业。截至公司招股意向书签署日，即墨、莱西和平度三地的物业已开业并投入使用，投资进度与募集资金计划保持一致。连云港物业尚未建设完毕并交付使用，预计于 2017 年四季度开业并投入使用。

图表 31：连锁百货发展项目投资情况

序号	项目实施地点	项目总投资额（万元）	物业取得方式
1	即墨	22,286.85	购买
2	莱西	11,864.35	购买
3	平度	18,401.36	购买
4	连云港	15,800.00	购买

资料来源：公司公告

城市物流配送中心四期项目

公司在青岛、胶州和李沧拥有三座物流中心，考虑到未来的门店扩张计划以及现有物流中心趋于满负荷状态的现实，公司拟在胶州区域投资建设城市物流配送中心四期项目，将建成 8 万平米的常温物流中心以及 2 万平米的中央厨房（热加工中心），拓展物流仓储面积，加强加工处理能力。建设成以胶州物流中心为核心，辐射整个山东及其周边地区的统一物流配送网络。具体投资情况见下表：

图表 32：城市物流配送中心四期项目投资情况

序号	投资类别	投资金额（万元）	占总投资额比例
1	工程建设费用	25,000.00	85.08%
1.1	建筑工程费用	17,000.00	38.67%
1.2	工程装修费用	8,000.00	18.20%
1.3	设备购置费用	12,400.00	28.21%
2	铺底流动资金	6,560.60	14.92%
总计		43,960.60	100.00%

资料来源：公司公告

门店装修升级项目

该项目包含了对公司现有门店中 14 家的装修升级，包括商场外墙改造，内部设施装修，商品组合调整及品类优化，公司希望通过装修升级提升现有门店档次，提高品牌形象，增强客户吸引力。具体装修门店和投资情况如下：

图表 33：项目涉及改造门店及对应投资额一览

序号	实施主体	项目总投资额（万元）	占总投资比例
1	利群商厦	20,233.08	44.00%
2	四方购物广场	3,121.67	6.79%
3	即墨商厦	2,780.99	6.05%
4	长江购物广场	3,455.76	7.52%
5	城阳购物广场	2,383.60	5.18%
6	青岛瑞泰购物广场	2,416.39	5.25%
7	胶州购物广场	3,833.75	8.34%
8	胶南购物中心	1,541.73	3.35%
9	莱西购物广场	805.5	1.75%
10	胶南家乐城购物广场	1,430.28	3.11%
11	海琴购物广场	1,171.78	2.55%
12	前海购物广场	995.48	2.16%
13	百惠商厦	1,421.37	3.09%
14	胶南商厦	392.4	0.85%
合计		45,983.78	100.00%

资料来源：公司公告

电子商务平台升级项目

本项目包括公司网上商城系统改进及物流仓储设施改善两部分。公司网上商城“利群商城”始建于 2008 年，积累了一定线上运营经验。本次升级旨在进一步提升网购消费者用户体验，拓展 B2C 业务，实现线上线下协同发展。

图表 34：电子商务平台省级项目投资情况

序号	投资类别	金额（万元）	占建设投资比例
1	设备购置费用	4,861.90	38.99%
2	软件购置费用	652.00	5.23%
3	市场开拓支出	3,500.00	28.07%
4	铺底流动资金	3,455.45	27.71%
总计		12,469.35	100.00%

资料来源：公司公告

7、估值水平与投资评级

7.1、前提假设

- (1) 2017-2019 年，公司净新增门店数分别为 2/ 2/ 2。
- (2) 2017-2019 年，公司营业收入增长率分别为 -1.1%/ 1.3%/ 2.83%。
- (3) 2017-2019 年，公司综合毛利率分别为 19.19%/ 19.21%/ 19.26%。
- (4) 2017-2019 年，公司其他业务收入占主营业务比例为 5%/ 5%/ 5%。
- (5) 2017-2019 年，公司销售费用率分别为 8.65%/ 8.55%/ 8.50%，管理费用率分别为 3.65%/ 3.60%/ 3.55%，财务费用率分别为 0.07%/ -0.08%/ -0.26%。

在以上假设成立的前提下，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49/ 0.53/ 0.55 元，以 2016 年为基期的三年归母净利润 CAGR 为 9.7%。

图表 35：公司收支拆分与预测（2016-2019）

单位：万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,029,260.02	1,017,944.53	1,031,193.18	1,060,408.55
营业收入增速%	-2.79%	-1.10%	1.30%	2.83%
营业成本	832,040.97	822,603.36	833,061.46	856,163.36
综合毛利率%	19.16%	19.19%	19.21%	19.26%
门店总数	43	45	47	49
新增门店数	2	2	2	2
主营收入	979,159.20	969,470.98	982,088.74	1,009,912.91
主营收入增速%	-3.05%	-0.99%	1.30%	2.83%
主营成本	831,134.48	821,633.89	832,079.37	855,153.44
主营毛利率%	15.12%	15.25%	15.27%	15.32%
其他业务收入	50,100.81	48,473.55	49,104.44	50,495.65
其他业务收入增速%	2.69%	-3.25%	1.30%	2.83%
其他业务占主营比%	5.12%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务成本	906.82	969.47	982.09	1,009.91
其他业务毛利率	98.19%	98.00%	98.00%	98.00%
主营业务收入拆分到业态				
百货				
营业收入	453,751.23	440,138.69	444,540.08	457,876.28
占主营收入比例	46.34%	45.40%	45.26%	45.34%
收入增速%	-4.26%	-3.00%	1.00%	3.00%
成本	377,318.34	365,315.12	368,968.27	380,037.31
毛利率%	16.84%	17.00%	17.00%	17.00%
超市				
营业收入	393,731.13	401,605.75	413,653.93	434,336.62
占主营收入比例	40.21%	41.43%	42.12%	43.01%
收入增速%	0.25%	2.00%	3.00%	5.00%
成本	336,427.67	341,364.89	351,605.84	369,186.13
毛利率%	14.55%	15.00%	15.00%	15.00%

电器				
营业收入	131,676.84	127,726.53	123,894.74	117,700.00
占主营收入比例	13.45%	13.17%	12.62%	11.65%
收入增速%	-8.10%	-3.00%	-3.00%	-5.00%
成本	117,388.47	114,953.88	111,505.26	105,930.00
毛利率%	10.85%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：光大证券研究所

7.2、相对估值

按照申万行业分类，公司属于多业态零售行业，与公司主营业务、经营区域相似的 A 股上市公司主要有银座股份、重庆百货、步步高 3 家，这 3 家上市公司的市盈率大致处于 25 倍到 225 倍之间。

根据公司利润增长潜力以及行业发展空间，我们给予公司股票 6 个月 14.50 元的目标价，对应于 2017 年 30X 市盈率。

图表 36：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS				PE				CAGR -3/2016	PEG -2016	PB 16 年	市值 亿元
	04.12	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年				
利群股份	12.70	0.42	0.49	0.53	0.55	30.24	25.92	23.96	22.28	9.7%	3.09	3.98	36.05
银座股份	9.74	0.04	0.14	0.20	0.21	229.46	67.83	48.00	46.36	70.41%	3.26	1.70	50.65
重庆百货	24.28	1.03	1.21	1.42	1.65	23.57	20.06	17.15	14.74	16.94%	1.39	2.12	98.71
步步高	13.37	0.15	0.19	0.23	0.29	87.04	68.60	58.67	46.78	22.99%	3.79	1.87	115.50

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所；

7.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：（1）长期增长率：公司属于百货、超市复合的多业态零售行业，增长较为稳定，故假设长期增长率为 1%；（2） β 值选取：采用申万多业态零售的 β (0.94) 作为公司无杠杆 β 的近似。（3）税率：考虑到公司的实际情况和门店扩张速度，我们假设未来几年公司所得税率为 30%。

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta(\text{levered})$	1.20
$R_m - R_f$	7.43%
$K_e(\text{levered})$	12.31%
税率	30.00%
Kd	3.18%
Ve	4962.7
Vd	1924.5
目标资本结构	27.94%
WACC	9.76%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2356.16	16.64%
第二阶段	5671.00	40.05%
第三阶段 (终值)	6134.38	43.32%
企业价值 AEV	14161.54	100.00%
加: 非经营性净资产价值	592.79	4.19%
减: 少数股东权益 (市值)	0.83	-0.01%
减: 债务价值	1924.47	-13.59%
总股本价值	12829.03	90.59%
股本 (百万股)	860.50	-
每股价值 (元)	14.91	-
PE (隐含)	30.40	-
PE (动态)	25.90	-

资料来源: 光大证券研究所

敏感性分析

WACC	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
7.26%	19.41	20.10	20.89	21.80	22.85
7.76%	17.93	18.52	19.17	19.92	20.78
8.26%	16.63	17.12	17.67	18.29	19.00
8.76%	15.46	15.88	16.34	16.86	17.45
9.26%	14.41	14.77	15.17	15.61	16.10

资料来源: 光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	15	12 - 19	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	14	12 - 17	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所

7.4、估值结论与投资评级

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49/ 0.53/ 0.55 元, 以 2016 年为基期的三年归母净利润 CAGR 为 9.7%。我们给予公司股票 6 个月 14.5 元的目标价, 对应于 2017 年 30X 市盈率, 首次覆盖, 评级为增持。

7.5、股价驱动因素

- (1) 宏观经济增速稳步提升, 居民收入增速稳步提升。
- (2) 国家出台针对零售业的扶持政策。
- (3) 跨区域扩张取得超预期进展

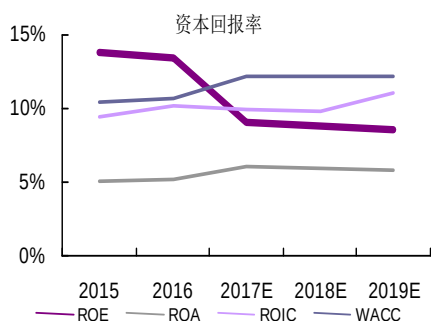
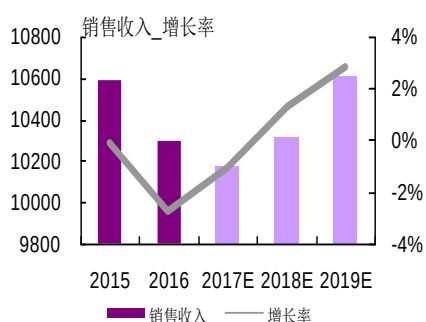
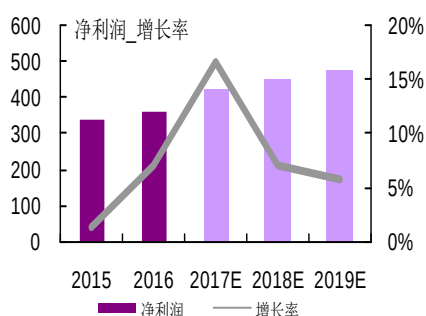
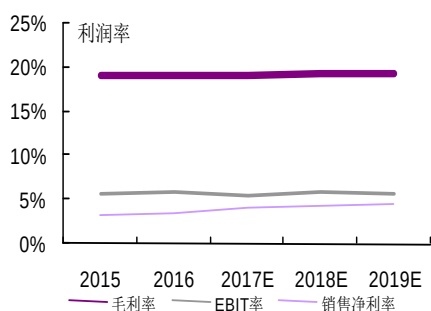
8、风险分析

(1) 经营区域较为集中

公司零售业务的经营区域集中在山东省内，截至 2016 年末，公司开设的 43 家门店集中在青岛及周边诸市，公司经营状况受青岛地区及山东省的经济发展水平、人均消费水平和习惯、经营竞争环境等因素影响较大。

(2) 存货跌价风险

由于公司实现买断式自营的销售模式，公司存货占比较同行公司偏高。近三年公司存货占流动资产的比重分别为 65.31%、60.57%和 51.79%，存在一定跌价风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10588	10293	10179	10312	10604
营业成本	8557	8320	8226	8331	8562
折旧和摊销	202	200	347	364	379
营业税费	73	79	81	82	85
销售费用	907	893	881	882	901
管理费用	401	375	372	371	382
财务费用	154	117	8	-9	-28
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	451	463	572	607	635
利润总额	472	504	603	646	682
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	338.17	361.87	421.95	451.82	477.43

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	6758	7059	6990	7569	8177
流动资产	2475	2679	2845	3559	4395
货币资金	540	674	823	1484	2293
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	108	131	137	147	151
应收票据	3	8	3	3	3
其他应收款	44	136	132	124	117
存货	1499	1388	1411	1460	1482
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	-20	0	0
固定资产	2602	2562	2569	2540	2419
无形资产	668	586	557	529	503
总负债	4290	4332	2289	2301	2383
无息负债	1992	2368	2068	2080	2162
有息负债	2298	1963	221	221	221
股东权益	2468	2727	4701	5153	5631
股本	685	685	861	861	861
公积金	700	730	2149	2194	2242
未分配利润	1083	1312	1691	2098	2528
少数股东权益	0	0	0	0	1

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	740	926	515	852	932
净利润	338	362	422	452	477
折旧摊销	202	200	347	364	379
净营运资金增加	1	-323	312	47	-42
其他	199	687	-566	-11	117
投资活动产生现金流	-180	-284	-168	-200	-150
净资本支出	-172	-204	-200	-200	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-8	-80	32	0	0
融资活动现金流	-434	-539	-197	9	28
股本变化	0	0	176	0	0
债务净变化	-192	-335	-1742	0	0
无息负债变化	35	377	-301	12	82
净现金流	127	104	149	661	809

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-0.11%	-2.79%	-1.10%	1.30%	2.83%
净利润增长率	1.27%	7.01%	16.60%	7.08%	5.67%
EBITDA 增长率	5.90%	-0.93%	13.27%	6.15%	2.44%
EBIT 增长率	5.82%	-0.90%	-6.69%	6.84%	1.50%
估值指标					
PE	32	30	26	24	23
PB	4	4	2	2	2
EV/EBITDA	13	13	12	10	9
EV/EBIT	18	17	19	16	15
EV/NOPLAT	25	24	25	24	21
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.18%	19.16%	19.19%	19.21%	19.26%
EBITDA 率	7.63%	7.78%	8.91%	9.33%	9.30%
EBIT 率	5.72%	5.83%	5.50%	5.80%	5.73%
税前净利润率	4.46%	4.90%	5.92%	6.26%	6.43%
税后净利润率 (归属母公司)	3.19%	3.52%	4.15%	4.38%	4.50%
ROA	5.00%	5.13%	6.04%	5.97%	5.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.70%	13.27%	8.98%	8.77%	8.48%
经营性 ROIC	9.41%	10.16%	9.93%	9.83%	11.04%
偿债能力					
流动比率	0.61	0.65	1.36	1.69	2.01
速动比率	0.24	0.31	0.69	1.00	1.33
归属母公司权益/有息债务	1.07	1.39	21.27	23.31	25.47
有形资产/有息债务	2.61	3.22	28.53	31.27	34.14
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.39	0.42	0.49	0.53	0.55
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.86	1.08	0.60	0.99	1.08
每股自由现金流(FCFF)	0.59	0.91	0.32	0.69	0.89
每股净资产	2.87	3.17	5.46	5.99	6.54
每股销售收入	12.30	11.96	11.83	11.98	12.32

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

唐佳睿，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料工学士，上海外国语大学英语系、日语系双本科、文学士，获得 CFA、CAIA、FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中银国际证券、中信证券和海富通基金。2010-2016 年新财富最佳分析师零售行业第 10/6/5/5/6/6/6 名，2011-2015 年“水晶球奖”最佳分析师商贸零售行业第 6/1/4/4/5 名，2011 和 2012 年“金牛奖”第 5 名，2011 年证券通-中国金牌分析师排行榜商业零售第 1 名，2012 年证券市场周刊金手指奖零售行业第 1 名，2012/13 年第一财经最佳分析师零售行业第 3/4 名，2013/2015/2016 年“天眼”中国最佳证券分析师商业贸易行业盈利预测最准分析师第 1/3/2 名，2013 年 Starmine，A+H 股零售组最佳盈利预测第 1 名，2015 年 Wind 蚂蚁分析师第 4 名，2014-2016 慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第 1/3/3 名，并获得白金分析师荣誉称号。2016 年每市软件模拟组合零售行业绝对收益/相对收益均为行业第一。2016 东方财富最佳分析师零售行业第三名。2017 年福布斯中国最佳分析师 50 强，最佳预测盈利能力分析师。精通英日德三国语言。优势：专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

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，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。

本证券研究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。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
北京	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com