

## 胶东地区生鲜霸主，内生外延加速扩张，维持推荐

### 投资看点：

- 1. 胶东超市龙头，综超统领多业态体系。**深耕威海市40余载，公司已成为胶东地区连锁超市龙头企业。尽管公司旗下大卖场、综合超市、百货、便利店与专业店五大业态共同发展，但综超核心地位不可撼动。2019年前三季度规模与业绩表现符合预期，实现总营收112.65亿元，同比增长17.89%；归母净利润3.51亿元，同比增长16.70%；截止2019Q3，公司门店共763家，新增53家，关闭22家，全年预计新增100家。
- 2. 深耕生鲜市场获取增量，CPI与集中度保障存量。**集聚客引流与消费升级趋势等特点于一身的生鲜市场18年规模达1.91万亿，超市渠道在其中占比仍有巨大提升空间，深耕生鲜市场将保障超市企业未来增量。我国超市行业步入成熟期后，短期存量市场将受益于CPI上涨（10月CPI 3.8%）的外部因素。长期，我国超市行业18年CR4仅为24.5%，低于美国38%。伴随外资退出，国内企业兼并收购或成未来主旋律。
- 3. 供应链与渠道布局战略优势明显，成就区域性龙头。**全球直采保障产品质优价低，中央厨房与自有品牌打造生鲜独特优势，提升毛利率；铺设“一体化辐射网络+区域化高频配送”的仓储物流网络，保证供应链高效运转；实施区域密集布局战略，以大卖场为打开市场，然后以综超以及便利店等辅助业态进行加密式布局形成多业态协同效应，充分发挥产品和供应链优势，巩固区域垄断的市场地位，成为“泛区域”龙头。
- 4. CPI上行趋势与省内外加速扩张，保障公司未来发展。**短期CPI上升趋势不减，推动超市企业同店表现。中长期，省内外可开拓市场空间巨大，预计2020年山东省内超市市场规模将突破3700亿元。省内扩张一方面通过兼并收购快速布局，另一方面通过合伙人制度激发团队潜力，缩短培育期；省外市场外延并购频发加快跨省经营推进速度，供应链覆盖范围内试点跨省自营门店。
- 5. 配置建议：CPI上行助力业绩增长，估值回归均值。**我们预测公司19-21年实现营收150.07/169.74/191.76亿元，净利润4.96/5.82/6.91亿元，对应PE 30/26/22倍，对应PS 1.00/0.88/0.78倍。若年底CPI累计增速达3%，19年同店营收可达153亿元；若19与20年业绩符合预期增长，将可享受较估值中枢最高超过20%的溢价。
- 6. 风险提示：CPI不及预期的风险；展店不及预期的风险；收购业绩不及预期的风险。**
- 7. 主要财务指标：**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	11330.38	12730.71	15006.87	16974.09	19176.39
增长率(%)	5.14%	12.36%	17.88%	13.11%	12.97%
归母净利润(单位:百万元)	310.74	429.92	496.24	581.87	690.61
增长率(%)	23.68%	38.35%	15.43%	17.26%	18.69%
EPS(元/股)	0.66	0.920	0.82	0.96	1.14
销售毛利率	21.58%	21.77%	21.48%	21.54%	21.80%
净资产收益率(ROE)	13.07%	16.63%	16.51%	17.97%	19.65%
市盈率(P/E)	36.59	26.25	30	26	22
市净率(P/B)	5.92	5.23	4.99	4.63	4.26
市销率(P/S)	1.30	1.15	1.00	0.88	0.78

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止日为2019年12月4日

## 家家悦(603708.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: [liang\\_zb@chinastock.com.cn](mailto:liang_zb@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

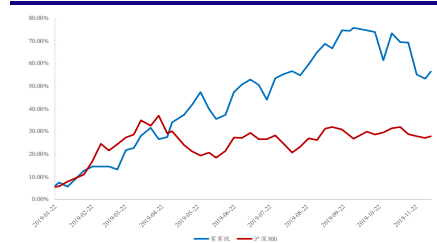
甄唯莹

✉: [zhenweixuan\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn)

章鹏

✉: [zhangpeng\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangpeng_yj@chinastock.com.cn)

### 相对指数表现图 时间 2019.12.4



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】家家悦(603708.SH)\_2018年报跟踪点评\_18年符合预期,维持推荐 2019.04.21

【中国银河研究院\_李昂团队】公司一季度点评\_零售行业\_家家悦(603708.SH)\_一季度业绩略超预期,维持推荐 2019.04.29

【中国银河研究院\_李昂团队】公司半年报点评\_零售行业\_家家悦(603708.SH)\_上半年规模与业绩增长符合预期,维持推荐\_20190825

【中国银河研究院\_李昂团队】公司三季报点评\_零售行业\_家家悦(603708.SH)\_前三季度规模与业绩增长符合预期,维持推荐\_20191029

### 银河价值评判体系

	评分内容	评分范围	2017	2018	2019E
前台	门店存量	(0-10分)	7	8	9
	门店增量	(0-10分)	8	9	9
中后台	营运能力	(0-10分)	7	7	7
	费用管控	(0-10分)	7	8	8
	仓储物流	(0-10分)	8	9	9
总分	(0-50分)	37	41	41	

## 目录

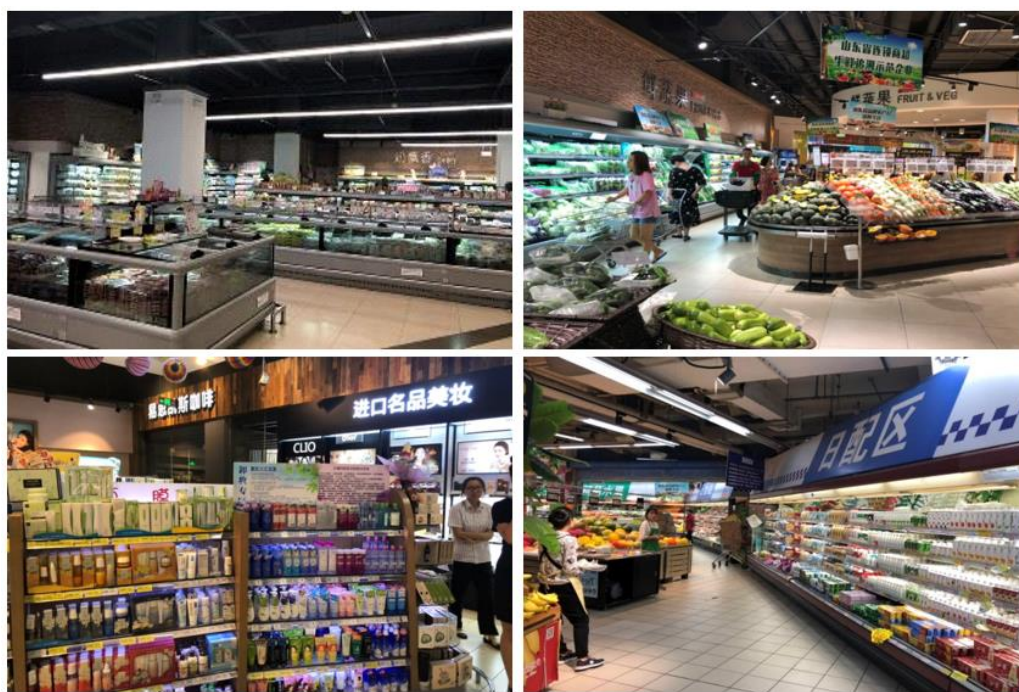
<b>一、公司概况：胶东地区超市龙头</b> .....	<b>3</b>
(一) 公司成长周期：深耕山东 40 年，迎来高速扩张期.....	4
(二) 公司股权结构：管理层控制权稳固，解禁风险难掩股权结构优异.....	5
(三) 公司经营概况：多业态并存，但综超核心不变.....	8
<b>二、无法回避的行业联动性：生鲜市场持续增长支撑增量市场，CPI 上行与集中度提升利好存量市场</b> .....	<b>11</b>
<b>三、牢不可破的公司护城河：上下游结合挖掘生鲜市场潜力，供应链配合加密式布局打造“泛区域”龙头</b> .....	<b>15</b>
(一) “全球直采+中央厨房”，打造“质优价低+自有品牌”的独特优势.....	15
1. 大力发展全球直采模式，构建差异化竞争优势.....	16
2. 下游延伸打造自有品牌，四大支撑系统助力打造独立体系.....	17
(二) 物流辐射网络扩张实现区域高频配送，奠定供应链优势.....	20
(三) 多业态密集布局成就“泛区域”龙头，大卖场与综超引领当下与未来发展.....	22
<b>四、驱动因素：CPI 阶段性上涨助力短期增长，内延外扩保障公司中长期可持续发展</b> .....	<b>25</b>
(一) CPI 短期内仍将持续上行，利好超市同店销售增速.....	25
(二) 省内市场：山东省市场空间远未饱和，内生外延加速开拓省内区域.....	26
1. 山东省市场空间广阔，竞争格局利好区域龙头.....	26
2. 兼并收购与合伙人战略并驾齐驱，加速新区域门店布局.....	27
(三) 省外市场：外延并购频发，跨省经营模式逐渐成熟.....	30
1. 继张家口福悦祥后，再度开启跨省收购.....	30
2. 依托供应链覆盖范围，尝试跨省自营门店模式.....	32
<b>五、公司投资价值分析与预测</b> .....	<b>33</b>
(一) 公司 ROE 分析：高周转与高杠杆促成高回报率.....	33
(二) 公司估值与盈利预测：业绩稳步增长，估值回归合理水平.....	34
<b>六、风险提示</b> .....	<b>36</b>

## 一、公司概况：胶东地区超市龙头

公司成立于1981年6月，是一家立足于山东省内，以大卖场和综合超市为主体，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。

公司在多年的经营发展中始终贯彻以“生鲜为特色”的理念，成为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，现已与200余家合作社及养殖场建立了直接合作关系，与百处农商基地签订了5年以上的长期合同，超过80%的生鲜均保证了“源头直采”。

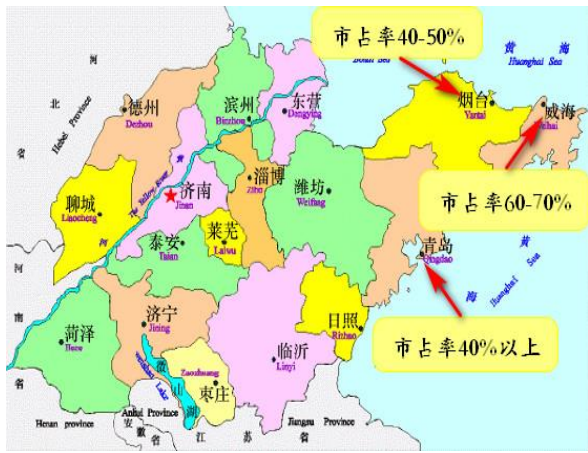
图 1：公司生鲜超市内景



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院整理

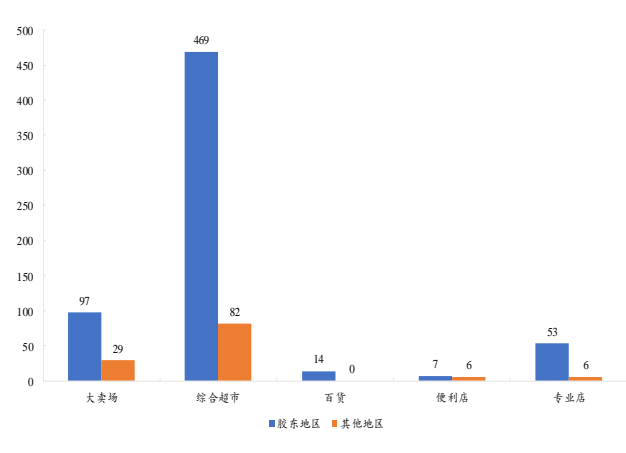
截止2019年前三季度，公司共有连锁门店763家，主要位于山东省内部，覆盖威海、烟台、青岛、济南、张家口等40多个城市与地区，形成了大卖场、综合超市、百货便利店等相结合的多业态综合经营结构。近年来，公司在强化现有网络密度的同时不断拓展新的线下网络，有效提高市场渗透力，区域整体优势得到显著提升：截止2019年三季度末，公司在威海拥有连锁门店超过360余处，市占率达60-70%，在烟台市和青岛市的市占率均达到40%以上，已全面实现“城市社区和乡镇全覆盖、步行10分钟商圈”的经营目标，树立了国内区域密集零售的经营典范。在大力推进门店加密式布局的同时，公司的全国性战略布局也正紧锣密鼓地开展中，在2018年11月进军河北省西北部张家口市场后，公司将2019年年底前于江苏连云港开设门店，并且11月21日晚间公司发布公告拟收购安徽淮北市乐新商贸75%的股权，从而将获得其在安徽淮北市31家超市门店的控制权，进入安徽省市场，可见公司向省外发展的信心与野心十足。

图 2：2016 年公司在山东省内市占率情况（%）



资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理

图 3：2019 年上半年公司各业态门店按地区分布情况（家）



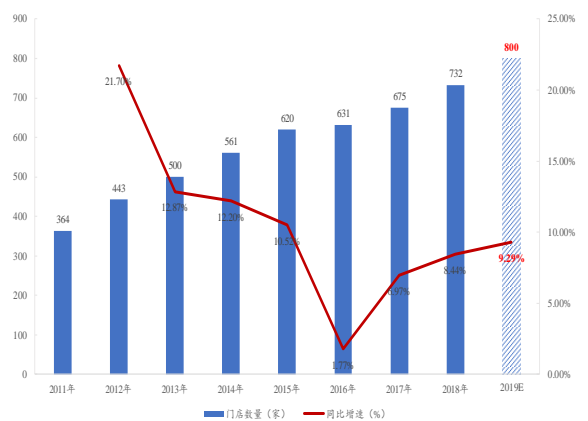
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

## （一）公司成长周期：深耕山东 40 年，迎来高速扩张期

公司前身为山东省威海市糖业烟酒公司，自 1997 年起进行股份合作制改革，2013 年正式变更为家家悦集团股份有限公司，2016 年 12 月 12 日在上交所挂牌上市。公司以超市连锁为主业，历经 40 余载，已经成为山东省内首屈一指的零售业龙头企业。

历经多年发展，公司已树立了强大的区域影响力和良好的品牌口碑，自 2016 年上市后一直处于加速发展阶段，其在胶东消费市场集聚的区位优势将有利于其进一步的鲁西和跨区域扩展战略。2017 年 12 月收购青岛维客，增加 9 家超市门店并吸收青岛维客物流加工中心，巩固胶东地区超市行业霸主地位。2018 年 11 月收购河北张家口福悦祥，新增张家口 11 家门店并在当地投资建设综合物流项目，开启全国扩张第一步。2019 年 11 月，公告称将收购与安徽快乐真棒商贸集团出资设立的安徽淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权，后者在淮北市拥有已开业直营连锁超市门店 31 家、物流中心 1 处以及食品加工厂 1 个，宣告再度加速推进跨省经营。

图 4：11 年-19E 公司各业态门店总数（家，%）



资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理

图 5：12 年-19E 公司历年净增加门店数量（家，%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

**表 1：公司发展历程**

时间	事件
1981 年 6 月	办理完成企业工商登记，登记名称为“山东省威海市糖业烟酒公司”。
1986 年 4 月	经威海市人民政府批准，公司更名为威海市糖茶酒类公司。
1995 年 5 月	第一家门店威海中心店开业，当年实现销售 4000 万元。
1998 年 1 月	经威海市国资局批准，公司正式改制为股份合作制企业，股份总额 250 万元，其中国家股占股 20%。
1999 年 8 月	公司在全国超市行业率先开展生鲜商品自营，首创农超对接模式。
2001 年 4 月	威海物流中心正式启用，初步建立物流配送体系。
2001 年 4 月	所有国家股全部退出，自然人股增资；公司开启跨区域连锁第一步，龙口分店开业，正式确立“家家悦”为公司品牌。
2004 年 11 月	与欧洲最大的自愿连锁体系 SPAR 签约，成为其在国内的第一个正式合作伙伴。
2005 年 11 月	公司第一家百货门店开业，正式进军百货业态。
2007 年 4 月	莱芜物流中心开始进行建设，为拓展鲁西打下坚实的基础。
2011 年 6 月	宝宝悦环球广场店开业，开拓以母婴童为主题的专业购物中心。
2013 年 9 月	九龙城休闲广场精品超市试营业，进口商品超过 50%。
2014 年 8 月	公司首家 24 小时便利店开业。
2016 年 12 月	家家悦在上交所主板挂牌上市（股票代码：603708.SH）。
2017 年 12 月	收购青岛维客 51% 的股权，获得 9 家超市门店及一个加工物流中心。
2018 年 11 月	收购张家口福悦祥 67% 的股权，获得 11 家超市门店，并开始筹划在当地建设仓储物流中心，开启全国扩张第一步。
2019 年上半年	半年报中披露张家口仓储物流中心已开始建设施工，并且公告已签约门店中包含 5 家位于内蒙古乌兰察布的超市与大卖场门店，截止目前尚未开业。
2019 年前三季度	截止 2019 年三季度末，公司共计拥有门店 763 家，净增加 31 家门店；实现营业收入 112.65 亿元，同比增长 17.89%。其中，三季报披露的已签约门店中包含一家位于江苏连云港市的大卖场门店，截止目前尚未开业。
2019 年 11 月	发布公告称拟收购安徽淮北乐新商贸集团，开始涉足安徽淮北市场。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

## （二）公司股权结构：管理层控制权稳固，解禁风险难掩股权结构优异

从公司控制权的稳定性角度出发，公司管理层持股比例较高，实控人明确。家家悦控股集团股份有限公司（简称为“家家悦控股”）目前直接持有公司总股本 58.64% 的股份，并通过其全资子公司威海信悦投资管理有限公司（简称为“威海信悦”）间接持有公司 7.82% 的股份，二者合计持有公司 66.46% 的股份，而本公司董事长王培桓先生持有家家悦控股 44.56% 的股份，为上市公司的实质控制人。截至 2019 年三季度末，公司前五大股东分别为：1) 家家悦控股，持股比例 58.64%；2) 威海信悦，持股比例 7.82%；3) 普信投资公司，持股比例 3.12%；4) 全国社保基金四零六组合，持股比例 2.49%；5) 上海鸿之铭创业投资中心，持股比例 1.78%。

表 2：公司前十大股东情况（更新自 2019 年三季度）

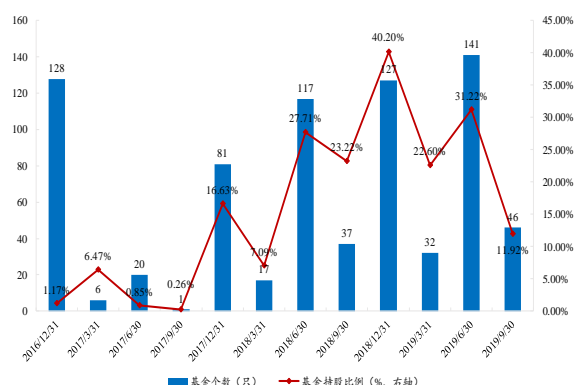
排名	股东名称	方向	期末持股数量 (万股)	报告期内持股数 量变动(万股)	占总股本比 例(%)	持股比例变 动(%)	股本性质
1	家家悦控股集团 股份有限公司	不变	35676.87	-	58.64	-	境内非国有 法人
2	威海信悦投资管 理有限公司	不变	4756.92	-	7.82	-	境内非国有 法人
3	普信投资公司一 客户资金	增加	1898.32	269.87	3.12	0.44%	境外法人
4	全国社保基金四 零六组合	增加	1512.58	559.56	2.49	0.92%	未知
5	上海鸿之铭创业 投资中心(有限合 伙)	减少	1081.67	-338.40	1.78	-0.56%	境内非国有 法人
6	基本养老保险基 金一零零三组合	增加	1020.63	61.58	1.68	0.10%	未知
7	香港中央结算有 限公司	新进	929.68	929.68	1.53	1.53%	境外法人
8	全国社保基金五 零二组合	增加	859.92	20.33	1.41	0.03%	未知
9	平安基金—中国 平安人寿保险股 份有限公司一分 红一个险分红— 平安人寿—平安 基金权益委托投 资 2 号单一资产 管理计划	新进	400.48	400.48	0.66	0.66%	未知
10	全国社保基金四 一三组合	新进	375.01	375.01	0.62	0.62%	未知
<b>合计</b>			<b>48512.06</b>		<b>79.75</b>		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

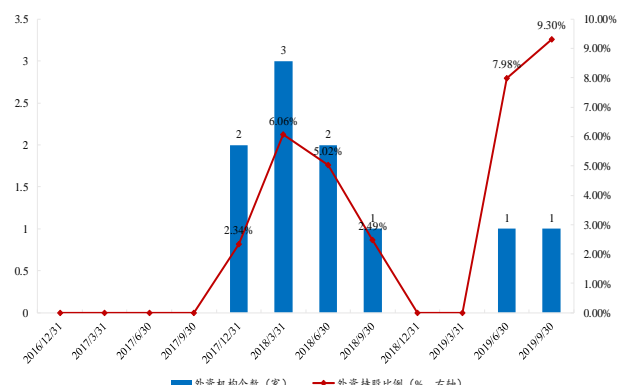
从公司的流通总股本的情况来看，截止 2019 年 12 月 4 日公司并未有任何存续的股权质押，但公司首发原始大股东家家悦控股集团股份有限公司与威海信悦投资管理有限公司合计持有的 4.04 亿股，占公司总股本 66.46% 的限售流通股，将在 2019 年 12 月 13 日解禁。待该部分限售流通股转为流通股后，公司的流通股本将大幅增加，我们预计这一事件在充分释放公司股票流动性的同时也将使得公司面临大股东减持的压力。

从公司流通股的持股结构上来看，除公司实控人、管理层以及首发股东外，基金与外资的身影频频出现。截止 2019 年三季度末，公司流通股股东中基金的个数为 46 家，持股比例占流

通股的 11.92%，相较 19 年上半年基金数量减少 95 家，持股比例降低 19.30%，但依旧显著高于前期低谷时期表现。结合前期持仓变动规律来看，第三季度的减仓大概率象征着短期内基金经理进行获利了结并开始阶段性调整，而非代表公司未来基本面发生恶化；截止 2019 年三季度末，公司流通股股东中外资机构的个数共计 1 家，与上半年持平，但持股比例由上半年的 7.98% 上升至 9.30%，彰显出外资对公司未来实现可持续发展的信心。

**图 6：基金个数与基金持股占流通股比例（只，%）**


资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理

**图 7：外资机构个数与基金持股占流通股比例（个，%）**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

从公司旗下参控股公司情况来看，公司自成立以来一直维持着有序扩张，一方面通过设立控股子公司或全资子公司的方式在山东省内进行扩张或向上下游进行业务拓展，另一方面积极通过兼并收购的方式对胶东地区外的省内区域以及省外市场进行开拓。截止 2019 年 Q3，公司共计拥有全资或控股子公司 35 家，较年初新增“河北家家悦连锁超市有限公司”以及“张家口万全区福祥物流配送有限公司”，二者源自于公司收购的张家口福悦祥超市有限公司。

**表 3：公司旗下纳入合并范围的子公司明细**

序号	公司名称	持股比例 (%)	
		直接	间接
1	山东家家悦超市有限公司	100	-
2	烟台市家家悦超市有限公司	80	20
3	山东十八乐超市有限公司	90	10
4	威海家家悦生鲜加工配送有限公司	96.25	3.75
5	威海海悦纺织有限公司	90	10
6	威海海悦广告有限公司	90	10
7	山东荣光实业有限公司	90	10
8	荣成麦香苑食品有限公司	100	-
9	山东家家悦物流有限公司	90	10
10	济南十八家家悦超市有限公司	100	-
11	威海家家悦石油有限公司	90	10

12	威海奇爽食品有限公司	51	-
13	威海环城贸易有限公司	100	-
14	青岛十八家家悦超市有限公司	100	-
15	山东尚悦百货有限公司	100	-
16	荣成尚悦百货有限公司	100	-
17	文登家家悦超市有限公司	100	-
18	临沂家家悦超市有限公司	90	10
19	淄博家家悦超市有限公司	100	-
20	烟台十八家家悦超市有限公司	100	-
21	香港海悦贸易有限公司	100	-
22	威海云通信息科技有限公司	100	-
23	烟台市顺悦物流有限公司	100	-
24	莱芜市十八乐物流有限公司	-	100
25	上海家联多实业有限公司	-	100
26	沃德佳（青岛）供应链管理有限公司	-	51
27	青岛维客商业连锁有限公司	51	-
28	青岛满家好生活超市有限公司	-	51
29	青岛四季工坊食品配送有限公司	-	51
30	青岛平度维客购物中心有限公司	-	51
31	莱阳维客购物中心有限公司	-	51
32	青岛天天配送物流有限公司	-	51
33	青岛维客胶南购物中心有限公司	-	51
34	河北家家悦连锁超市有限公司	67	-
35	张家口万全区福祥物流配送有限公司	-	67

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

### （三）公司经营概况：多业态并存，但综超核心不变

公司的门店经营业态分为大卖场、社区和农村综合超市、百货、便利店和宝宝悦等专业店五种品类，其中大卖场和综合超市为经营重点。至于百货与专业店，公司主要将二者与大卖场开设在一处充当为消费者提供“一站式”消费体验的作用。

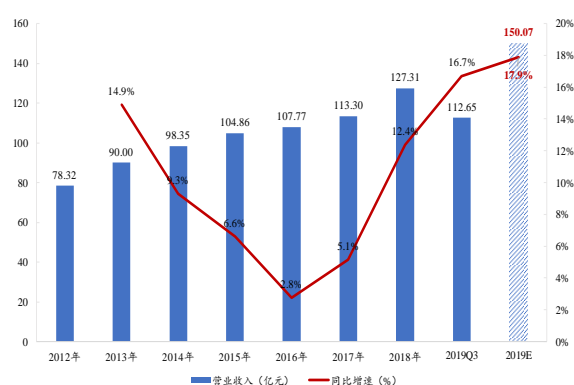


**表 4：公司各经营业态的定义与分类**

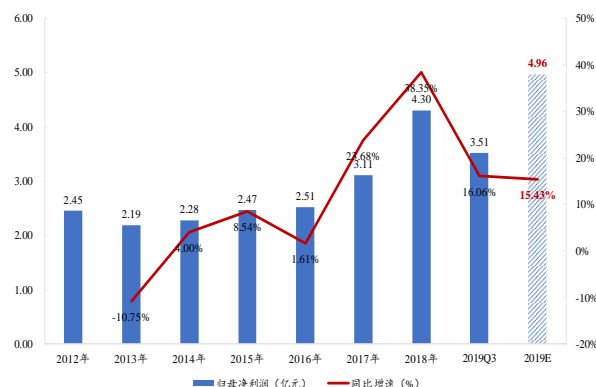
业态	特点
大卖场	衣、食、日用品齐全的大型超市，经营面积一般在 3000 平方米以上
综合超市	以经营食品（包括生鲜和包装食品）和日常必需品为主的综合性超市，经营面积一般在 3000 平方米以下
其中：社区综合超市	开设在城市的综合超市，主要面向社区居民
农村综合超市	开设在村镇的综合超市，主要面向村镇居民
便利店	位于居民区附近，以经营即时性商品、满足便利性需求为主的小型超市，经营面积一般在 200 平方米以下
百货	采取柜台销售和开架面售百货商品的综合性商场
专业店	专门销售电器、母婴用品或提供快速餐饮服务的专业性商店

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

**规模与业绩增速实现 V 型反转，维持同步增长。**2014-2018 年公司营业收入从 98.35 亿元增至 127.31 亿元，CAGR 为 6.66%；公司归母净利润从 2.28 亿增长至 4.3 亿，CAGR 为 17.21%。自 2014 年以来，受制于国内经济增长态势放缓，全国五十家大型零售企业零售额同比下降 0.7%，公司营收和净利润增速减缓，2016 年零售行业开始回暖，全国 50 家大型零售企业商品零售额从 9 月起保持同比正增长态势。与此同时，公司自身展店增速和区域市场渗透率上升，双重因素共同推动之下公司实现规模与业绩增速快速提升，并且自此之后保持稳定地同步增长。截止 2019 年前三季度，公司实现营业收入 112.65 亿元，同比增长 17.89%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比增加 16.70%，规模增量一方面来自于公司于年内纳入合并报表范围的河北家家悦连锁超市（张家口福悦祥超市）旗下的 11 家门店，另一方面是源自于公司大卖场与综合超市的同店销售在 CPI 加速上升周期下实现了可观同比增长，而业绩增量一方面受大卖场与综合超市业态的毛利率小幅提升扩大了公司的毛利空间，另一方面是受益于公司对前期收购的青岛维客以及张家口福悦祥超市在管理与经营效率方面的优化使得费用端下降。

**图 8：2014 年-2019E 营业总收入（亿元）**


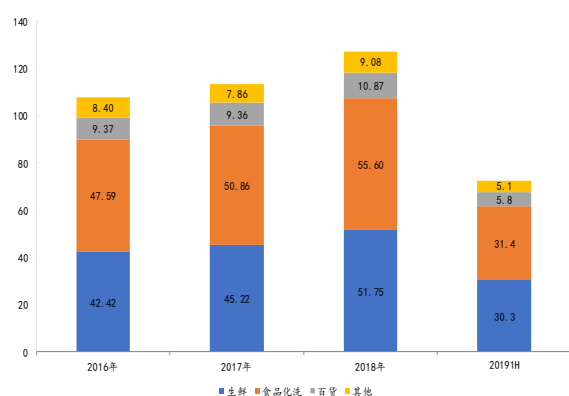
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

**图 9：2014 年-2019E 归母净利润（亿元）**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

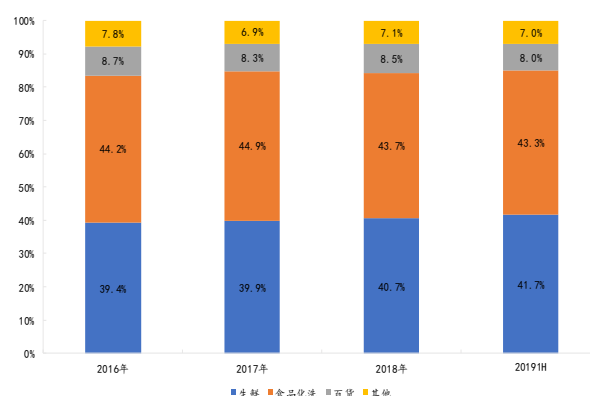
从收入结构来看，食品化洗与生鲜这两大板块作为公司核心业态超市与大卖场的主要商品类别，2019年上半年营收占比合计达到85.01%，二者占比分别为41.74%/43.28%。二者之间，生鲜作为公司近年来的主要发展战略，营收占比逐年提升，而食品化洗相应的则逐年减少，预计未来生鲜将取代食品化洗成为公司的第一大营收贡献商品。

图 10：公司主营业务收入按商品品类拆分（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

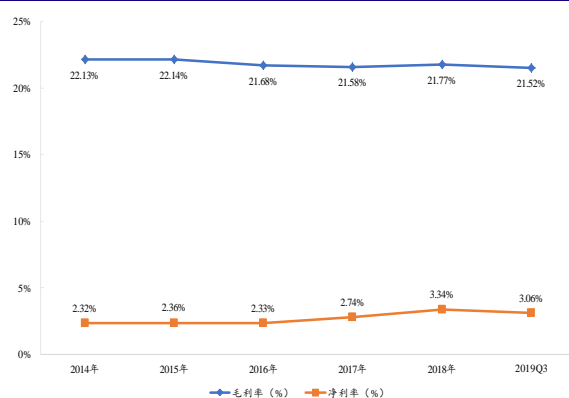
图 11：公司主营业务按商品品类拆分的营收占比（%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

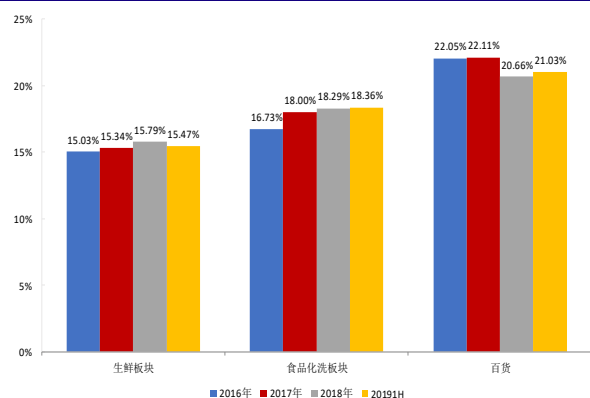
毛利率微降，盈利能力稳定。公司自2014年以来整体毛利率一直稳定在21-23%区间内，处于行业中位数水平，在此期间销售毛利率曾出现过短暂持续下滑，但目前已稳定在21.5%附近波动，截止2019年上半年公司主营业务的综合毛利率为17.29%，同比增加0.09个百分点，主要是受食品化洗板块毛利率提升所致。此外，公司销售净利率自2015年起持续增长，并于2018年达到3.34%的高点后出现轻微回落，截至2019年Q3公司销售净利率为3.06%。分板块来看，百货板块的毛利率最高，2019年前三季度毛利率为21.03%，同比下降0.2个百分点，尽管相较18年末提升0.37个百分点，但整体仍处于下降趋势之中；与百货相反，生鲜与食品化洗板块作为公司的主力品类，过去两年毛利率不断提升，尽管2019年前三季度生鲜板块毛利率较去年同期并未发生变化，但预计未来在公司秉承的“以生鲜为特色”经营理念与供应链基础设施运营效率的不断提升的推动下仍存在改善的空间。

图 12：销售毛利率与净利率变化情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

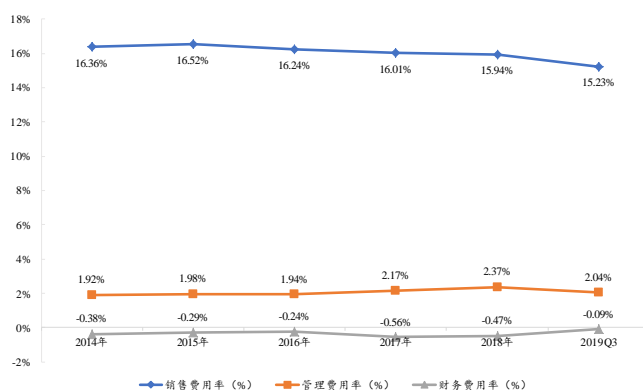
图 13：各经营板块毛利率水平



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

**费用率水平稳定。**公司 2019 年前三季度期间综合费用率为 17.18%，同比减少 0.11 个百分点，销售/管理/财务费用率分别为 15.23%/2.04%/-0.09%，较去年同期分别变动-0.33/-0.15/0.37 个百分点。其中，销售费用及管理费用率的下降主要是由于今年以来新开门店数量略低于去年同期水平，导致开店相关费用减少所致，而财务费用率的增加主要受存款收益减少 0.17 亿元及手续费增加 0.11 亿元所致。长期来看，公司始终重视对销售费用的控制，一方面不会肆意在新开门店内采用大规模促销活动实现短期内快速提升销售额的方法，另一方面还会有针对性的对部分获客产生的费用进行优化，实现公司整体运转效率的提升。

图 14：公司三费费用率变化情况统计

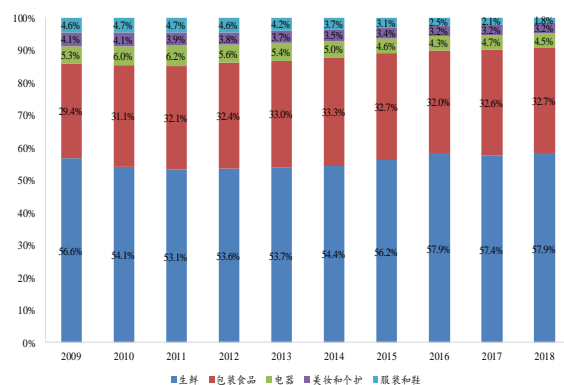


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

## 二、无法回避的行业联动性：生鲜市场持续增长支撑增量市场，CPI 上行与集中度提升利好存量市场

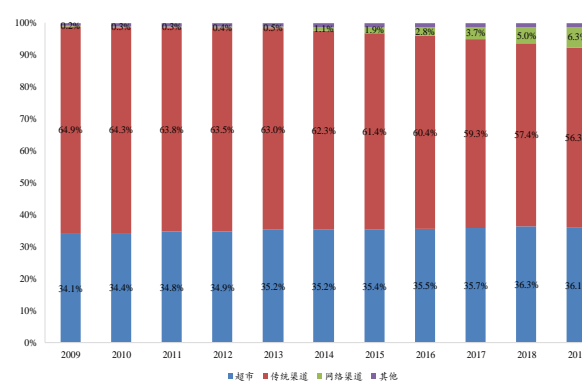
首先，我国超市门店内所售商品的品类可大致概括为：1) 生鲜；2) 食品；3) 日用百货；4) 服装鞋帽；5) 电器。这五大类商品中除生鲜外均遭受了我国电商近年来蓬勃发展的冲击，基于此我国生鲜市场未来的发展状况以及超市渠道在其中的地位关乎我国超市行业的未来发展趋势。

图 15：09 年-19 年至今超市按商品类别分销售额占比 (%)



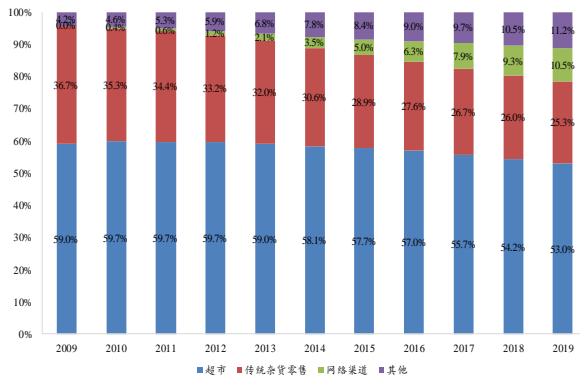
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 16：09 年-19 年至今生鲜类商品各渠道销售额占比 (%)



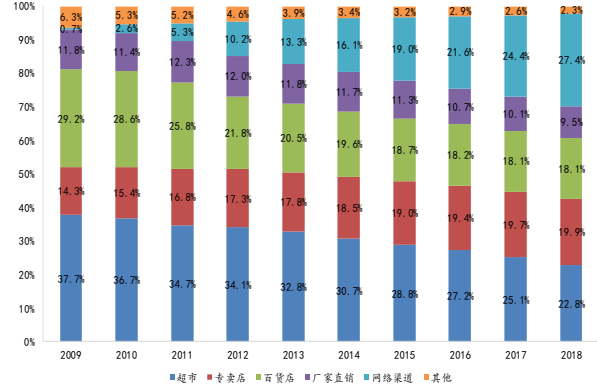
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 17: 09 年-19 年至今包装食品各渠道销售额占比 (%)



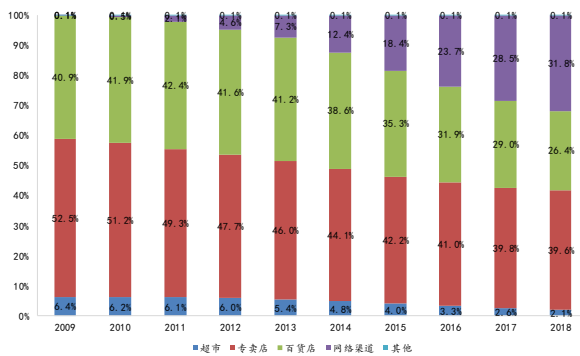
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 18: 09 年-19 年至今个人护理商品各渠道销售额占比 (%)



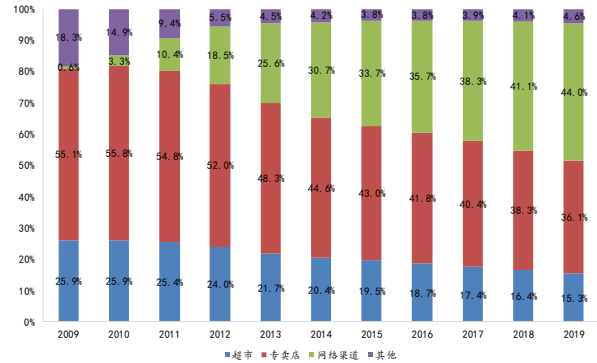
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 04 年-19 年至今服装鞋帽各渠道销售额占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

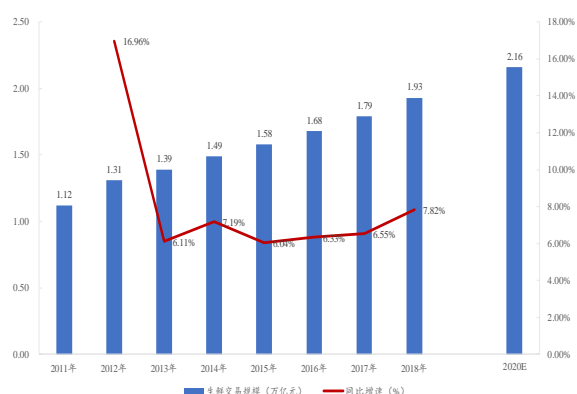
图 20: 09 年-2019 年至今家用电器各渠道销售额占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

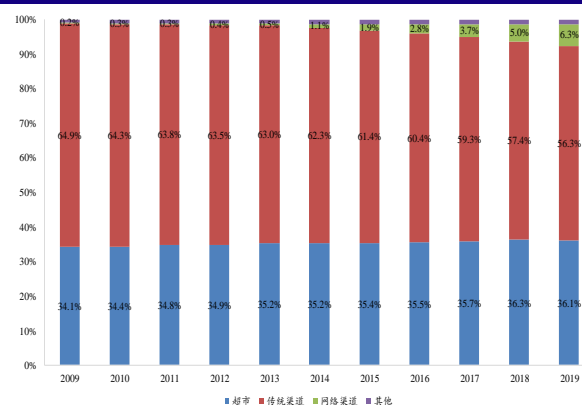
我国生鲜市场未来发展稳定, 超市渠道占比提升空间巨大。近年来, 我国生鲜超市蓬勃发展, 从 2013 年开始生鲜市场交易规模都保持 6% 以上的增长, 2018 年已经达到 1.91 万亿, 预计 2020 年将增长至 2.16 万亿。按销售渠道区分, 传统农贸市场是我国居民主要购买生鲜渠道, 占比为 73%, 而超市渠道以 22% 的占比位列其后。参考日本超市在其生鲜市场中占比接近 70% 的数据, 我国超市渠道在生鲜市场中的占比还具备巨大提升空间。结合我国超市中各类商品的消费者年均购买频次数据, 生鲜总体位列消费者购买频次的首位证明尽管国情与文化日本相比有所区别, 但随着人均可支配收入水平的提高, 居民对生鲜商品的品质、购物环境与服务方面的要求将越来越高, 而超市作为集“良好的卫生环境”、“丰富的商品品类”与“出色的品控能力”这三大优势为一身的渠道未来在生鲜市场中的销售占比仍将稳步提升。除此以外, 与标准化的商品相比, 生鲜产品由于保质期短、运输半径小、极易损耗等特性, 较难实现全面电商化, 目前线上渠道占比仅为 3%。综合来看, 生鲜市场的稳定发展将为我国超市行业规模增长保驾护航, 伴随着超市渠道在生鲜市场中销售占比提升, 超市行业市场规模的可持续发展将得到强有力的支撑。

图 21: 11-18 年中国生鲜市场交易规模 (万亿元)



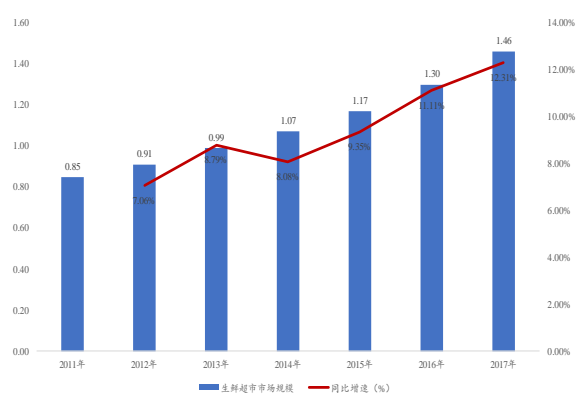
资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2009 年-2019 年生鲜商品各销售渠道占比 (%)



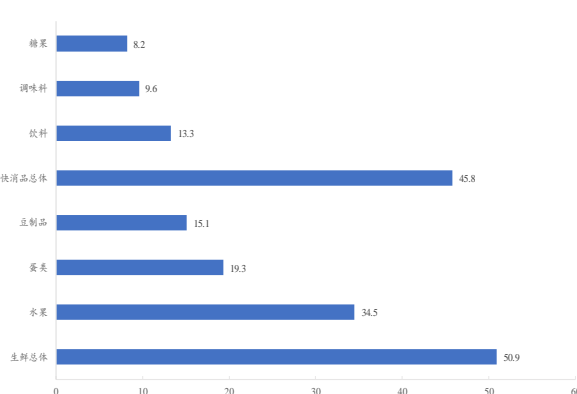
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23: 11-17 年中国生鲜超市交易规模 (万亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院整理

图 24: 2017 年全国超市渠道各品类年均购买频次 (次/年)

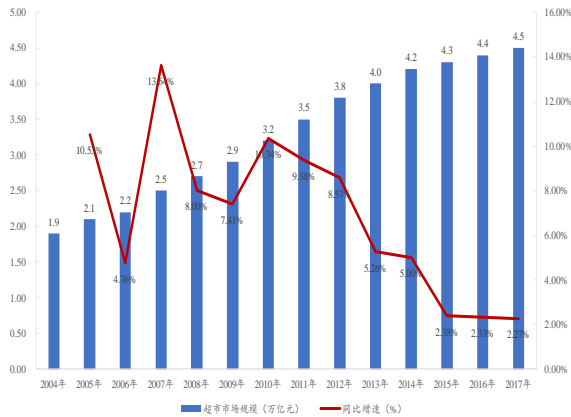


资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院整理

除了“超市渠道在持续增长的生鲜市场中地位不断提升”作为超市行业发展的根本逻辑外，超市行业未来的发展同样受内在的行业集中度以及外在的 CPI 价格指数这两大驱动力所影响。根据 Euromonitor 统计，2017 年我国超市市场规模达 2.26 万亿元，全球占比达 11.0%，仅次于美国的 19%。在 2003-2011 年间，国内经济的强劲增长推动零售行业快速发展，超市行业规模以近 9% 的水平高速增长。在此之后，经济增长开始放缓且 CPI 指标长时间处于低位，再加上网购的迅速突起，导致超市行业整体销售规模增速大幅下滑，由 2011 年的 9.7% 下滑至 2016 年的 1.2%。近两年，尽管电商冲击趋于缓和、CPI 水平有所抬升以及三四线城市的消费升级等多个利好因素并存，但是行业整体增速未能出现显著反弹。这一现象证明我国的超市行业正在从快速成长期过渡至成熟期，未来低增速增长将成为常态。至于 CPI 这一外在因素，今年年初至今我国 CPI 由于猪肉价格受猪瘟影响呈现快速上行的趋势，由 2 月的同比增长 1.5% 提升至 10 月的同比增长 3.8%，食品烟酒板块由 2 月 1.2% 的同比增长提升至 10 月的 11.4%，猪肉价格由 2 月的同比下降 4.8% 提升至 10 月同比上涨 101.3%。并且，在猪肉价格飙涨的同时，结合“蝴蝶效应”造成食品烟酒板块在 CPI 中的比重逐步抬升与猪肉价格抬升形成的正向循环进一步加重了 CPI 上行的速度，以及受猪肉价格大幅上涨带来的“替代效应”影响，其余

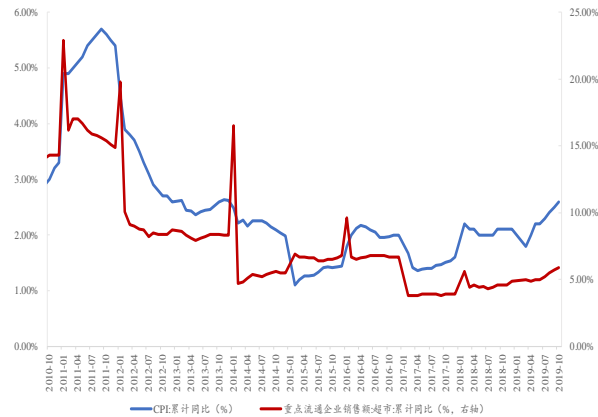
禽类与畜肉价格同样出现大幅上涨形成对食品烟酒板块形成正向推动作用，我们预计未来短期内 CPI 仍将继续快速抬升并大概率维持在高位直至猪肉供给端压力出现缓和迹象后猪价回落。尽管 CPI 在短时间内的抬升将为处于过渡期而缓慢增长的行业规模带来一波短期利好，但长期来看猪周期此类特殊事件所造成的影响难以维系，并结合今年 CPI 前低后高的走势，明年 CPI 大概率将会呈现出前高后低的下降趋势。

图 25：04 年至今超市市场规模及增速（万亿元）



资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院整理

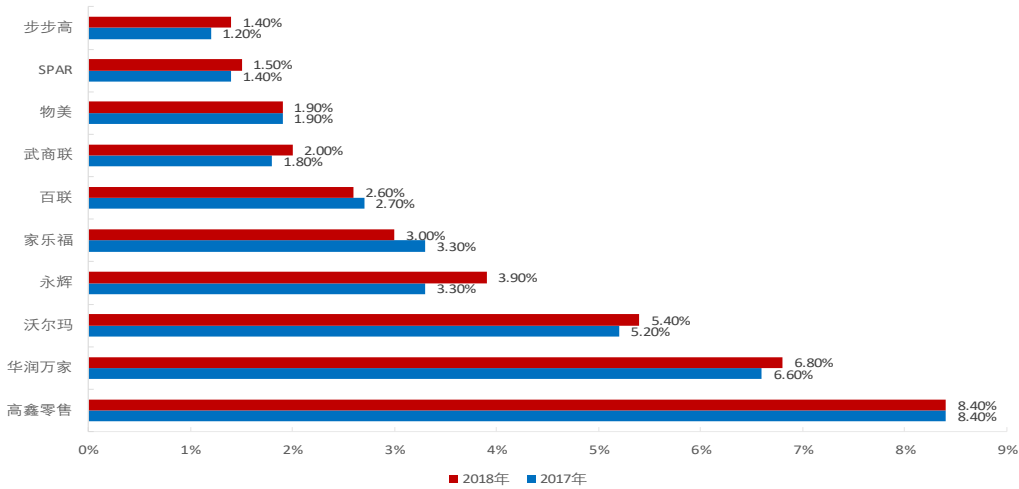
图 26：10 年至今重点流通企业销售额与 CPI 同比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

**外资超市接连退出助力内资企业完成行业整合，提升行业集中度。**数据显示，2018 年我国超市行业 CR4 仅为 24.5%，其中高鑫零售、华润、沃尔玛、永辉超市的市占率分别为 8.4%、6.8%、5.4%、3.9%，然而美国超市企业 CR4 与 2016 年便已经处于 38% 的水平，鉴于我国超市行业已经步入缓慢增长的成熟阶段，行业市场集中度大概率将持续提升。并且，在行业增速大幅放缓的背景下，早年间进入中国市场的外资超市开始逐步退出中国市场。其中，2004 年进入中国市场的英国乐购超市（Tesco）于 2013 年受迫于经营亏损将门店出售给华润万家后退出中国市场；2007 年开始拓展中国市场的韩国乐天玛特超市在 2013 年后持续录得亏损，最终在“萨德”事件后于 2018 年 10 月正式退出中国市场；在韩国乐天玛特之前，韩国的易买得超市于 1997 年便进入中国市场，但最终同样由于经营亏损的问题于 2018 年 1 月退出中国市场。1995 年进入中国市场的家乐福迫于经营亏损的压力于 2019 年 9 月完成将家乐福中国 80% 的股权出售于苏宁易购，彻底退出中国市场。至于幸存下来的外资超市在中国市场的表现同样也不容乐观。其中，2018 年沃尔玛新开门店 33 家，关店数达 21 家，自 09 年以来净增加门店持续减小，扩张速度明显放缓。与此同时，以永辉超市为首的内资超市企业依靠强大的供应链体系与管理能力实现逆势扩张，新开门店数量与增速远高于同期其它超市企业，而这也宣告着内资龙头企业将有望引领本轮行业整合的浪潮。

图 27：2017-2018 年我国前十大超市市占率水平



资料来源：凯度咨询、中国银河证券研究院整理

表 5：2011 年起外资、国有、民营超市代表净增加门店数（家）

净增加门店数	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	截至 2018 年门店总数
家乐福（中国）	22	26	21	15	18	1	-3	1	-3	-4	312
沃尔玛（中国）	52	44	52	30	12	9	22	7	7	12	458
华润万家	228	229	903	365	214	-510	-730	-173	5	4	3233
大润发	20	22	42	34	45	40	31	33	18	20	447
永辉超市	45	34	48	45	39	42	58	99	139	129	712
联华超市	558	-360	-18	-459	-162	-365	-323	-264	-197	-50	3401

资料来源：CCFA、中国银河证券研究院整理（2016 年家乐福披露口径发生变化）

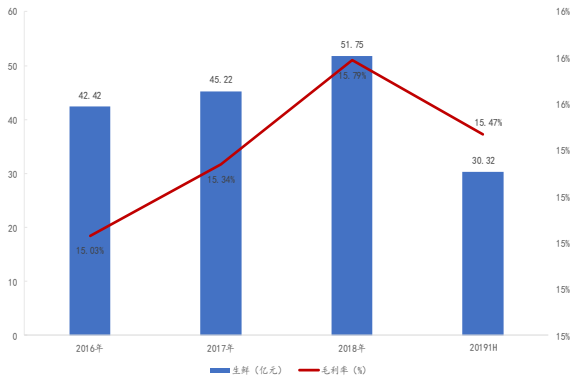
### 三、牢不可破的公司护城河：上下游结合挖掘生鲜市场潜力，供应链配合加密式布局打造“泛区域”龙头

#### （一）“全球直采+中央厨房”，打造“质优价低+自有品牌”的独特优势

近年来，公司投入了众多财力与物力发展生鲜板块业务，而这背后的原因主要包括以下三点：1) 生鲜产品的品牌忠诚度相对较弱，本地化、特色化属性明显，在保证品质、高性价比的前提下较为容易得到市场认可，利于与竞争对手和专精标品的线上渠道形成差异化竞争格局；2) 生鲜产品可用于打造自有品牌，增强客户粘性；3) 山东省作为我国传统农业大省，公司具备天然的地理优势。为了充分利用生鲜市场的特点与自身具备的独有优势，公司通过上游直采控制产品质量的同时，积极拓展食品加工业务并大力发展自有品牌，深度挖掘生鲜市场

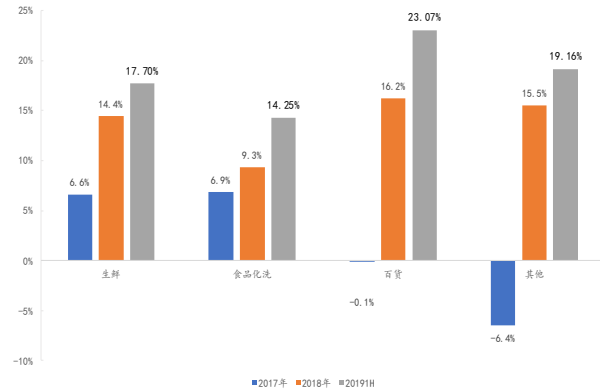
的潜力空间，打造公司在生鲜领域中的独特优势。

图 28：公司生鲜商品的营收与毛利率同步增长（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 29：公司生鲜商品 17 年-19 年上半年营收同比增速（%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

### 1. 大力发展全球直采模式，构建差异化竞争优势

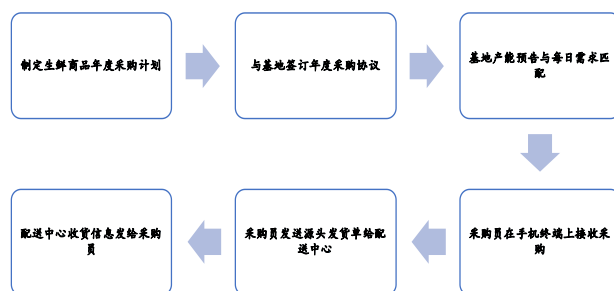
公司作为国内最早开展生鲜自营的超市企业之一，是农业部、商务部确定的首批农超对接企业。目前，公司采用的是“国内基地+厂家直供+国际化采购”的全球直采模式，即从生产基地源头采购、中央厨房统一生鲜加工、物流统一配送，到零售终端销售服务、会员数据分析，再到员工采购和加工环节的闭环产业链，实现了区域一体化物流建设与现代农业生产基地和食品加工产业链的同步发展。截止 2017 年，公司生鲜商品直采比例已接近 80%，实现了保证产品的质量和价格优势的同时，树立良好的市场品牌形象。

图 30：国内生鲜采购基地分布图



资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理

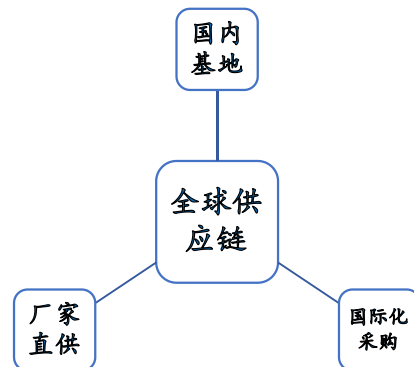
图 31：生鲜采购流程示意图



资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理



图 32：“基地直采”的三大优势



资料来源：公司官网、中国银河证券研究院整理

按采购商品类别划分，公司近年来对“全球直采”的具体落实措施主要包括以下三点：

- ① **生鲜**：公司现已建立起覆盖全国 22 个省份的直采网络，与超过 200 个合作社和养殖场建立了直接合作关系，并与其中 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同，目前 6 大品类、近 1200 多个生鲜单品与合作基地直接对接。
- ② **生鲜**：公司提出“买世界、品世界”的全球直采的理念，积极开发全球农副产品直采渠道。目前已与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系，批量引进国外优势生鲜商品。
- ③ **标品**：目前公司与超过 2500 家厂商建立稳定的合作关系，其中与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等 500 余家厂商保持了十年以上的良好合作。

除了自己搭建商品采购供应链体系外，公司还积极通过与其他企业成立合资公司的方式进行联合采购。2018 年 11 月 1 日，公司发布公告称与广东嘉荣超市等其他六名公司股东共同发起合资设立上海世伴供应链有限公司，其中公司拟以自有资金出资人民币 2250 万元持有世伴供应链公司 45% 的股权。上海世伴供应链公司的设立将利于公司借助其所提供的供应链资源进行联合采购提升供应链效率，进一步降低商品采购成本。

受益于自建的全球直采体系以及联合采购等方式，公司实现了对现有门店中的蔬菜、水果、肉蛋禽、海鲜等生鲜产品品质严格把控的同时，依旧能够保持较高的性价比。另外，公司还在加大生鲜农产品生产加工基地的投入的同时积极地通过门店内的蔬菜瓜果区强调“自营和基地直采”概念，即直采基地可根据公司的需求进行种植、生产和包装生鲜产品，充分地展示公司生鲜产品品质优良且性价比极高的独有竞争优势。

## 2. 下游延伸打造自有品牌，四大支撑系统助力打造独立体系

除了利用全球直采为消费者提供质优价低的商品外，公司还借助这一优势与自身多年来与消费者深度交流所积累的经验相结合开发自有品牌。2013 年下半年，公司建成了行业领先的规模化中央厨房，将传统意义的单店厨师现场制作升级为由公司集中研发、统一配方、批量

生产，集农副产品、熟食加工与配送于一体的现代化高效中央厨房体系，由此开始积极打造自有品牌。

图 33：公司中央厨房运作模式

### 小家庭、大厨房——生活方案的解决者



家家悦中央厨房的所有原料全部由公司基地的直采体系获得，可以有效保证原料品质和价格优势，有利于盘活公司全产业链；原料进库后，公司会根据WPS管理模式通过先进先出、快速周转原则配送原料，生产管理部则根据门店每天的订货量领取相应原料，分解到各个车间，做到集中领料；各车间生产完成后将食品包装入库，再通过物流仓进行分拣、移库和周转，最终在凌晨直接配送到店。依托公司的供应链和物流优势，家家悦中央厨房不仅实现了农产品深加工、丰富门店商品结构的目标，更提升了生鲜品类产品的高附加值经营及生鲜板块的总体盈利能力，所以家家悦自有品牌的强势发展很大程度上也源于其科学化体系化的管理与配套物流建设。

资料来源：公司调研活动资料，中国银河证券研究院整理

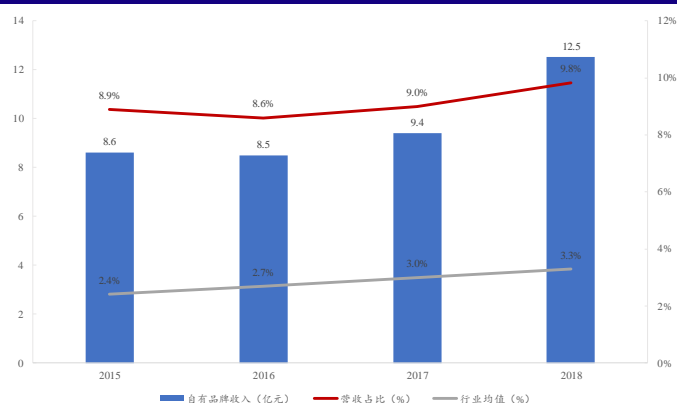
图 34：公司中央厨房生产实景



资料来源：公司官网、中国银河证券研究院整理

借助公司搭建的中央厨房设施以及部分 OEM 厂商，公司已经成功开发出多达 10 个自主品牌，涵盖从食用油到日用百货在内的多个商品类别。并且，鉴于自有品牌均是依靠公司与消费者之间多年深度交互所积累下的经验所开发的，自推出以来便深受消费者喜爱，销量表现十分亮眼，2015-2018 年公司自有品牌销售额占比均处于 8.5% 以上并保持稳中有升的态势，遥遥领先于行业整体 3% 的均值水平。另外，根据公司 2018 年经营数据，公司自有品牌商品的销售额在门店内同类商品销售额中的占比已经高达 35%，并在整体销售占比中达 9.83%，足以证明公司自有品牌已经被公司的目标客群所接受。鉴于自有品牌相较于外采商品而言具有相对较高的毛利率，未来伴随着公司自有品牌占比逐步提升，公司的盈利空间亦将得到较为可观地提升。

图 35: 公司自有品牌营收 (亿元) 与销售占比情况



资料来源: 公司年报、中国银河证券研究院整理

表 6: 公司自有品牌统计

品牌名称	主营产品
品品香	大米
悦记飘香	杂粮、鱼类、肉类、干果
悦味颂	配餐中心主品牌
佳飞悦	自主研发设计的服装品牌
麦香苑	面包、饼干、月饼
荣光	食用油类
柔可欣	卫生纸巾
半月湾	针织品
悦天然	面包
悦味上品	酱卤、肠、面点、快餐、凉菜、寿司、米饭

资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院整理

公司自有品牌之所以能够顺利发展成型一方面是依靠与消费者之间的沟通获得的经验, 另一方面是由于公司为大力发展自有品牌而打造的支撑体系。

①打通相关商品品类的上下游产业链条, 扶持自有品牌发展;

②严格执行食品安全的各项标准的同时, 提升自有品牌产品的研发、生产和销售能力, 并通过科学管理实现从收货环节到出库配送到店的全程冷链运输, 使得自有品牌的品质得到有力的保障;

③采用原产地、定点基地、采购网络三位一体的管理模式确保自有品牌产品的原材料的高品质与可追溯性。

④采用市场化竞争机制, 公司自有品牌同样接受超市采购询价及同类产品供应商竞价环节, 使其在充分竞争的环境下不断突破自我。

上述四大支撑系统中，公司视食品安全为绝对核心。为此公司建立了远超行业标准的质量管理体系，并利用电子信息化手段打造了一套适用于所有肉、菜与商品的可全程追溯系统。此外，公司还配备了高标准的冷链系统和 460 多辆冷链车，在全程冷链配送与 GPS 定位的基础上，公司还实现了对配送车辆的全程监控，保证位于城市内的超市 1 小时内配送到店、位于农村的超市 2 小时内配送到店的高效物流配送体系；公司还在食品加工中心内设立了实时监控中心，对关键环节、风险部位实行视频监控，有效预防和化解食品安全风险。

综合来看，公司已通过市场化机制等支撑手段将自有品牌打造成一个相对成熟且独立的经营体系，未来在公司所赋予的渠道与物流优势，现有自有品牌将能够不断培育自身品牌价值，并且通过充分利用公司供应链覆盖产业链条的广度优势，自有品牌体系还有望进一步挖掘市场潜力，不断扩充商品与品牌数量，逐步抬升公司的整体毛利率中枢。

## （二）物流辐射网络扩张实现区域高频配送，奠定供应链优势

无论是上游采取全球直采还是向下游延伸发展自有品牌，最终成败均离不开强大的物流体系支撑，为此公司近年来一直坚持以“发展连锁，物流先行”为发展方针，铺设了一幅以“一体化辐射网络+区域化高频配送”为特点，覆盖山东全省的物流配送网络。截止目前，公司全国共计拥有 5 处现代化杂货配送中心及 6 处生鲜物流配送中心，杂货日均吞吐量超过 22 万件、生鲜日均吞吐量超过 1734 吨，总仓储面积超过 16 万平方米。除了已经建成的仓储物流中心，公司还有多个在建或改建仓储物流项目。

表 7：公司现有物流配送中心吞吐能力统计

	物流中心名称	建筑面积（万平方米）	日均吞吐能力	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.10	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	3.20	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	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜加工物流中心	4.71（新增 2.53 万㎡）	790 吨（改建前）	2200 吨（改建前）

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

表 8：在建物流项目汇总

项目名称	项目详情	施工进度
莱芜生鲜加工物流中心	总建筑面积 3.42 万平方米，其中生鲜加工车间 2.79 万平方米，形成 19.42 万吨/年的生鲜配送能力，其中生鲜加工能力达到 4.33 万吨/年。	2019 年半年报披露，预计于年底前完工，并分期投入使用。
烟台临港综合物流园	新建建筑面积 9.7 万平方米，包括常温物流分拨中心、办公楼以及生鲜加工中心的综合	2019 年半年报披露，常温物流分拨中心与办公楼主体工程即将完工，预计

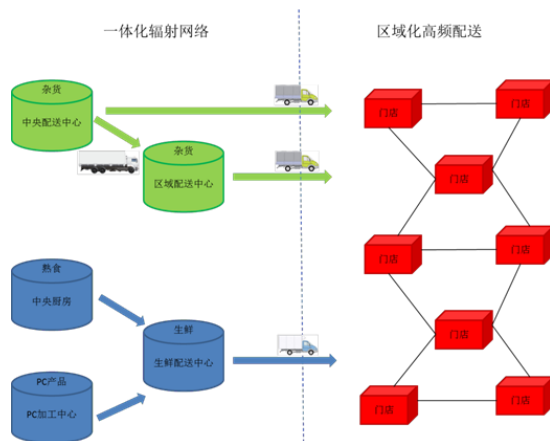
	物流园区。其中，生鲜加工中心预计 3.4 万平方米。(根据 2018 年年报中披露数据测算)	下半年可部分投入使用。
张家口综合物流园	总投资 5.7 亿元，建筑规模 11.02 万平方米，包括仓储、生鲜加工中心、中央厨房等设施。	2019 年半年报披露，公司于今年 5 月开始建造，一期建筑面积 4 万平方米，主体工程即将完工。
青岛维客物流中心	改造建筑面积 2.93 万平方米，生鲜加工面积 1.26 万平方米。	2019 年半年报披露，公司已于上半年完成全部升级改造工作。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

未来在上述未完工项目陆续竣工投产后，预计将能够大幅扩大公司物流网络覆盖范围，进一步完善仓储物流网络，支撑公司推进加密式布局与跨区域经营的发展战略。截止 2018 年底，公司以建筑面积超过 18 万平方米左右的仓储物流中心，平均 1734 吨/天的吞吐能力支撑起公司 732 家门店的日常运营。假设每单位物流仓储中心建筑面积所匹配的门店数量不变（以 2018 年底数据为基准，采用 245.90 平方米/店），我们预计在公司位于烟台与莱芜的项目投产后可支撑起大约 530 家新增门店的需求；在公司位于张家口的综合物流园完全投产后，预计可支撑大约 450 家门店的物流配送需求。届时，公司所有仓储物流中心共计可支撑约超过 1700 家门店的日常配送需求。建立在此预测值的基础上，参考公司过去两年内新增门店数量均在 70-90 家左右的水平，预计未来公司如果以每年新开门店 80-90 家的速度扩张，则在建的生鲜物流项目全部竣工投产后可满足公司未来 10 年以上的开店需求。

具体到物流体系的运作，公司将杂货商品与生鲜商品划分为两套配送体系进行独立运作，利于公司根据杂货与生鲜产品的特性对仓储及物流运输资源进行有针对性的配置。在此基础上，公司还搭建了中央与区域的两级物流管理体系，充分利用二者之间的智能联动形成山东省内 2.5 小时配送圈，具备满足生鲜产品最高 1 日 2 配的高效物流运力的同时，还能够实现急速响应配送，优化终端库存结构。

图 36：公司一体化物流配送网络示意图



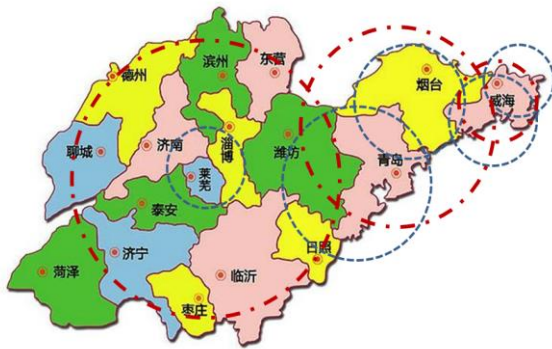
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

**高效的杂货配送：**借助中央配送中心（威海）与区域配送中心（烟台、莱芜）进行两级配

送，实现立体辐射。将周转率偏低但价值较高的商品存放于品类齐全的中央配送中心，而距离各地门店更近的区域配送中心则用来存放出货量且周转率高的商品库存，以此降低公司整体库存规模提高周转率的同时，保证周转率较低的 SKU 亦有充足备货。通过该体系，公司可以实现较短时间内通过两级配送中心将货品送至有需求门店，提升门店要货满足率。目前，公司设立的每一个区域配送中心所能够辐射的门店数量都能达到 100 家以上。

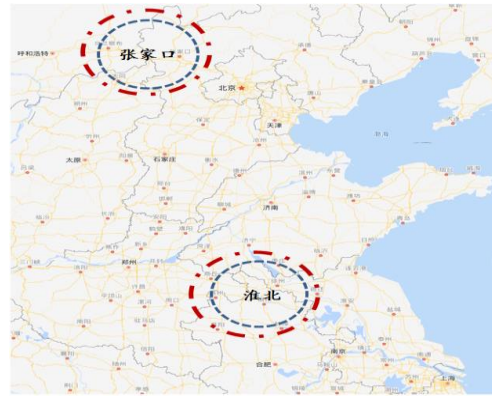
**高频的生鲜配送：**以中央厨房与 PC 加工中心为核心形成的“中央”层级主要担任生鲜产品初加工与中央厨房的职责，借此减少门店店内制作环节。然后，借助散落在不同区域内的 5 大生鲜物流配送中心辐射公司全部门店，从而实现生鲜按需最高 1 日 2 配的区域化高频配送标准。为满足公司生鲜商品配送需求，公司于 2016 年 12 月成立云通科技公司，专精于整合物流资源，打造冷链一体化物流平台，截止 2018 年末，公司共计拥有 590 多辆运输车，其中约 480 部冷链运输车。

图 37: 省内仓储物流中心配送范围 (红: 杂货; 蓝: 生鲜)



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 38: 省外仓储物流中心配送范围示意图 (淮北尚未完成收购)



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

### (三) 多业态密集布局成就“泛区域”龙头，大卖场与综超引领当下与未来发展

从发展战略角度看，公司主要采取区域性密集布局的方式深耕地方市场，并在此基础上辅<sub>1</sub>以稳健的扩张战略，这一发展战略与市场中大多数超市企业所秉承的全国性或者全省性的跨地区展店策略有所相悖，导致公司近年来展店速度相较于竞争对手而言稍显缓慢。然而，主动放缓扩张节奏给予了公司充足的时间与消费者进行更加深层次的交互，并让公司能够借此机会对门店内的商品与服务进行及时调整从而更加贴合当地消费者的需求，实现树立品牌形象的同时巩固市场份额上建立的垄断地位。以最先开拓的威海市为例，公司目前在威海市拥有各类业态门店总计 350 余家，占据威海市约 70% 的超市市场份额，形成较为强大的区域性垄断格局，而这一结果让公司得以充分享受运营效率的提升与供应链利用率最大化两大领域内的利好。

具体到经营战略层面，从业态选择角度出发，公司主要是以大卖场作为开拓新市场的先行军。首先，借助大卖场较为适中的门店面积与成熟的经营业态在当地消费者心中留下良好的第一印象，然后通过 2-3 年的时间在区域内增设综超与大卖场门店形成一定规模，深化自身品

牌形象。在此之后,公司再进一步通过便利店与专业店业态对初具规模的市场实施多业态布局,依靠多业态间的协同效应与供应链基础设施的使用效率提升抢占市场份额,最终形成区域垄断。

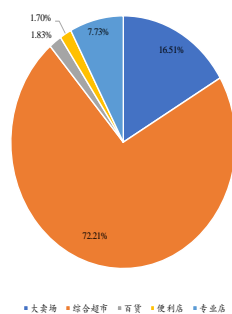
从各业态门店数量来看,综合超市和大卖场占比位列前二,符合其作为公司长期战略核心的定位。截止2019年三季度末,公司共计拥有门店763家,较年初净增加31家门店。截止2019年上半年,公司经营大卖场数量为126家、综合超市551家(包含:农村与社区)、专业店59家、百货店14家、便利店13家。(上述门店总数多出5家的原因是由于部分门店为自有和租赁同时组成,因此重复计算所致)大卖场、综合超市、百货、便利店与专业店的业态单店平均经营面积分别为7057.94平方米、1345.01平方米、19235.71平方米、115.38平方米、1303.39平方米。

表 9: 公司截止 2019 年上半年各类门店分类情况统计

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积(万平米)	门店数量	建筑面积(万平米)
胶东地区	大卖场	18	12.97	79	55.41
胶东地区	综合超市	26	5.27	443	55.01
胶东地区	百货	4	3.68	10	23.25
胶东地区	便利店	-	-	7	0.09
胶东地区	宝宝悦等专业店	10	1.27	43	6.04
非胶东地区	大卖场	3	2.57	26	17.98
非胶东地区	综合超市	2	0.93	80	12.9
非胶东地区	便利店	-	-	6	0.06
非胶东地区	宝宝悦等专业店	1	0.1	5	0.28
合计		60	64	26.79	699

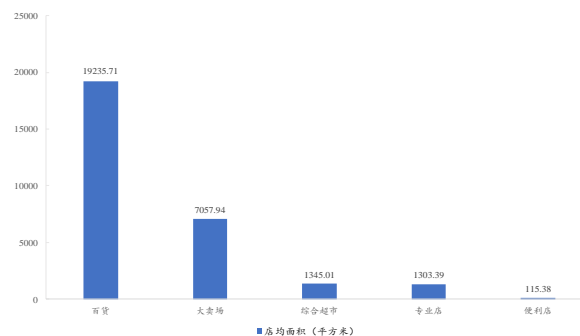
资料来源:公司公告、中国银河证券研究院整理

图 39: 公司截止 19 年上半年各业态门店数量占比情况(%)



资料来源:公司公告、中国银河证券研究院整理

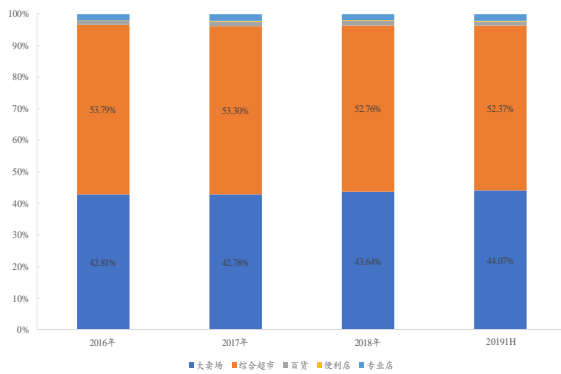
图 40: 公司 2019 上半年各业态门店平均经营面积 (平方米)



资料来源:公司公告、中国银河证券研究院整理

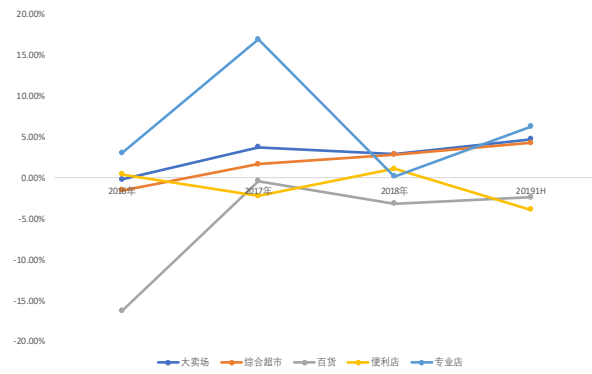
从各业态的同店营收状况来看，综超尽管依旧为同店营收的首要贡献业态，但大卖场近年发展略优于综超使得其领先优势略有收窄。16年/17年/18年/2019上半年，综合超市的同店营收占比分别为53.79%/53.30%/52.76%/52.37%，其中社区综合超市占比略高于农村综合超市（社区综合超市营业收入：农村综合超市营业收入≈1.65:1），而同期公司大卖场的同店营收占比分别为42.81%/42.78%/43.64%/44.07%。另外，从近年来的各业态同店同比增速来看，公司大卖场业态的同店同比增速始终略高于公司综超水平，并结合今年以来公司新开门店略微偏好大卖场业态的状况来看，未来如若同店与新拓展门店均保持现有趋势，那么公司综超业态对同店的贡献度或将进一步降低。

图 41：16-19 年上半年各业态同店营收占比（%）



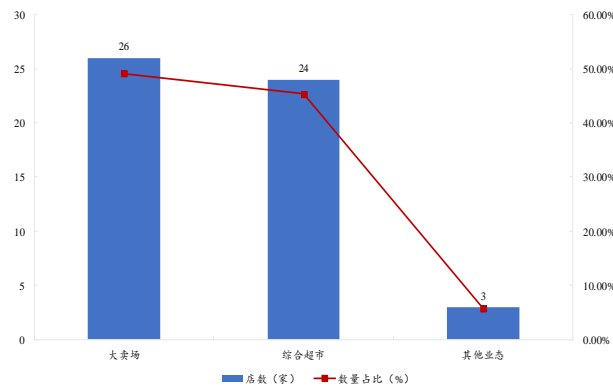
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 42：16-19 年上半年各业态同店同比增速（%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 43：16-19 年前三季度各业态新开门店情况（家，%）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

结合公司秉持的“深耕现有市场与稳步推行跨区域经营”二者并行的发展战略来看，短期内公司着重发展大卖场业态意味着短时间内将更加专注于新地区的开拓，而并不是对现有地区的进一步加密式布局。但长期来看，区域密集式布局的发展战略仍将逐步推进，而加密布局的首选仍是由于生鲜占比较高而符合“消费升级”的综合超市，并且伴随着“社区零售”这一新兴概念的不断深入与发展，社区型综合超市将成为综超板块中的重点发展方向，为公司



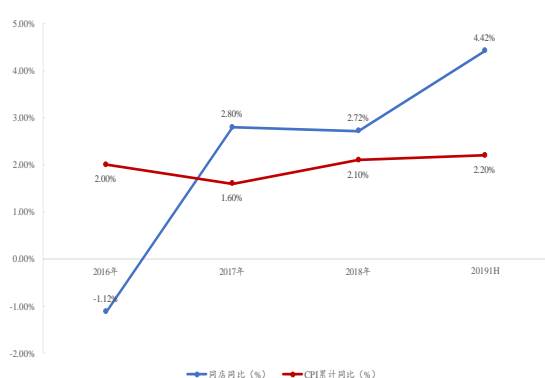
长期发展提供源源不断地动力。未来随着公司战略的顺利推进，公司将有望从目前的地方区域性超市龙头企业进化成为“泛区域”性超市龙头企业。

## 四、驱动因素：CPI 阶段性上涨助力短期增长，内延外扩保障公司中长期可持续发展

### （一）CPI 短期内仍将持续上行，利好超市同店销售增速

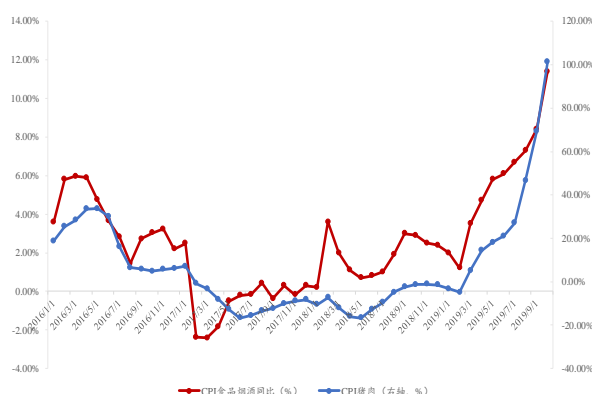
可比同店营收增速由负转正，CPI 预期上升保障同店稳步提升。自 2017 年同店增速触底以来，公司的同店营收增速便维持稳中有升的趋势，截止 2019 年上半年公司同店销售额实现同比增长 4.42%，实现了在门店和业态扩张同时保障经营质量的持续改进。当前我国处于经济下行周期，必选品具有明显抗周期属性，尤其是生鲜超市一方面能够抵御线上冲击，另一方面属于刚性需求，因此在经济下行时期超市渠道相较于百货等可选渠道来说发展更加稳定。从历史数据来看，公司同店营收增速与 CPI 具有强正相关性，符合公司以生鲜产品为主的战略发展方向。受经济下行的负面影响，我国 CPI 实际上存在下行风险，然而新一轮“猪周期”的到来带动猪价上行的同时有效地通过替代效应拉动 CPI 短期内快速上涨。截止今年 10 月，过去三个月我国 CPI 同比增速分别为 2.8%/3.0%/3.8%，食品烟酒板块同比增速分别为 7.3%/8.4%/11.4%，猪肉价格同比增长分别为 46.7%/69.3%/101.3%。综合来看，短期内猪价对 CPI 的正向推动效果仍将持续并预计于明年 1 月新年期间达到顶峰，自此之后或可依旧维持高位，直至猪肉产能恢复后逐步恢复至合理水平。基于此，我们预计食品烟酒板块的高增速短期仍可维持，利好超市同店销售持续提升。

图 44：16-19 年上半年同店增速与 CPI 走势趋同（%）



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 45：16 年至今 CPI 猪肉与 CPI 食品烟酒走势趋同（%）



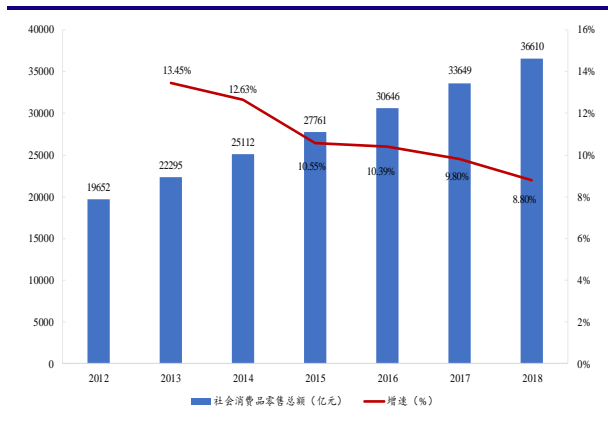
资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

## (二) 省内市场：山东省市场空间远未饱和，内生外延加速开拓省内区域

### 1. 山东省市场空间广阔，竞争格局利好区域龙头

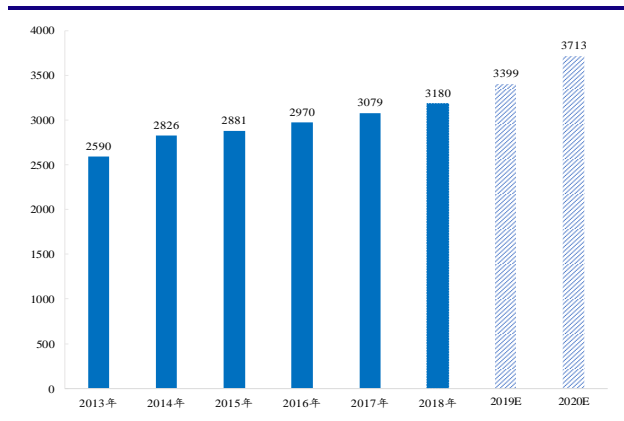
就山东省而言，2018年山东省GDP总值达到76469亿元，同比增长5.28%；山东省社会消费品零售总额3.66万亿元，同比增长8.80%；省内常住人口突破1亿人，同比增长0.41%；人均消费支出1.88万元，同比增长8.67%。结合山东省的常住人口数量、人均消费支出情况以及全国超市市场规模在食品烟酒等主要商品全国消费支出总额中的占比，我们对山东省超市行业市场规模进行预测，预计2018E/2019E/2020E年山东省超市市场规模分别为3180/3399/3713亿元。公司2018年全年实现的127.30亿元总营业收入，占2018年山东省超市市场规模测算值的4.00%，未来仍具有广阔的成长空间。

图 46：12 年-18 年山东省社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

图 47：山东省超市市场规模测算与预测（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

表 10：2014 年-2020E 山东省超市市场规模测算表（亿元）

地区	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
山东省人口总数 (万人)	9789	9847	9947	10006	10047	10550	11077
人均消费支出 (元/人)	13329	14578	15926	17281	18780	20470	22415
人均食品烟酒支出 (元/人)	3932	4166	4490	4715	5031	5322	5828
人均生活用品及服务支出 (元/人)	994	1038	1125	1260	1394	1535	1681
人均衣着支出 (元/人)	1169	1277	1326	1375	1392	1433	1569
人均食品烟酒支出占比 (%)	29.50%	28.58%	28.19%	27.28%	26.79%	26.00%	26.00%
人均生活用品及服务支出占比 (%)	7.46%	7.12%	7.06%	7.29%	7.42%	7.50%	7.50%
人均衣着支出占比 (%)	8.77%	8.76%	8.33%	7.95%	7.41%	7.00%	7.00%
超市市场规模/食品+生活用品+衣着全国居民总支出 (%)	47.36%	45.14%	43.02%	41.86%	40.49%	38.87%	36.92%
山东省超市行业规模 (亿元)	2826	2881	2970	3079	3180	3399	3713

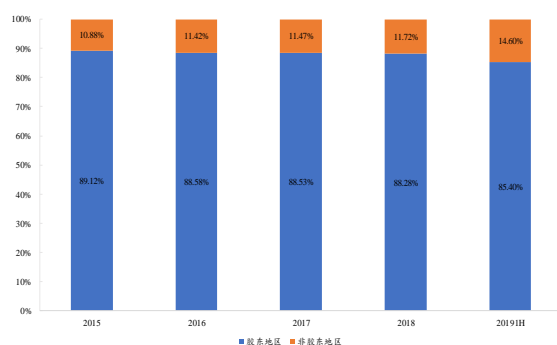
资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

山东省内虽然商超企业众多，但尚未出现在全省范围有绝对优势的企业，多数超市企业仅在个别城市和区域密度较高，竞争格局相对分散。家家悦为山东零售龙头，深耕省内市场，目前核心零售区域集中于胶东地区，公司依靠在威海的先发本土优势，形成了高密度覆盖的线下网络，树立了良好的品牌信誉，凭借对本土市场的熟悉和政策支持，在威海等地构筑了接近区域垄断的网点、规模、品牌的壁垒。

## 2. 兼并收购与合伙人战略并驾齐驱，加速新区域门店布局

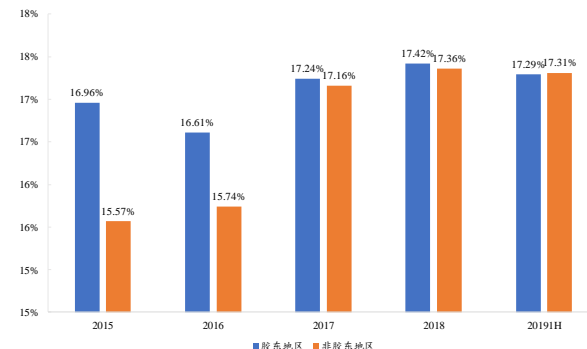
2013-2019年上半年，胶东地区门店数量从446家增至640家，CAGR为7.56%，胶东外地区门店数从2013年的54家增至2018年的123家，CAGR为13.79%，胶东外地区门店数量占比从2013年的10.8%增加到2019年上半年的14.07%。2016年/2017年/2018年/2019年三季度末公司净开门店数量（新开门店数量-关闭门店数量）分别为21/44/57/31家，其中胶东外地区净开门店数量分别为1/6/17/20，呈持续快速上升趋势，如若抛去今年纳入合并范围的张家口福悦祥超市的11家门店，公司上半年在山东省除胶东外地区净新增门店9家，与去年同期非胶东地区净新开门店数量持平。并且，在公司积极部署山东省除胶东地区外门店的同时，其毛利率水平也已迅速提升至与胶东地区相近水平，未来预计公司将继续积极拓展山东省其他地区市场，包括青岛、济南等地，保证公司稳定增长。

图 48：公司分地区营收占比情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 49：山东省分地区综合毛利率情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

表 11：公司 2019 上半年各地区经营业态较年初增减情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积(万平米)	门店数量	建筑面积(万平米)
胶东地区	大卖场	0	0	9	6.45
胶东地区	综合超市	1	0.1	-3	-0.07
胶东地区	百货	0	-0.08	1	6.76
胶东地区	便利店	0	0	-4	-0.05
胶东地区	宝宝悦等专业店	0	-0.02	2	0.66
非胶东地区	大卖场	1	0.51	8	5.22
非胶东地区	综合超市	2	0.93	9	1.91

非胶东地区	便利店	0	0	0	0
非胶东地区	宝宝悦	0	0	0	0
	<b>合计</b>	<b>4</b>	<b>1.45</b>	<b>22</b>	<b>20.88</b>

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

在开拓省内新市场的过程中，公司一方面通过自身选址进行开店，另一方面还积极地进行兼并收购加快开拓新市场的进程。2017年12月，公司以3.44亿元自有资金受让完成青岛维客商业连锁（简称青岛维客）51%的股权，并且对于维客集团向青岛维客注入的两处物业，公司与维客集团按持股比例向维客商业连锁共同增资1.55亿元，将标的公司注册资本从4500万元增至2亿元。

维客集团创立于1951年，前身是国营崂山百货大楼，历经60余年的变革与发展现已成为一家集百货、超市、物流配送、地铁商业、投资、类金融、物业经营于一体的多元化大型企业集团，是中国服务业500强和山东省重点连锁发展企业。青岛维客是维客集团的全资子公司，主要经营超市连锁，现拥有9家连锁超市及自建常温物流中心和生鲜加工物流中心，物流体系健全。截至2016年末青岛维客总资产为4.29亿元，净资产-2.01亿元，出现资不抵债，2016年、2017年度上半年业绩亏损分别为3088.09万元和628.55万元。

表 12：维客集团门店情况（收购前）

序号	经营业态	店铺名称	并表时间	合同到期日	经营面积（平米）
1		青岛维客金水路店	2018/3/1	2035/1/31	20000
2		青岛维客沧口超市店	2018/3/1	2037/12/31	8777
3		青岛维客沧口公园店	2018/3/1	2032/9/17	20000
4	大卖场	青岛维客平度店	2018/3/1	自有	13881
5		青岛维客胶南店	2018/3/1	2024/9/28	37337
6		青岛维客高密店	2018/3/1	2037/12/31	5462
7		青岛维客莱阳店	2018/3/1	自有	12000
8		青岛维客运海城店	2018/3/1	2034/5/31	5808
9	社区综合超市	青岛维客满家好店	2018/3/1	2037/12/31	1468

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

图 50：维客超市合并优势



资料来源：公开资料整理、中国银河证券研究院整理

青岛维客并表之后营业收入略有下降且在 2018 年上半年仍录得 800 余万元亏损，这主要是由于公司与维客之间的商贸和供应链系统未能全部打通以及商品品类等数据由于 IT 系统的差异未能实现全面共享所致。在 2018 年下半年完成各项系统与数据对接以及 2019 年上半年完成对其仓储物流中心的改造升级后，门店的经营状况明显好转。2019 年半年报中显示，青岛维客 19 年上半年实现净利润 1188.75 万元，基于此我们预计 2019 年全年青岛维客或可实现 2000 万元左右的净利润，远超去年同期的 163.06 万元。

并购青岛维客是公司通过与当地企业强强合作与资源优势互补，实现了在短时间内完善网络布局，并快速提高公司市场占有率的典型案列。通过兼并收购的方式进行新市场的扩张，公司不仅可以通过与收购企业共享采购优势，还可以通过公司输出管理与运营经验共同提升两家企业在当地市场中的运营与盈利能力，从而加强品牌竞争力。通过兼并收购开拓新市场虽然省去了公司自己选址与新建门店所需的时间，但是在并购完成后两家企业间的整合进度与程度受多重因素的共同影响，导致兼并收购产生效益的时间点不确定性略高，预计公司未来仍将在继续寻觅收购兼并的目标，以获得快速打开省内新市场的机会。

受让华润万家山东 7 家门店，稳定胶东霸主地位。继 2017 年收购青岛维客后，2019 年 3 月 6 日，家家悦与天津、山东华润万家生活超市有限公司签署《资产管理协议》。根据协议，家家悦将全面接管 7 家华润万家大卖场（济南 2 家、青岛 3 家、淄博 1 家、烟台 1 家）。2019 年 11 月 23 日，公司于 9 月通过公开竞拍的方式受让山东华润万家的 7 家大卖场完成工商变更登记，公司正式成为山东华润万家 7 家大卖场的唯一股东。在完成对山东华润万家 7 家门店的收购后，公司再一次彰显了自身希望通过快速展店的方式提高在省内新市场中的市占率，最终成就山东霸主地位的野心。此次对华润万家的收购预计将利于公司对省内除胶东外地区的资源与供应链进行整合，从而实现供应链效率和营运能力提升的同时，扩大供应链覆盖范围，增强公司对区域市场的掌控能力与竞争优势。

表 13：受让山东华润万家门店情况

地区	数量
济南	2
青岛	3
烟台	1

总计

7

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

除了在展店方面展开的攻势外，公司还适时的推出门店合伙人机制配合山东其他地区的门店扩张，大大提高了收购或新开门店的员工工作效率，顺利缩短了新进市场内新店的培育期。2017年公司深化机制改革，首次采取高效、扁平、多元的“合伙人制度”，第一批33家门店试点合伙人机制，主要在新开拓的鲁西地区实施，推行后试点门店的销售、坪效、人效平均实现了8%以上的增长，营收高出常规门店4-6%，截止2018年底，公司共有89家门店试行了合伙人制度。除了业绩得到提升外，经过长期商业模式探索与合伙人制度的成功推行，公司目前在新开门店的培育期已有明显缩短趋势，例如大明湖精品店，该店铺开业时间不到一年便已培育成熟，店铺综合毛利率达到20%以上，相较之前1.5-2年的平均店铺培育时间已大幅缩短。从机制自身本质出发，合伙人制度作为短期利益导向的激励制度，对于加快新开拓地区门店的成熟速度存在显著的助推作用。但是，长期来看如果没有企业文化作为支撑，将导致激励制度与企业长期发展目标之间的背离。基于此，公司仅限在新开拓地区门店内采用，且后期存在一定替换该制度的可能性。

整体来看，针对山东省内其他地区的扩张，公司短期内将重点关注店铺拓展速度及营业收入，战略性弱化店铺利润增长的目标，以此换取市场占有率的迅速提升，提高区域经营网络的密度，从而更好发挥公司在省内拥有的供应链与物流等方面的特色优势。

### （三）省外市场：外延并购频发，跨省经营模式逐渐成熟

#### 1. 继张家口福悦祥后，再度开启跨省收购

2018年11月26日，公司以自有资金1.56亿元通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥超市67%的股权，本次收购获得张家口市11家超市门店，其中7家为自有以及约200亩土地。张家口市位于河北省西北部，处于京、津、晋、蒙交界处，地理位置优越；标的公司的全资子公司福祥物流，拥有约200亩土地，在当地有一定的市场基础，与公司产生较大协同。在此次收购案完成后，公司于2019年上半年启动了集常温物流、生鲜加工与中央厨房于一体的张家口综合物流项目，建成后将加快公司对张家口及周边地区的连锁网络布局，增强当地的供应链优势，并通过供应链优势提升公司省外门店的盈利能力，预计2019年河北家家悦（张家口福悦祥）将能为公司贡献2-3个亿的营收增量。公司对于河北家家悦（张家口福悦祥）短期仍将以开拓市场、树立品牌、完善供应链体系为主，截止2019年前三季度公司于张家口新开4家门店。基于此，河北家家悦短时间内仍难以实现盈利，预计2019年全年仍将录得亏损。

表 14：张家口福悦祥收购前门店情况

区域	超市数量 (个)	面积 (m <sup>2</sup> )
张家口市万全区	3	7278
张家口市经济开发区	2	6157
张家口市桥东区	2	6948

张家口市桥西区	1	3345
张家口市沽源县	2	7607
张家口市高新区	1	5483
<b>总计</b>	<b>11</b>	<b>36819</b>

资料来源：公司公告；中国银河证券研究院整理

**表 15：张家口福悦祥利润表主要数据（万元）**

区域	2017 年 1-12 月	2018 年 1-9 月
营收	3638	8531
净利润	-965	-889

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

**表 16：公司 2019 年前三季度张家口新开门店详细情况**

序号	经营业态	店部名称	开业/合并报表时间	租赁期限（年）	合同面积（㎡）
1		张家口纬二路莲花店	2019/1/1	15	5,483
2		张家口乐华店	2019/1/1	10	421
3		张家口万全一店	2019/1/1	自有	5,157
4		张家口商业街店	2019/1/1	14	1,700
5		张家口乐享城店	2019/1/1	14	2,804
6		张家口滨河店	2019/1/1	14	3,278
7		张家口西苑店	2019/1/1	14	3,345
8	<b>张家口福悦祥</b>	张家口远大店	2019/1/1	自有	2,879
9		张家口胜利路店	2019/1/1	14	4,144
10		张家口沽源一店	2019/1/1	自有	6,429
11		张家口沽源金源店	2019/1/1	1	1,178
12		张家口滨河中路百盛店	2019/1/15	10	3,943
13		宣化区阳光店	2019/5/30	15	7,400
14		宣化区大东门店	2019/5/22	20	6,500
15		张家口怀来长城北路兰顿店	2019/9/5	自有	8,361

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

2019 年 11 月 22 日，公司发布公告称拟以自有资金投资 2.1 亿元通过受让股权及增资的方式收购淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权，标的公司由公司与安徽快乐真棒商贸集团出资设立，后者在淮北市拥有已开业直营连锁超市门店 31 家、物流中心 1 处以及食品加工厂 1 个。如若此次收购顺利完成交割，公司将以“家家悦真棒”的品牌进入安徽省市场。根据先前公司对青岛维客以及张家口福悦祥的收购，本次收购完成后物流中心与门店均存在改造升级的可能性，并且不排除公司可能会进一步以安徽淮北市的供应链设施向安徽省内部以及周边省份地区渗透，加速推进跨省经营的进程，保障未来公司能够实现门店的持续扩张。

**表 17：安徽快乐真棒利润表主要数据（万元）**

区域	2018 年 1-12 月	2019 年 1-9 月
营收	66675.74	55398.17
净利润	-2932.93	-2480.39

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

## 2. 依托供应链覆盖范围，尝试跨省自营门店模式

除了通过收购实现跨省经营的方式以外，公司还积极利用现有物流网络所能覆盖的最大范围开展跨省经营。公司在 2019 年上半年完成对张家口福悦祥的收购后便启动了张家口综合物流项目，对于这一项目我们认为可以为公司带来的两大益处中除了满足公司今后在张家口地区的门店扩张需求外，还能够帮助公司依托于此供应链设施向周边省份辐射。2019 年半年报中披露，公司预计于年内在内蒙古乌兰察布市开设 5 家门店，而物流将由车程 2 小时的张家口物流中心负责。在张家口与内蒙古地区的跨省经营模式顺利搭建完成后，公司在下半年再度以山东省为起点，向东部沿海地区进行渗透。公司于 2019 年三季度中披露的新开设门店中包含一家位于江苏连云港市门店，预计将于年内实现开业，而该门店的物流配送工作将由青岛地区的供应链设施负责。公司依托现有仓储物流设施可覆盖的最大范围来圈定跨省经营地点的方法从根本上解决了跨省经营所面临的产品质量难以保证与供应链效率偏低的问题，将跨省经营的难度降低至省内新开拓区域的经营管理难度。另外，为了保证跨省经营门店在服务与管理上与公司整体水平保持一致，公司还将派遣总部员工前往新开拓省份担任区域管理人员，负责区域内门店的管理以及从当地招聘员工等事宜，使得新开门店的服务与管理质量得到有效地保证，从而降低跨省经营门店由于经营不善出现亏损的可能性。

**表 18：公司 2019 年前三季度内蒙古与江苏省签约门店详细情况**

序号	门店名称	签约日	预计交房日	租赁期限（年）	合同面积（㎡）
1	商都县建设街巨弘维多利店	2019/1/19	2019/4/30	15	6723
2	商都县兴商路公园店	2019/3/30	2019/5/31	15	558
3	商都县聚业路中医院店	2019/3/29	2019/5/31	15	2076
4	乌兰察布恩和大街恩和广场店合	2019/5/19	2019/8/31	15	4495
5	乌兰察布兴和县兴通路泰和雅居店	2019/5/31	2019/8/31	15	4498
6	连云港新城吾悦	2019/8/27	2019/9/25	15	7169

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

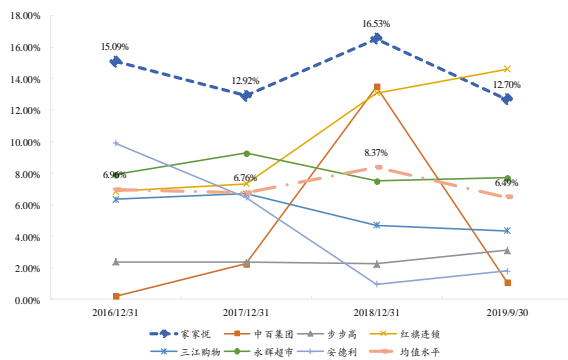


## 五、公司投资价值分析与预测

### (一) 公司 ROE 分析：高周转与高杠杆促成高回报率

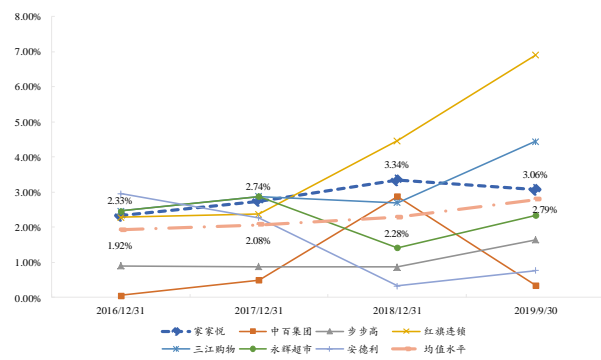
从净资产收益率角度来看，近年来公司的 ROE 过去三年内一直处于较为领先的地位，截止 2019 年前三季度公司的 ROE 为 12.70%，仅次于红旗连锁的 14.61%，远高于行业均值 6.49%。具体拆分来看，公司的净利率水平一直维持在行业均值上方，2019 年前三季度公司净利率为 3.06%，高于行业均值 2.79%的水平，对公司整体 ROE 起到了一定的正向影响。并且，在行业平均毛利率受高毛利服务性收入占比高的红旗连锁与募集资金利息收入大幅增加的三江购物净利率大幅抬升而不断上行的背景下，依旧保持高于行业均值的水平，充分证明公司优异的盈利能力；至于总资产周转率，公司与永辉超市间难分伯仲分列前两位，截止 2019 年前三季度资产周转率为 1.46，略低于永辉超市 1.50 的水平，但远高于行业均值 1.10 的水平，同样对公司的 ROE 产生了一定的正向影响；至于权益乘数，公司近两年一直处于行业领先地位，2019 年前三季度以 2.79 倍的权益乘数仅落后与安德利的 2.94 倍，但同样远高于行业均值的 2.35 倍，对公司 ROE 造成了正向影响。通过上述罗列的 ROE 拆分数据来看，公司之所以能够获得处于行业领先地位的 ROE 水平主要是依靠较高的资产周转率以及高权益乘数，即在负债经营的同时拥有领先全行业的资产使用效率，从而推动公司整体 ROE 水平处于较为领先的地位。

图 51：16 年-19 年 Q3 超市企业 ROE (%)



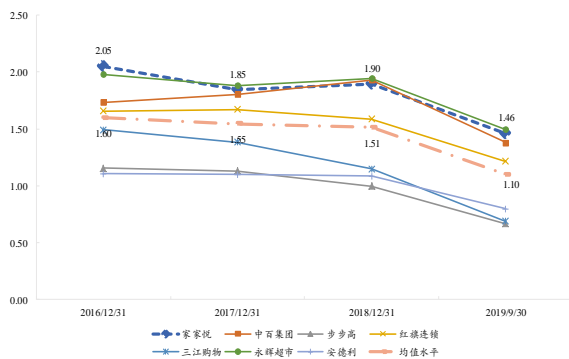
资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 52：16 年-19 年 Q3 超市企业净利率 (%)



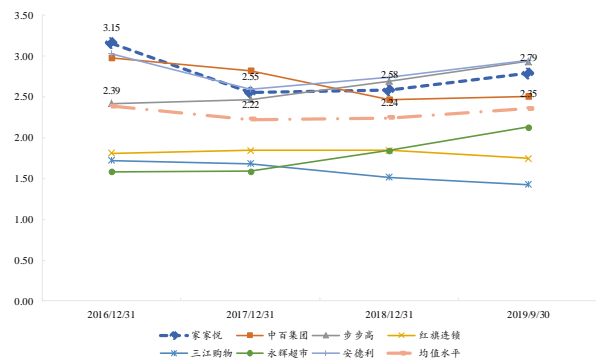
资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 53: 16 年-19 年 Q3 超市企业资产周转率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 54: 16 年-19 年 Q3 超市企业权益乘数



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

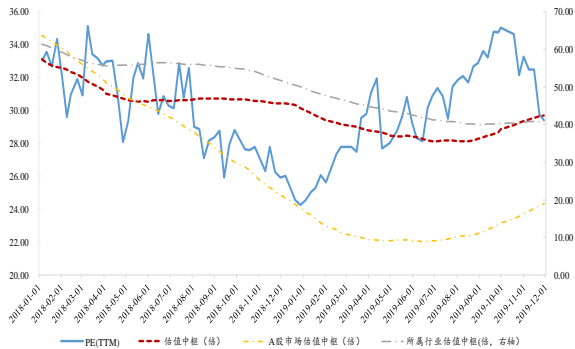
## (二) 公司估值与盈利预测: 业绩稳步增长, 估值回归合理水平

我们认为公司在继续在扩大线下实体规模的同时继续深度优化存量, 既形成区域密集布局、多业态联动的优势, 同时加快新区的拓展, 扩大全省覆盖范围, 积极打造面向全国发展的平台, 建设中央与区域互补、常温与生鲜结合, 智能联动的立体化物流体系, 形成“最后一公里”的竞争优势, 我们结合公司在 18 年年报中提出的 2019 年展店计划 (计划新开门店 100 家, 包括收购淮北乐新 31 家门店在内完成 84 家) 和公司整体供应链平台体系 (烟台综合物流工业园、莱芜生鲜加工中心, 维客青岛物流中心) 的加速成型与张家口综合产业园项目的建设进度, 在假设淮北乐新商贸 2019 年年报并表的情况下, 我们预测公司 2019/2020/2021 实现营收 150.07/169.74/191.76 亿元, 净利润 4.96/5.82/6.91 亿元, 对应 PE 30/26/22 倍, 对应 PS 1.00/0.88/0.78 倍, 维持“推荐评级”。

**对于公司营收规模预测。**在 2019 年年末 CPI 累计增速达到 3.0% (10 月已达 2.6%) 的情况下, 我们保守估计公司 2019 年同店营收有望突破 153 亿元, 再结合今年新开门店总数 100 家目标达成的假设, 2019 年公司营收存在一定超预期的可能性 (2019E: 150.07 亿)。

**对于公司估值水平的分析与预测。**自 2018 年以来, 公司的估值中枢整体呈现出平稳中略有下降的趋势, 从 2018 年初的 33 倍 PE 左右的水平下降至 2019 年 12 月 4 日的 30 倍 PE (TTM), 符合其所属行业以及 A 股市场整体估值走势。截止 2019 年 12 月 4 日, 公司的估值水平为 PE (TTM) 30X, 处于估值中枢附近, 属于较为合理的估值水平。围绕公司的估值中枢来看, 公司自 18 年以来滚动估值水平较其估值中枢的折溢价水平大致在 ±20% 的区间内波动。以 12 月 4 日为基准, 如若未来该规律继续成立, 则未来短期内公司估值区间大概率将会在 24 倍 PE 至 36 倍之间波动。

图 55: 公司 18 年至今估值中枢与估值水平比较 (倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56: 公司 18 年以来较估值中枢估值折溢价水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

针对近期的估值回调，我们首先来看公司估值未来的下行空间。基于公司历史估值水平，我们将 PE (TTM) 24X-26X 划分为公司的估值底部区间。按此标准，公司自上市以来共计两次步入估值底部区间：**1)** 第一次出现在 2017 年 6 月-2017 年 12 月区间内，此次步入估值底部区间的原因主要是由于公司在 2016 年以及 2017 年受制于展店缓慢与同店负增长的影响使得规模端增长乏力，从而导致业绩增速缓慢，迫使估值水平迅速降低，但自 2017 年下半年开始公司营收端加速增长拉动业绩持续高增长后脱离估值底部区间；**2)** 第二次出现在 2018 年 6 月至 2019 年年初，本轮估值下跌的主要原因是受贸易战影响市场情绪整体低迷所致，与公司经营关联度较低。目前，公司以及市场所处情况与前两次公司步入估值底部区间相比并无相似之处。基于此，我们认为公司目前的估值水平的下行风险与空间相对有限。

至于公司目前的估值水平上行空间，根据我们的财务估值模型预测，未来四个季度内公司的估值水平受业绩加速增长的正向影响大概率将出现一定程度上的回暖。基于我们对公司各季度的股价表现分析，除 2018 年下半年受市场负面情绪影响出现的估值贡献与业绩贡献背离的情况外，公司业绩贡献与估值贡献呈现出较强的正相关性，并且业绩贡献大多显著高于估值贡献。假设未来市场不出现较为明显地上涨或下跌趋势，那么我们预计伴随着公司业绩未来四个季度内的加速增长，公司的估值贡献将大概率由截止目前的负贡献转为正贡献。

如若未来四个季度内公司能够实现符合我们预期的增长 (19E/20E 归母净利: 4.96/5.82 亿元)，那么以 12 月 4 日为基准，公司最高可获得相较于自身估值中枢超过 20% 的溢价。

图 57: 公司上市以来股价复盘与底部区间判定

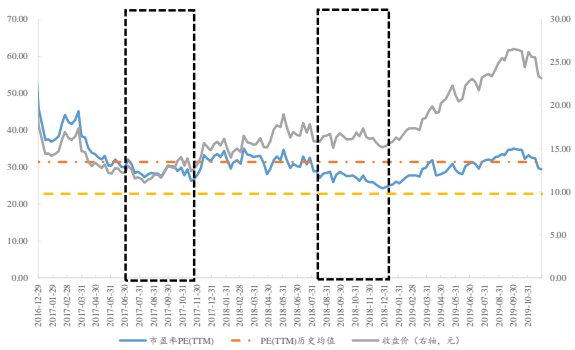
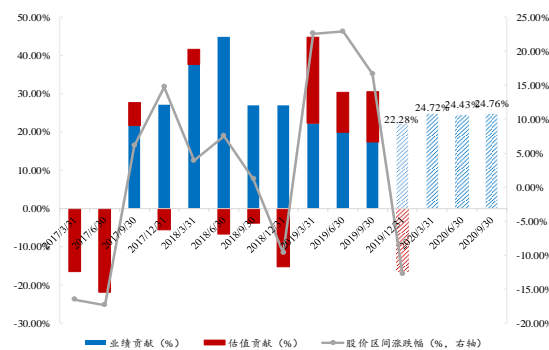


图 58: 公司上市以来季度股价表现分析 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 2019/12/31 区间涨跌幅、估值贡献均为截止 12 月 4 日数据

表 19: 公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 百万元)	11330.38	12730.71	15006.87	16974.09	19176.39
增长率(%)	5.14%	12.36%	17.88%	13.11%	12.97%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	310.74	429.92	496.24	581.87	690.61
增长率(%)	23.68%	38.35%	15.43%	17.26%	18.69%
EPS (元/股)	0.66	0.920	0.82	0.96	1.14
销售毛利率	21.58%	21.77%	21.48%	21.54%	21.80%
净资产收益率(ROE)	13.07%	16.63%	16.51%	17.97%	19.65%
市盈率(P/E)	36.59	26.25	30	26	22
市净率(P/B)	5.92	5.23	4.99	4.63	4.26
市销率(P/S)	1.30	1.15	1.00	0.88	0.78

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止日为 2019 年 12 月 4 日

## 六、风险提示

CPI 增速不及预期的风险; 展店数量不及预期的风险; 收购标的经营状况与磨合不及预期的风险。

## 插图目录

图 1: 公司生鲜超市内景 .....	3
图 2: 2016 年公司在山东省内市占率情况 (%) .....	4
图 3: 2019 年上半年公司各业态门店按地区分布情况 (家) .....	4
图 4: 基金个数与基金持股占流通股比例 (只, %) .....	7
图 5: 外资机构个数与基金持股占流通股比例 (个, %) .....	7
图 6: 2014 年-2019E 营业总收入 (亿元) .....	9
图 7: 2014 年-2019E 归母净利润 (亿元) .....	9
图 8: 公司主营业务收入按商品品类拆分 (亿元) .....	10
图 9: 公司主营业务按商品品类拆分的营收占比 (%) .....	10
图 10: 销售毛利率与净利率变化情况 .....	10
图 11: 各经营板块毛利率水平 .....	10
图 10: 公司三费费率变化情况统计 .....	11
图 13: 09 年-19 年至今超市按商品类别分销售额占比 (%) .....	11
图 14: 09 年-19 年至今生鲜类商品各渠道销售额占比 (%) .....	11
图 15: 09 年-19 年至今包装食品各渠道销售额占比 (%) .....	12
图 16: 09 年-19 年至今个人护理商品各渠道销售额占比 (%) .....	12
图 17: 04 年-19 年至今服装鞋帽各渠道销售额占比 (%) .....	12
图 18: 09 年-2019 年至今家用电器各渠道销售额占比 (%) .....	12
图 19: 11-18 年中国生鲜市场交易规模 (万亿元) .....	13
图 20: 2009 年-2019 年生鲜商品各销售渠道占比 (%) .....	13
图 21: 11-17 年中国生鲜超市交易规模 (万亿元) .....	13
图 22: 2017 年全国超市渠道各品类年均购买频次 (次/年) .....	13
图 23: 04 年至今超市市场规模及增速 (万亿元) .....	14
图 24: 10 年至今重点流通企业销售额与 CPI 同比 .....	14
图 25: 2017-2018 年我国前十大超市市占率水平 .....	15
图 26: 公司生鲜商品的营收与毛利率同步增长 (亿元) .....	16
图 27: 公司生鲜商品 17 年-19 年上半年营收同比增速 (%) .....	16
图 28: 国内生鲜采购基地分布图 .....	16
图 29: 生鲜采购流程示意图 .....	16
图 30: “基地直采”的三大优势 .....	17
图 31: 公司中央厨房运作模式 .....	18
图 32: 公司中央厨房生产实景 .....	18
图 33: 公司自有品牌营收 (亿元) 与销售占比情况 .....	19
图 34: 公司一体化物流配送网络示意图 .....	21
图 35: 省内仓储物流中心配送范围 (红: 杂货; 蓝: 生鲜) .....	22
图 36: 省外仓储物流中心配送范围示意图 (淮北尚未完成收购) .....	22
图 37: 公司截止 19 年上半年各业态门店数量占比情况 (%) .....	23
图 38: 公司 2019 年上半年各业态门店平均经营面积 (平方米) .....	23
图 39: 16-19 年上半年各业态同店营收占比 (%) .....	24



图 40: 16-19 年上半年各业态同店同比增速 (%)	24
图 41: 16-19 年前三季度各业态新开门店情况 (家, %)	24
图 42: 16-19 年上半年同店增速与 CPI 走势趋同 (%)	25
图 43: 16 年至今 CPI 猪肉与 CPI 食品烟酒走势趋同 (%)	25
图 44: 12 年-18 年山东省社会消费品零售总额 (亿元)	26
图 45: 山东省超市市场规模测算与预测 (亿元)	26
图 46: 公司分地区营收占比情况	27
图 47: 山东省分地区综合毛利率情况	27
图 48: 维客超市合并优势	29
图 49: 16 年-19 年 Q3 超市企业 ROE (%)	33
图 50: 16 年-19 年 Q3 超市企业净利率 (%)	33
图 51: 16 年-19 年 Q3 超市企业资产周转率 (%)	34
图 52: 16 年-19 年 Q3 超市企业权益乘数	34
图 53: 公司 18 年至今估值中枢与估值水平比较 (倍)	35
图 54: 公司 18 年以来较估值中枢估值折溢价水平 (%)	35
图 55: 公司上市以来股价复盘	35
图 56: 公司上市以来季度股价表现分析 (%)	35

## 表格目录

表 1: 公司发展历程	5
表 2: 公司前十大股东情况 (更新自 2019 年三季报)	6
表 3: 公司旗下纳入合并范围的子公司明细	7
表 4: 公司各经营业态的定义与分类	9
表 5: 2011 年起外资、国有、民营超市代表净增加门店数 (家)	15
表 6: 公司自有品牌统计	19
表 7: 公司现有物流配送中心吞吐能力统计	20
表 8: 在建物流项目汇总	20
表 9: 公司截止 2019 年上半年各类门店分类情况统计	23
表 10: 2014 年-2020E 山东省超市市场规模测算表 (亿元)	26
表 11: 公司 2019 年上半年各地区经营业态较年初增减情况	27
表 12: 维客集团门店情况 (收购前)	28
表 13: 受让山东华润万家门店情况	29
表 14: 张家口福悦祥收购前门店情况	30
表 15: 张家口福悦祥利润表主要数据 (万元)	31
表 16: 公司 2019 年前三季度张家口新开门店详细情况	31
表 17: 安徽快乐真棒利润表主要数据 (万元)	32
表 18: 公司 2019 年前三季度内蒙古与江苏省签约门店详细情况	32
表 19: 公司盈利预测	36

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，** 商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn