

家家悦 (603708)

证券研究报告

2016年12月28日

山东连锁超市龙头，生鲜经营优势突出

渠道布局：深耕山东，多业态融合发展

公司通过精耕细作山东区域，奠定省内连锁零售行业领先地位。截至2016年9月末，公司连锁门店数达620家，其中胶东地区合计542家，占比87.42%，基本实现“十分钟商圈”的目标。此外，公司拟募投新建300家连锁门店（281家综合超市+19家大卖场）。该项目实施后，将进一步扩大公司经营规模，巩固区域龙头地位。

品类特色：生鲜优势突出

公司与200多个合作社及养殖场建立稳定合作关系，其中与100多处基地签订5年以上的长期合同，完善的基地发展模式为公司生鲜产品的供应提供有力保障。截至目前，公司在干货、水果、蔬菜、肉制品、水产和禽蛋等6大品类的近1200多个生鲜单品与合作基地实现对接，超过80%生鲜实现“直采”，在保障产品质量、降低损耗的同时保持价格竞争力。

互联网进程：构筑数据根基，探索农村电商

在大力开拓线上渠道前，公司紧紧围绕线上布局的核心——如何刻画消费者画像和跟踪记录消费行为，建立完善的会员管理制度。公司会员数量从2013年的261.22万增至2016年9月末的406.33万，增幅达55.55%，会员对销售收入的贡献从58.73%增至74.27%。同时，公司瞄准农村市场发展电商业务，通过以店代配的方式解决农村电商配送“最后一公里”的问题。

产业链延伸：向上游延伸，发展自有品牌

凭借在区域市场的影响力，公司大力推广自有品牌商品，截至招股书披露日，公司已形成“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”（生鲜）、“柔可馨”、“半月湾”等多个自有品牌，有效提升盈利能力。

财务状况：各项经营指标表现良好，处于行业领先水平

2011-2015年营收年均复合增长率CAGR为11.50%，归母净利CAGR为12.17%。分品类来看，生鲜、食品是公司收入的主要来源，2013-2016Q3公司生鲜商品销售收入占比分别为42.92%、42.08%、42.61%、41.94%，保持稳定增长。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司16-18年总营收分别为109.87/122.17/135.87亿元，本次公开发行9000万股后，总股本增至3.6亿股，对应16-18年EPS分别为0.71/0.75/0.80元，当前股价对应PE分别为57x/54x/50x。

风险提示：经营区域较为集中、募投项目进展未达预期。

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	34.32元
目标价格	42.00元

基本数据

总股本(百万股)	360.00
流通股本(百万股)	90.00
总市值(百万元)	12,355.20
流通A股市值(百万元)	3,088.80
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	76.06
一年内最高/最低(元)	42.10/16.37

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,835.17	10,485.58	10,987.29	12,217.47	13,586.93
增长率(%)	9.28	6.61	4.78	11.20	11.21
EBITDA(百万元)	455.03	449.32	395.08	400.15	397.28
净利润(百万元)	227.80	247.26	256.18	271.72	288.29
增长率(%)	4.00	8.54	3.61	6.07	6.10
EPS(元/股)	0.63	0.69	0.71	0.75	0.80
市盈率(P/E)	63.88	58.85	56.80	53.55	50.47
市净率(P/B)	15.72	14.55	10.81	8.99	7.63
市销率(P/S)	1.48	1.39	1.32	1.19	1.07
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.84	28.73	27.13

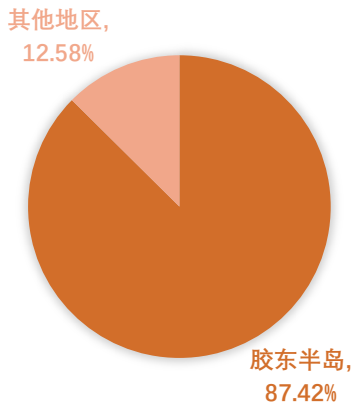
资料来源：wind，天风证券研究所

零售业再添一家上市公司。公司于 12 月 13 日在上交所上市，主营超市连锁业务，以大卖场和综合超市为主体，深耕山东省，区域优势显著。本文拟从渠道布局、品类特色、互联网进程、产业链延伸、财务状况五个方面对公司情况进行解读。

1. 渠道布局：深耕山东，多业态融合发展

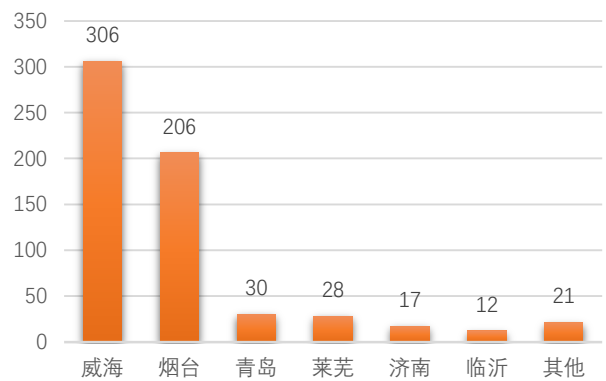
胶东深度、山东广度。公司始终坚持“区域密集”的渠道布局战略，通过精耕细作山东区域，奠定省内连锁零售行业领先地位。截至 2016 年 9 月末，公司连锁门店数达 620 家，其中胶东地区（主要包括威海、烟台、青岛、莱芜等）合计 542 家，占比 87.42%，基本实现“十分钟商圈”的目标。密集分布的网点有助于充分发挥协同作用，实现物流资源、货品供应、消费数据等的共享，同时形成强大的区域品牌影响力，构筑起隐形竞争壁垒。

图 1：公司连锁门店主要集中在胶东半岛（数据截至 16 年 9 月末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：威海、烟台门店数合计达 512 家（数据截至 16 年 9 月末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司拟募投新建 300 家连锁门店（281 家综合超市+19 家大卖场），预计增加面积 55.81 万平方米。该项目实施后，将进一步扩大公司经营规模，巩固区域龙头地位。

图 3：新开门店地区分布情况

地区	大卖场数量	综合超市数量	开店总数	开店面积（万平）
胶东地区	8	161	169	30.65
山东其他地区	11	120	131	25.16
合计	19	281	300	55.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

以大卖场和综合超市为主体，专业店、百货店为有效补充。截至 2016 年 9 月末，公司 620 家门店中：大卖场 79 家、综合超市 500 家、专业店 25 家、百货店 11 家、便利店 5 家。其中，专业店主要包括宝宝悦（母婴）和电器城（家电），主要开设在大卖场与超市周边。多业态并举的发展能够更好地满足不同消费档次和需求层级的客户需求，为消费者创造一站式消费体验。

图 4：公司各业态的门店数量和特点（截至 16 年 9 月末）

业态	数量	特点
大卖场	79	衣、食、日用品齐全的大型超市，经营面积一般在 3,000 平方米以上
综合超市	500	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 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	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	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、母婴用品或提供快速餐饮服务的专业性商店
合计	620	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 品类特色：生鲜优势突出

坚持源头直采、基地直供。公司为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，通过多年来的积累，逐步建立起遍布全国的直采网络。具体来看，与 200 多个合作社及养殖场建立稳定合作关系，其中与 100 多处基地签订 5 年以上的长期合同，完善的基地发展模式为公司生鲜产品的供应提供有力保障。截至目前，公司在干货、水果、蔬菜、肉制品、水产和禽蛋等 6 大品类的近 1200 多个生鲜单品与合作基地实现对接（即基地根据公司需求种植、生产、包装生鲜商品等），超过 80% 生鲜实现“直采”，在保障产品质量、降低“购/运/储/销”等流转环节中损耗的同时保持价格竞争力，有效提升生鲜产品的盈利空间。

图 5：公司采购全国各地有特色且平价优质的生鲜产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“买世界、品世界”。在国内基地采购模式逐步成熟的基础上，公司积极开发全球农副产品直采渠道，截至招股书披露日，公司已与南美洲、欧洲、东南亚等地多个供应商建立合作关系，批量引入国外优势生鲜商品，与国内基地形成良好补充，进一步丰富生鲜品类，满足消费者的个性化需求。

强大物流中心为生鲜经营奠定坚实基础。截至 2016 年 9 月末，公司合计拥有威海、烟台、高密、莱芜、宋村 5 个生鲜物流中心，其中宋村、威海两处生鲜配送中心除具备基本的分拣、配送功能外，兼具初加工与深加工能力。通过建设生鲜加工配送中心，公司可以将其配送覆盖范围内门店的净菜加工、熟食生产业务前置到 PC 加工中心与中央厨房完成，实现生鲜产品的规模化、工业化、标准化生产，提高生产效率，减少门店分散加工所投入的人力成本、能源消耗及损耗成本，发挥规模效应。截至招股书披露日，公司生鲜产品每年的初加工能力为 3 万吨，中央厨房年产能能为 2 万吨。

图 6：宋村与威海两处生鲜配送中心兼具初加工与深加工能力

生鲜物流中心	功能	简介
宋村	农产品初加工	将采收的农产品进行挑选、洗涤、沥干、切分或不切分、包装，拥有果蔬包装、配菜加工、面食加工、海产加工、畜产加工、禽产加工和羊肉加工 7 个车间。
威海	规模化中央厨房	2013 年下半年投产，设有酱卤制品、中式面点、西式面点、快餐、粥汤、凉菜加工区六大功能区域，配备进口和国内高端设备和先进的化验检验中心，建成标准的加工配送体系。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从辐射范围来看，宋村、威海、烟台、高密 4 个生鲜配送中心已经覆盖鲁东地区，莱芜生鲜配送中心现有规模较小，预计本次募投“生鲜加工物流中心项目”建成后，莱芜生鲜物流中心的仓储、加工和配送能力将大幅提高，公司区域一体化生鲜配送体系将深度覆盖山东省全境。

图 7：公司现有生鲜物流中心配送范围



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高效物流配送：“晚上在田里、早上在店里、中午在锅里”。鉴于生鲜商品在时效性及品质上的严格要求，公司实行“一日两配（早上与下午）”的高频生鲜配送方式，最大程度保证门店生鲜产品的新鲜度。同时，通过与供应商、基地、农户等建立长期稳定的合作关系，充分利用先进的生鲜加工配送中心，使得生鲜产品集中配送比例超过 70%，有效保障“百店一品”的标准化效果。

图 8：公司高效物流服务系统



资料来源：天风证券研究所

图 9：公司现有物流中心概况

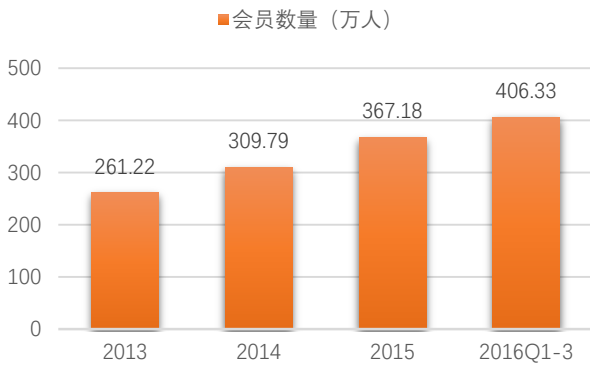
仓型	名称	建筑面积（万平）	日均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.10	11 万件	20 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.20	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜加工物流中心	2.12	790 吨	2200 吨

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 互联网进程：构筑数据根基，探索农村电商

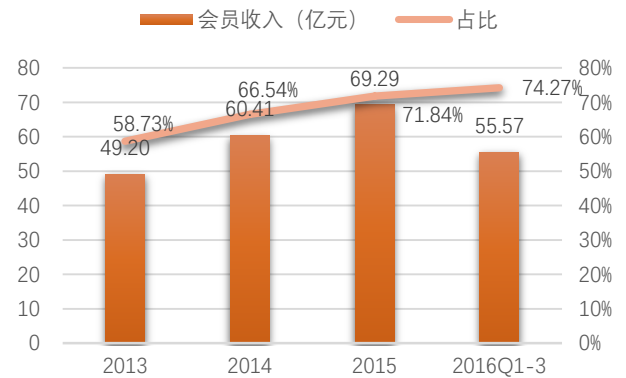
精准化的会员管理制奠定“大数据”基础。在大力开拓线上渠道前，公司紧紧围绕线上布局的核心——如何刻画消费者画像和跟踪记录消费行为，通过建立完善的会员管理制度，为线上业务的开展奠定数据基础。具体来看，公司会员管理方式包括会员积分返利、会员价商品、设置会员级别、定向营销等，在锁定特色消费群体的基础上达到有效促销的目的，同时通过消费数据获取消费者购买行为，实现与消费者双向沟通。公司会员数量从 2013 年的 261.22 万增至 2016 年 9 月末的 406.33 万，增幅达 55.55%，会员对销售收入的贡献从 58.73% 增至 74.27%。

图 10：公司会员数量达 406.33 万（截至 16 年 9 月末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

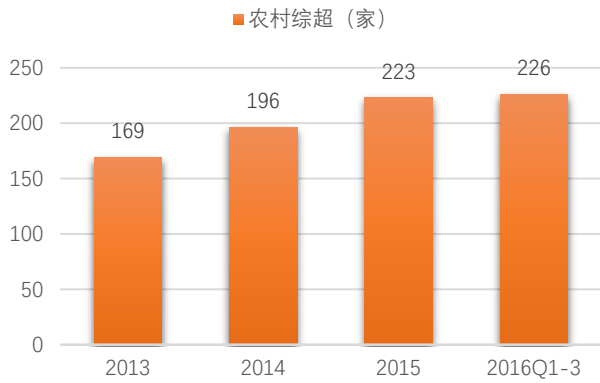
图 11：会员对销售收入的贡献达 74.27%（截至 16 年 9 月末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

以农村市场为切入口，开拓网上销售新渠道。鉴于区域密集的布局战略，公司瞄准农村市场发展电商业务。依托已有在农村市场的实体店超市布局与物流配送体系，在国家政策的支持下，公司通过以店代配的方式（即中央物流平台将消费者在门店、电脑和手机终端上的下单商品配送到系统指定的超市，再由超市配送至消费者手上）解决农村电商配送“最后一公里”的问题，充分发挥了线下资源，“实体门店+网上超市”全方位满足消费者对商品的多元化需求以及线下体验需求。2016 年 1 月，公司农村电商平台正式在威海区域上线。

图 12：公司农村综超数量稳步上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司农村电商服务站



资料来源：联商网，天风证券研究所

4. 产业链延伸：向上游延伸，发展自有品牌

凭借在区域市场的影响力，公司大力推广自有品牌商品，品类以食用油、干货食品、自制熟食、卫生用品等品牌关注度较弱、销售量大、购买频率高的商品为主，在避免与品牌供应商形成竞争的同时，依托公司自身品牌优势，提高价格竞争力，进而增强公司盈利能力。

截至招股书披露日，公司已形成“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”（生鲜）、“柔可馨”、“半月湾”等多个自有品牌，自有工厂包括控股的食品加工企业荣光实业、奇爽食品、荣成麦香苑、以及主营纺织品的海悦纺织，参股公司威海蜡笔小新、威海一町食品、晟堡食品主要从事食品加工业务并通过公司门店网络销售。

图 14：公司自有及联营工厂情况

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、调和油等	“荣光”、“品品香”	具备年压榨花生 5 万吨，年处理水稻 4 万吨的能力，原料仓储能力 1 万吨，油罐罐容 9,000 吨，各车间生产工艺先进，自动化程度高，被威海市政府确定为粮油储备基地
	荣成麦香苑	面包	“麦香苑”	拥有两条远红外隧道炉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
	威海一町食品	食品	“一町”	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。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

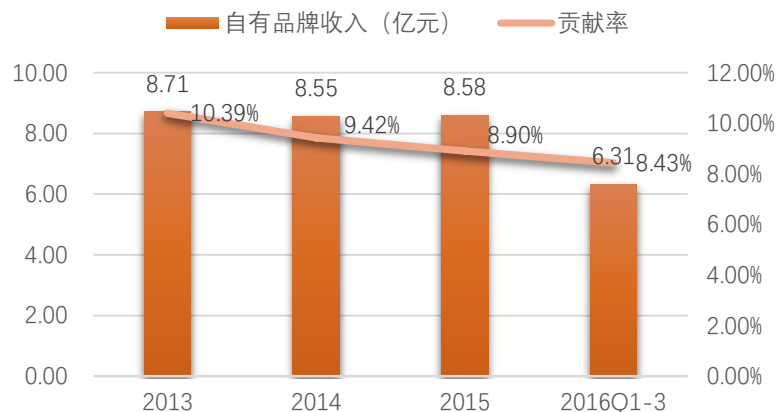
图 15：公司自有工厂生产加工业务经营数据（单位：吨）

生产商	报告期	产能	产量	产能利用率	销量	产销量
荣光实业	2016Q1-3	47,925	32,402	67.61%	32,323	99.76%
	2015	63,900	41,349	64.71%	36,193	87.53%
	2014	63,900	36,904	57.75%	34,172	92.60%
	2013	63,900	42,313	66.22%	40,985	96.86%
荣成麦香苑	2016Q1-3	1,500	1,320	88.00%	1,271	96.28%
	2015	1,760	1,506	85.56%	1,429	94.89%
	2014	1,760	1,314	74.66%	1,301	99.03%
	2013	1,760	1,317	74.83%	1,302	98.89%
奇爽食品	2016Q1-3	795	171	21.51%	167	97.66%
	2015	1,060	265	25.00%	261	98.49%
	2014	1,060	295	27.83%	292	98.98%
	2013	1,060	583	55.00%	364	62.41%
威海麦香苑	2014H1	440	209	47.50%	215	102.87%
	2013	880	654	74.32%	664	101.51%
海悦纺织	2016Q1-3 (件)	361,500	78,815	21.80%	100,497	127.51%
	2015 (件)	482,100	167,095	34.66%	166,078	99.39%
	2014 (件)	482,100	216,924	45.00%	198,663	91.58%
	2013 年 9-12 月 (件)	160,700	132,530	82.47%	58,224	43.93%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前公司自有品牌尚处于发展初期，销售规模保持稳定，近年来伴随营收规模的持续扩大，自有品牌收入贡献比重略有下滑，2013-2016Q3 分别为 10.39%、9.42%、8.90%、8.43%。未来伴随公司自有品牌数量的不断增加，其对业绩的贡献或将逐步凸显。

图 16：公司自有品牌商品对营业收入的贡献率保持在 8%以上



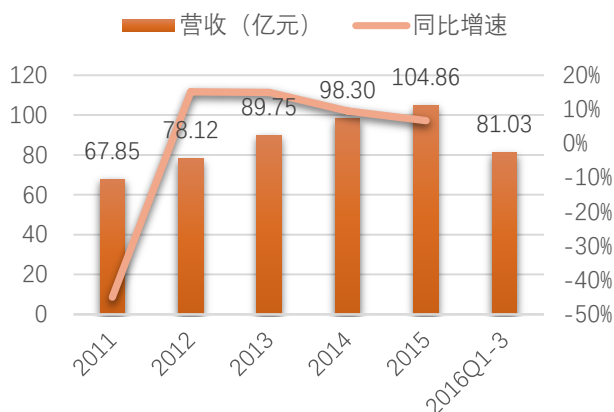
资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 财务状况：各项经营指标表现良好，处于行业领先水平

近年来公司营收与净利保持稳健增长，2011-2015 年营收年均复合增长率 CAGR 为 11.50%，归母净利润 CAGR 为 12.17%。2016Q1-3 公司实现营收 81.03 亿元，归母净利润 1.78 亿元。得

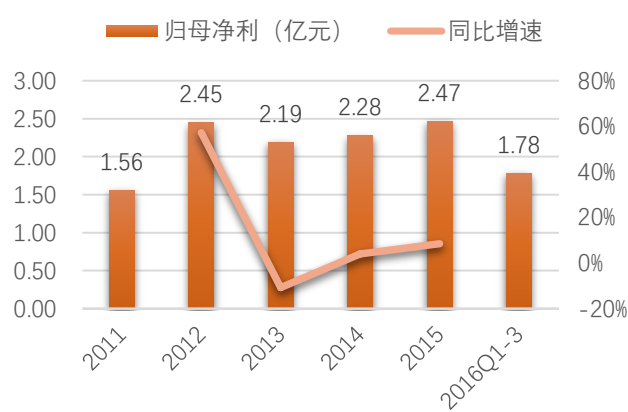
益于不断强化的区域性优势，以及不断完善的物流体系等，公司营收规模与增速均高于行业平均水平。

图 17：2016Q1-3 公司营收 81.03 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：2016Q1-3 公司归母净利润 1.78 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

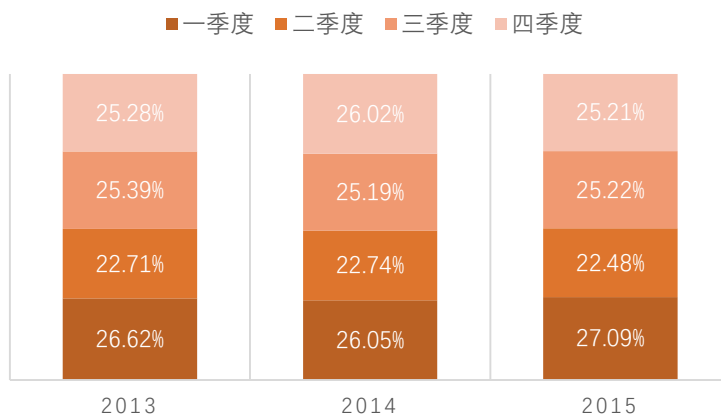
图 19：公司营收与同行业可比上市公司对比（单位：亿元）

序号	公司	2014		2015		2016Q1-3
		金额	增幅	金额	增幅	
1	永辉超市	305.43	20.38%	421.45	15.98%	370.15
2	步步高	113.88	7.97%	154.52	25.72%	116.07
3	家家悦	89.75	9.53%	104.86	6.67%	81.03
4	人人乐	127.16	-4.71%	112.18	-7.42%	77.93
5	新华都	73.80	-4.82%	64.88	-7.55%	50.03
6	红旗连锁	44.37	7.37%	54.86	15.16%	47.16
7	三江购物	46.90	-5.25%	43.57	-1.96%	31.68
	均值	118.59	8.80%	141.91	10.65%	115.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于快消品与日常生活密切相关，超市行业各季度收入占比相当。从全年来看，公司各季度营业收入比重保持稳定，其中一季度受元旦、春节等节假日消费刺激，收入份额较高，三、四季度基本持平，二季度比重最低。

图 20：公司营收周期性情况

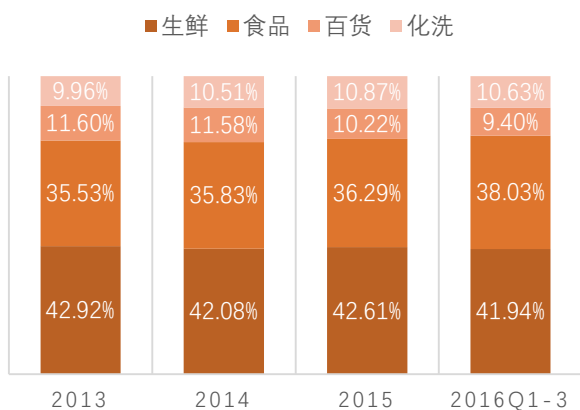


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分品类来看，生鲜、食品是公司收入的主要来源，2013-2016Q3 公司生鲜商品销售收入占比分别为 42.92%、42.08%、42.61%、41.94%，食品类收入占比分别为 35.53%、35.83%、36.29%、38.03%，保持稳定增长。伴随消费者生活品质的提高，消费习惯的转变（由菜场逐渐转向超市采购生鲜），以及生鲜物流中心募投项目的建设，未来公司生鲜收入占比或将进一步提高。

生鲜是传统超市吸引客流的重要品类，同时也是制衡电商的主要领域。公司不断强化“以生鲜为特色”的经营理念，生鲜收入占比远高于行业均值，保持在 40%以上，与同样具备生鲜优势的永辉超市名列行业前茅。通过牢牢把握消费者对生鲜的“刚需”，增加客流量，以点带面，从而提升其他品类的销售。

图 21: 2013-2016Q3 公司收入分品类占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

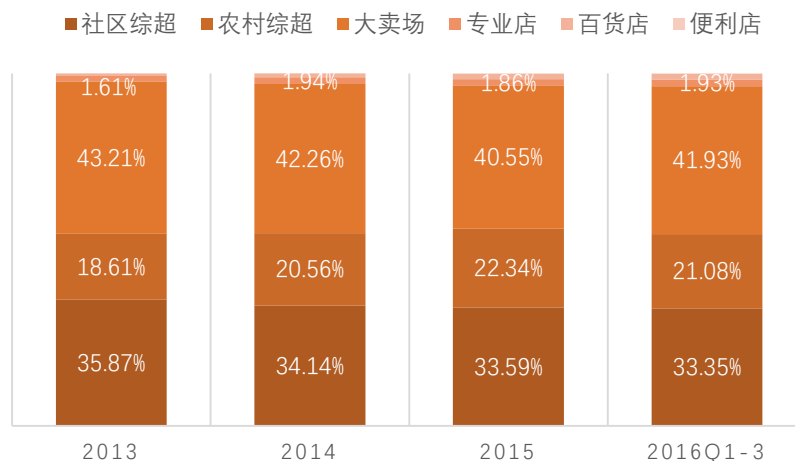
图 22: 公司生鲜占比远高于行业均值

	2013	2014	2015
家家悦	42.92%	42.08%	42.61%
新华都	25.47%	25.53%	22.57%
人人乐	16.57%	18.77%	17.74%
永辉超市	44.07%	46.40%	43.91%
三江购物	29.70%	32.39%	19.82%
均值	28.95%	30.77%	26.01%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业态来看，综合超市和大卖场业态为公司贡献了 95%以上的收入，其中综合超市尤其是农村综合超市收入保持较高增幅，符合公司城乡一体和渠道下沉的发展战略。伴随连锁超市募投项目的建设（拟新建综合超市 281 家、大卖场 19 家），公司综合超市、大卖场销售规模将进一步扩大。

图 23: 2013-2016Q3 公司收入分业态占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

可比门店坪效有所上升。2013-2015 年公司可比门店单店收入有所下降，主要系新增单店经营面积减少所致，2013-2015 年大卖场可比店平均单店经营面积分别为 4,086.04 m²、3,944.41 m²和 3,924.64 m²，综合超市可比店平均单店经营面积分别为 861.16 m²、835.54 m²和 833.16 m²。剔除该因素影响，坪效总体来看略有增长，2013-2015 年分别为 1.39 万/

平、1.38 万/平、1.42 万/平，主要系公司对门店进行结构性调整，以综合超市、大卖场为主要业态，谨慎开设百货店，适当开设专业店和便利店，使得各业态保持稳定发展趋势，同时不断提升物流配送优势，进一步加强供应链管理，从而提供整体经营业绩。

图 24：公司各业态可比门店坪效略有上升（单位：万元，万元/平）

业态	2013		2014		2015		2016Q1-3	
	单店收入	坪效	单店收入	坪效	单店收入	坪效	单店收入	坪效
大卖场	5,950.16	1.31	5,778.71	1.32	5,763.02	1.47	4,288.53	1.09
综合超市	1,323.31	1.49	1,258.81	1.47	1,192.94	1.43	873.02	1.02
其中：社区综超	1,461.71	1.44	1,370.62	1.41	1,331.49	1.39	958.10	1.01
农村综超	1,115.70	1.61	1,103.07	1.58	1,011.36	1.50	761.72	1.05
便利店	-	-	-	-	-	-	234.60	1.79
百货店	740.38	0.10	830.64	0.11	1,335.15	0.12	938.69	0.08
专业店	1,987.98	0.86	1,515.03	0.78	971.02	0.73	675.10	0.53
合计	2,076.50	1.39	1,912.67	1.38	1,835.47	1.42	1,297.85	1.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

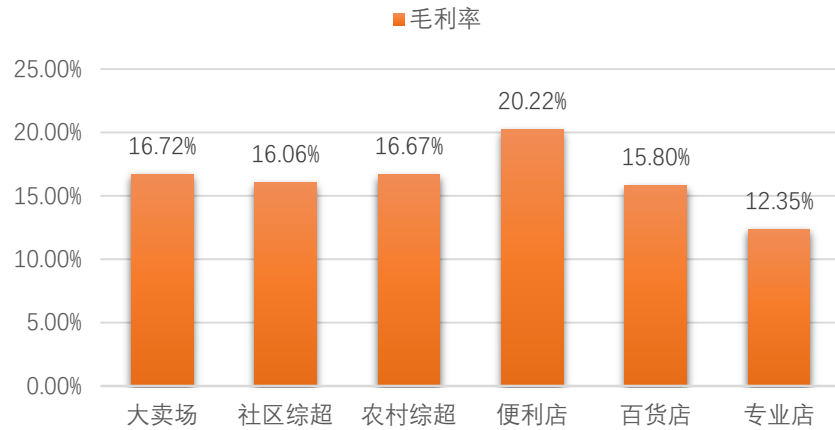
毛利率稳定增长，位居业内前列。纵向来看，2013-2015 年公司毛利率分别为 21.31%、22.13%、22.14%，保持稳定增长。横向对比来看，公司综合毛利率水平处于行业前列，主要得益于以下几点：①直采比例高。厂家直接供货减少了经销环节，有效降低中间费用，避免仓储、物流环节的损失；②自有品牌占比高。公司旗下“荣光”、“麦香苑”等自有品牌在山东尤其是威海、烟台地区具备一定的影响力；③以毛利率较高的综合超市为重点。相较于大卖场、百货等投入高、回报期长的零售业态，综合超市具备较高的成长空间，平均毛利率相对较高；④规模优势提升议价能力。伴随连锁门店新建项目的实施，公司门店数将大幅增加，规模的扩张有助于公司整体进一步提升对供应商的议价能力。

图 25：2013-2015 年公司与同行业上市公司毛利率对比情况

	2013	2014	2015
步步高	22.31%	22.47%	21.92%
新华都	19.71%	21.21%	20.47%
人人乐	20.99%	21.55%	22.43%
红旗连锁	26.60%	26.19%	27.13%
永辉超市	19.19%	19.66%	19.83%
三江购物	19.70%	20.05%	19.84%
均值	21.42%	21.85%	21.94%
家家悦	21.31%	22.13%	22.14%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

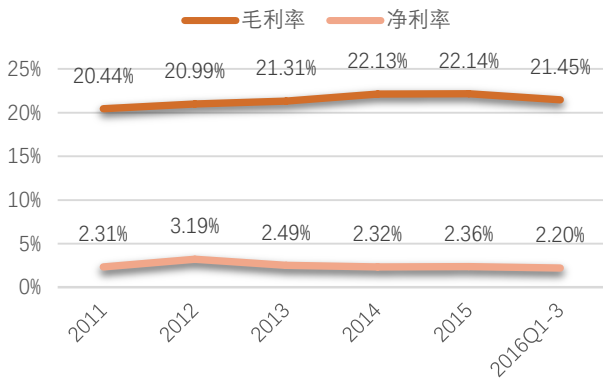
图 26：2016Q1-3 公司各业态毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

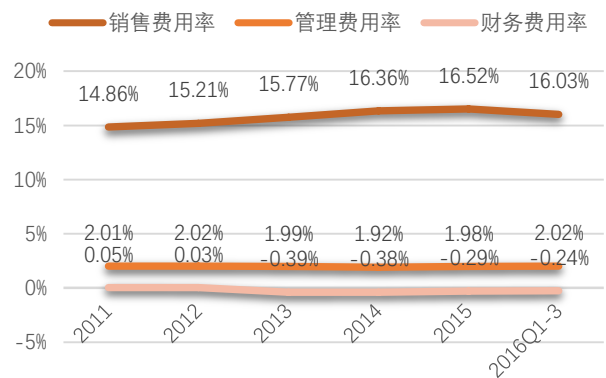
费用管控合理。公司期间费用以销售费用、管理费用为主，符合超市业态的基本特点。在经营规模快速扩大的情况下，公司费用管控能力仍处于较好水平，2013-2015 年期间费用率分别为 17.41%、17.90%、18.21%，均低于行业均值，主要系公司持续推行商品品类精细化管理，实施系统自动补货，降低商品损耗，提高工作效率，同时综合超市尤其是在三四线城市以及农村的整体费用水平较低所致。

图 27：2011-2016Q3 公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2011-2016Q3 公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2013-2015 年公司期间费用率与同行业上市公司对比

	2013	2014	2015
步步高	16.62%	18.01%	19.79%
新华都	20.50%	19.97%	23.96%
人人乐	19.70%	22.89%	24.69%
红旗连锁	22.21%	22.50%	23.28%
永辉超市	16.16%	16.87%	17.37%
三江购物	15.60%	16.46%	17.65%
均值	18.46%	19.45%	21.13%
家家悦	17.41%	17.90%	18.21%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 盈利预测

首次覆盖，给予“买入”评级。我们对公司核心收入来源“商业零售业务”按照经营业态进行收入分拆，具体拆分为门店数量、单店面积及坪效。其中，门店数量预测结合公司连锁超市建设项目规划进度，预计2017年新建大卖场7家，综合超市合计73家，2018年新建大卖场5家，综合超市95家；同时，预计伴随未来门店数量的快速扩张，各业态坪效或有所下降（百货业态采用出租而非联营模式，故预计坪效维持增长态势）。将上述各因素汇总后，预计公司16-18年商业零售收入（未考虑批发业务）分别为100.21/111.77/124.71亿元，同比增速分别为4.41%/11.53%/11.58%。叠加其他业务收入等，预计公司16-18年总营收分别为109.87/122.17/135.87亿元，本次公开发行9000万股后，总股本增至3.6亿股，对应16-18年EPS分别为0.71/0.75/0.80元，当前股价对应PE分别为57x/54x/50x。

图 30：公司商业零售收入预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
门店数量 (家)						
社区综超	243	256	273	278	308	345
农村综超	169	196	223	230	273	331
大卖场	67	70	76	81	88	93
专业店	19	23	22	28	32	37
百货店	11	12	12	11	11	11
便利店	1	4	4	5	7	9
合计	510	561	610	633	719	826
单店面积 (平方米)						
社区综超	856.30	853.83	849.50	845.25	841.45	838.50
YOY		-0.29%	-0.51%	-0.50%	-0.45%	-0.35%
农村综超	571.44	599.35	641.03	673.08	703.37	731.50
YOY		4.88%	6.95%	5.00%	4.50%	4.00%
大卖场	4111.95	4129.55	3483.88	3309.69	3160.75	3034.32
YOY		0.43%	-15.64%	-5.00%	-4.50%	-4.00%
专业店	825.64	978.21	1113.14	1224.45	1322.41	1401.75
YOY		18.48%	13.79%	10.00%	8.00%	6.00%
百货店	5288.18	7359.09	10568.75	12682.50	14584.88	16043.36
YOY		39.16%	43.61%	20.00%	15.00%	10.00%
便利店				120.00	115.00	100.00
坪效 (万元/平)						
社区综超	1.44	1.41	1.39	1.37	1.35	1.33
YOY		-2.08%	-1.42%	-1.50%	-1.40%	-1.30%
农村综超	1.61	1.58	1.50	1.46	1.42	1.39
YOY		-1.86%	-5.06%	-3.00%	-2.50%	-2.30%
大卖场	1.31	1.32	1.47	1.54	1.59	1.64
YOY		0.76%	11.36%	4.50%	3.50%	3.00%
专业店	0.86	0.78	0.73	0.69	0.68	0.67
YOY		-9.30%	-6.41%	-5.00%	-2.50%	-1.00%
百货店	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15
YOY		10.00%	9.09%	9.00%	8.50%	8.50%
便利店	-	-	-	2.20	2.23	2.28
YOY					1.50%	2.00%

商业零售收入 (百万元)

社区综超	2996.35	3081.99	3223.60	3217.23	3498.70	3854.51
农村综超	1554.83	1856.08	2144.23	2252.45	2724.03	3355.86
大卖场	3609.06	3815.70	3892.19	4118.18	4422.29	4621.21
专业店	134.91	175.49	178.77	237.76	286.13	347.18
百货店	58.17	97.14	152.19	182.48	227.68	271.74
便利店	-	2.08	6.93	13.20	17.98	20.50
合计	8353.32	9028.48	9597.91	10021.30	11176.80	12471.01
YOY		8.08%	6.31%	4.41%	11.53%	11.58%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,398.53	1,462.55	2,165.90	2,986.66	3,724.94
应收账款	62.80	68.88	67.63	(263.60)	(293.15)
预付账款	281.61	271.27	283.75	350.57	355.59
存货	1,059.99	1,176.01	1,195.23	1,445.42	1,501.66
其他	32.38	39.11	41.01	37.56	39.21
流动资产合计	2,835.31	3,017.81	3,753.52	4,556.60	5,328.25
长期股权投资	3.21	2.80	2.80	2.80	2.80
固定资产	1,152.46	1,122.72	1,088.07	1,073.42	1,057.77
在建工程	0.00	0.44	36.27	69.76	71.86
无形资产	89.88	94.27	89.83	85.39	80.96
其他	272.02	260.15	159.92	56.94	33.34
非流动资产合计	1,517.58	1,480.38	1,376.89	1,288.32	1,246.73
资产总计	4,352.89	4,498.20	5,173.89	5,859.41	6,594.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,493.92	1,514.63	1,646.05	1,886.63	2,044.34
其他	1,890.21	1,937.54	2,136.55	2,308.69	2,596.51
流动负债合计	3,384.12	3,452.16	3,782.59	4,195.32	4,640.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.54	44.38	42.05	42.66	43.03
非流动负债合计	41.54	44.38	42.05	42.66	43.03
负债合计	3,425.66	3,496.54	3,824.64	4,237.97	4,683.88
少数股东权益	1.51	1.40	2.87	3.34	4.03
股本	270.00	270.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	352.65	352.65	352.65	352.65	352.65
留存收益	655.74	730.19	986.37	1,258.10	1,546.39
其他	(352.67)	(352.59)	(352.65)	(352.65)	(352.65)
股东权益合计	927.23	1,001.66	1,349.24	1,621.44	1,910.42
负债和股东权益总	4,352.89	4,498.20	5,173.89	5,859.41	6,594.30

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	227.73	247.15	256.18	271.72	288.29
折旧摊销	218.77	237.74	63.27	65.59	67.99
财务费用	0.75	0.00	(52.12)	(74.01)	(96.41)
投资损失	0.29	0.76	0.82	0.82	0.82
营运资金变动	28.00	(70.53)	395.96	533.98	436.15
其它	(24.33)	9.40	1.55	0.48	0.71
经营活动现金流	451.21	424.52	665.66	798.59	697.55
资本支出	243.63	105.25	62.33	79.40	49.63
长期投资	1.82	(0.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(512.46)	(336.30)	(166.62)	(131.23)	(105.28)
投资活动现金流	(267.01)	(231.47)	(104.30)	(51.84)	(55.65)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	37.33	30.74	142.06	74.01	96.41
其他	(89.55)	(205.89)	(0.08)	(0.01)	(0.02)
筹资活动现金流	(52.22)	(175.15)	141.98	74.01	96.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	131.98	17.90	703.34	820.76	738.29

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,835.17	10,485.58	10,987.29	12,217.47	13,586.93
营业成本	7,654.99	8,163.66	8,564.59	9,541.84	10,645.36
营业税金及附加	52.97	62.61	60.70	68.75	77.55
营业费用	1,608.81	1,732.34	1,807.41	2,021.99	2,252.71
管理费用	188.64	207.25	219.75	246.79	278.53
财务费用	(37.35)	(30.66)	(52.12)	(74.01)	(96.41)
资产减值损失	2.87	3.06	2.21	2.71	2.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.29)	(0.76)	(0.82)	(0.82)	(0.82)
其他	1.73	1.53	1.64	1.64	1.64
营业利润	362.79	346.58	383.93	408.57	425.70
营业外收入	32.92	30.49	28.99	30.80	30.09
营业外支出	15.29	4.42	9.39	9.70	7.83
利润总额	380.42	372.65	403.53	429.67	447.96
所得税	152.69	125.50	145.81	157.47	158.97
净利润	227.73	247.15	257.73	272.20	289.00
少数股东损益	(0.06)	(0.10)	1.55	0.48	0.71
归属于母公司净利润	227.80	247.26	256.18	271.72	288.29
每股收益(元)	0.63	0.69	0.71	0.75	0.80

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	9.28%	6.61%	4.78%	11.20%	11.21%
营业利润	11.24%	-4.47%	10.78%	6.42%	4.19%
归属于母公司净利润	4.00%	8.54%	3.61%	6.07%	6.10%
获利能力					
毛利率	22.17%	22.14%	22.05%	21.90%	21.65%
净利率	2.32%	2.36%	2.33%	2.22%	2.12%
ROE	24.61%	24.72%	19.03%	16.79%	15.12%
ROIC	-27.72%	-28.19%	-29.39%	-20.78%	-14.79%
偿债能力					
资产负债率	78.70%	77.73%	73.92%	72.33%	71.03%
净负债率	216.71%	202.38%	150.75%	102.30%	65.50%
流动比率	0.84	0.87	0.99	1.09	1.15
速动比率	0.52	0.53	0.68	0.74	0.82
营运能力					
应收账款周转率	163.55	159.26	160.97	-124.69	-48.81
存货周转率	9.19	9.38	9.27	9.25	9.22
总资产周转率	2.32	2.37	2.27	2.21	2.18
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.69	0.71	0.75	0.80
每股经营现金流	1.25	1.18	1.85	2.22	1.94
每股净资产	2.57	2.78	3.74	4.49	5.30
估值比率					
市盈率	63.88	58.85	56.80	53.55	50.47
市净率	15.72	14.55	10.81	8.99	7.63
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.84	28.73	27.13
EV/EBIT	0.00	0.00	36.72	34.36	32.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com