

家家悦(603708)/一般零售

生鲜直采、区域龙头，募资加码门店扩张

评级：增持(首次)

市场价格：26.69

目标价格：30.44

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

联系人：宁浮洁

电话：

Email: ningfj@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,830.33	10,485.58	10,905.01	11,777.41	12,955.15
增长率 yoy%	9.53%	6.67%	4.00%	8.00%	10.00%
净利润	224.11	247.26	252.53	273.88	293.03
增长率 yoy%	15.08%	10.33%	2.13%	8.46%	6.99%
每股收益(元)	0.83	0.92	0.94	1.01	1.09
每股现金流量	1.67	1.57	2.10	2.00	2.35
净资产收益率	24.21%	24.72%	20.16%	17.94%	16.10%
P/E	0.00	0.00	33.82	31.18	29.14
PEG	0.00	0.00	15.86	3.69	4.17
P/B	3.43	3.70	4.64	5.65	6.74
备注：					

投资要点

■ **核心观点：生鲜直采、区域龙头，募资加码门店扩张。**家家悦是山东省超市龙头，依托生鲜直采、物流中心，聚焦胶东地区，2016年Q3门店数量620家；家家悦单店面积小、贴近社区，用户粘性高，会员销售额占比约72%，在三四线城市及农村市场具有广阔的市场空间。家家悦生鲜占比约40%，毛利率在15%左右，盈利能力及生鲜占比规模与永辉相当，高于行业平均水平。上市募资，依托于精细化管理水平、生鲜直采及区域物流配送体系等核心竞争力，加快门店拓展，门店迭代成熟推动公司内生增长。考虑公司未来成长空间，给予2017年40xPE，目标价30.44元，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **生鲜直采，精细化运营，保证运营效率及门店拓展。**公司生鲜直采建立核心优势，以“中央+区域”的物流建立生鲜加工中心，保证前端生鲜价格优势及品质，复制供应链优势，公司具备开拓空白区域的能力。公司新开门店一般在开业后1年内营业收入为正常年的70%，第二至五年每年较上年按一14%、10%、8%、6%的比率上升，第六年及以后收入水平与第五年持平。公司年均开店数量大约在100家左右，继续深耕胶东地区，同时拓展山东其他区域，门店拓展后，有望带动公司营收提升。

■ **山东地区消费升级，品牌化超市是趋势，区域拓展空间巨大。**欧美等发达国家消费曲线显示人均年收入超过3000美元左右时，居民消费升级将成为常态，生存型消费减少，发展享受型消费比重上升。而当前山东三四线城市人均年可支配收入约为3000-5000美元，处于消费升级的“口袋”区间，消费升级趋势增强，以9000人/店的比例来看，山东区域合理开店数量约在1万家。竞争格局来看，山东主要是区域性超市为主，而外来超市占比比例较小，其中本地化超市具有代表性的是银座股份及利群股份，整体来看家家悦在采购、物流等方面具备较高的比较优势。

■ **农村电商、跨境进口、自有品牌并行，募集资金加码“门店+物流”。**公司积极开拓农村电商，利用线下门店优势，打通全渠道购物方式，顺应当前新零售发展趋势，在农村电商整体渗透率较低的大背景下，公司差异化利用物流及门店优势，开拓农村电商，提升人均创收及效率。跨境进口方面，以保税商品下单体验区为支撑点，通过PC端和移动端APP实现“线下体验、线上直接下单”模式，实现进口商品两天配送直达。线上：2015年8月，家家悦集团跨境电商业务正式开启，成立了家家悦商城，主要经营韩国、澳洲、日本等各国进口商品，涵盖了母婴用品、食品、生活用品、保健用品等上千种品类，商品通过海外直邮模式，确保正品和质量。线下：2015年9月，家家悦集团在九龙城购物广场打造的进口商品直购体验中心开业，直购体验中心经营面积2000多平方米，商品品类5000多种。

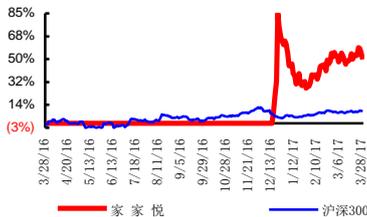
■ **目标价30.44元，对应2017年40xPE，首次覆盖给予“增持”评级。**预计2016-2018年公司实现营业收入109.05、117.77、129.55亿元，同比增长4.0%、8.0%、10.0%，归属于母公司净利润为2.53、2.74、2.93亿元，同比增长2.13%、8.46%、6.99%，对应2016-2018年每股收益为0.94、1.01、1.09元。考虑家家悦市场发展空间，及外延式拓展门店渐趋成熟，募集资金市场战略拓展门店数量空间广阔，目标价30.44元，对应2017年40xPE，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：门店建设不及预期；山东市场超市竞争加剧；消费习惯改变；**

基本状况

总股本(百万股)	360
流通股本(百万股)	90
市价(元)	26.69
市值(百万元)	9,608
流通市值(百万元)	2,402

股价与行业-市场走势对比



相关报告

## 内容目录

公司简介：深耕胶东地区，区域性超市龙头 .....	- 4 -
聚焦胶东区域，生鲜经营全产业链、多业态特色综合服务商 .....	- 4 -
定位社区综合服务商，密集布局、精细耕作 .....	- 5 -
行业分析：消费升级下，品牌化商超崛起，山东地区具备开拓空间 .....	- 6 -
山东地区消费升级延续，品牌化超市渗透逐步提升 .....	- 6 -
生鲜电商处于巨头卡位阶段，盈利较难，线下生鲜消费仍是主流 .....	- 9 -
山东地区三四线城市具备较高的布局价值，测算省内超市数量可达 1 万家 .....	- 9 -
核心竞争力：生鲜直采，“中央+区域”物流体系提升运营效率 .....	- 10 -
生鲜毛利率达到 15%，与永辉相当，高于行业平均水平 .....	- 10 -
生鲜占比超过 40%，生鲜直采占比 80%以上，“中央+区域”物流提升运营效率 .....	- 12 -
农村电商、跨境进口、自有品牌并行，募集资金加码“门店+物流” .....	- 14 -
依托连锁门店资源、物流配送体系，试水农村电商、跨境进口 .....	- 14 -
提升自有品牌占比，强化竞争优势，提升毛利率水平 .....	- 16 -
募资加码“门店+物流”，年均开设门店 100 家，外延拓展增厚业绩 .....	- 17 -
盈利预测及投资建议：目标价 30.44 元，首次覆盖给予“增持”评级 .....	- 19 -

## 图表目录

图表 1：2016 年 Q3 家家悦自有门店数量达到 620 家 .....	- 4 -
图表 2：家家悦超市门店集中于胶东地区 .....	- 4 -
图表 3：家家悦上市后主要的股权结构 .....	- 5 -
图表 4：2016 年 Q3 家家悦综合超市占比约为 54% .....	- 5 -
图表 5：2015 年公司实现营业收入同比增长 6.67% .....	- 5 -
图表 6：家家悦整体会员占比达到 74.27% .....	- 6 -
图表 7：与永辉超市、步步高、三江购物相比，家家悦单店面积较低 .....	- 6 -
图表 8：家家悦单店营收低于行业竞争对手 .....	- 6 -
图表 9：山东地区城镇与农村居民人均可支配收入同比分别增长 7.8% 和 8.8% .....	- 7 -
图表 10：2017 年 1-2 月份社会零售总额同比增长 9.5% .....	- 7 -
图表 11：相较于其他省份来说，山东省外来超市较少 .....	- 7 -
图表 12：山东省本地化超市主要的分布情况 .....	- 8 -
图表 13：生鲜超市相较于菜市场在消费环境、价格等方面具备优势 .....	- 8 -
图表 14：国内生鲜电商渗透率仅为 3.7% .....	- 9 -
图表 15：生鲜超市仍是以线下消费为主 .....	- 9 -
图表 16：测算山东地区整体生鲜市场规模达到 2000 亿，省内潜力超市门店数量达到 1 万家 .....	- 10 -
图表 17：家家悦人均创收与永辉超市相当 .....	- 10 -

图表 18: 2014-2015 年家家悦毛利率水平高于行业平均水平.....	- 10 -
图表 19: 家家悦销售费用率和管理费用率低于行业平均水平.....	- 11 -
图表 20: 家家悦上市后有望复制永辉超市成长路径.....	- 11 -
图表 21: 2010 年永辉超市上市后加快省外扩张.....	- 12 -
图表 22: 家家悦主要以生鲜、食品、化洗等为主.....	- 12 -
图表 23: 家家悦生鲜占比超过行业平均水平.....	- 12 -
图表 24: 家家悦存货周转率高于行业平均水平.....	- 12 -
图表 25: 公司目前拥有烟台、高密、莱芜等地区配送中心 8 个.....	- 13 -
图表 26: 家家悦杂货物流中心配送范围.....	- 13 -
图表 27: 家家悦建立一体化网络辐射系统.....	- 13 -
图表 28: 生鲜物流中心配送范围.....	- 14 -
图表 29: 家家悦整体采购流程.....	- 14 -
图表 30: 家家悦超市建立乡村电商服务站.....	- 15 -
图表 31: 家家悦农村综合超市门店.....	- 15 -
图表 32: 农村电商增速保持在 80% 以上.....	- 15 -
图表 33: 农村互联网普及率远低于城镇互联网普及率.....	- 15 -
图表 34: 家家悦进口商品直购体验中心.....	- 15 -
图表 35: 家家悦商城发布跨境商品公告.....	- 15 -
图表 36: 美国及欧洲各大零售商自有品牌占比较高.....	- 16 -
图表 37: 横向对比, 国内自有品牌占比仅为 3% 左右.....	- 16 -
图表 38: 2016 年 Q3 自有品牌商品对商业零售贡献率为 8.43%.....	- 16 -
图表 39: 家家悦建立工厂生产自有品牌.....	- 17 -
图表 40: 家家悦自有品牌一览表.....	- 17 -
图表 41: 上市后募集约 11 亿元, 推进“门店+物流”中心建设.....	- 18 -
图表 42: 公司拟开设 300 家店, 其中胶东地区 169 家、其他地区 131 家.....	- 18 -
图表 43: 公司选择威海、烟台地区剩余租期大于 5 年的 200 家门店作为改造目标.....	- 18 -
图表 44: 新开门店经过 3 年培育期基本成熟.....	- 18 -
图表 45: 2012 年新开门店以后各期的经营情况.....	- 18 -
图表 46: 同行业可比公司业绩及估值情况.....	- 19 -
图表 47: 家家悦盈利预测三张表.....	- 21 -

## 公司简介：深耕胶东地区，区域性超市龙头

聚焦胶东区域，生鲜经营全产业链、多业态特色综合服务商

- 2016Q3 门店数量 620 家，聚焦胶东区域，募集资金加快胶东区域门店建设。**家家悦超市隶属于家家悦集团，总部位于威海市，1995 年开始发展零售连锁，1997 年完成国有企业改革，截止 2016 年 Q3 威海地区拥有门店数量 306 家，胶东地区门店总数约 600 家，非胶东地区约为 20 家，总体数量约为 620 家左右，预测 2016 年门店总数为 650 家。2016 年 11 月上市，公司募集资金将继续深耕胶东地区，加速门店建设，预计年均开店数量 100 家左右。

图表 1：2016 年 Q3 家家悦自有门店数量达到 620 家

业态	2012年	2013年	2014年	2015年	2016Q3
大卖场	62	67	70	76	79
综合超市	361	402	452	496	500
其中：社区综合超市	219	233	256	273	274
农村综合超市	142	169	196	223	226
便利店	1	1	4	4	5
百货	9	11	12	12	11
专业店	10	19	23	22	25
合计	443	500	561	610	620

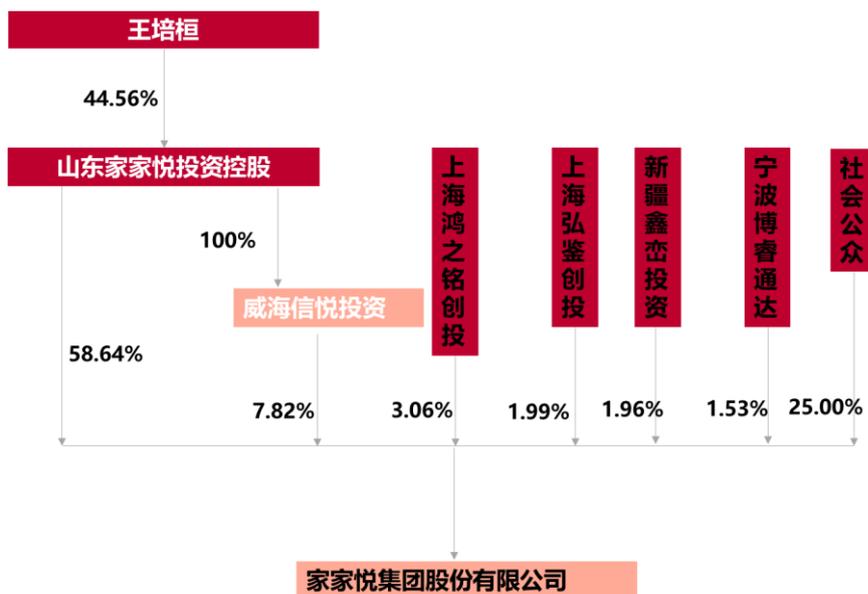
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2：家家悦超市门店集中于胶东地区

区域	2013		2014		2015		2016Q3		总门店数量
	开店	关店	开店	关店	开店	关店	开店	关店	
威海	37	5	37	10	18	9	7	8	306
烟台	21	6	23	5	27	3	11	3	206
青岛	1	0	6	1	3	1	5	1	30
莱芜	4	0	4	0	6	0	2	2	28
济南	1	0	2	2	5	1	1	1	17
临济	3	0	3	1	3	1	3	2	12
其他地区	2	1	6	1	4	2	0	2	21
合计	69	12	81	20	66	17	29	19	620

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 家家悦上市后主要的股权结构

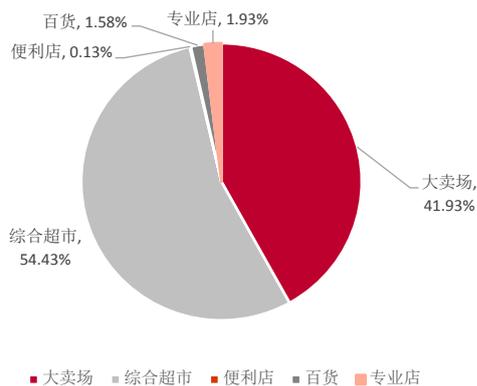


来源: 公司公告 中泰证券研究所

定位社区综合服务商，密集布局、精细耕作

- **营收端稳健增长。**2015 年公司实现营业收入 104.85 亿元，同比 6.67%+ (yoy); 实现净利润约为 2.47 亿元，同比 8.53%+ (yoy); 2016Q3 实现营业收入 81.03 亿元，净利润 1.78 亿元; 营收端，综超占比 54.4%，大卖场占比 41.93%，专业店占比为 1.93%，百货店占比为 1.58%，便利店占比为 0.13%。

图表 4: 2016 年 Q3 家家悦综合超市占比约为 54%



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 2015 年公司实现营业收入同比增长 6.67%



来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 6: 家家悦整体会员占比达到 74.27%**

项目	2016Q3	2015年	2014年	2013年
会员数量(人)	4063265	3671793	3097870	2612158
营业收入-会员(万元)	555665.86	692866.37	604110.9	492027.23
营业收入-商业(万元)	748170.88	964484.25	907928.95	837825.18
占比(%)	74.27	71.84	66.54	58.73

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 单店面积较小, 覆盖人群少, 开店成本低但灵活性高, 适合三四线城市及农村市场布局。家家悦主要以大卖场、综合超市业态为主, 大卖场面积在 3000-4000 平方米左右, 综合超市经营面积在 1500-3000 平方米左右。与永辉超市相比, 家家悦各业态单店经营面积低于永辉, 单店营收远低于永辉超市。单店面积小, 单店覆盖人群少, 开店成本较低, 适合三四线城市及农村市场布局; 以威海为例, 威海地区整体人口总量约为 200 万人, 而整体超市数量达到 300 家以上, 平均 9000 人/店。

**图表 7: 与永辉超市、步步高、三江购物相比, 家家悦单店面积较低**

可比公司	各业态的定位
永辉超市	大卖场经营面积在10000平方米以上, 卖场经营面积在5000-10000平方米以上, 社区超市在5000平方米以上, 精品超市在2000-3000平方米;
步步高	综合超市经营面积在4000-6000平方米; 社区超市经营面积在2000-3000平方米; 百货店经营面积15000平方米(县级市)/18000平方米(地级市)以上;
三江购物	综合超市1000-3000平方米, 小型超市(邻里店)400平方米以下;
家家悦	大卖场经营面积在3000平方米以上, 综合超市经营面积一般在3000平方米以下, 便利店在200平方米以下;

来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 8: 家家悦单店营收低于行业竞争对手**

大卖场		2013	2014	2015	2016Q3
单店收入	家家悦	5950.16	5778.71	5763.02	4288.53
	永辉超市	19197.75	16983.98	16382.79	
超市		2013	2014	2015	2016Q3
单店收入	家家悦	1323.31	1258.81	1192.94	873.02
	永辉超市	5496.1	5236.13	5210.98	
	步步高	4017.28	4195.44	4544.78	
	三江购物			3415.78	

来源: 公司公告 中泰证券研究所(单位: 万元)

## 行业分析: 消费升级下, 品牌化商超崛起, 山东地区具备开拓空间

山东地区消费升级延续, 品牌化超市渗透逐步提升

- 山东省地区数据: 进入消费升级升级通道。2016 年山东地区整体 GDP

总量为 6.7 万亿，位列全国第三，人口规模为 0.98 亿人，2016 年城镇居民人均可支配收入 3.4 万元，相较去年增长 7.8%。人均消费支出 2.1 万元，同比增长 8.3%。农村居民人均可支配收入 1.4 万元，同比增长 8.8%，教育文化娱乐与医疗保健增长速度较快，山东省内消费升级趋势显著；2017 年 1-2 月份山东省消费品消费总额为 5323 亿元，同比增长 9.5%，与国内零售总额增速持平。参考国际发达国家发展经验，当人均年收入在 3000 美元以上时，消费升级趋势明显，而当前山东三四线城市进入“收入消费升级口袋”。

**图表 9: 山东地区城镇与农村居民人均可支配收入同比分别增长 7.8% 和 8.8%**

指标	城镇居民		农村居民	
	绝对值	比上年增长	绝对值	比上年增长
可支配收入	34012	7.80%	13954	7.90%
工资性收入	21812	7.00%	5569	8.40%
经营净收入	4778	9.20%	6267	7.00%
财产净收入	2740	10.70%	359	9.90%
转移净收入	4681	8.70%	1760	9.40%

来源：山东省统计局 中泰证券研究所

**图表 10: 2017 年 1-2 月份社会零售总额同比增长 9.5%**



来源：国家统计局 中泰证券研究所

- 山东省超市消费以本地化为主。**山东地区主要以本地化的超市为主，如家家悦、银座股份、利群股份等，其中家家悦门店数量 602 家，银座股份超市业态数量 150 多家，利群股份总体门店数量 43 家。而外来超市如家乐福、乐购、欧尚等超市业态较少，数据显示外来超市人均数量远小于其他省份，如江苏、浙江、福建等，人均超市数量仅为 0.35 个/百万人，山东省内形成区域性超市分布结构，本地化市占率较高，特别是山东核心城市如济南、青岛、烟台、威海等地区，而三四线城市仍具备品牌渗透空间。

**图表 11: 相较于其他省份来说，山东省外来超市较少**

省份	城市	家乐福	乐购	欧尚	麦德龙	宜家	迪卡侬	卜蜂莲花	沃尔玛	好又多	易买得	总计	人均（每百万）
江苏（79.99百万）	无锡	5	4	3	3	1	4	2	0	2	1	25	1.63
	苏州	7	1	2	2	1	4	0	2	1	0	20	
	南京	5	0	3	2	1	3	0	4	2	0	20	
	常州	0	3	3	2	0	1	0	3	0	0	12	
	其余	2	7	11	8	0	9	5	10	0	1	53	
	全省总共	19	15	22	17	3	21	7	19	5	2	130	
浙江（55.90百万）	杭州	1	4	2	2	1	5	0	5	2	0	22	1.7
	宁波	2	7	5	3	1	6	0	1	2	0	27	
	温州	1	0	0	0	0	3	1	2	3	0	10	
	绍兴	0	0	1	1	0	0	0	1	2	0	5	
	其余	0	7	4	2	0	1	0	15	2	0	31	
	全省总共	4	18	12	8	2	15	1	24	11	0	95	
福建（38.74百万）	泉州	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	3	1.39
	厦门	2	3	0	1	0	2	0	6	4	0	18	
	福州	2	1	1	1	0	2	0	6	5	0	18	
	漳州	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	
	其余	1	0	0	1	0	1	0	10	1	0	14	
	全省总共	5	5	1	4	0	5	0	24	10	0	54	
山东（99.47百万）	青岛	3	2	1	2	0	3	1	1	0	0	13	0.33
	烟台	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	3	
	济南	1	2	0	0	0	2	0	1	0	0	6	
	潍坊	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	2	
	其余	0	1	0	2	0	3	1	2	0	0	9	
	全省总共	4	6	2	5	0	9	2	5	0	0	33	

来源：百度地图 公司官网 中泰证券研究所

**图表 12：山东省本地化超市主要的分布情况**

公司名称	业态
利群股份	仅有43家门店，主要集中于青岛、威海、潍坊等地；
家家悦	门店数量达到602家，主要集中于威海、烟台及威海地区；
银座股份	150多家超市，主要分布在山东济南、青岛等地

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 生鲜商超替代菜市场消费已成为主流，三四线城市及农村市场升级正当时。**超市生鲜区相较于菜市场而言具备良好的消费者信任度、产品集成度以及产销专业化程度，在卫生、安全性、产品质量、产品集成度等方面具备较好的优势，符合消费者对生鲜消费环境、质量以及品质的要求，当前一二线城市已基本完成由菜市场到生鲜超市购物的过渡。而三四线城市以及农村地区目前升级正当时，生鲜商超替代菜市场已是不争的事实。在价格方面，直采模式的生鲜超市较菜市场具备一定的价格优势，部分产品价格甚至低于菜市场，消费者从产品价格选择以及消费体验方面出发，逐步接受生鲜超市购买生鲜，以威海地区为例，菜市场基本被生鲜超市替代。

**图表 13：生鲜超市相较于菜市场在消费环境、价格等方面具备优势**

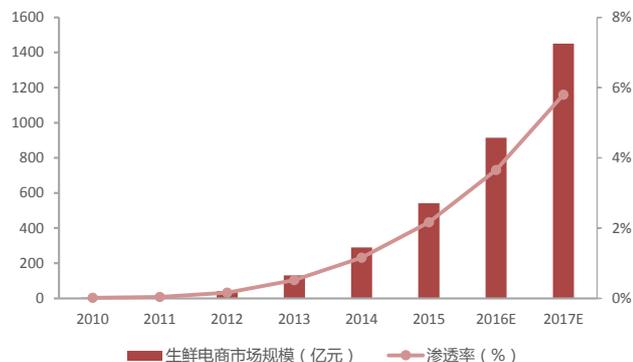
类别	生鲜超市	菜市场
消费环境	标准化连锁经营、行业生鲜消费占到30%，可同时购买其他非生鲜品类；	环境：脏、乱、差；标准化程度较低，只能购买生鲜等高频次品类；
价格	直采模式，价格水平较低，行业平均毛利率仅为11%；直采模式可达15%左右；	价格体系较为混乱，产品加价不透明；流通环节多，价格受天气波动；
生鲜品质	品种、品类丰富，标准化程度高；	质量参差不齐，标准化程度较低；
方便性	贴切社区，满足白领时间短缺需求；	距离较远，覆盖人群较广；

来源：公开资料整理 中泰证券研究所

### 生鲜电商处于巨头卡位阶段，盈利较难，线下生鲜消费仍是主流

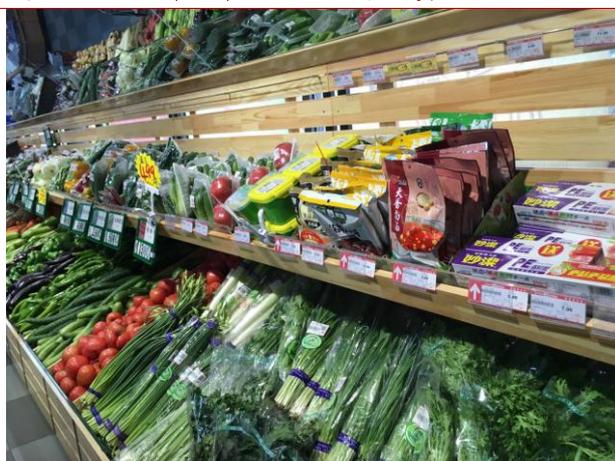
- **电商生鲜仍处于卡位阶段，生鲜消费主要以线下为主。**纯电商做生鲜难度较大，当前生鲜电商只有1%盈利，4%持平，88%以上处于亏损状态，生鲜本身消费的属性决定其仍主要集中于线下消费。国内生鲜消费总额大约为2.5万亿，2016年生鲜电商渗透率仅为3.7%，生鲜电商对线上的冲击仍小。我们认为主要原因可以归纳为以下三点：（1）生鲜仓储运营成本较高，行业平均水平大约在30%；（2）物流成本较高，约占总毛利水平的30%，生鲜仓储和物流成本较高，对盈利影响较大；（3）产品的客单价较低；仓储与物流成本占到生鲜电商成本70%左右，而加上其他运营费用，整体生鲜电商处于亏损状态。目前生鲜电商发展主要以巨头为主，仍处于卡位阶段，生鲜电商主要以线下门店消费为主。

图表 14：国内生鲜电商渗透率仅为 3.7%



来源：易观智库 中泰证券研究所

图表 15：生鲜超市仍是以线下消费为主



来源：家家悦调研 中泰证券研究所

### 山东地区三四线城市具备较高的布局价值，测算省内超市数量可达 1 万家

- **山东地区整体生鲜市场近 2000 亿，预测省内商超布局可达 1 万家。**山东地区整体生鲜市场约为 2000 亿左右，生鲜市场整体空间巨大。山东地区人口总量约为 0.98 亿，而单个社区类超市覆盖人群大约为 0.9 万。测算来看，社区类生鲜超市山东省内空间可达近 1 万家，而目前省内仍存在较大的潜力空间，特别在山东三四线城市以及农村市场，以家家悦、利群股份、银座股份等为代表的区域性超市正逐步布局。

**图表 16: 测算山东地区整体生鲜市场规模达到 2000 亿, 省内潜力超市门店数量达到 1 万家**

类别	全国	山东
人口 (亿)	13.75	0.98
生鲜市场 (亿)	25000.00	1960.00
人均生鲜 (元/年)	1818.18	2000.00
单个超市门店覆盖人群 (万)		9000
山东省整体超市潜力规模 (个)		10889

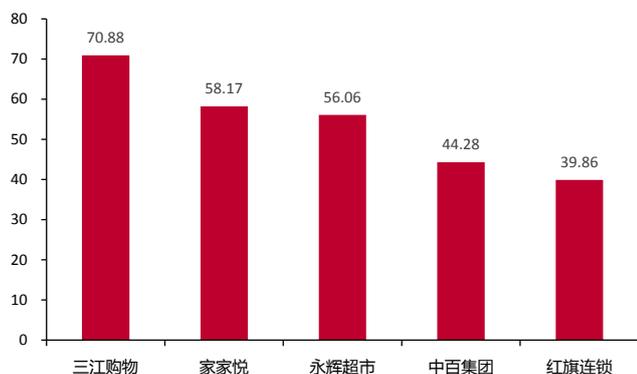
来源: 国家统计局 公司公告 中泰证券研究所

## 核心竞争力: 生鲜直采, “中央+区域”物流体系提升运营效率

生鲜毛利率达到 15%, 与永辉相当, 高于行业平均水平

- 家家悦整体经营效率较高, 位列行业前茅。2015 年家家悦整体人均创收为 58.17 万元/人, 略高于永辉超市, 人均创收位列行业前茅。在盈利能力上, 家家悦生鲜毛利率约为 15-16%, 高于行业平均水平约 4 个百分点, “食品+生鲜”占比约为 80%, 规模占比及盈利能力, 与永辉超市相当。毛利率方面, 整体毛利率约为 22%, 高于永辉超市约 1.5 个百分点, 损耗率仅为 3%左右。在费用率方面, 受门店 2015 年家家悦“管理费用率+销售费用率”约为 18.5%, 可比公司均值为 21.08%, 整体低于行业平均水平, 但整体费用率高于永辉超市约 1 个点。

**图表 17: 家家悦人均创收与永辉超市相当**



来源: 公司公告 中泰证券研究所 (单位: 万元/人)

**图表 18: 2014-2015 年家家悦毛利率水平高于行业平均水平**

项目	2013年度	2014年度	2015年度	2016Q3
步步高	22.31%	22.47%	21.92%	21.44%
新华都	19.71%	21.21%	20.47%	22.04%
人人乐	20.99%	21.55%	22.43%	22.85%
红旗连锁	26.60%	26.19%	27.13%	26.27%
永辉超市	19.19%	19.66%	19.83%	19.68%
三江购物	19.70%	20.05%	19.84%	21.91%
均值	21.42%	21.85%	21.94%	22.37%
本公司	21.31%	22.13%	22.14%	21.45%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 19: 家家悦销售费用率和管理费用率低于行业平均水平**

可比公司	2013年度		2014年度		2015年度		2016Q3	
	销售费用率	管理费用率	销售费用率	管理费用率	销售费用率	管理费用率	销售费用率	管理费用率
步步高	14.84%	2.08%	16.33%	1.69%	17.47%	1.99%	17.41%	1.75%
新华都	16.97%	3.56%	16.86%	3.07%	18.15%	5.45%	17.05%	3.60%
人人乐	15.76%	4.00%	17.72%	5.13%	18.39%	6.22%	18.01%	4.23%
红旗连锁	20.44%	2.22%	20.56%	1.91%	21.13%	2.08%	21.69%	1.74%
永辉超市	13.58%	2.31%	14.33%	2.25%	15.13%	2.30%	14.54%	2.31%
三江购物	14.82%	1.52%	15.45%	1.87%	15.92%	2.32%	16.45%	2.43%
可比公司均值	16.07%	2.62%	16.87%	2.65%	17.69%	3.39%	17.53%	2.68%
本公司	15.81%	1.99%	16.36%	1.92%	16.52%	1.98%	16.03%	2.09%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 家家悦有望复制永辉路径, 由胶东地区拓展至非胶东地区, 开启省内扩张。**在省内竞争对手方面, 能够较量的规模还没有起来, 而规模起来的激励机制存在欠缺, 家家悦可开拓空间较大。两大竞争对手银座股份与利群集团, 银座股份区域优势主要集中在济南地区, 而在其他地区缺乏竞争优势, 且本身国企, 激励机制存在欠缺, 经营业态仍以百货为主, 而超市门店总数大约为 150 家左右, 与家家悦存在竞争但尚不构成威胁。利群集团整体经营连锁百货, 在业态方面偏向于百货及购物中心, 而贴近社区的家家悦整体销售的产品与利群百货重合度较小, 存在竞争的可能性非常小。参考永辉上市后成长路径, 家家悦在供应链等方面具备较强的优势, 精细化管理及供应链采购优势保证运营效率及价格管控, 引流及增强用户粘性。

**图表 20: 家家悦上市后可望复制永辉超市成长路径**

公司	上市前三年营收CAGR (%) VS上市后 营收CAGR	非核心区域扩张	直采占比 (%)	毛利率
永辉超市	49.68%VS35.35%	上市后开启省外扩张路线, 如安徽、北京、四川等地区, 门店年复合增长11.73%(2011-2015);	80%以上;	15-16%
家家悦	10.22%VS?	上市后加快非胶东地区拓展, 年均开店数量达到100家左右, 开店CAGR13%左右;	95%以上;	13-14%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

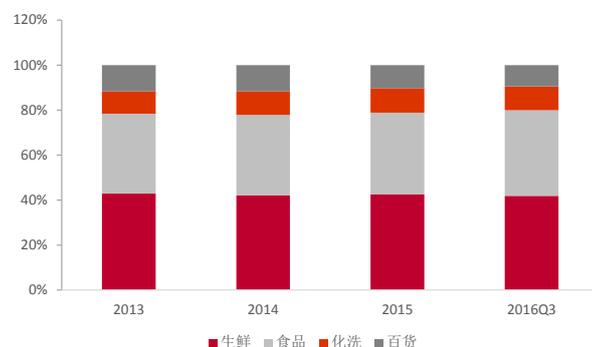
**图表 21：2010 年永辉超市上市后加快省外扩张**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	88	97	104	104	108	113	113
重庆				1	3	4	9	18	41	53	64	71	79	88	93	97
北京									2	7	13	18	20	24	30	31
安徽										7	12	14	17	20	24	25
四川												4	7	13	26	30
江苏											5	10	15	15	18	19
河北											1	5	8	13	13	13
河南											3	7	11	12	15	17
贵州										1	4	5	6	7	8	10
浙江												1	4	6	8	9
辽宁											1	5	5	5	5	4
广东													3	5	8	10
陕西													2	4	6	6
上海													1	3	11	29
吉林											1	2	2	3	2	2
天津											2	2	2	2	3	5
黑龙江												1	2	2	4	4
山西															1	1
总门店数：个	3	9	15	22	35	47	58	77	122	156	203	249	288	330	388	425
经营面积：平米	20171	36219	67537	106740	155462	202753	288676	405559	719216	1050000	1574522	2054513	2625577	3088043	3662290	3864761
净增门店数：个		6	6	7	13	12	11	19	45	34	47	46	39	42	58	37
门店增速：%	200.0%	67.0%	47.0%	59.0%	34.0%	23.0%	33.0%	58.0%	28.0%	30.0%	23.0%	16.0%	15.0%	14.6%	17.6%	

来源：公司公告 中泰证券研究所

**生鲜占比超过 40%，生鲜直采占比 80%以上，“中央+区域”物流提升运营效率**

- 家家悦目前生鲜销售额占比超过 40%，生鲜直采比例 80%以上。生鲜直采：在国内首创“基地+超市”的农超对接模式，通过建立农副产品基地，引导订单农业生产，形成了从生产基地→批发市场→生鲜配送的一条龙产业链。作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，公司经过多年发展，建立起遍布全国的直采网络，已经与 200 多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同，超过 80% 的生鲜都采取了“直采”的采购模式。2013 年公司首创“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，公司已与南美洲、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，丰富生鲜品类。家家悦以高频消费品类生鲜引流，销售额占比超过 40%，2013-2015 年生鲜销售占比分别为 42.92%/42.08%/42.61%，高于行业平均水平。

**图表 22：家家悦主要以生鲜、食品、化洗等为主**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 23：家家悦生鲜占比超过行业平均水平**

公司	2013年	2014年	2015年
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%
家家悦	42.92%	42.08%	42.61%

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 24：家家悦存货周转率高于行业平均水平**

	2013年		2014年		2015年	
	存货周转率	资产周转率	存货周转率	资产周转率	存货周转率	资产周转率
步步高	6.53	1.57	6.25	1.43	7.31	1.47
新华都	8.35	2.05	7.76	1.88	7.23	1.8
人人乐	6.66	1.77	5.95	1.7	5.47	1.71
红旗连锁	5.15	1.61	5.47	1.6	5.41	1.63
永辉超市	7.94	2.56	8.37	2.58	8.5	2.36
三江购物	6.45	1.53	7.09	1.5	8.01	1.54
均值	6.85	1.85	6.81	1.78	6.99	1.75
家家悦	7.21	2.34	7.16	2.32	7.3	2.37

来源：中泰证券研究所

- 建立区域一体化高效物流配送体系，“中央+区域”的配送保证生鲜品质。家家悦拥有3个常温物流中心及5个生鲜物流中心，配送范围覆盖山东省内，能够实现商品2.5小时送达门店的配送能力。杂货日均吞吐量达21万件、生鲜日均吞吐量超过1400吨。威海、烟台、高密、莱芜、宋村5个生鲜物流中心，分别对覆盖区域内连锁超市提供生鲜配送服务，其中烟台、高密、莱芜生鲜物流中心只具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能，宋村、威海两处生鲜配送中心还兼具农产品的初加工与深加工能力。

图表 25：公司目前拥有烟台、高密、莱芜等地区配送中心 8 个

仓型	名称	建筑面积 (万平方米)	日均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.1	10万件	20万件
杂货仓	烟台物流中心	3.35	6万件	12万件
杂货仓	莱芜物流中心	2.34	3万件	10万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.2	300吨	700吨
生鲜仓	烟台生鲜物流中心	0.18	100吨	500吨
生鲜仓	高密生鲜物流中心	1.2	110吨	500吨
生鲜仓	莱芜生鲜物流中心	0.4	150吨	500吨
生鲜仓	宋村生鲜加工物流中心	2.12	800吨	2600吨

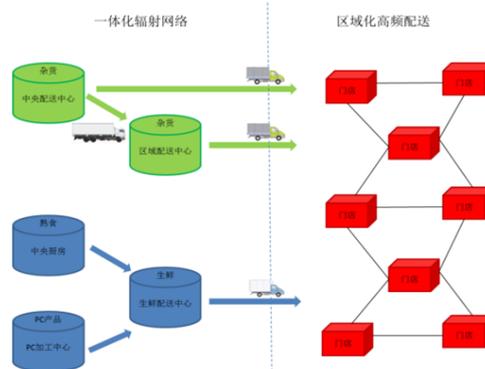
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 26：家家悦杂货物流中心配送范围



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 27：家家悦建立一体化网络辐射系统



来源：公司公告 中泰证券研究所



挖掘农村市场空间。

**图表 30: 家家悦超市建立乡村电商服务站**



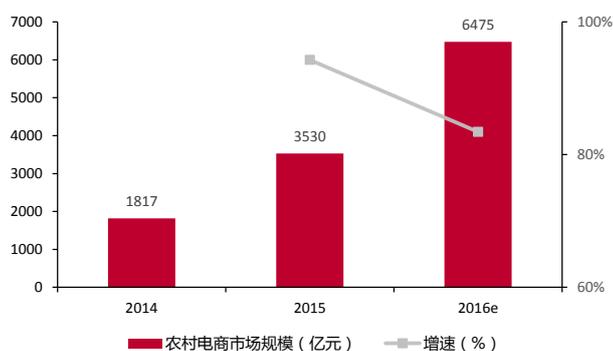
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 31: 家家悦农村综合超市门店**



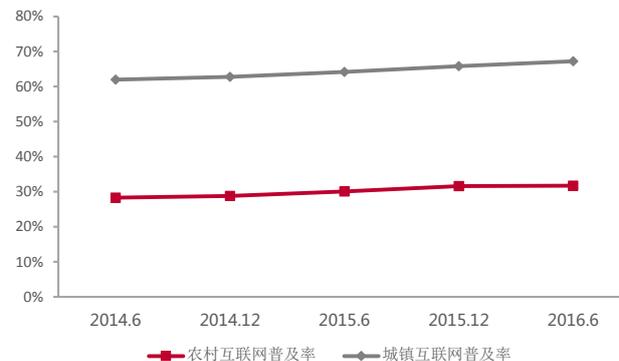
来源: 公司官网 中泰证券研究所

**图表 32: 农村电商增速保持在 80% 以上**



来源: 中国电子商务研究中心 中泰证券研究所

**图表 33: 农村互联网普及率远低于城镇互联网普及率**



来源: 中国互联网络发展状况统计调查 中泰证券研究所

- **设立进口商品直购体验中心。**借助中韩自贸示范区建设机遇, 设立进口商品直购体验中心, 秉承“搜索全球, 品味世界”的理念, 引进母婴产品、保健品、生活用品等 5000 多种进口商品, 设立保税商品下单体验区, 通过 PC 端和移动端手机 APP 实现“线下体验、线上直接下单”模式, 通过国际采购、海外直邮, 实现进口商品最快两天配送直达。线上: 2015 年 8 月, 家家悦集团跨境电商业正式开启, 成立了家家悦商城, 主要经营韩国、澳洲、日本等各国进口商品, 涵盖了母婴用品、食品、生活用品、保健用品等上千种品类, 商品通过海外直邮模式, 确保正品和质量。线下: 2015 年 9 月, 家家悦集团在九龙城购物广场打造的进口商品直购体验中心开业, 直购体验中心经营面积 2000 多平方米, 商品品类 5000 多种, 秉承“搜索全球, 品味世界”的理念, 通过“线下看货、线上订单”的模式, 消费者可享受买正品进口商品的实惠体验, 家家悦集团通过高效的供应体系为顾客提供配送服务, 实现 O2O 购物模式。

**图表 34: 家家悦进口商品直购体验中心**

**图表 35: 家家悦商城发布跨境商品公告**



来源：公司官网 中泰证券研究所



来源：公司官网 中泰证券研究所

**提升自有品牌占比，强化竞争优势，提升毛利率水平**

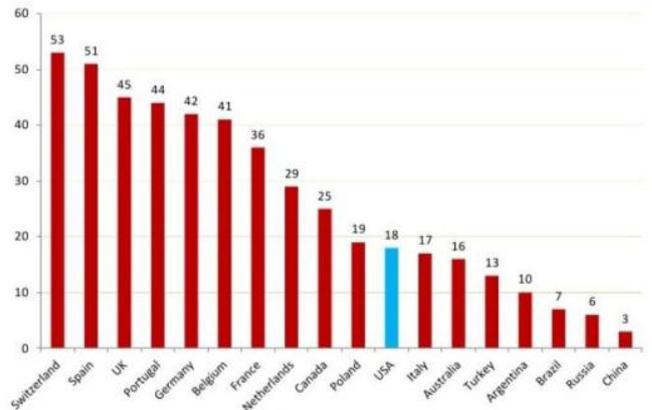
- **横向对比，自有品牌是趋势，家家悦大力发展自有品牌商品，提升自身盈利能力。**国内自有品牌商品比例较小，国内自有品牌商品占比仅为 3% 左右，而国外发达国家，如美国（自有商品占比为 18%、瑞士约为 53%、西班牙、英国、葡萄牙均超过 40%）及欧洲，自有商品占比行业占比高达 18% 左右，横向对比来看，自有品牌提升是未来趋势，且自有品牌的毛利率水平高于其他品牌，在竞争力方面具备较高的价格优势。公司强化直采模式，并不断提升自有商品的比重，扩大自有工厂，中央厨房和农产品初加工能力，寻找优秀的供应商对自有品牌 OEM 生产，丰富商品品类、优化商品结构，增强商品盈利能力。

**图表 36：美国及欧洲各大零售商自有品牌占比较高**



来源：foodretailworld 中泰证券研究所

**图表 37：横向对比，国内自有品牌占比仅为 3% 左右**



来源：Nielsen 中泰证券研究所

**图表 38：2016 年 Q3 自有品牌商品对商业零售贡献率为 8.43%**

项目	2016Q3	2015年	2014年	2013年
自有品牌商品收入 (万元)	63050.17	85805.42	85536.32	87079.15
自有品牌商品对商业零售业务的贡献率	8.43%	8.90%	9.42%	10.39%

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 39：家家悦建立工厂生产自有品牌**

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9000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3000吨。
	威海一叮食品	食品	“一叮”	专业生产中、高档面条制品。
	晟堡食品	食品	“名门本家”	主要从事猪蹄、凤爪、酱肉制品的加工与销售。

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 40：家家悦自有品牌一览表**

主营：大米产品	主营：杂粮、鱼类、肉类、干果类	主营：面包、饼干、月饼
主营：食用油类	主营：卫生纸巾	主营：针纺
	主营： 酱卤、肠、面点、快餐、凉菜、寿司、米饭	

来源：公司公告 中泰证券研究所

**募资加码“门店+物流”，年均开设门店 100 家，外延拓展增厚业绩**

- 推进“门店+生鲜基地”建设，拟建设 300 家门店，年均约 100 家门店。**
 公司拟开设 300 家店，其中胶东地区 169 家、其他地区 131 家，符合公司继续强化胶东地区的网络密度，加快向中西部地区梯形推进的战略规划。根据莱芜生鲜加工物流中心项目的规划，该项目投产后将覆盖济南、淄博、莱芜、临沂等地区，符合公司向山东中西部地区扩张的战略规划。募集资金拟在山东省济南、青岛、烟台、威海等地区建设连锁超市，发展大卖场及综合超市共计 300 个，其中大卖场 19 个、综合超市 281 个，总计增加面积 558104 平方米。

**图表 41：上市后募集约 11 亿元，推进“门店+物流”中心建设**

序号	项目名称	总投资额（万元）	投入募集资金金额（万元）
1	连锁超市建设项目	76,351	76,351
2	生鲜加工物流中心项目	15,331	15,331
3	连锁超市改建项目	10,500	10,500
4	信息系统升级改造项目	12,270	12,270
	合计	114,452	114,452

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 42：公司拟开设 300 家店，其中胶东地区 169 家、其他地区 131 家**

地区	大卖场数量	综合超市数量	开店总数	开店面积（平方米）
胶东地区	8	161	169	306,540
山东其他地区	11	120	131	251,565
合计	19	281	300	558,105

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 43：公司选择威海、烟台地区剩余租期大于 5 年的 200 家门店作为改造目标**

地区	业态	第一年	第二年	第三年	三年合计
威海	大卖场	6	6	6	18
	综合超市	38	38	37	113
	小计	44	44	43	131
烟台	大卖场	6	6	5	17
	综合超市	17	17	18	52
	小计	23	23	23	69
	合计	67	67	66	200

来源：中泰证券研究所

- **新开门店经过 3 年基本培育成熟。**新店开业第一年的营业收入为正常年的 70%，新店开业第一年平均营业 6 个月，第二至五年每年较上年按一 14%、10%、8%、6% 的比率上升，第六年及以后收入水平与第五年持平。

**图表 44：新开门店经过 3 年培育期基本成熟**

年份	第二年	第三年	第四年	第五年
大卖场	14%	10%	8%	6%
综合超市	18%	15%	12%	10%

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 45：2012 年新开门店以后各期的经营情况**

业态	2013年			2014年				2015年			2016年1-9月					
	单店收入 (万)	单店毛利 (万)	毛利率	坪效 (万/㎡)	单店收入 (万)	单店毛利 (万)	毛利率	坪效 (万/㎡)	单店收入 (万)	单店毛利 (万)	毛利率	坪效 (万/㎡)	单店收入 (万)	单店毛利 (万)	毛利率	坪效 (万/㎡)
大卖场	2,943.84	533.59	18.13%	1.02	3,250.47	574.81	17.68%	1.13	3,386.66	571.95	16.89%	1.18	2,496.63	411.06	16.46%	0.87
综合超市	825.02	143.27	17.37%	1.12	907.61	157.42	17.34%	1.23	936.29	155.61	16.62%	1.27	705.3	112.18	15.91%	0.96
其中：社区综合超	906.76	155.05	17.10%	1.21	965.49	164.12	17.00%	1.29	980.94	160.79	16.39%	1.31	734.16	115.81	15.77%	0.98
农村综合超	735.37	130.35	17.73%	1.02	844.13	150.08	17.78%	1.17	887.32	149.92	16.90%	1.23	673.65	108.21	16.06%	0.93
百货店	279.71	47.06	16.83%	0.03	235.8	40.89	17.34%	0.03	359.45	72.48	20.16%	0.04	270.51	27.08	10.01%	0.03
专业店	451.08	76.55	16.97%	0.42	697.19	136.38	19.56%	0.65	898.67	169.36	18.85%	0.83	662.39	118.39	17.87%	0.61
合计	1,003.25	176.25	17.57%	1.08	1,105.56	192.99	17.46%	1.19	1,149.11	192.43	16.75%	1.24	860.33	137.89	16.03%	0.93

来源：公司公告 中泰证券研究所

## 盈利预测及投资建议：目标价 30.44 元，首次覆盖给予“增持”评级

- **生鲜直采，精细化运营，保证运营效率及门店拓展。**公司生鲜直采建立核心优势，以“中央+区域”的物流建立生鲜加工中心，保证前端生鲜价格优势及品质，复制供应链优势，公司具备开拓空白区域的能力。公司新开门店一般在开业后 1 年内营业收入为正常年的 70%，第二至五年每年较上年按一 14%、10%、8%、6%的比率上升，第六年及以后收入水平与第五年持平。公司年均开店数量大约在 100 家左右，继续深耕胶东地区，同时拓展山东其他区域，门店拓展后，有望带动公司营收提升。
- **山东地区消费升级，品牌化超市是趋势，区域拓展空间巨大。**欧美等发达国家消费曲线显示年人均收入超过 3000 美元左右时，居民消费升级将成为常态，生存型消费减少，发展享受型消费比重上升。而当前山东三四线城市人均年可支配收入约为 3000-5000 美元，处于消费升级的“口袋”区间，消费升级趋势增强，以 9000 人/店的比例来看，山东区域合理开店数量约在 1 万家。竞争格局来看，山东主要是区域性超市为主，而外来超市占比比例较小，其中本地化超市具有代表性的是银座股份及利群股份，整体来看家家悦在采购、物流等方面具备较高的比较优势。
- **农村电商、跨境进口、自有品牌并行，募集资金加码“门店+物流”。**公司积极开拓农村电商，利用线下门店优势，打通全渠道购物方式，顺应当前新零售发展趋势，在农村电商整体渗透率较低的大背景下，公司差异化利用物流及门店优势，开拓农村电商，提升人均创收及效率。跨境进口方面，以保税商品下单体验区为支撑点，通过 PC 端和移动手机端 APP 实现“线下体验、线上直接下单”模式，实现进口商品两天配送直达。**线上：**2015 年 8 月，家家悦集团跨境电商业务正式开启，成立了家家悦商城，主要经营韩国、澳洲、日本等各国进口商品，涵盖了母婴用品、食品、生活用品、保健用品等上千种品类，商品通过海外直邮模式，确保正品和质量。**线下：**2015 年 9 月，家家悦集团在九龙城购物广场打造的进口商品直购体验中心开业，直购体验中心经营面积 2000 多平方米，商品品类 5000 多种。
- 预计 2016-2018 年公司实现营业收入 109.05、117.77、129.55 亿元，同比增长 4.0%、8.0%、10.0%，归属于母公司净利润为 2.53、2.74、2.93 亿元，同比增长 2.13%、8.46%、6.99%，对应 2016-2018 年每股收益为 0.94、1.01、1.09 元。考虑家家悦市场发展空间，及外延式拓展门店渐趋成熟，募集资金市场战略拓展门店数量空间广阔。**目标价 30.44 元，对应 2017 年 40xPE，首次覆盖给予“增持”评级。**

图表 46：同行业可比公司业绩及估值情况

	EPS			PE		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
永辉超市	0.12	0.15	0.19	44.43	36.23	29.31
华联综超	0.06	0.09		112.84	79.02	
步步高	0.24	0.27	0.32	63.09	56.01	46.84
红旗连锁	0.11	0.14	0.16	69.00	54.83	46.68
平均PE				72.3	56.5	40.9

来源：公司公告 中泰证券研究所

- **风险提示：**(1)、公司立足于胶东地区，开拓非胶东地区，整体战略思路明确，山东地区超市竞争较为激烈，拓展非胶东地区，抢占竞争对手的市场份额，门店拓展可能不及预期，拖累公司外延式门店增长。(2)、三年建设约 300 家门店，门店建设数量较多，可能导致公司短期内费用高企，影响公司短期内业绩提升。(3)、消费习惯改变，生鲜电商持续冲击，导致线上侵蚀线上份额较大，导致线下业绩受影响；(4)、其他竞争对手狙击，导致山东门店拓展计划受阻。

**图表 47: 家家悦盈利预测三张表**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销货净收入	8,975	9,830	10,486	10,905	11,777	12,955
增长率	14.90%	9.5%	6.7%	4.0%	8.0%	10.0%
销货成本	-6,882	-7,436	-7,926	-8,332	-9,005	-9,914
%收入	76.7%	75.6%	75.6%	76.4%	76.5%	76.5%
毛利	2,094	2,394	2,560	2,573	2,772	3,041
%收入	23.3%	24.4%	24.4%	23.6%	23.5%	23.5%
销售及行政费用	-1,645	-1,850	-2,002	-2,052	-2,217	-2,452
%收入	18.3%	18.8%	19.1%	18.8%	18.8%	18.9%
EBITDA	449	544	557	521	556	589
%收入	5.0%	5.5%	5.3%	4.8%	4.7%	4.5%
折旧与摊销	-181	-219	-238	-142	-147	-153
%收入	2.0%	2.2%	2.3%	1.3%	1.2%	1.2%
EBIT	268	325	320	379	409	437
%收入	3.0%	3.3%	3.0%	3.5%	3.5%	3.4%
利息费用	36	37	31	0	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1	-1	-1
税前经营收益	303	362	350	379	408	436
%收入	3.4%	3.7%	3.3%	3.5%	3.5%	3.4%
其他非经营收益	14	15	23	21	22	23
税前利润	317	377	373	400	431	459
%收入	3.5%	3.8%	3.6%	3.7%	3.7%	3.5%
所得税	-118	-153	-126	-146	-156	-165
所得税率	37.2%	40.5%	33.7%	36.6%	36.3%	35.9%
少数股东损益	4	0	0	1	1	1
归属于普通股股东净利润	195	224	247	253	274	293
净利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	223	228	247	254	274	294
少数股东损益	0	0	0	1	1	1
非现金支出	181	222	241	142	147	153
非经营收益	1	1	3	-21	-22	-22
营运资金变动	5	1	-66	193	140	209
经营活动现金净流	411	451	425	569	540	634
资本开支	414	331	231	16	12	2
投资	-1	14	0	0	0	0
其他	0	50	0	-1	-1	-1
投资活动现金净流	-414	-267	-231	-17	-13	-3
股权募资	0	50	0	0	0	0
债权募资	0	18	0	0	0	0
其他	-51	-120	-175	0	0	0
筹资活动现金净流	-51	-52	-175	0	0	0
现金净流量	-54	132	18	553	527	631

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,241	1,399	1,463	2,014	2,540	3,171
应收款项	57	63	69	68	74	81
存货	1,079	1,060	1,176	1,171	1,263	1,388
其他流动资产	282	314	310	329	353	382
流动资产合计	2,661	2,835	3,018	3,582	4,230	5,022
%总资产	64.3%	65.1%	67.1%	72.2%	77.0%	81.6%
长期投资	2	4	3	3	3	3
固定资产	1,058	1,152	1,123	1,023	904	775
无形资产	256	322	324	320	326	327
非流动资产合计	1,478	1,518	1,480	1,376	1,264	1,136
%总资产	35.7%	34.9%	32.9%	27.8%	23.0%	18.4%
资产总计	4,139	4,353	4,498	4,958	5,494	6,159
短期借款	30	0	0	0	0	0
应付款项	2,922	3,082	3,160	3,338	3,592	3,947
其他流动负债	288	302	292	320	328	343
流动负债	3,241	3,384	3,452	3,658	3,920	4,290
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	42	44	44	44	44
负债	3,261	3,426	3,497	3,703	3,964	4,335
普通股股东权益	808	926	1,000	1,253	1,527	1,820
少数股东权益	50	2	1	3	3	4
负债股东权益合计	4,118	4,353	4,498	4,958	5,494	6,159

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.721	0.830	0.916	0.935	1.014	1.085
每股净资产(元)	2.992	3.429	3.705	4.640	5.654	6.740
每股经营现金净流(元)	1.521	1.671	1.572	2.104	1.998	2.345
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.10%	24.21%	24.72%	20.16%	17.94%	16.10%
总资产收益率	4.73%	5.15%	5.50%	5.09%	4.98%	4.76%
投入资本收益率	-47.53%	-42.35%	-47.53%	-32.36%	-26.18%	-21.00%
增长率						
主营业务收入增长率	14.90%	9.53%	6.67%	4.00%	8.00%	10.00%
EBIT增长率	8.53%	21.04%	-1.59%	18.63%	7.81%	6.76%
净利润增长率	-13.47%	15.08%	10.33%	2.13%	8.46%	6.99%
总资产增长率	15.47%	5.69%	3.34%	10.23%	10.81%	12.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5
存货周转天数	50.6	51.0	50.0	50.4	50.4	50.3
应付账款周转天数	63.3	63.8	61.4	62.5	62.3	62.2
固定资产周转天数	36.7	39.0	39.4	36.2	31.1	25.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-141.24%	-150.83%	-146.01%	-160.40%	-166.04%	-173.85%
EBIT利息保障倍数	-12.7	-14.6	-18.2	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。