

门店优化增收 合伙人制度提质增效

——2017年三季度点评

季报点评

◆ 公司三季报净利增速 25.94%，营收同比 3.49%

公司公布三季报，前三季度公司实现营业收入亿元 83.86 亿元，较上年同期增长 3.49%，实现归母净利润 2.25 亿元，较上年同期增 25.94%；基本每股收益为 0.48 元，较上年同期，下降 27.27%(因为公司股本由 2.7 亿增至 4.68 亿，稀释后每股收益较去年同期增长 26.32%)。

销售毛利率 20.92%，较二季度略回升，同比仍是下降。从利润表变动来看收入上涨 3.49%对应成本回升 3.08%，销售费用/管理费用/财务费用/营业税金及附加同比增速-4.62%/124.28%/0.8%/7.35%，占收入比重 16%的销售费用，和其他费用增速均低于收入，环比提升三季度毛利率。

◆ 拆分来看单季收入持续回升，净利显著回升

单季拆分来看，公司业绩表现更亮眼，归母净利同比持续走高。2017 年 Q1/Q2/Q3 营收分别实现 30.32 亿元/25.35 亿元/28.18 亿元，同比增速分别是 2.22%/3.81%/4.59%，从公司 2016 年经营数据来看，公司一季度全年业绩高峰，三季度次高，后续四季度和二季度。2017 年前三季度单季来看仍符合这个规律，但是从环比来看可以看出 2017 年单季环比增幅 Q2/Q3S -16.39%/11.17%，较 16 年 Q2/Q3 环比增速-17.67%/10.33%均在持续回升。2017 年单季归母净利润分别是 9.22 亿元/5.06 亿元/8.18 亿元，同比增长分别是 6.38%/28.57%/56.38%，净利增速远远高于收入增速，主要受益税费下降。

公司业绩净利增幅较大的主要原因是：1) 公司经营门店同比增长及新店发展促营收增长；同时受租金、能源费及修理费等经营费用管控下降成本增速低于收入增速；2) 公司 IPO 现金理财投资收益和利息收入增厚净利。

◆ 积极扩张门店，合伙人制度激励高质量管理团队

公司 2017 年计划开店 73 家，前三季度公司开店 44 家，关店 21 家，截止三季度门店数量 654 家。四季度需要开店 29 家完成年度计划，公司仍保持积极拓张不变。同时公司重要项目宋村生鲜物流园扩建项目，正在进行设备的安装，预计 2017 年 11 月份前投入使用；烟台临港综合物流园、莱芜生鲜加工物流中心项目也在积极推动中。公司借助山东胶州地理优势，生鲜基地直供，基本形成覆盖山东全省的 2.5 小时配到店一体化物流网络，从生鲜角度下手应对电商对超市业务冲击。公司在 33 家门店推行合伙人制度，完善了激励机制，提高了企业的运行效率，后续将由试点向全部门店推荐，进一步提高公司整体绩效。

◆ 看好公司合作人制度推进提质增效，加速开店拓张步伐，给予“推荐”

预计公司 17/18/19EPS 分别为 0.66/0.78/0.84。对应 PE26/22/21，估值合理，给予“推荐”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济不达标，消费需求回落，公司经营区域过于集中，公司对外拓展不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10486	10,777	11,186	11,745	12,450
增长率(%)	6.7	2.8	3.8	5.0	6.0

推荐 (首次评级)

分析师

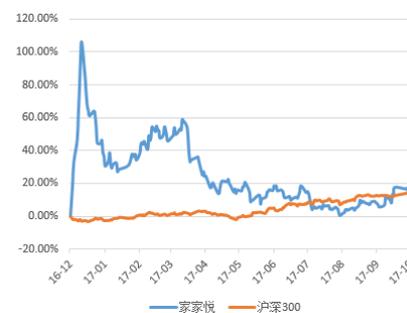
陈文倩 (执业证书编号：S0170511070001)
010-83561313
chenwenqian@xsdzq.cn

联系人

陈文倩
chenwenqian@xsdzq.cn

市场数据	时间	2017.10.15
收盘价(元)：		17.21
总股本(亿股)：		4.68
总市值(亿元)：		80.54
一年最低/最高(元)：		31.76/12.35
近 3 月换手率：		201.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.00	0.00	0.00
绝对	0.00	0.00	0.00

相关研报

净利润(百万元)	247.3	251	311	366	392
增长率(%)	8.5	1.6	23.7	17.9	6.9
毛利率(%)	22.1	21.7	21.7	22.1	22.4
净利率(%)	2.4	2.3	2.8	3.1	3.1
ROE(%)	24.7	10.8	12.6	13.7	13.6
EPS(摊薄/元)	0.53	0.54	0.66	0.78	0.84
P/E(倍)	32.57	32.1	25.9	22.0	20.6
P/B(倍)	8.05	3.5	3.2	3.0	2.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3018	4509	4820	5341	5831	营业收入	10486	10777	11186	11745	12450
现金	1463	2864	3230	3470	4060	营业成本	8164	8441	8759	9154	9657
应收账款	13	13	13	14	15	营业税金及附加	63	55	60	65	70
其他应收款	56	37	68	38	76	营业费用	1732	1750	1757	1856	2004
预付账款	271	258	201	366	224	管理费用	207	209	207	229	249
存货	1176	1299	1269	1415	1417	财务费用	-31	-26	-66	-100	-113
其他流动资产	39	38	39	38	39	资产减值损失	3	5	6	6	6
非流动资产	1480	1496	1416	1305	1193	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	3	2	-0	-2	-5	投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
固定资产	1123	1128	1060	1001	950	营业利润	347	342	461	535	575
无形资产	94	105	110	115	120	营业外收入	30	29	0	0	0
其他非流动资产	261	262	247	191	128	营业外支出	4	9	0	0	0
资产总计	4498	6006	6236	6646	7024	利润总额	373	363	461	535	575
流动负债	3452	3617	3697	3920	4084	所得税	126	112	148	168	183
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	247	251	312	367	392
应付账款	1373	1445	1480	1577	1648	少数股东损益	-0	-0	1	0	0
其他流动负债	2079	2172	2217	2343	2436	归属母公司净利润	247	251	311	366	392
非流动负债	44	57	57	57	57	EBITDA	567	533	557	633	671
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.53	0.54	0.66	0.78	0.84
其他非流动负债	44	57	57	57	57						
负债合计	3497	3674	3754	3977	4141	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	1	1	3	3	3	成长能力					
股本	270	360	468	468	468	营业收入(%)	6.7	2.8	3.8	5.0	6.0
资本公积	353	1411	1303	1303	1303	营业利润(%)	(4.5)	-1.3	34.7	16.2	7.5
留存收益	378	559	671	803	944	归属于母公司净利润(%)	8.5	1.6	23.7	17.9	6.9
归属母公司股东权益	1000	2330	2479	2666	2880	获利能力					
负债和股东权益	4498	6006	6236	6646	7024	毛利率(%)	22.1	21.7	21.7	22.1	22.4
						净利率(%)	2.4	2.3	2.8	3.1	3.1
						ROE(%)	24.7	10.8	12.6	13.7	13.6
						ROIC(%)	20.9	8.0	9.9	10.9	10.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	77.7	61.2	60.2	59.8	59.0
						净负债比率(%)	-146.0	(122.8)	(130.1)	(130.0)	-140.8
						流动比率	0.9	1.2	1.3	1.4	1.4
						速动比率	0.5	0.9	1.0	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	2.4	2.1	1.8	1.8	1.8
						应收账款周转率	866.4	856.6	861.5	859.0	860.2
						应付账款周转率	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.53	0.54	0.66	0.78	0.84
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.22	1.20	0.88	1.61
						每股净资产(最新摊薄)	2.14	4.98	5.30	5.70	6.15
						估值比率					
						P/E	32.57	32.06	25.91	21.99	20.57
						P/B	8.05	3.46	3.25	3.02	2.80
						EV/EBITDA	11.72	9.8	8.8	7.3	6.0

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	425	760	563	411	751
净利润	247	251	312	367	392
折旧摊销	238	256	188	198	209
财务费用	-31	-26	-66	-100	-113
投资损失	1	1	1	1	1
营运资金变动	-66	231	136	-58	264
其他经营现金流	36	47	-8	4	-2
投资活动现金流	-231	-289	-101	-92	-96
资本支出	235	290	-80	-108	-110
长期投资	-0	0	2	2	2
其他投资现金流	3	1	-179	-198	-205
筹资活动现金流	-175	1092	-96	-80	-64
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	90	108	0	0
资本公积增加	0	1059	-108	0	0
其他筹资现金流	-175	-57	-96	-80	-64
现金净增加额	18	1564	366	240	590

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州里大学MBA，2009年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 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。

推荐： 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： 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： 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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>