

规模化买断自营构建供应链优势，区域经营迎来快速扩张机遇

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

● 隶属山东零售企业，资源禀赋得天独厚

山东省自然资源充沛，有“菜篮子”，“温带水果之乡”之称。公司作为山东省内供应链整合型全品类商业运营商，公司经营以百货、超市和电器为主的零售连锁业务，和以城市物流中心为辅的品牌代理和商业物流业务。

● 公司核心竞争力之一供应链把控能力，使得公司拥有更高议价能力

公司发展之初就坚持规模化买断式自营商业模式，上游自主采购，供应商关系稳固，拥有较强区域供应链把控能力。公司执行低价策略提高竞争力，保留毛利率提升空间。中游仓储物流扩建升级，公司成功完成上合峰会食材供应工作，彰显其供应链物流优势；下游扩充传统销售渠道，并打造2C端利群网商、2B端利群采购平台，完善线上销售；联姻腾讯打造智慧零售。

● 公司核心竞争力之二商业复制能力，收购乐天壮大企业发展规模

今年初与乐天谈判收购，8月3日首批5家门店即重装开业，快速开业体现了利群股份区域供应链把控能力和成熟的商业复制能力。收购乐天门店，不仅可以解决乐天停业期间造成的各类社会矛盾隐患，公司也将一次性跨入江苏、安徽、浙江、上海四个市场，为公司收入提供新的增长亮点。

● 公司核心竞争力之三管理人员的零售专业素质和能力，企业发展的基石

公司经过多年运营，积累了丰富的物流体系建设和管理经验，以及相关专业人才。公司与SAP战略合作自主研发运营系统，各部门高效运转。利群股份通过自身多年运营摸索出适合自己的独特销售系统，和人员奖惩制度，为企业稳健扩张持续发展提供坚实基础。

● 强化源头批发模式提高区域资源掌控力，提高终端数量开创收入增长新亮点。首次覆盖给予“推荐”评级：

2018年公司继续深耕供应链体系建设，扩建现代物流基地，不考虑收购门店增加收入。我们预计公司2018-2020年净利润分别为462/520/555百万元，对应EPS分别为0.54/0.60/0.64元，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：消费需求下降行业整体低迷，收购乐天门店重整开业不及预期。

财务摘要和估值指标

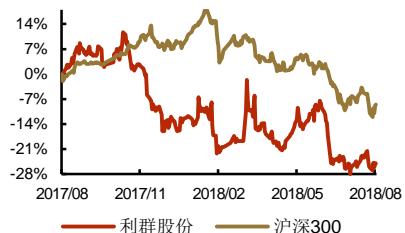
| 指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10293 | 10,554 | 11,060 | 11,665 | 12,305 |
| 增长率(%) | -2.8 | 2.5 | 4.8 | 5.5 | 5.5 |
| 净利润(百万元) | 361.9 | 395 | 462 | 520 | 555 |
| 增长率(%) | 7.0 | 9.0 | 17.1 | 12.6 | 6.6 |
| 毛利率(%) | 19.2 | 20.0 | 21.0 | 21.4 | 21.7 |
| 净利率(%) | 3.5 | 3.7 | 4.2 | 4.5 | 4.5 |
| ROE(%) | 13.3 | 8.7 | 9.6 | 10.0 | 9.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.42 | 0.46 | 0.54 | 0.60 | 0.64 |
| P/E(倍) | 22.38 | 20.5 | 17.5 | 15.6 | 14.6 |
| P/B(倍) | 2.97 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.08.10

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元): | 9.01 |
| 一年最低/最高(元): | 8.55/13.5 |
| 总股本(亿股): | 8.61 |
| 总市值(亿元): | 77.53 |
| 流通股本(亿股): | 4.75 |
| 流通市值(亿元): | 42.8 |
| 近3月换手率: | 74.4% |

股价一年走势



收益涨幅(%)

| 类型 | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|--------|--------|
| 相对 | 3.93 | -0.77 | -17.07 |
| 绝对 | 2.15 | -13.02 | -26.0 |

相关报告

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 山东区零售龙头，整体业绩稳步提升 | 4 |
| 1.1、 利群股份背靠集团打造区域零售品牌，2017年上市迎来新征程 | 4 |
| 1.2、 公司实际控制人为徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽，股权结构稳定 | 5 |
| 1.3、 2017年公司经营业绩回暖，盈利能力稳中有增 | 5 |
| 2、 资源禀赋助力区域零售企业发展，供应链整合能力赋能线下渠道扩张 | 8 |
| 2.1、 区域零售市场受益于基础，资源禀赋，消费群体三要素 | 8 |
| 2.1.1、 山东，江苏省零售市场稳步发展且位居前列 | 8 |
| 2.1.2、 山东农产资源优势为生鲜直采提供便利 | 9 |
| 2.2、 我国百货行业转型新趋势：提高自采自营比例，深耕供应链体系 | 10 |
| 3、 规模化买断自营模式下“百货+超市+家电”协同发展 | 12 |
| 3.1、 业务模式：坚持规模化买断式自营，制定高效的采购存管理制度 | 12 |
| 3.1.1、 经销模式为公司主要利润来源，未来毛利率存增长空间 | 12 |
| 3.2、 百货业务：传统百货业绩增长放缓，增加类购物中心、品类集合等百货新兴业态 | 14 |
| 3.3、 超市业务：省外扩张加速，省内试水社区生态 | 15 |
| 3.3.1、 收购乐天玛特，加速省外扩张 | 16 |
| 3.3.2、 试水高生鲜占比的便利店社区商业业态 | 18 |
| 3.4、 家电业务：销售收入有所下滑，毛利率逐年小幅提升 | 18 |
| 4、 强化源头批发模式提高区域资源掌控力，“自营+物流”模式下持续推进供应链整合 | 19 |
| 4.1、 上游：稳控供应商资源，推进区域资源把控力度 | 19 |
| 4.2、 中游：持续优化物流仓储体系，推进省内外物流基地建设 | 20 |
| 4.2.1、 签订现代物流基地项目，物流配送能力持续升级 | 20 |
| 4.2.2、 担当上合峰会食材总供应，彰显供应链和仓储物流优势 | 21 |
| 4.3、 下游：打造2C2B双服务平台，联姻腾讯构建智慧零售 | 21 |
| 4.4、 管理人员的零售专业素质和能力是企业发展的基石 | 22 |
| 5、 强化源头批发模式提高区域资源掌控力，提高终端数量开创收入增长新亮点。首次覆盖给予“推荐”评级： | 22 |
| 6、 风险提示 | 23 |
| 附：财务预测摘要 | 24 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1： 利群股份发展历程 | 4 |
| 图 2： 利群集团业务结构 | 4 |
| 图 3： 公司部分门店分布图 | 5 |
| 图 4： 截止2017年底公司股权结构图 | 5 |
| 图 5： 公司营业收入及同比增速 | 6 |
| 图 6： 公司营业总成本及同比增速 | 6 |
| 图 7： 公司毛利及同比增速 | 6 |
| 图 8： 公司净利润及同比增速 | 6 |
| 图 9： 公司各地区营收构成结构较稳定 | 7 |
| 图 10： 公司各业务板块营收构成 | 7 |
| 图 11： 百货、超市、其他业务为公司稳定贡献9成以上毛利 | 7 |
| 图 12： 公司各业务板块毛利率（剔除其他业务毛利率显示） | 7 |
| 图 13： 2017年全国GDP前五名 | 8 |
| 图 14： 2017年社零总额前五名 | 8 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 15: 2016 年城镇居民人均可支配收入前十名 | 8 |
| 图 16: 2016 年城镇居民人均消费支出前十名 | 8 |
| 图 17: 山东省, 江苏省常住人口变化情况 | 9 |
| 图 18: 2016 年农林牧渔业总产值(亿)前十名 | 9 |
| 图 19: 百货企业自采自营比例 | 10 |
| 图 20: 百货企业自采自营形式 | 10 |
| 图 21: 百货企业自采自营品类 | 11 |
| 图 22: 百货企业与供应商和品牌商加深合作情况 | 11 |
| 图 23: 百货企业与供应商和品牌商加深合作方式 | 11 |
| 图 24: 公司经销模式的流程图 | 12 |
| 图 25: 公司联销模式的流程图 | 12 |
| 图 26: 公司经销, 联销营收占比变化情况 | 13 |
| 图 27: 公司经销, 联销毛利率变化情况 | 13 |
| 图 28: 公司租赁, 加盟模式营收情况 | 13 |
| 图 29: 公司百货业态营收及同比增速 | 14 |
| 图 30: 行业内公司百货业态毛利率变动 | 14 |
| 图 31: 利群金鼎购物广场门店图 | 15 |
| 图 32: 利群金鼎购物广场内部陈设 | 15 |
| 图 33: 公司超市业务营收及同比增速 | 15 |
| 图 34: 行业内公司超市业务毛利率变动 | 15 |
| 图 35: 利群时代门店图 | 17 |
| 图 36: 乐天中国区营业收入情况(百万韩元) | 17 |
| 图 37: 乐天中国区门店数量 | 17 |
| 图 38: 利群福记农场门店图 | 18 |
| 图 39: 利群福记农场店内陈设 | 18 |
| 图 40: 公司家电业务营收及同比增速 | 18 |
| 图 41: 行业内公司家电业务毛利率变动 | 18 |
| 图 42: 福兴祥物流配送仓库 | 20 |
| 图 43: 福兴祥物流中心 | 20 |
| 图 44: 仓库温控系统 | 21 |
| 图 45: 利群股份自有豆制品 | 21 |
| 图 46: 利群网商微信公众号 | 21 |
| 图 47: 利群网商环球购 | 21 |
| 图 48: 利群采购平台首页 | 22 |
| 表 1: 经销, 联销, 租赁模式对比 | 10 |
| 表 2: 公司百货业态门店分布情况 | 14 |
| 表 3: 公司超市类门店分布 | 15 |
| 表 4: 收购乐天门店分布情况 | 16 |
| 表 5: 公司 2017 年前五大供应商 | 19 |
| 表 6: 部分子公司品牌代理 | 19 |

1、山东区零售龙头，整体业绩稳步提升

1.1、利群股份背靠集团打造区域零售品牌，2017年上市迎来新征程

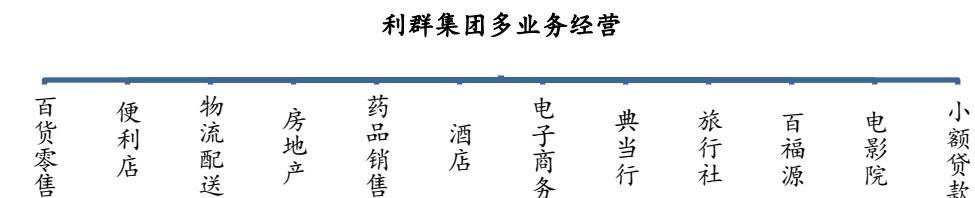
利群股份前身是设立于1997年的青岛长江商厦有限公司，2011年公司整合原利群集团旗下零售，物流等板块资源，进行资产重组，同时公司更名为青岛利群百货集团股份有限公司。公司大股东利群集团在百货零售基础上推进业务多元化，在酒店连锁，药品物流和连锁，进出口贸易，房地产开发，金融等领域均有布局。利群股份一直坚持以百货零售连锁和商业物流配送为主业，紧密围绕“利泽群惠，让群众受益”的定位，在山岛半岛具有较强的品牌影响力。2017年4月公司成功登入上交所主板市场，2018年2月为更好的覆盖公司真实业务，公司再度更名为利群商业集团股份有限公司，2018年5月收购韩国乐天在华的华东区域门店，公司迎来新的发展征程。

图1：利群股份发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图2：利群集团业务结构

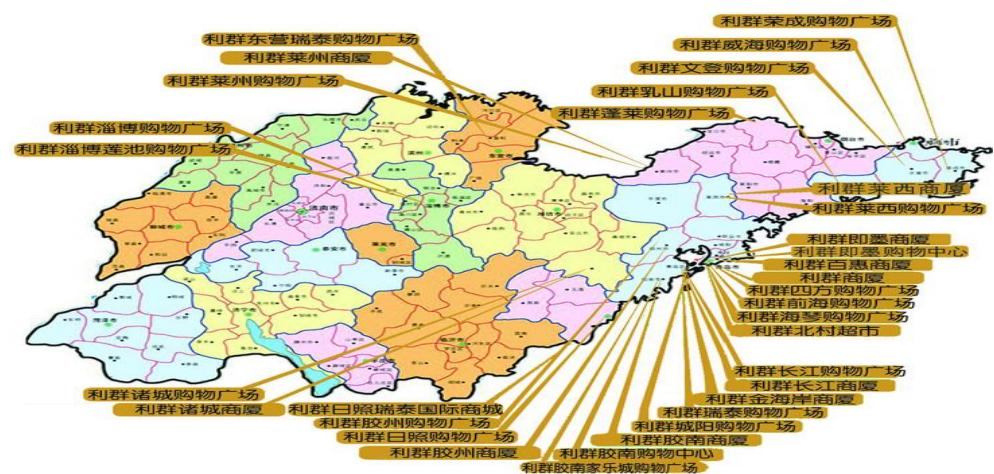


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司自成立之初，坚持供应链整合型全品类商业运营商的定位，主要业务包括三部分，一是以百货，超市和电器全品类经营为主的零售连锁业务，二是品牌代理

和商业物流配送业务，三是以利群网商和采购平台为主的线上业务。截止 2017 年底，公司合计拥有 41 家零售门店，44 家便利店，3 家“福记农场”生鲜社区店，3 个物流中心。门店遍布在青岛，烟台，威海，日照，东营，淄博，潍坊以及江苏连云港地区。

图3：公司部分门店分布图

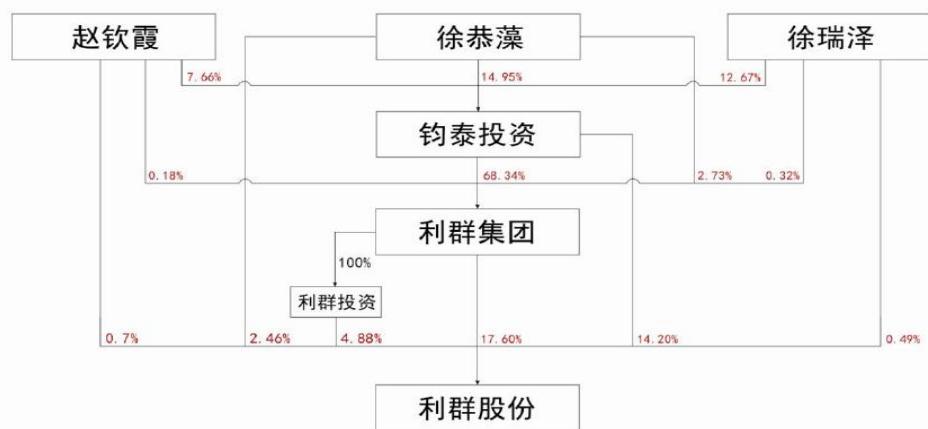


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、公司实际控制人为徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽，股权结构稳定

公司第一大股东为利群集团，截止 2017 年底持有公司 17.6% 股份，公司的实际控制人为徐恭藻，赵钦霞和徐瑞泽，其中徐恭藻和赵钦霞为夫妻关系，徐恭藻和徐瑞泽为父女关系。截止 2017 年底，徐恭藻，赵钦霞和徐瑞泽通过钧泰投资，利群集团直接间接共持有公司 40.33% 股份。

图4：截止 2017 年底公司股权结构图

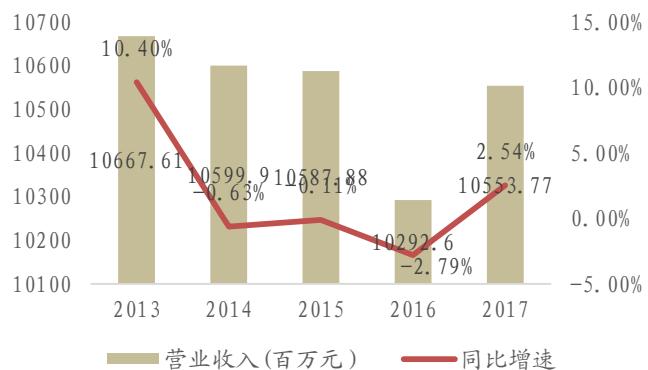


资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

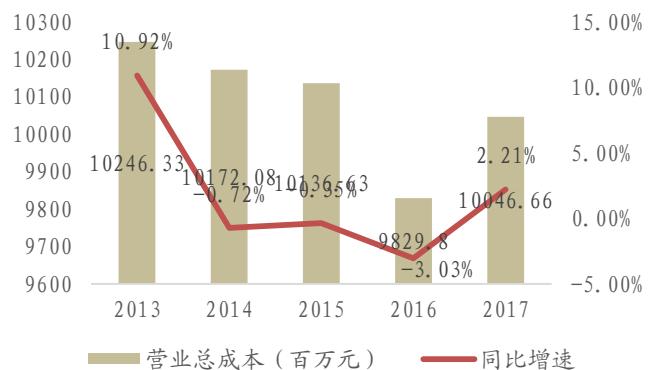
1.3、2017 年公司经营业绩回暖，盈利能力稳中有增

2017 年公司整体营收业绩回暖，利润端增速持续提升。公司 2017 年实现营业收入 105.53 亿元，同比增长 2.54%，较 2014-2016 年持续三年的负增长，公司 2017 年整体营收业绩回暖，主要系超市及家电业务板块业绩回升显著。公司利润端增速优于营收端，2014-2017 年净利润增速分别为 0.44%/1.26%/7.01%/9.01%。主要系公司采用供应链整合经营模式，一来缩短中间流通环节降低成本，二来自营比例高，

加上拥有自有品牌产品，商品毛利提高空间较大；其次公司有效控制成本，2014-2017年成本端增速皆低于营收端，2017年公司上市后募集资金，财务费用显著下降。

图5：公司营业收入及同比增速

资料来源：wind, 新时代证券研究所

图6：公司营业总成本及同比增速

资料来源：wind, 新时代证券研究所

图7：公司毛利及同比增速

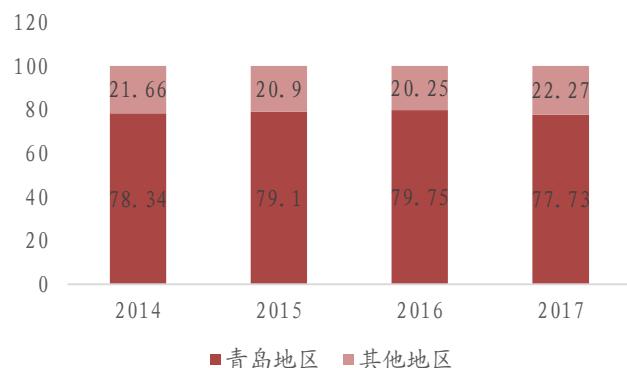
资料来源：wind, 新时代证券研究所

图8：公司净利润及同比增速

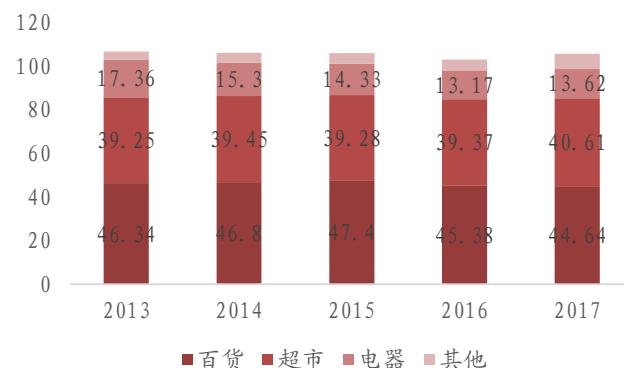
资料来源：wind, 新时代证券研究所

百货+超市为主，青岛为主经营区。按区域划分，公司的主要经营区域集中在青岛及周边城市地区，青岛作为公司发展基地是贡献营业收入的主力地区，2014-2017年营收占比基本稳定，主要在77%-79%左右。近年来公司也积极进行省内周边城市以及省外扩张，主要包括山东省烟台，威海，日照，淄博等地区以及江苏省连云港市。**按业务板块划分，**公司以百货，超市业务为主，2017年占比分别为44.64%和40.61%合计达85.25%，随着收购乐天门店重整开业，超市业务占比将进一步扩大。**从毛利端看，**公司2014-2017年整体毛利率分别为18.79%/19.18%/19.16%/19.96%，公司毛利率整体稳步增长，其中百货和超市板块毛利率远高于家电板块，主要系家电行业消费者价格敏感度高，终端商品提价空间小。百货板块毛利率一直处于三大板块中最高，但2017年随着超市板块生鲜业务比例扩大，超市毛利率首次超过百货板块。

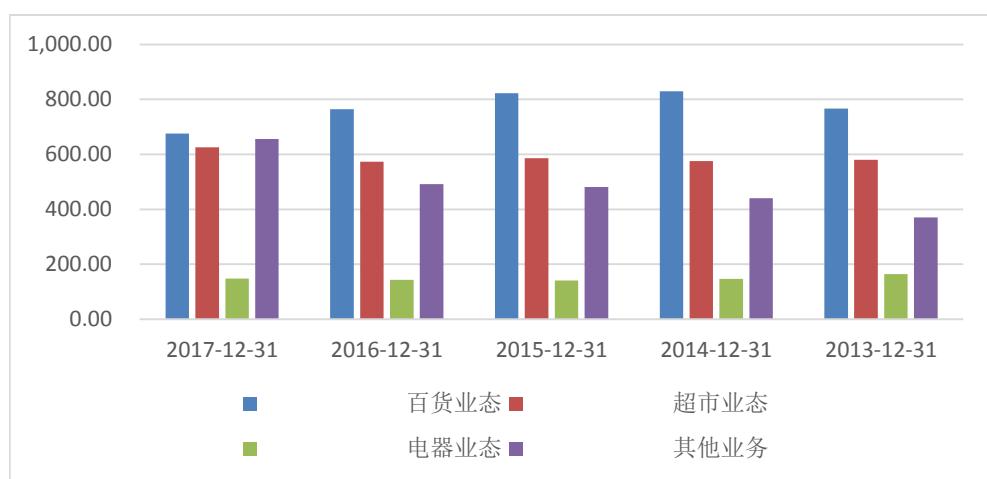
公司其他业务主要包括租赁收入、服务费和管理费收入和加盟收入。2015-2017年营收占比4.61%/4.87%/6.31%，毛利率98.64%/98.19%/98.50%。其他业务虽然收入占比低，但毛利占比高，为公司贡献稳健毛利，有效拉升了公司整体毛利率水平。未来随着百货超市经营规模持续提升，自营租赁模式调整互补，不排除其他业务收入继续提升，增厚公司毛利。

图9：公司各地区营收构成结构较稳定

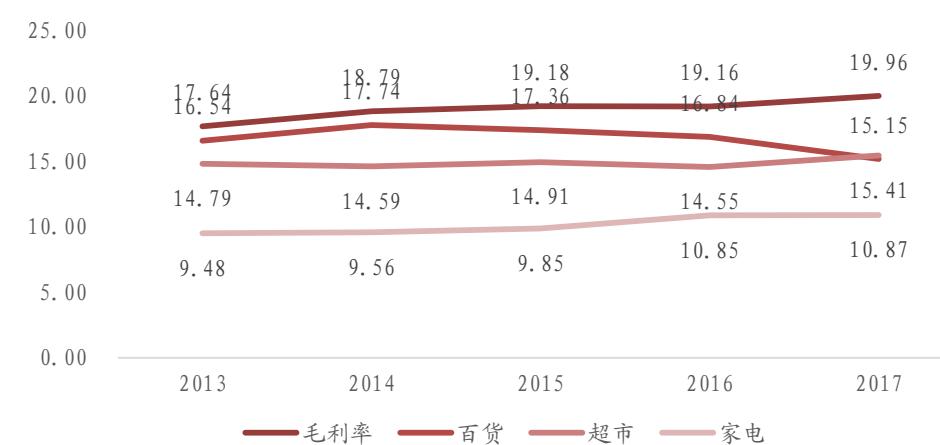
资料来源：2017 年年报，招股说明书，新时代证券研究所

图10：公司各业务板块营收构成

资料来源：wind，新时代证券研究所

图11：百货、超市、其他业务为公司稳定贡献9成以上毛利

资料来源：wind，新时代证券研究所

图12：公司各业务板块毛利率（剔除其他业务毛利率显示）

资料来源：wind，新时代证券研究所

2、资源禀赋助力区域零售企业发展，供应链整合能力赋能线下渠道扩张

2.1、区域零售市场受益于基础，资源禀赋，消费群体三要素

2.1.1、山东，江苏省零售市场稳步发展且位居前列

从公司大本营山东省以及公司2018年全国重点扩展省份江苏省（在公司收购的72家乐天门店中，江苏省拥有54家）来看，2017年山东省，江苏省分别实现生产总值72,678.18亿元/85,900.90亿元，同比增长7.4%/7.2%，分别位于全国第三，第二位，且两者均保持7%以上增速增长，为零售市场的发展以及居民消费水平的提升提供了坚实的经济基础；山东省，江苏省2017年常住人口数分别为10005.83万/8029.3万，同比增长0.60%/0.38%，两省常住人口数均保持稳步增长；其次两省2017年城镇居民人均可支配收入为36789元/43622元，同比增长8.16%/8.60%，2016年城镇居民人均消费支出为21495元/26433元，两省人均消费能力及消费水平均位于全国中前列；在两省良好的经济基础，充足的消费群体和较优的收入条件与支出意愿下，两省零售行业发展处于全国前列，2017年社零总额分别为33,649.00亿元/31,737.00亿元，同比增长9.80%/10.6%，分位于第二，第三名。

图13：2017年全国GDP前五名



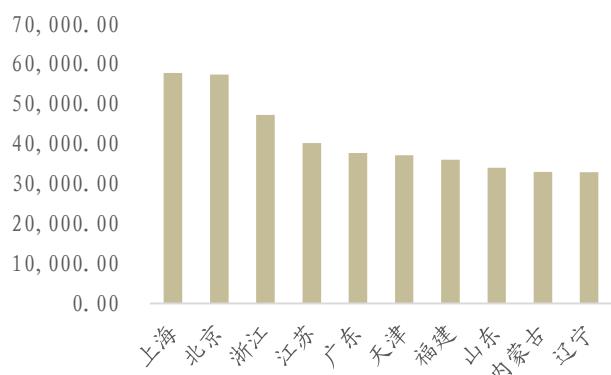
资料来源：wind，新时代证券研究所

图14：2017年社零总额前五名



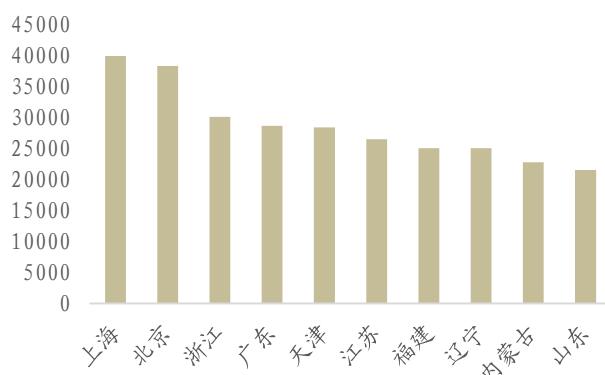
资料来源：wind，新时代证券研究所

图15：2016年城镇居民人均可支配收入前十名



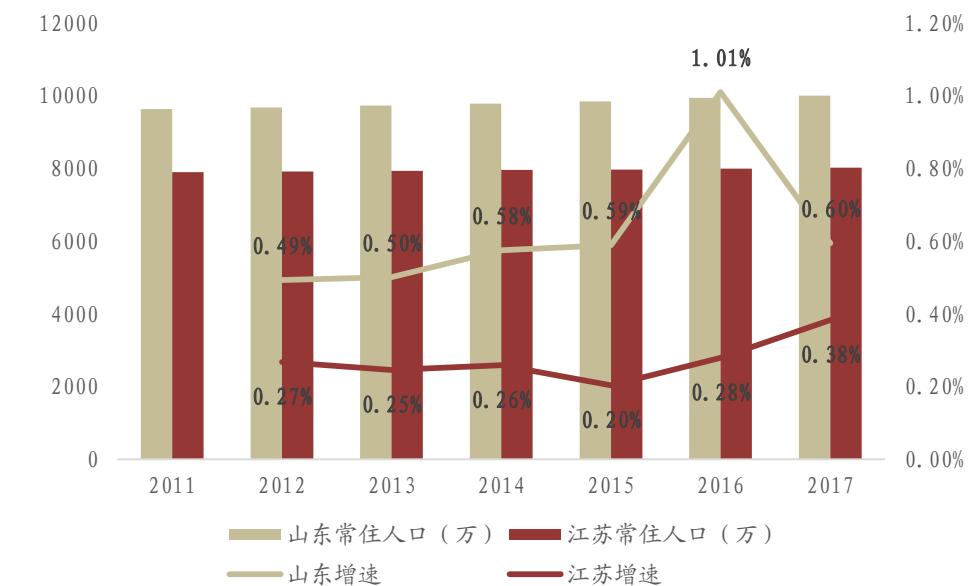
敬请参阅最后一页免责声明

图16：2016年城镇居民人均消费支出前十名



资料来源：wind，新时代证券研究所

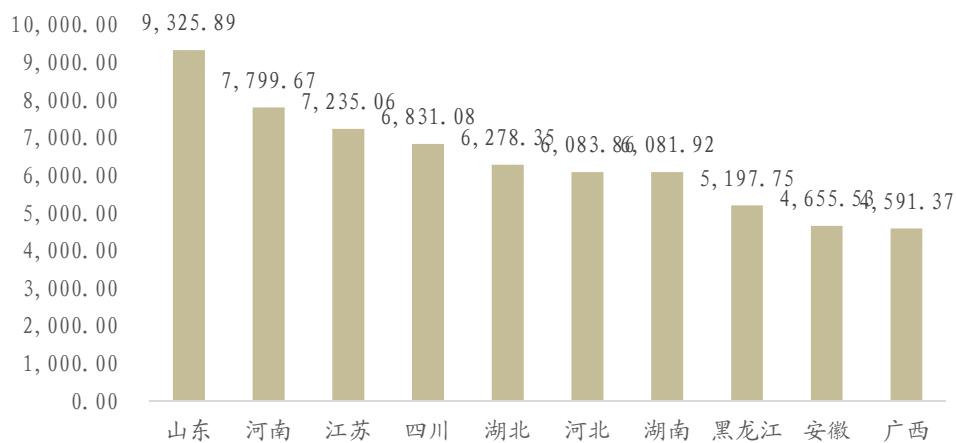
资料来源：wind，新时代证券研究所

图17： 山东省，江苏省常住人口变化情况

资料来源：山东省江苏省年度统计公告，新时代证券研究所

2.1.2、 山东农产资源优势为生鲜直采提供便利

山东省优质的农产品，水产品资源为公司扩展生鲜业务，稳控农产品上游资源，开展基地直采等提供便利。山东省2016年农林牧渔业总产值为9325.89亿元，为全国第一，超出第二名河南省1526.22亿元。山东省主要受益于地理位置与温带季风性气候优势，雨热同季，日照时数充足，充分满足了当地植物一年两作的生长需求，被誉为“菜篮子”以及“温带水果之乡”，也是中国粮食作物和经济作为重点产区。除粮食，果蔬等农产品外，山东省水产资源丰富且产业发展处全国前列，截止2016年拥有13家国家级水产原良种场，占全国16%，居全国之首；省级原良种场达到57家，育苗能力达到5000亿单位；创建全国现代渔业种业示范场11家，占全国13%，居全国第二。

图18： 2016年农林牧渔业总产值（亿）前十名

资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、我国百货行业转型新趋势：提高自采自营比例，深耕供应链体系

我国零售行业传统经营模式主要以经销和联销为主。经销即为自采自营，主要指零售商向上游供应商采购产品，获得商品所有权，然后独立销售获取购销差价。此种模式有利于提高产品毛利率，强化自身供应链地位，构造核心竞争力，但相应的也要承担存货，管理，资金等经营风险。联销主要指由供应商，品牌商负责销售，零售商主要提供销售渠道从而获取扣点分成。此种模式零售商规避了商品销售，库存等经营风险，利润来源稳定，但弱化了买卖的商业功能和渠道影响力，盈利可扩空间较小。

表1：经销，联销，租赁模式对比

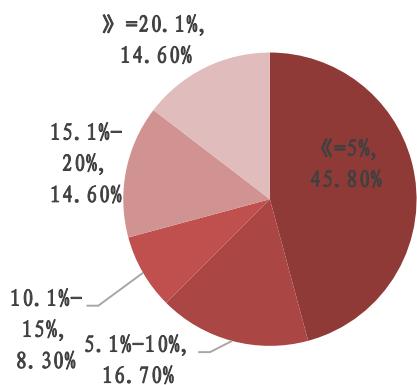
| 经营模式 | 模式简介 | 与供应商关系 | 利润来源 | 适用业态及品类 | 优势 | 劣势 |
|------|------------------------------------|--|------------------------|---|---|--|
| 经销 | 1) 零售商从供应商直接从供应商直 接采购商品，权 并独立负责 | 采购商品，拥有商品所有 权，承担库存风险 | 利润来源为商品的 销售 | 超市，专卖店，连锁便利店，百货行业电器，超市和部分服饰，化妆品，珠宝类商品的采购和销售 | 对供应链，人才，管理要求较高；毛利率较高；实现差异化经营；提高顾客粘性及忠诚度 | 对供应链，资金，人才，管理要求较高；库存等管理风 险较高；自有品牌短期内难以达到大 牌的认可度和吸引 力 |
| | 2) 可能与供应商或批发进销差价 | 商会约定一定的退换货 比例 | | | | |
| 联销 | 1) 与供应商合作经营 | 1) 零售商与供应商合作 关系 | | | 供应商议价能力较 强，具有较强的自 主选择权。零售企 业缺乏经营商品的 核心能力；渠道影 响力弱化；同质化 | |
| | 2) 零售企业主要提供场地和收银柜台，并对品牌商品所有权进行规范管理 | 2, 供应商：提供商品，安排销售人员，自主经营；负责管理库存，拥有台，并对品牌商品所有权 | 根据约定的分成比例，对供应商销售进行扣点分成 | 百货行业部分快消品牌服饰、化妆品、珠宝类商品和奢侈品 | 无存货管理压力；资金占用少；能够借助大牌吸引客流 | |
| 租赁 | 零售商提供门面或柜台租赁 | 自主经营 | 收取租赁费用 | 购物中心和百货商场的部分区域，如百货商场的部分小品零售，以及快餐店，电影院银行取款机等 | 转移经营风险，收益相对稳定；资金占用少，核心能力；盈利空运营成本低；能够借助大牌吸引客流 | 缺乏经营商品的间难以扩展；产品和商铺同质化 |

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

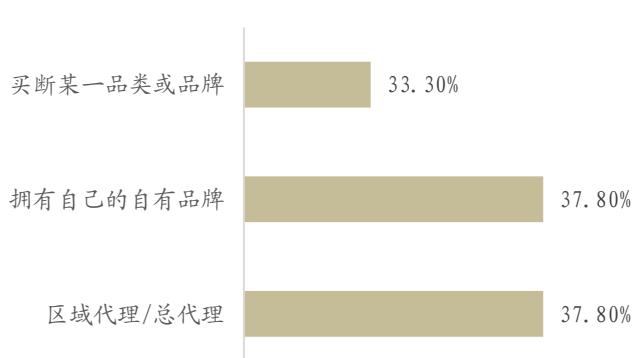
以百货子行业为例：我国百货行业联营为主流，自营模式发展欠缺。我国百货企业仍主要采取联营模式，自营程度相对较低。根据中国百货商业协会数据显示，在受访的百货企业中自采自营比例低于 10% 的约占 62.5%，而欧美日韩百货企业自营商品比例超过 30%。我国百货企业在采取自采自营的形式上，主要为买断某一品类或品牌，拥有自有品牌和品牌代理，这三种形式占比相当；其次在自营商品品类上主要集中在服饰鞋帽，化妆品和食品三大品类上。

图19：百货企业自采自营比例

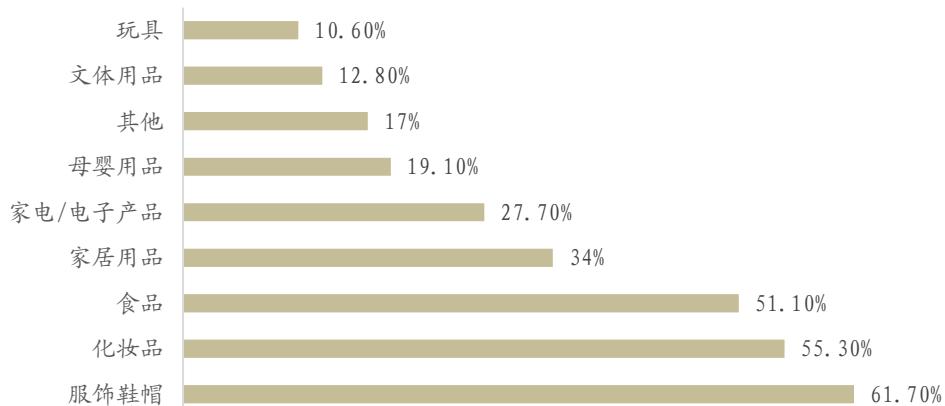
图20：百货企业自采自营形式



资料来源：中国百货商业协会，新时代证券研究所



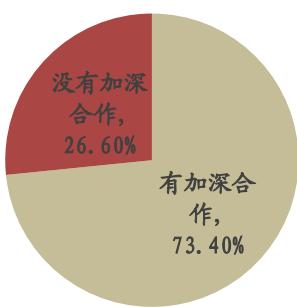
资料来源：中国百货商业协会，新时代证券研究所

图21：百货企业自采自营品类

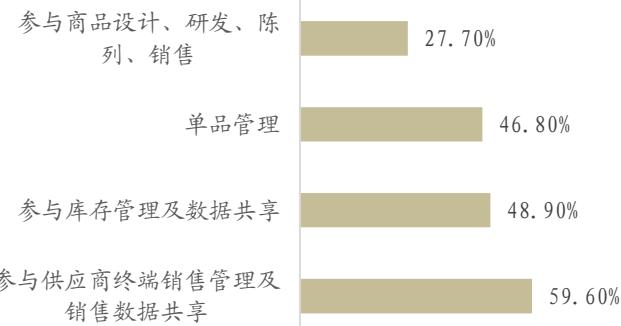
资料来源：中国百货商业协会，新时代证券研究所

提高自营比例，培育自有品牌，推行买手制，深耕国内外供应链成为百货行业转型新趋势。随着上游品牌商议价能力增强，房租人力成本日益上涨，加之电商等线上渠道的冲击，联营模式的收入空间被不断挤压。这也使得近年来我国百货业呈现以下转型趋势：一来逐渐探索自采自营的经营模式，加强品牌代理能力，积极培育自有品牌；二来迎合消费者日益个性化的消费需求，建立买手团队，推行买手制，建立品牌集合店，丰富产品线，形成百货企业差异化竞争优势；最后积极整合资源，实现产业链的纵向延伸，加强与国内外优质品牌的深度合作，深耕供应链体系，从而把控上下游各环节，降低采购成本，提高运营效率。根据中国百货商业协会数据显示，近几年有 73.4% 的百货企业积极与供应商和品牌商加深合作，其中百货企业主要以参与供应商终端销售管理及销售数据共享，库存管理及数据共享，单品管理三种形式为主。

图22：百货企业与供应商和品牌商加深合作情况**图23：百货企业与供应商和品牌商加深合作方式**



资料来源：中国百货商业协会，新时代证券研究所



资料来源：中国百货商业协会，新时代证券研究所

3、规模化买断自营模式下“百货+超市+家电”协同发展

3.1、业务模式：坚持规模化买断式自营，制定高效的采购存管理制度

3.1.1、经销模式为公司主要利润来源，未来毛利率存增长空间

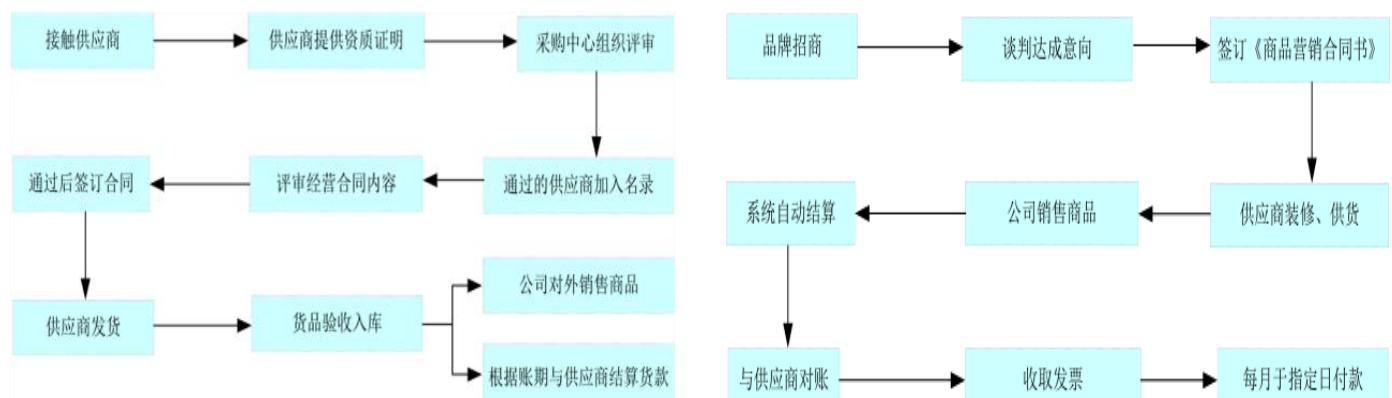
买断式经营下，经销模式为公司的主要经营模式和利润来源。目前国内百货零售业态基本以联营为主，但利群股份在发展之初，紧抓核心供应链资源对零售终端的重要影响，坚持实行买断式经营，一来可以有效降低产品成本，提高进销差价额度，二来可以避免因供应紧张带来的销售困境。公司以规模化买断式自营为主的批发零售模式也决定了经销模式为公司主要利润来源。

经销模式的利润来源主要源于进销差价，联营模式主要源于零售门店对供应商销售进行扣点分成。目前公司采用经销模式的商品主要为电器，超市商品以及百货类的家居及部分服饰，鞋帽，化妆品，首饰等，其中家电类，超市类商品经销比率达到90%以上，部分化妆品，服饰等商品经销比率达40%以上；公司的快消品牌服饰以及部分化妆品及珠宝首饰则采用联销模式。

经销，联销营收占比稳定，经销毛利率仍存在提升空间。营收端来看，2014-2017年经销占比为65.08%/64.02%/64.48%/61.80%，占比微弱下滑。毛利端来看，2014-2017年经销模式毛利率分别为16.40%/16.69%/16.27%/17.15%，高于联销模式3-4.5个百分点。但整体来看，经销模式毛利率优势尚不突出，主要系（1）目前公司经销比率较高的商品品类仍为毛利率较低的超市商品以及电器产品，毛利率相对较高的服饰，化妆品等品类仍以联销为主（2）公司前期采用低价策略，开拓市场，建立品牌知名度，压低了公司毛利润。未来随着公司继续提高区域采购规模，争取更多代理权，随公司上游采购优势不断提升，议价选品能力不断增强，终端销售品牌知名度不断提高，公司存在一定提价空间，公司经销模式毛利率可进一步提升。

图24：公司经销模式的流程图

图25：公司联销模式的流程图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图26：公司经销、联销营收占比变化情况



资料来源：2017 年年报，招股说明书，新时代证券研究所

图27：公司经销、联销毛利率变化情况



资料来源：2017 年年报，招股说明书，新时代证券研究所

租赁模式和加盟销售为辅。公司租赁模式利润来源主要是各门店提供门面或租赁收入，根据承租方的销售金额收取一定比例或固定金额。租赁模式主要应用于品牌餐饮店，儿童娱乐，美容健身，电影院等。加盟模式主要是公司以“利群便利店”品牌开展以社区便利店为主的加盟连锁业务，2017年底公司共有44家利群便利店，营收占比不明显。

图28：公司租赁、加盟模式营收情况



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3.2、百货业务：传统百货业绩增长放缓，增加类购物中心、品类集合等百货新兴业态

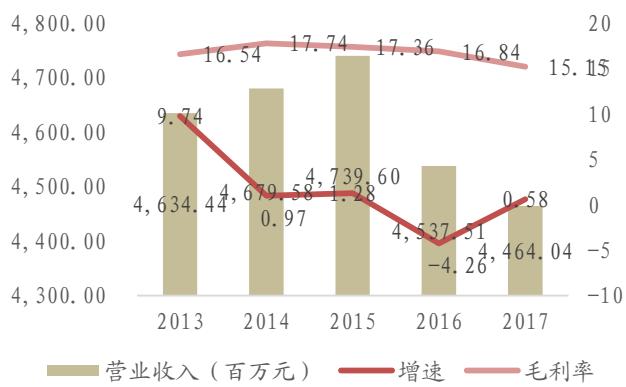
公司百货业务业绩增长放缓，毛利率略低于行业平均水平。截止 2017 年底公司拥有百货业态门店共 35 家（其中自有物业 14 家，租赁物业 21 家）。2017 年实现营业收入 44.6 亿元，同比增长 0.58%，公司百货业态营业收入 2016 年出现负增长，主要系一来传统零售业态受到电商冲击；二来门店内部分联营扣点模式转为租赁模式，未能通过公司统一结算，导致营收减少。2017 年百货业态增速略有回升，主要系公司进行某些品类的部门调整，统计口径也相应调整。公司 2017 年百货业态毛利率 15.15%，自 2016 年起呈现微弱下滑，且普遍低于业内其他公司，主要系一来公司百货业务下除零售业务外，还有部分向第三方零售商店销售商品的对外批发业务，批发业务毛利率较低因而拉低了整体水平；二来公司处于区域及跨区域扩张中，新开门店经营商品的毛利率要低于成熟商圈。

表2：公司百货业态门店分布情况

| 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(万平方米) | 门店数量 | 建筑面积(万平方米) |
| 青岛 | 综合商场 | 5 | 9.32 | 12 | 33.84 |
| | 购物中心 | 3 | 11.11 | 3 | 11.17 |
| 烟台 | 综合商场 | 2 | 7.71 | 1 | 1.27 |
| 威海 | 综合商场 | 2 | 6.14 | 1 | 1.96 |
| 日照 | 综合商场 | 1 | 4.37 | 1 | 3.47 |
| 东营 | 综合商场 | | | 1 | 5.9 |
| 淄博 | 综合商场 | | | 1 | 5.58 |
| 潍坊 | 综合商场 | | | 1 | 3.93 |
| 连云港 | 购物中心 | 1 | 5.05 | | |
| 合计 | | 14 | 43.7 | 21 | 67.12 |

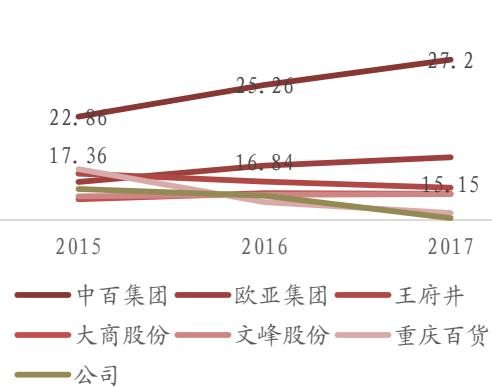
资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

图29：公司百货业态营收及同比增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图30：行业内公司百货业态毛利率变动



资料来源：wind，新时代证券研究所

新增类购物中心，品类集合店等新兴业态。公司创新经营模式，实行“类购物中心”模式，在利群金鼎购物广场实践成功后，又应用到了公司首家省外大型商业综合体连云港购物广场。“类购物中心”模式既非传统百货也非纯购物中心模式，它集合了传统百货和购物中心各自的优势，既能满足消费者吃喝玩乐的体验需求，

又能满足消费者从超市到百货一站式购物的需求。同时公司利用自营供应链优势，又创新推出“品类集合店”，服饰类，化妆品，家居用品，文体用品，原味鲜肉，家电创意潮品店等垂直品类集合店创新业态相继亮相，在提升产品盈利空间的同时，提升消费者购物时效与满意度。

图31：利群金鼎购物广场门店图



资料来源：百度图片，新时代证券研究所

图32：利群金鼎购物广场内部陈设



资料来源：百度图片，新时代证券研究所

3.3、超市业务：省外扩张加速，省内试水社区生态

受益于生鲜业务拓展，2017年超市业务营收增速创近年新高。公司超市业务板块成立之初主要以引流辅助百货业务为主，公司擅长大型超市门店（2000平以上）。截止2017年底公司拥有超市类门店共12家（其中自有物业1家，租赁物业11家）。2017年实现营业收入40.61亿元，同比上涨3.15%，公司超市行业营业收入2017年增速较高，主要系公司加强生鲜自营力度，致力于生鲜社区店的扩展，生鲜业务不断扩大。公司2017年超市行业毛利率15.41%，首次超过公司百货行业毛利率，但仍低于行业内部分公司毛利率，主要因为：一来同百货业务相似公司超市业务也一样有批发业务拉低毛利率；二来公司倡导民生超市理念，主营中档产品，产品采取低价策略，售价处于市场同类略低水平，因此公司超市零售业务毛利率水平也偏低。

表3：公司超市类门店分布

| 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（万平方米） | 门店数量 | 建筑面积（万平方米） |
| 青岛 | 综合超市 | 1 | 0.89 | 6 | 3.55 |
| | 生鲜社区店 | | | 2 | 0.25 |
| 烟台 | 生鲜社区店 | | | 1 | 0.04 |
| 日照 | 综合超市 | | | 1 | 1.19 |
| 淄博 | 综合超市 | | | 1 | 2.57 |
| 合计 | | 1 | 0.89 | 11 | 7.60 |

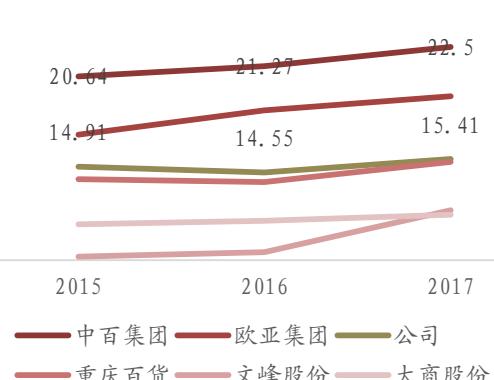
资料来源：2017年年报，新时代证券研究所

图33：公司超市业务营收及同比增速

图34：行业内公司超市业务毛利率变动



资料来源：wind, 新时代证券研究所



资料来源：wind, 新时代证券研究所

3.3.1、收购乐天玛特，加速省外扩张

2018年5月公司公告拟收购乐天购物(023530.KS)12家法人公司100%股权，从而收购其拥有的15处房产，建筑面积达30.38万平方米，及72家门店经营面积达118.67万平方米，交易对价为人民币16.65亿元。

表4：收购乐天门店分布情况

| 区域 | 江苏省 | 浙江省 | 安徽省 | 山东省 | 上海市 | 合计 |
|-----------|--------|-------|--------|-------|-------|---------|
| 门店数量(家) | 54 | 4 | 8 | 4 | 2 | 72 |
| 经营面积(平方米) | 877942 | 70763 | 146999 | 56592 | 34367 | 1186663 |

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司省外战略布局的重要举措。从此次交易的72家门店所属区域看，江苏省54家、浙江省4家、安徽省8家、山东省4家、上海2家。本次收购，可以使公司门店辐射江苏、安徽、浙江、上海四个区域市场，实现经营规模的显著扩大，公司从区域性商业集团一步买入省外四个商业区域覆盖。

公司此次收购韩国乐天在华的华东区域门店最早起来自江苏时代零售，江苏时代零售2009年被乐天收购，为唤醒早期消费者消费记忆，收购门店命名利群时代。

公司供应链整合优势实现门店快速重装开业。利群股份在交易完成后迅速推进收购门店的调整改造工作，包括店内动线的调整、招商、存货处理、新货品筹备，商品品类的优化、智能化零售系统的改造等。公司计划8月3日开业5家(已顺利开业)，8月16日开业5家，8月底开业8家，9月份开业10家，10月份40余家门店完成开业，2019春节前全部门店完成开业。8月3日第一批开业的5家门店主要是上海普陀店、扬州店、南通海安店、淮安淮海北路店、连云港朝阳路店，经营面积2万至3万平方米不等，主要涵盖大型生鲜超市、餐饮、服饰等业态，其中“利群生活超市”经营生鲜、食品、日用百货、母婴用品、文体玩具、家用电器等品类，单品数量3万余种。

一切工作迅速稳步的开展主要源于利群供应链整合的商业模式，批发和物流两个板块成为零售门店发展的强有力支撑。首先原有的上游供应链品类优势和价格优势可以直接辐射于新店。为满足南北方消费需求差异，公司与华东区300余家厂家新增合作，同时也在商谈区域代理协议，未来将会拿到更多产品的区域代理权；其次物流方面，公司已将原乐天的南通常温物流基地以及淮安冷链物流基地改造完成，后续会在淮安建设综合物流中心，将包括常温、冷链和中央厨房，以满足未来华东区门店的仓储和配送需要。

图35：时代门店图

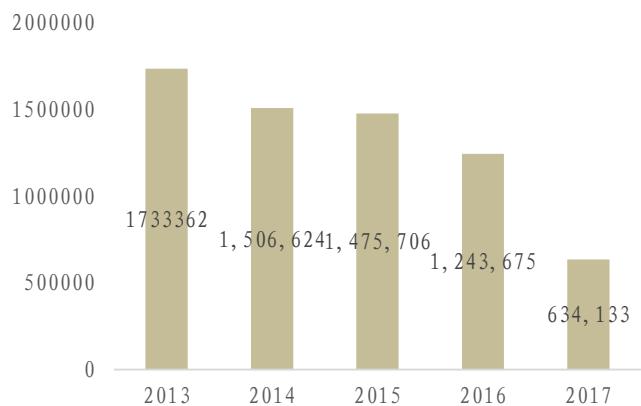


资料来源：联商网，新时代证券研究所

收购门店正常运营情况下，2019年陆续完成开业保守估计将为公司当年带来营收38亿。乐天出售给利群股份华东区经营面积是118.67万平，利群股份计划实际开业面积约94万平，占比华东区经营面积80%左右。收入数据方面，由于2017年萨德事件导致消费者抵制等因素影响，大部分乐天在华门店停止营业，我们以乐天在华2016年71.60亿元人民币（2016年历史汇率为173.70，2016年12月在华门店经营已受影响）营业收入为预测基准，2016年出售给利群的72家门店总共含税销售约47亿元人民币。我们预计2019年春节前50多家店全部开业后，年销售粗略估计在38亿左右（ $38=47*0.8$ ，不考虑春节前少量门店尚未开业影响）。

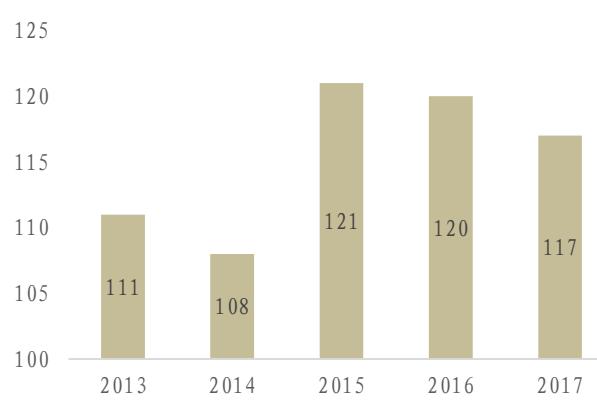
同时需注意，华东地区本就是互联网企业、零售企业新零售业态试水地区，多方竞争激烈，公司区域式的运营管理模式，门店管理选品经验，资源整合盘活能力，以及消费者接受度都会影响公司门店经营效果。

图36：乐天中国区营业收入情况（百万韩元）



资料来源：乐天年报，新时代证券研究所

图37：乐天中国区门店数量



资料来源：乐天年报，新时代证券研究所

3.3.2、试水高生鲜占比的便利店社区商业业态

2017年公司依托生鲜产品基地采购优势和强大的供应链支撑体系，推出了利群自有生鲜社区超市品牌“利群福记农场”，截止2017年年底开设了3家福记农场。相比于大型超市，福记农场定位于“门店+养老”模式，实行到家服务，满足高龄化顾客需求，同时SKU更为精简，产品品类主要以蔬菜，水果，鲜肉，粮油等居民一日三餐生活必需品为主，且果蔬，肉类等全部商品均为自营。在经营管理上，实行标准化门店选址，门店陈列及运营标准，提高门店的可复制性便于迅速扩张。以敦化路店为例，其营业面积约为300平方米左右，通过大数据选品后SKU约2500种，其中生鲜占比高达50%以上。

同时，公司也在原有直营便利店的基础上，进一步扩大加盟店规模，截止2017年底已拥有44家便利店。公司通过发力社区生鲜超市及便利店等社区商业，更近接触到消费者，扩大品牌知名度。

图38：利群福记农场门店图



资料来源：联商网，新时代证券研究所

图39：利群福记农场店内陈设



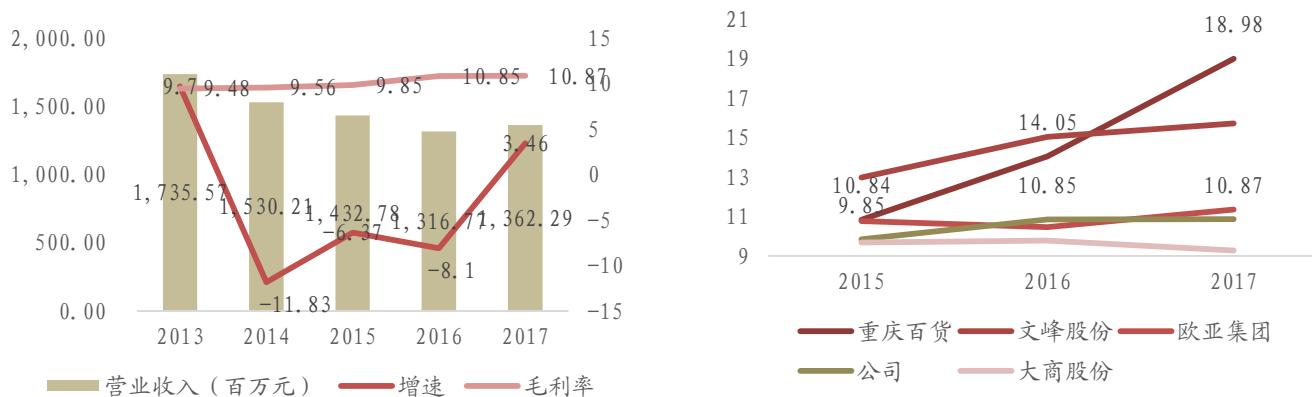
资料来源：联商网，新时代证券研究所

3.4、家电业务：销售收入有所下滑，毛利率逐年小幅提升

公司电器商品普遍以经销为主，只有小部分门店家电商品采用联销模式。公司2014-2016年家电销售收入下滑，一来同家电行业市场竞争激烈相关，二来家电行业整体受房地产行业政策波动影响。2017年公司家电业务业绩回暖，实现营收13.62亿元，同比增长3.46%。家电业绩回暖主要得益于上游公司积极同各大电商品牌合作，积极开展特色家电促销活动，促进家电品类销售增长。公司2017年家电业务毛利率为10.87%，整体来看毛利率基本稳定，有略微增长趋势，但由于消费者对家电类产品价格敏感度较高，毛利率提升空间有限。

图40：公司家电业务营收及同比增速

图41：行业内公司家电业务毛利率变动



资料来源：wind, 新时代证券研究所

资料来源：wind, 新时代证券研究所

4. 强化源头批发模式提高区域资源掌控力，“自营+物流”模式下持续推进供应链整合

4.1、上游：稳控供应商资源，推进区域资源把控力度

公司买断式自营模式下，主要采用自主采购模式，内部设置采购中心，统一招商并引进商品，通过批发子公司统一进行采购并销售给公司下属零售门店及外部零售门店。截止2017年底，公司旗下共有12家批发子公司，十余家专业品牌运营公司，开展全方位的品牌代理业务，拥有茅台，宝洁，海尔，青岛啤酒，上海家化等500个知名品牌的渠道和渠道代理权，与2000余家上游供应商建立了稳定的合作关系。随着集中采购规模日益增长，同供应商建立长期稳定的关系，积累供应商资源，同时提高议价能力，提升供应链效率。

表5：公司2017年前五大供应商

| 单位名称 | 采购额（万元） | 占采购总额的比例 |
|-----------------|------------|----------|
| 青岛瑞祥通商贸有限公司 | 36,400.05 | 4.38% |
| 海尔电器有限公司 | 26,425.53 | 3.18% |
| 海信电器有限公司 | 18,665.80 | 2.25% |
| 青岛传承国际商贸有限公司 | 15,341.62 | 1.85% |
| 临沂新程金锣肉制品集团有限公司 | 10,856.99 | 1.31% |
| 合计 | 107,689.99 | 12.96% |

资料来源：2017年年报，新时代证券研究所

表6：部分子公司品牌代理

| 子公司 | 概况 | 代理品牌 |
|------|---|---|
| 福兴祥 | 现代理30多个国内知名品牌，经销品牌达8000多个，品种涵盖了服装、食品、保健品、洗涤、化妆、羽西、美宝莲、娃哈哈、小宝贝、TCL、三枪等箱包皮具、家电、百货等众多商品领域。 | |
| 瑞尚贸易 | 是岛城第一家大规模服装品牌代理公司，营运业务辐射整个山东地区。 | LEE、CLARKS、KAPPA、皮尔卡丹、报喜鸟、梦特娇、李宁、星期六、莱尔斯丹、金利来、麦乐、卡特等。 |
| 宇恒电器 | 专业家电配送批发企业，经营涵盖家用电器、数码产品、五金电工、现代办公器材、汽车配件、工艺品、家电售后咨询、彩扩冲印等业务领域。和国内 | |

| 子公司 | 概况 | 代理品牌 |
|-----|--|------|
| | 外近 300 个知名企业建立战略合作关系，同时还致力于开发国内各大知名品牌的总代理，总经销。 | |

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

4.2、中游：持续优化物流仓储体系，推进省内外物流基地建设

4.2.1、签订现代物流基地项目，物流配送能力持续升级

公司拥有较强的物流仓储能力。截止 2017 年，公司拥有 3 座物流中心，分别位于青岛市李沧区（常温 6 万平），青岛市市北区浮山后（常温 1 万平）以及青岛胶州市（常温 16 万平，冷链 3.8 万平，办公区 1 万平）。其中福兴祥物流是国内同行业唯一被国家相关部委评定为“中国物流百强企业”的商业物流企业。物流中心仓储种类繁多（拥有气调库、催熟库等），能够独立承担生鲜产品、食品饮料、日化用品、衣帽服饰、家用电器等多种商品的仓储和配送工作。公司拥有配送车辆 200 余辆，能够提供 20 余万种商品的配送任务。配送区域辐射山东半岛及周边的多个地区，日配送半径超过 300 公里，范围覆盖公司下属的所有零售门店，此外，公司还为区域内的商业企业提供中转配送等第三方物流服务。

持续提升生鲜物流配送能力。物流中心下设生鲜加工配送中心，具备生产加工，验收仓储，分拣配送和信息处理等功能，可对短保质期商品进行深加工，并通过较强的冷链物流能力为短保质期商品的配送提供保证。

同胶州市政府签订物流基地项目，物流仓储能力持续升级。2017 年 10 月公司与胶州市政府签订青岛国际农产品交易中心现代物流基地项目投资框架协议，计划投资 30 亿元，建设占地面积 1000 余亩，配备立体常温库，成品粮油库，冷链物流中心，中央厨房，豆制品加工厂等核心板块的现代化物流基地。

搭建省外物流基地，为公司华东区布局打下坚实基础。公司收购乐天布局华东区市场的同时，也积极推动省外物流基地建设。首先在收购的第一批门店开业前，调整重启了乐天原有的南通常温物流 2.9 万平以及淮安冷链物流 0.5 万平，但由于目前淮安物流基地较小，公司已准备在淮安选址进一步建设综合物流中心，计划扩建是 560 亩左右，其中冷链 88 亩，一期 180 亩，二期 300 亩。目前已与政府进行了将近 10 轮沟通并达成初步意向，将建设综合物流中心，包括常温，冷链和中央厨房。

图42：福兴祥物流配送仓库



资料来源：利群集团公众号，新时代证券研究所

图43：福兴祥物流中心



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

4.2.2、担当上合峰会食材总供应，彰显供应链和仓储物流优势

在上合峰会期间，利群股份青岛福兴祥物流中心承担了峰会期间包括各国政要及媒体入驻酒店和主要场馆所有食材供应工作，共完成生鲜、水产、预包装食品、进口食品等1316个品种食材的采购、存储及运输。福兴祥物流公司对全流程进行把控，从食材源头采购到运输、入仓、总仓储存、出仓、运输、直至供货结束。并根据峰会需求对原有的食品供应保障仓库、清真库、设施设备和管理系统等进行升级改造，将只具备冷冻功能的库区细分为-30℃冷库，-18℃以下冷冻库，0℃-4℃冷藏库，20℃以下阴凉库，具备收货、发货和暂存储存功能，所有仓库均配备了温度、湿度控制系统。同时利群股份自营自产的加工食品也被选入峰会的指定食材，其中包括利群股份自营面食、自有豆制品、自有海参等，为峰会增添青岛当地的特色风味。此次峰会任务的圆满完成彰显了利群股份供应链体系以及仓储物流配送的强大竞争优势，也肯定了公司上游生产环节以及自有产品品牌的市场竞争力。

图44：仓库温控系统



资料来源：青岛日报，新时代证券研究所

图45：利群自有豆制品



资料来源：青岛日报，新时代证券研究所

4.3、下游：打造2C2B双服务平台，联姻腾讯构建智慧零售

2C端打造O2O模式：利群网商。2016年底利群网商上线，公司利用自身产品优势，将线下40余家门店的100多万单品实现线上销售，同时共享会员和库存等资源，消费者可通过微信公众号、自主APP、PC端实现网上下单，公司为其提供全品类商品的配送服务，实现线上线下有效融合。商务部数据显示，利群网商截止2017年4月网站访问量（UV）达到2000万，注册会员300万，实现销售额2亿元。

图46：利群网商微信公众号



资料来源：利群网商微信公众号，新时代证券研究所

图47：利群网商环球购



资料来源：利群网商微信公众号，新时代证券研究所

2B 端线上一站式采购模式：利群采购平台。2017年8月公司利用上游供应链优势，进入B2B领域打造一站式采购服务平台：利群采购平台。该平台填补了区域市场缺少B2B大宗采购平台的空白，为便利店和专卖店商户商品进货，酒店，食堂和餐厅日常所需生鲜食品及相关物料采购等，实现供应链资源的社会化。商务部数据显示，截止2017年12月，4个月内，拥有注册企业会员3440个，实现销售额逾1000万。

图48：利群采购平台首页



资料来源：利群采购平台官网，新时代证券研究所

联姻腾讯系打造智慧零售互联网平台。公司2018年3月同腾讯云，启明星签订了战略合作协议，提出将在以下三方面开展合作：构建安全可控的智慧零售互联网服务平台，在物流仓储+互联网领域深度合作，构建新型零售用户服务体系及落地标杆。三方合作进行顺利，6月便对框架协议中电商服务方案提出了具体实施协议，与腾讯云签订了智慧新零售O2O项目服务协议。公司同腾讯系的合作，促进公司线上业务的发展，同时进一步提升公司信息化水平及智慧供应链运营管理能力，提高公司的数据获取，处理及运营能力，进一步优化公司零售业务体系。

4.4、管理人员的零售专业素质和能力是企业发展的基石

公司经过多年运营，积累了丰富的物流体系建设和管理经验，以及相关专业人才。2017年9月公司与SAP签署了战略合作协议，合作自主研发运营系统。2018年伊始，正式启动基于IBM实施的的SAP智慧供应链信息化升级项目，6月与腾讯正式签署新零售O2O服务协议从前台至中后台全面推进数字化升级，提高管理效率。

人员激励机制基础收入+浮动收入，设定相对合理的销售计划、盈利计划，完成有基础奖金，超额完成，团队和管理者享受高额奖励分配。平台通过自身多年运营摸索出适合自己的独特销售系统，和人员奖惩制度，为企业稳健扩张持续发展提供坚实基础。

5、强化源头批发模式提高区域资源掌控力，提高终端数量开 创收入增长新亮点。首次覆盖给予“推荐”评级：

2018年公司继续深耕供应链体系建设，扩建现代物流基地，与SAP合作自主研发零售行业专业化运营系统，与腾讯新零售合作从前台推至中后台全面数字化升

级，提高管理效率。8月份开始收购的乐天门店逐步投入运营，将增厚公司收入，考虑门店尚未全部开业，我们暂不考虑收购乐天华东门店增加收入影响。我们预计公司2018-2020年净利润分别为462/520/555百万元，对应EPS分别为0.54/0.60/0.64元，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

消费需求下降行业整体低迷，收购乐天门店重整开业不及预期。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 利润表 (百万元) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2679 | 2851 | 3154 | 3568 | 4117 | 营业收入 | 10293 | 10554 | 11060 | 11665 | 12305 |
| 现金 | 674 | 543 | 453 | 1070 | 1210 | 营业成本 | 8320 | 8448 | 8732 | 9163 | 9634 |
| 应收账款 | 131 | 129 | 143 | 144 | 159 | 营业税金及附加 | 79 | 84 | 85 | 90 | 98 |
| 其他应收款 | 136 | 64 | 146 | 75 | 158 | 营业费用 | 893 | 996 | 1106 | 1166 | 1231 |
| 预付账款 | 273 | 200 | 295 | 227 | 324 | 管理费用 | 375 | 411 | 442 | 467 | 517 |
| 存货 | 1388 | 1275 | 1477 | 1411 | 1626 | 财务费用 | 117 | 73 | 59 | 59 | 55 |
| 其他流动资产 | 78 | 640 | 639 | 641 | 640 | 资产减值损失 | 44 | 35 | 33 | 35 | 41 |
| 非流动资产 | 4379 | 4969 | 5006 | 5095 | 5048 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 14 | 3 | 4 | 5 |
| 固定资产 | 2562 | 2971 | 3070 | 3170 | 3245 | 营业利润 | 463 | 525 | 605 | 690 | 736 |
| 无形资产 | 586 | 575 | 666 | 775 | 769 | 营业外收入 | 43 | 30 | 36 | 33 | 35 |
| 其他非流动资产 | 1231 | 1424 | 1271 | 1150 | 1035 | 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 7059 | 7821 | 8160 | 8663 | 9166 | 利润总额 | 504 | 553 | 640 | 721 | 768 |
| 流动负债 | 4134 | 3140 | 3216 | 3352 | 3457 | 所得税 | 142 | 158 | 178 | 200 | 214 |
| 短期借款 | 1742 | 680 | 680 | 680 | 680 | 净利润 | 362 | 394 | 462 | 520 | 555 |
| 应付账款 | 963 | 1024 | 1030 | 1126 | 1141 | 少数股东损益 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1428 | 1436 | 1505 | 1546 | 1635 | 归属母公司净利润 | 362 | 395 | 462 | 520 | 555 |
| 非流动负债 | 198 | 143 | 117 | 93 | 65 | EBITDA | 802 | 801 | 896 | 995 | 1049 |
| 长期借款 | 182 | 130 | 104 | 80 | 52 | EPS (元) | 0.42 | 0.46 | 0.54 | 0.60 | 0.64 |
| 其他非流动负债 | 16 | 13 | 13 | 13 | 13 | | | | | | |
| 负债合计 | 4332 | 3283 | 3333 | 3445 | 3521 | 主要财务比率 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 685 | 861 | 861 | 861 | 861 | 营业收入(%) | (2.8) | 2.5 | 4.8 | 5.5 | 5.5 |
| 资本公积 | 438 | 1763 | 1763 | 1763 | 1763 | 营业利润(%) | 2.6 | 13.5 | 15.3 | 13.9 | 6.7 |
| 留存收益 | 1604 | 1912 | 2230 | 2555 | 2919 | 归属于母公司净利润(%) | 7.0 | 9.0 | 17.1 | 12.6 | 6.6 |
| 归属母公司股东权益 | 2727 | 4535 | 4825 | 5217 | 5642 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 7059 | 7821 | 8160 | 8663 | 9166 | 毛利率(%) | 19.2 | 20.0 | 21.0 | 21.4 | 21.7 |
| | | | | | | 净利率(%) | 3.5 | 3.7 | 4.2 | 4.5 | 4.5 |
| | | | | | | ROE(%) | 13.3 | 8.7 | 9.6 | 10.0 | 9.8 |
| | | | | | | ROIC(%) | 9.2 | 7.8 | 8.6 | 8.9 | 8.8 |
| 现金流量表(百万元) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 偿债能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 926 | 937 | 435 | 1165 | 572 | 资产负债率(%) | 61.4 | 42.0 | 40.8 | 39.8 | 38.4 |
| 净利润 | 362 | 394 | 462 | 520 | 555 | 净负债比率(%) | 47.3 | 6.6 | 7.4 | (5.4) | -8.0 |
| 折旧摊销 | 200 | 214 | 226 | 253 | 271 | 流动比率 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 财务费用 | 117 | 73 | 59 | 59 | 55 | 速动比率 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 投资损失 | 0 | -14 | -3 | -4 | -5 | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 224 | 249 | -308 | 338 | -304 | 总资产周转率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 其他经营现金流 | 23 | 21 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 91.4 | 81.2 | 81.2 | 81.2 | 81.2 |
| 投资活动现金流 | -284 | -1276 | -259 | -337 | -220 | 应付账款周转率 | 9.4 | 8.5 | 8.5 | 8.5 | 8.5 |
| 资本支出 | 208 | 761 | 36 | 89 | -46 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 0 | -560 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.42 | 0.46 | 0.54 | 0.60 | 0.64 |
| 其他投资现金流 | -75 | -1075 | -223 | -248 | -266 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.15 | 0.51 | 0.51 | 1.35 | 0.66 |
| 筹资活动现金流 | -539 | 237 | -266 | -211 | -212 | 每股净资产(最新摊薄) | 3.17 | 5.27 | 5.61 | 6.06 | 6.56 |
| 短期借款 | -380 | -1062 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 长期借款 | -78 | -53 | -26 | -24 | (28) | P/E | 22.38 | 20.52 | 17.53 | 15.56 | 14.60 |
| 普通股增加 | 0 | 176 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.97 | 1.79 | 1.68 | 1.55 | 1.44 |
| 资本公积增加 | 0 | 1324 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 11.72 | 10.5 | 9.4 | 7.9 | 7.3 |
| 其他筹资现金流 | -81 | -148 | -240 | -187 | -184 | | | | | | |
| 现金净增加额 | 104 | -101 | -90 | 617 | 140 | | | | | | |

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，美国伊利诺伊州立大学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提供。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 | 吕莜琪 销售总监 |
| | 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyouqi@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1501室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>