

区域零售霸主开启省外扩张，供应链优势强化跨省联动

——利群股份（601366）深度报告

报告摘要：

公司是一家深耕青岛、辐射周边的零售集团，定位中档大众消费，具备区域密集型多业态联动。截至 2018H1，利群共有 52 家零售门店、13 家生鲜社区和 56 家便利店。

业态上，公司打造“自营产品+自主供应链”核心优势。

◆ **供应链发挥协同效应**：公司深耕区域零售业态。在此基础上经营效率及对上游品牌的议价能力大幅提高，在控费、采购等方面形成主动优势。

◆ **自营增强核心竞争力**：公司代理超 500 个品牌，2017 年自营比例(61.8%)远超行业水平(20.15%)，避免产品同质化竞争的同时，可快速响应市场变化，显著增强核心竞争力。

地区上，公司经营布局拓展，形成联动规模效应。20 余年公司围绕青岛及周边市场精耕细作。2018 年吸并乐天 MART，公司版图扩大至华东地区。

◆ **青岛及周边地区消费潜力巨大**：地区消费增速表现抢眼，青岛具备外来人口潮的加持，当地经济表现优于全国多数地区。公司发挥本土优势、巩固品牌效应。青岛及周边地区消费的巨大潜力持续驱动公司业绩增长。

◆ **华东地区市场空间广阔**：华东地区市场饱和度低、竞争压力较小。鲁苏形成区域联动效应，公司供应链优势将不断显化。预计公司在 2019 年重启 50-55 家门店、2020 年全部吸并门店开业，不断增厚公司业绩。

盈利预测与估值：

预计未来三年公司百货坪效将保持 3%-5% 的增速；超市保持 2-3% 的增速；电器保持 2%-5% 的增速。我们预计公司 18 至 20 年营业收入增速 30.18%、60.7% 和 11.12%，净利润增速 25.87%、23.02% 和 21.04%，对应 EPS 为 0.58 元、0.71 元和 0.86 元，对应 PE 为 15.16 倍、12.32 倍和 10.18 倍。我们给予公司 10.2 元目标价，维持“推荐”评级。

风险提示：行业复苏不及预期、公司拓店不及预期、门店整合不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10,292.6	10,553.7	13,738.7	22,078.2	24,533.3
增长率（%）	-2.79%	2.54%	30.18%	60.7%	11.12%
净利润（百万元）	361.90	394.49	496.56	610.88	739.44
增长率（%）	7.01%	9.01%	25.87%	23.02%	21.04%
净资产收益率（%）	13.27%	8.70%	10.23%	11.65%	12.94%
每股收益(元)	0.53	0.46	0.58	0.71	0.86
PE	16.55	19.08	15.16	12.32	10.18
PB	2.20	1.66	1.55	1.44	1.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2018 年 08 月 29 日

推荐/维持

利群股份

深度报告

分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480116110028

交易数据

52 周股价区间 (元)

8.5-13.5

总市值 (亿元)

75.29

流通市值 (亿元)

41.56

总股本/流通 A 股 (万股)

86050/47503

流通 B 股/H 股 (万股)

/

52 周日均换手率

2.24

52 周股价走势图



资料来源：WIND、东兴证券研究所

相关研究报告

1、《利群股份（601366）中报点评：上半年增速符合预期，并购乐天将显著增厚下半年业绩》2018-08-20

目录

1. 胶东零售龙头企业, 开启全国扩张战略	4
2. 公司扎根青岛市场, 专注零售主业发展	6
2.1 青岛消费潜力大, 增长空间可期	6
2.2 公司具备地缘优势, 确立胶东龙头地位	7
2.2.1 打造“利群”品牌, 巩固本土优势	8
2.2.2 提升百货服务体验, 形成超市强势连锁	10
3. 版图扩张迈向省外, 并购助力外延发展	12
4. 供应链构建核心壁垒, 自营业务稳健发展	13
5. 建设智慧新零售体系, 提升线下服务水平	14
5.1 渠道创新, 公司自主搭建线上平台	14
5.2 携手腾讯, 加快建设智慧零售体系	15
6. 财务指标分析	15
7. 盈利预测与估值	17
7.1 门店及坪效分析	17
7.1.1 门店数及面积分析	17
7.1.2 坪效分析	20
8. 估值分析	21
8.1.1 绝对估值法	21
8.1.2 相对估值法	22
9. 风险提示	22

表格目录

表 1:公司门店结构	7
表 2:青岛地区主要控股及参股子公司盈利情况	9
表 3:公司吸并的乐天 MART 门店信息	12
表 4:公司的物流仓储能力	14
表 5:公司财务指标分析	16
表 6:公司年报口径的门店数	17
表 7:以独立业态口径估算的门店数	18
表 8:公司年报口径的门店面积	19
表 9:以独立业态口径估算的门店面积	19
表 10:预测公司便利店数	20
表 11:预测坪效	21
表 12:绝对估值	21
表 13:公司盈利预测表	23

插图目录

图 1:公司营业收入 (亿) 及同比增速 (%)	4
图 2:公司归母净利 (亿) 及同比增速 (%)	4
图 3:公司营收结构	4
图 4:公司毛利率及期间费用率	4
图 5:公司股权结构 (截至 2018H1)	5
图 6:青岛人均 GDP 快速增长	6
图 7:青岛市人均收入与消费增速企稳回升	6
图 8:2017 年底青岛市社零规模位于国内第三阶梯	6
图 9:青岛社零增速略高于全社会水平	6
图 10:公司门店的地区分布	7
图 11:公门店的业态分布	7
图 12:公司新开门店的业态分布	8
图 13:大股东预付卡发行及消费情况	9
图 14:预付卡在公司门店的消费情况	9
图 15:公司各业态营收分布	11
图 16:公司各业态的营业收入净增量 (万元)	11
图 17:公司各业态营收同比增速 (%)	11
图 18:公司各业态毛利率 (%)	11
图 19:江苏地区人均可支配收入企稳回升	13
图 20:江苏地区社零规模同步增长	13
图 21:东兴零售重点观测公司营业收入 (亿)	15
图 22:东兴零售重点观测公司净利润 (亿)	15

1. 胶东零售龙头企业, 开启全国扩张战略

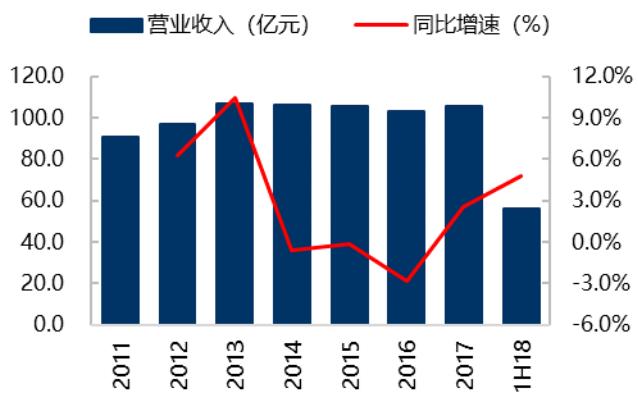
公司前身为中华老字号“德源泰百货店”，始建于二十世纪三十年代。1998年，公司自行承建集购物、娱乐、餐饮、住宿于一体的利群商厦，一跃成为大型零售企业。公司横跨商业零售、物流配送等多个领域，确立“百货+超市+电器”综合零售业态的经营模式。20年来公司围绕青岛及周边胶东半岛的市场精耕细作，已成为区域型商业龙头。截至2018H1，公司共有52家零售门店和56家便利店。

深耕胶东区域, 公司盈利稳健增长。青岛为公司发源地, 营收占公司总营收近八成。得益于胶东半岛消费市场的增长及公司区域性的经营战略, 2016年以来公司营收迅速提升。2017年及2018H1, 公司分别实现营收105.54亿及56.24亿, 同比增2.5%和4.79%; 实现归母净利3.95亿和2.81亿, 同比大增9.01%和34.7%。

并购助力外延, 公司布局华东地区。2017年9月, 利群在连云港开业首家省外大型购物中心——连云港利群广场, 开启“走出去”的战略。公司表现出由区域龙头转型全国连锁的野心。2018年5月公司发布公告, 以16.65亿元人民币收购乐天购物(香港)控股有限公司旗下12家子公司及位于江苏、浙江、上海等地的72家门店。公司迎来大规模外延发展的机遇, 有望将区域经营扩张至跨多省区的布局发展。

毛利率稳中有升, 并购或拖累费用率表现。公司专注主业, 经营能力向好。毛利率逐步提升, 由2011年底的17.3%升至2018H1的21.9%。与此同时, 费用端管控能力优秀, 费用率多年稳定在13%-14%的区间。考虑到2018年公司进行大规模并购, 或致使财务费用增加, 拖累整体费用率表现。

图 1:公司营业收入(亿)及同比增速(%)



资料来源: WIND、东兴证券研究所

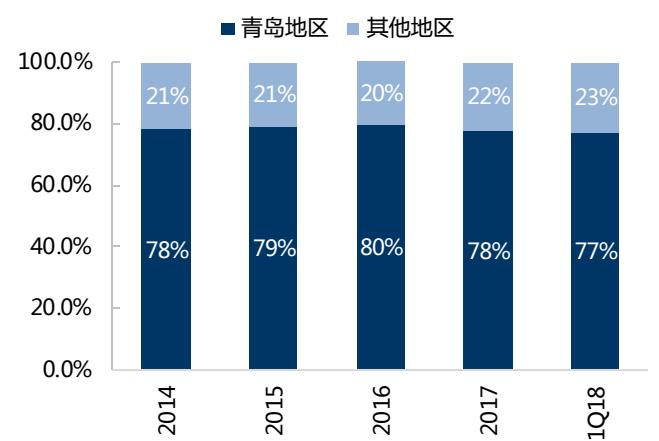
图 3:公司营收结构

图 2:公司归母净利(亿)及同比增速(%)

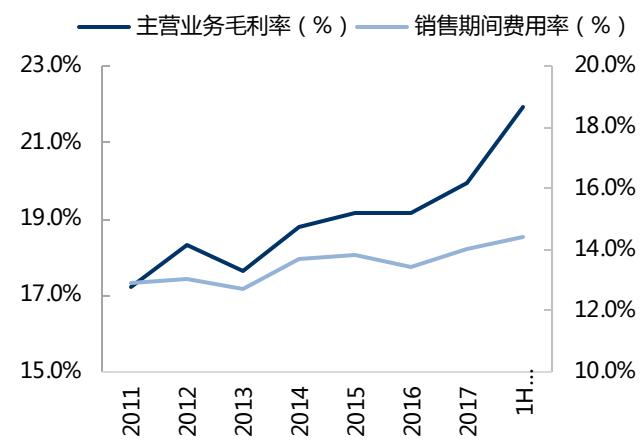


资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 4:公司毛利率及期间费用率

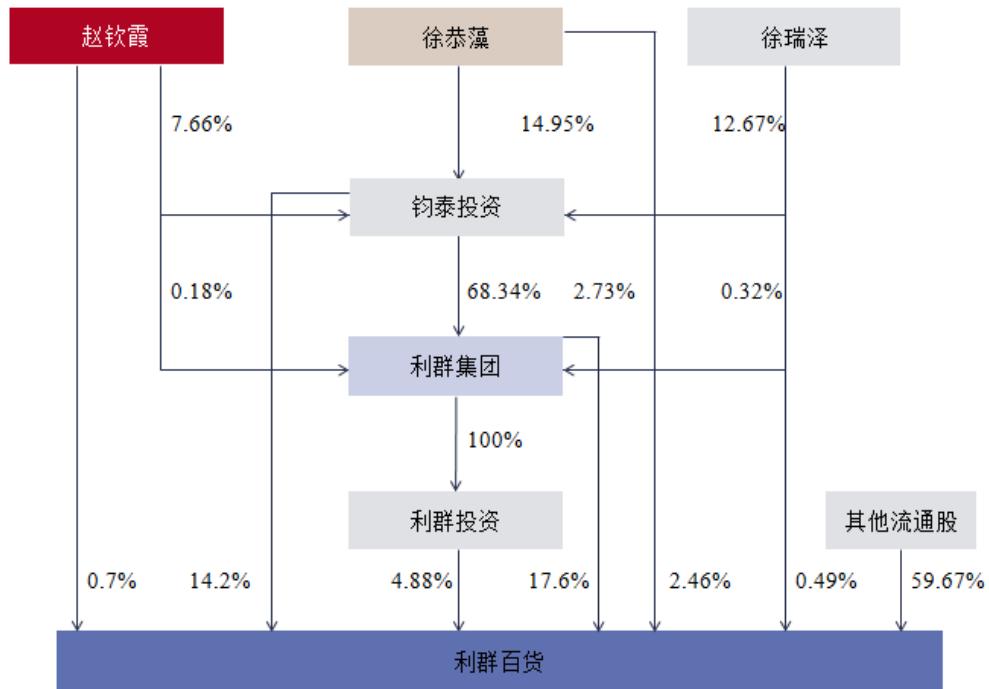


资料来源: WIND、东兴证券研究所



资料来源: WIND、东兴证券研究所

大股东资源雄厚, 增强公司竞争力。公司实际控制人为徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽, 直接或间接持有公司 40.33%的股权。大股东利群集团为山东省内商业综合体巨头, 涉及商业零售、物流配送、餐饮、住宿、娱乐、旅游等多个领域, 是一家跨越青岛、烟台、威海、潍坊、日照、淄博等多个地区的大型商业企业集团, 在胶东半岛具备相当的品牌知名度。背靠大股东雄厚的商业资源, 上市公司在零售领域有较强的竞争力。

图 5:公司股权结构 (截至 2018H1)


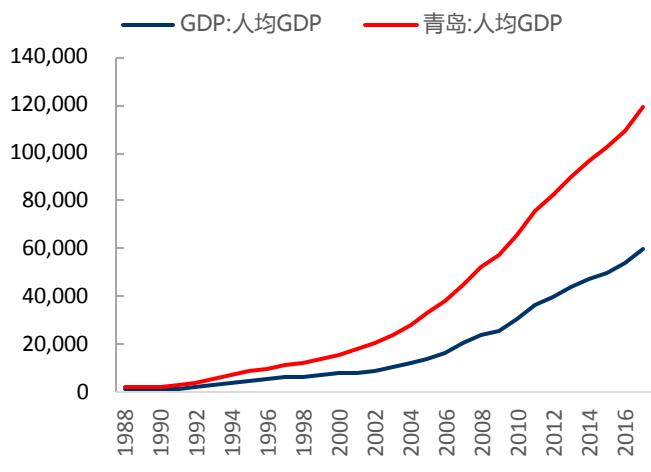
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2. 公司扎根青岛市场, 专注零售主业发展

2.1 青岛消费潜力大, 增长空间可期

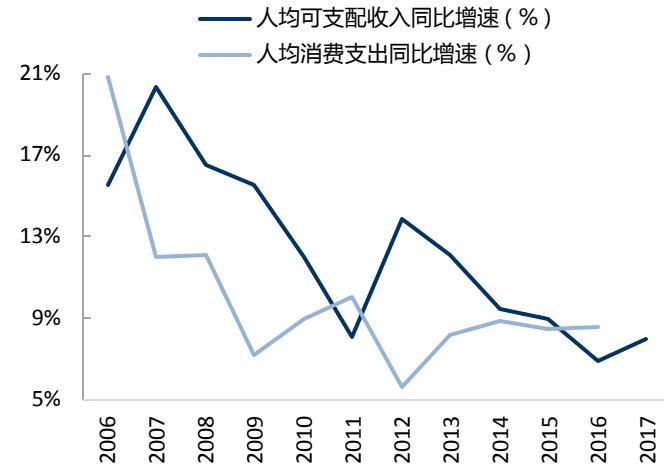
据统计局数据, 2017 年青岛市人均 GDP 达到 11.94 万元, 同比增 9.1%, 较上年同期多增 2.4pct; 城镇居民人均可支配收入 11.85 万元, 同比增 8.3%, 较上年同期多增 0.24pct。青岛地区经济和居民收入快速增长, 潜在消费市场大, 进一步刺激零售行业的发展。2017 年底青岛市社零总额为 4500 亿, 同比增长 10.2%; 2018 年 1 季度青岛市社零总额为 1100 亿, 同比增 10.7%, 较上年同期多增 2.1pct。横向对比来看, 青岛市社零规模处于国内第三梯队, 同比增速较高, 优于全国多数地区。青岛市零售市场具备增长空间, 巨大消费潜力驱动公司持续增长。

图 6: 青岛人均 GDP 快速增长



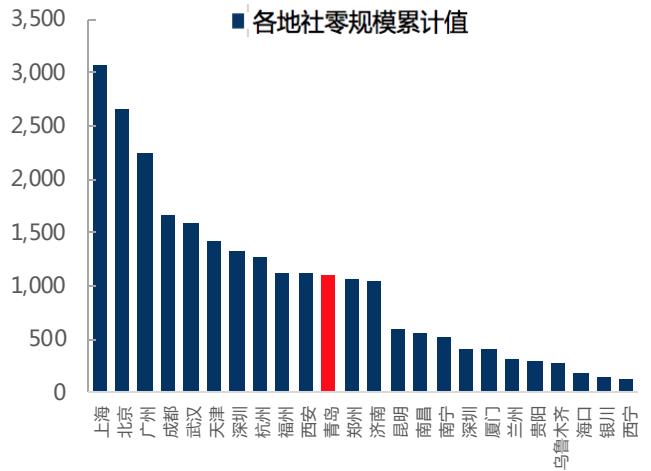
资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 7: 青岛市人均收入与消费增速企稳回升



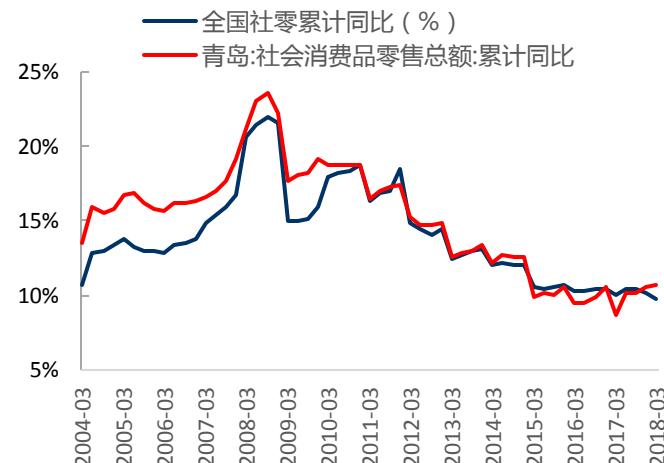
资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 8: 2017 年底青岛市社零规模位于国内第三阶梯



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 9: 青岛社零增速略高于全社会水平



资料来源: WIND、东兴证券研究所

2.2 公司具备地缘优势, 确立胶东龙头地位

公司门店集中于青岛及周边地区。截至 2018H1, 公司共拥有 52 家零售门店, 集中分布于以青岛 (31 家门店) 为中心的胶东半岛区域, 经营的物业面积为 120.77 万平米。

公司三主力业态并行。零售门店包括 36 家综合商场、10 家综合超市、1 家家电商场、5 家购物中心, 另外还设有生鲜社区 13 家、便利店 56 家。考虑到综合商场中同时包含百货、超市及家电业态, 以独立业态口径统计三类业态的实际数量将多于年报披露的数量。

表 1:公司门店结构

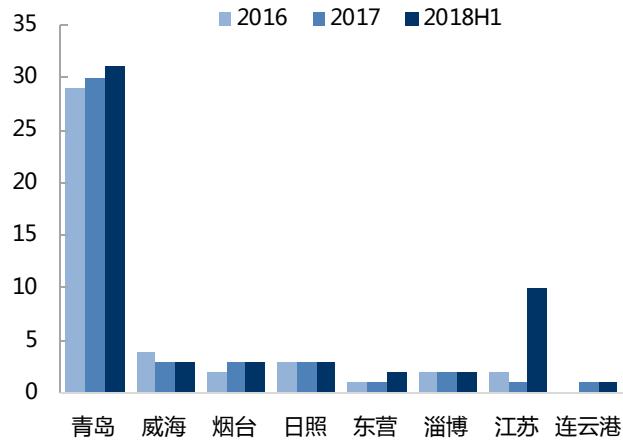
地区	经营业态	2016		2017		2018 年 8 月	
		门店数量	建筑面积(万平米)	门店数量	建筑面积(万平米)	门店数量	建筑面积(万平米)
青岛	综合商场	16	43.16	16	43.16	16	43.16
	购物中心	4	22.28	4	22.28	4	22.28
	综合超市	8	4.44	7	4.44	7	4.44
	家电商场	1	0.87	1	0.87	1	0.87
	生鲜社区店	0	0.25	2	0.25	3	0.25
烟台	综合商场	2	8.98	2	8.98	2	8.98
	生鲜社区店	0	0.04	1	0.04	1	0.04
威海	综合商场	4	8.1	3	8.1	3	8.1
日照	综合商场	2	7.84	2	7.84	2	7.84
	综合超市	1	1.19	1	1.19	1	1.19
东营	综合商场	1	5.9	1	5.9	1	5.9
	综合超市	0	0	0	0	1	0.59
淄博	综合商场	1	5.58	1	5.58	1	5.58
	综合超市	1	2.57	1	2.57	1	2.57
潍坊	综合商场	1	3.93	1	3.93	1	3.93
	综合超市	1	0.9	0	0	0	0
江苏	购物中心	0	5.05	1	5.05	1	5.05
	综合商场	0	0	0	0	9	17.63
上海	综合商场	0	0	0	0	1	2.05
	合计	43	120.18	44	120.18	46	140.45

注: 2018 年建筑面积数据未包括 2018 公司新开的生鲜社区。

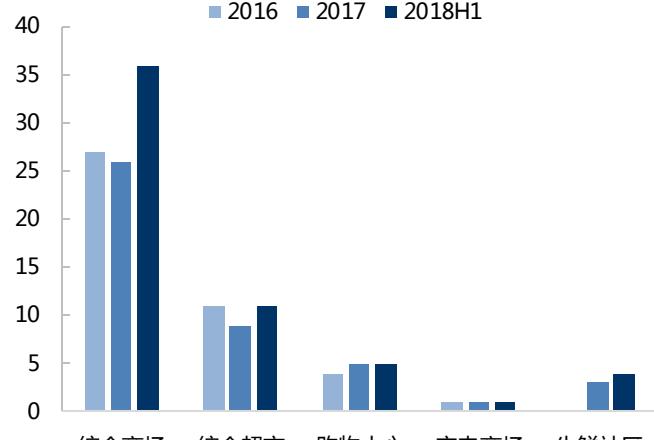
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 10:公司门店的地区分布

图 11:公门店的业态分布

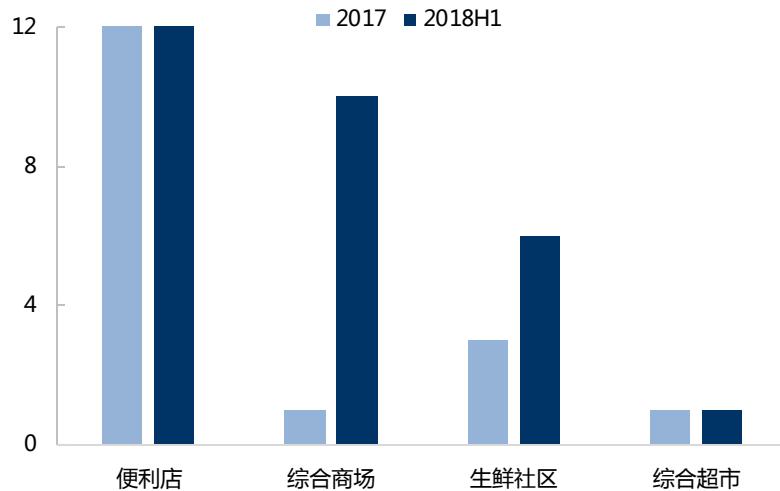


资料来源：公司公告、东兴证券研究所



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 12:公司新开门店的业态分布



资料来源：公司公告、东兴证券研究所（注：未包括尚未重启的乐天MART门店）

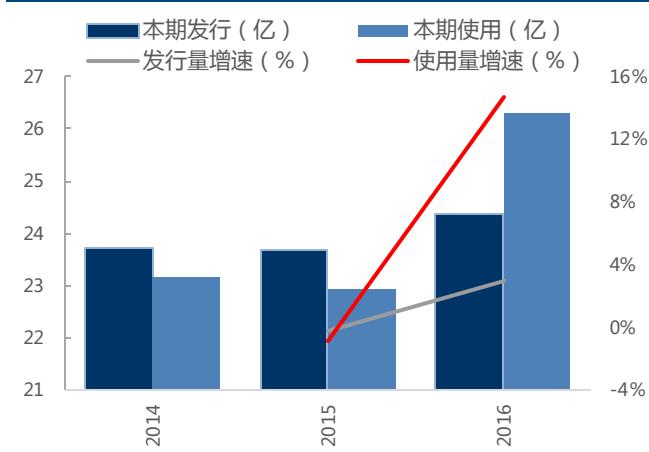
2.2.1 打造“利群”品牌，巩固本土优势

公司围绕青岛核心商圈构建零售主业。作为公司的发源之地，青岛地区贡献近八成的营业收入。公司的旗舰门店为利群商厦，位于青岛核心的台东商业区，客流量大、商圈品牌影响力高。2017年利群商厦实现营收13.26亿元，坪效达2.22万元/平米，单店营收占公司主营收入的12.57%。

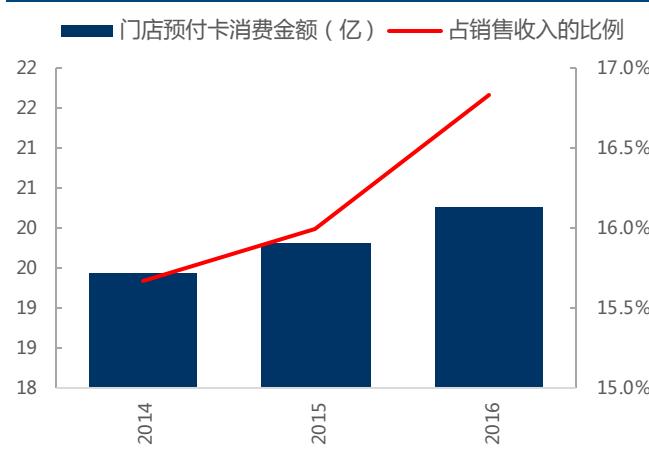
背靠大股东，公司享有品牌效应。在青岛地区深耕多年，公司围绕品牌定位，拥有代理权（可转卖）超过500个品牌，合作厂家超3000家，足以满足消费者的多样化需求。公司大股东利群集团发行的“利群系”商业预付卡，发行量逐年增加，持续提高

顾客忠诚度。2016年预付卡发行24.37亿, 同比增3%; 使用26.31亿, 同比增14.7%。其中, 近八成预付卡在公司门店内使用, 消费金额达20.26亿, 同比增16.83%。

在公司积累的本土优势下, 公司具备庞大用户基础和高顾客忠诚度。高品牌知名度推动公司在青岛地区的发展, 并持续辐射周边地区, 确立公司在胶东半岛的商业龙头地位。公司作为区域龙头, 将充分享受青岛地区潜在消费市场的增长红利。

图 13:大股东预付卡发行及消费情况


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 14: 预付卡在公司门店的消费情况


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 2: 青岛地区主要控股及参股子公司盈利情况

门店名称	开业时间	建筑面积 (万平米)	业绩 (亿)	2014	2015	2016	2017
长江商厦	2008.1.24	2.51	营收 yoy	2.22	2.08 -6.38%	1.95 -5.98%	5.73 193.07%
长江购物广场	2006.12.7	3.41	营收 yoy	5.70	5.99 5.22%	5.60 -6.56%	
利群商厦 ¹	2004.5.24	2.69	营收	17.46	16.40	14.60	13.26
利群商厦超市	2009.12.10	0.76					
利群商厦莱西分公司	2014.1.13	2.53	yyo		-6.09%	-10.97%	-9.16%
胶州购物广场	2009.10.9	4.69	营收 yoy	3.58	3.36 -6.04%	3.31 -1.69%	3.58 8.34%
四方购物广场 ²	2000.5.10	3.60	营收	5.73	6.72	4.75	4.68
四方分公司	2012.5.23	0.44	yyo		17.20%	-29.28%	-1.00%
城阳购物广场	2008.5.4	3.67	营收 yoy	4.35	4.70 8.06%	4.85 3.12%	5.34 10.26%
青岛瑞泰购物广场	2003.10.30	1.93	营收 yoy	3.39	3.29 -2.74%	3.09 -6.31%	
金海岸商场	2000.11.8	0.71	营收	0.54	0.55	0.53	

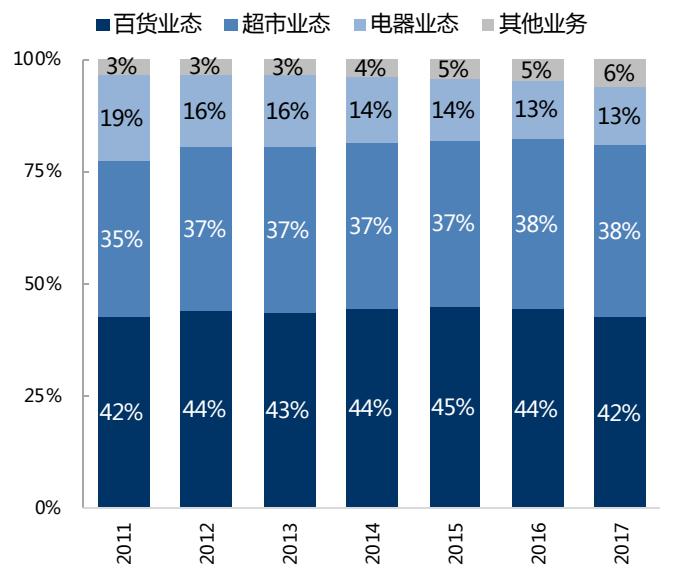
			yoY	0.85%	-3.47%	
胶州商厦	2000.12.13	1.38	营收 yoY	1.64 -13.47%	1.22 -13.89%	
前海购物广场	2011.11.15	1.87	营收 yoY	2.24 1.07%	2.16 -4.61%	
胶南商厦 ³	2002.6.26	0.91	营收	1.75	1.60	1.42
胶南商厦分公司	2007.7.17	0.89	yoY		-8.44%	-11.65%
胶南购物中心	2008.5.27	3.04	营收 yoY	2.85 13.18%	3.22 8.60%	3.50 12.06%
胶南家乐城购物广场	2009.10.20	2.92	营收 yoY	2.33 5.58%	2.46 -2.33%	2.40
即墨商厦 ⁴	1999.11.3	3.72	营收	7.74	8.15	7.64
即墨商厦超市分公司	-	0.15				
即墨商厦即墨分公司	2013.11.29	5.79	yoY		5.19%	-6.17%
即墨超市	-	-	营收 yoY	0.28 -2.00%	0.27 -20.00%	0.22
莱西购物广场	2003.9.24	2.16	营收 yoY	1.46 5.00%	1.54	1.56
百惠商厦	1980.11.13	2.31	营收 yoY	1.25 -8.00%	1.15 -12.00%	1.01
宇恒电器即墨商场	2009.10.16	0.87	营收 yoY	0.60 -7.00%	0.56 -17.00%	0.46
宇恒电器麦岛超市	2014.1.27	0.44	营收 yoY	0.30 32.00%	0.39 21.00%	0.48
平度购物中心	2015.10.29	4.91	营收 yoY		0.07 2776.83%	1.89
金鼎广场	2016.5.12	9.05	营收 yoY		0.91 352.39%	4.12
城中城超市	2017.12.29	1.09	营收 yoY	0.70 -75.53%	0.17 -30.60%	0.12
文登购物广场	2003.10.28	3.89	营收 yoY	1.17 17.75%	1.37 5.62%	1.45

资料来源：公司公告、东兴证券研究所（注 1-4：主营业务收入中包含多个分公司的收入数据）

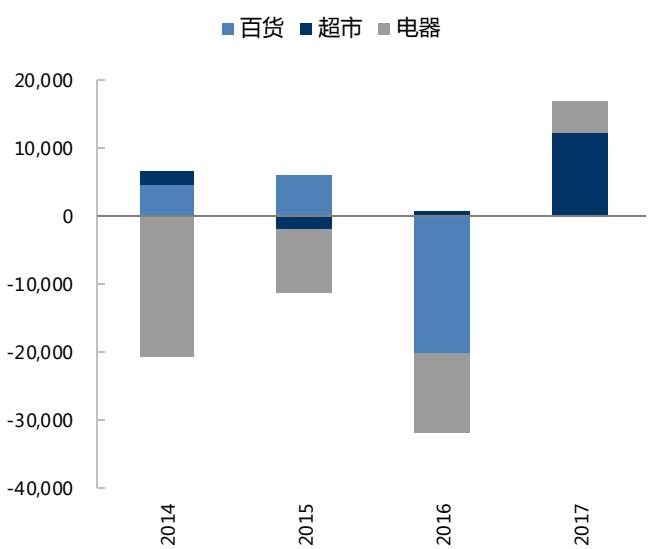
2.2.2 提升百货服务体验, 形成超市强势连锁

公司营收质量提高, 超市逐渐成为增长主因。截至 2017 年, 公司百货、超市和电器的营收占比分别为 42%、38% 和 13%。2014-2015 年百货业态门店经营情况向好, 贡献主要的营收增长。2016 年以来, 公司超市同店增长, 2017 年同比增速 3.15%; 管理改善, 毛利率提升至 15.41%。超市业务释放业绩弹性, 成为公司营收改善的主

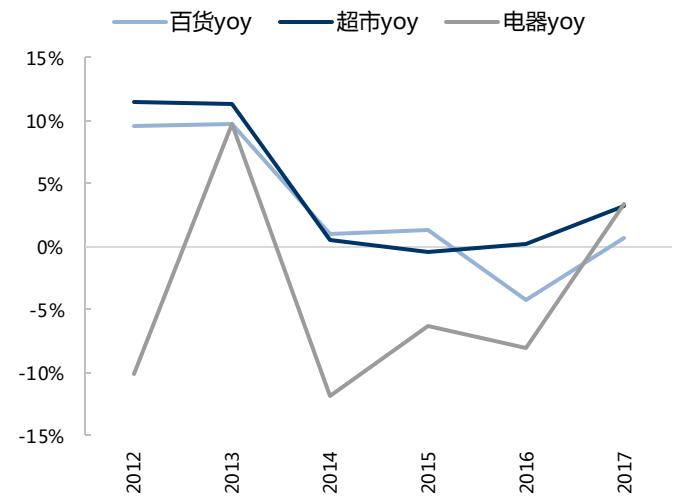
因。基于公司成熟的供应链体系, 公司的超市业务可快速拓展, 并形成规模效应。我们预计, 未来超市业态将成为公司拓展规模的主力业态, 持续贡献营收增量。

图 15:公司各业态营收分布


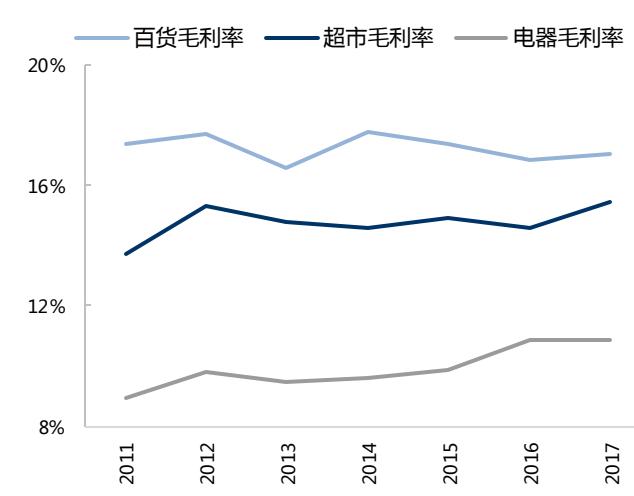
资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 16:公司各业态的营业收入净增量 (万元)


资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 17:公司各业态营收同比增速 (%)


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 18:公司各业态毛利率 (%)


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

百货业务盈利稳定, 逐步开启门店调整期。为迎合消费者需求转变, 公司调整经营思路, 推出类购物中心业态。在公司物流平台的支持下, 类购物中心开设“品类集合店”, 集休闲零食、美妆、家电潮品、玩具、黄金珠宝等近十个细分品类于一家专营店。集合店通过买手不断更新, 实现品类的快速迭代, 有效支持门店的升级改造。目前, 该业态已在利群金鼎广场和连云港购物中心取得初步进展, 成功经验有望在公司的百货

业态中得到复制推广。品类优化和精细化运营下, 未来百货业务的经营能力有望进一步改善。

优势供应链打造强势超市连锁。目前公司拥有超市门店 10 家, 生鲜社区 13 家。若考虑综合商场中包含的超市部分, 公司的超市拥有 36 处门店。其中 23 家分布于青岛市内, 已形成颇具规模的超市连锁。公司自行搭建的供应链可覆盖超市 95% 的商品品种, 保证大型超市的及时供应及快速周转。公司打造自营生鲜社区店, 将生鲜业务直接打进居民社区内部, 形成规模化的社区网点。另一方面, 通过扩大销售规模, 公司议价能力得到增强, 利好毛利率和费用率表现。2017 年超市业态实现营收 40.61 亿元, 同比增速 3.15%, 较上年同期多增 2.92pct; 毛利率提升至 15.41%, 同比增 0.86pct。据测算, 2017 年公司超市的坪效达到 1.41 万元/平方米, 同比增 1.41%。未来坪效具备进一步提升空间, 超市业态将成为公司业绩的主要增长动力。

连锁超市已经成公司扩张规模的主要方向。基于公司成熟的供应链体系, 公司的超市业务可快速拓展。2018 年公司并购的乐天门店均为超市业态, 将显著提高超市品类在公司销售额中的比重。目前公司约 38% 的营业收入由超市业态贡献, 预计这一营收占比将有明显的提高。

3. 版图扩张迈向省外, 并购助力外延发展

并购助力公司版图拓展。2017 年底, 公司于江苏连云港开设首家省外购物中心, 迈出跨省发展的第一步。2018 年 5 月公司发布公告称, 以 16.65 亿元现金收购乐天购物(香港)控股有限公司持有 12 家子公司, 以持有其名下的 15 处房产和 72 家门店。门店合计经营面积 118.67 万平, 主要分布于江苏、浙江、安徽等 5 省, 符合公司进驻华东区的战略目标。并购完成后, 公司零售门店规模达到 118 家, 总经营面积达到 239.44 万平米(未包括 1Q18 开业的生鲜社区面积)。其中, 超市业态门店将大增至 82 家。

表 3:公司吸并的乐天 MART 门店信息

区域	江苏省	浙江省	安徽省	山东省	上海市	合计
门店数量	54 家	4 家	8 家	4 家	2 家	72 家
经营面积 (万平米)	87.79	7.08	14.70	5.66	3.44	118.67

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

华东地区市场空间大。2017 年江苏省人均 GDP 达 10.72 万元, 同比增 7.2%; 全体居民人均可支配收入企稳回升, 2017 年录得 35024 元, 同比增 9.2%, 较上年同期多增 0.6pct。收入的提升带来居民消费水平的逐步提高, 消费升级趋势逐步向二、三线地区扩散。华东地区消费空间大, 市场饱和度低、整体竞争压力较小。公司重启乐天门店, 可在华东地区拥抱更大的成长空间。

区域连锁的经验或将在华东区复制, 乐天门店重启可期。华东区域的乐天门店为公司拓展市场提供入口, 而挖掘深度市场需依靠公司供应链加自营的业务模式。公司开启

江苏物流中心的选址和建设, 目前公司已与胶州市政府签订投资协议, 计划投资建设30亿元, 建设占地面积1000亩、建筑面积约30余万平的现代物流基地。通过搭建和整合供应链, 公司的优势“自营+供应链”商业模式有望在华东地区得到重现。

吸并提高公司营收, 或拖累短期费用表现。考虑到乐天 MART 在国内经营不善, 部分门店闭店时间较长, 本次并购将考验公司的整合能力。8月份原乐天超市预计将重新开业18家, 年内预计将开始贡献盈利。在利群供应链资源的倾斜和支援下, 预计乐天超市的坪效水平将大幅提升。我们预计2019年72家收购的乐天门店中, 约50-55家可以投入运营, 2020年完成全部门店的重启工作。

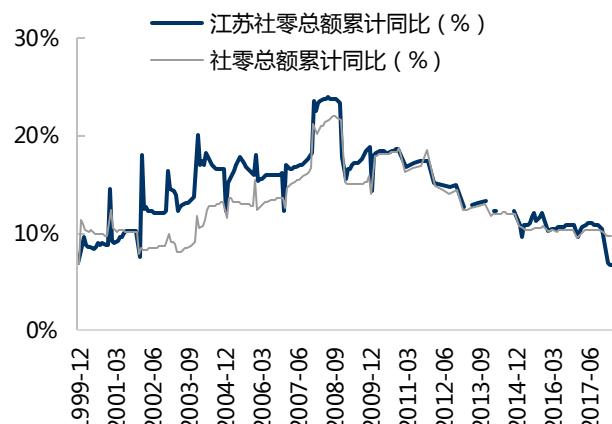
随着吸并门店的分批开业, 预计公司的营业收入将大幅提升; 同时公司的经营管理能力和人员储备也将经受考验, 整合门店的工作或将拖累公司费用表现, 对利润产生负面影响。长期来看, 随着门店坪效提升、盈利能力逐步释放, 综合毛利具备提升空间。

图 19:江苏地区人均可支配收入企稳回升



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 20:江苏地区社零规模同步增长



资料来源: WIND、东兴证券研究所

4. 供应链构建核心壁垒, 自营业务稳健发展

公司主动管理意识较强, 打造供应链加自营护城河。在同业竞争日益加剧的环境下, 公司自成立之初就着手搭建自营为主的商业架构及配套的自主物流体系。公司设有物流批发子公司12家, 大型物流中心3处, 配送设施不断完善。

- ◆ **供应链的最大效用优势即区域内发展。**公司目前的零售业务集中在胶东地区, 未来将开拓至华东地区。因此公司更易充分发挥规模效应, 统一采购、仓储物流降低经营成本。
- ◆ **成熟的供应链体系发挥上下游协同效应。**公司对上游品牌渠道的议价能力得到提高, 代理品牌的数量已扩大超500个。形成采购优势, 成立自营的买手集合店以盘活库存, 加快存货周转率, 进而形成控费、资金等多方面的主动优势。

依托成熟的物流平台, 公司已形成自营为主的商业体系。2017 年自营业务占比达 61.8%, 远高于行业均值 (20.15%)。自营商品中, 百货类品类的经销比例达到 40% 以上; 电器、超市类商品经销比率达到 90% 以上。坚持自营使得公司摆脱供应渠道和品牌的限制, 避免同区域内百货品牌高度重合的局面。另一方面, 高自营水平激发公司创新能力, 驱使公司紧跟消费趋势。公司主动管理能力较强, 能够应对市场变化, 快速调整品类布局。

供应链支撑下, 公司超市业态拓展迅速。2017 年, 公司的特色生鲜物流带动超市类销售较同期增长 3.15%。利群自有的生鲜社区运营品牌“利群·福记农场”也在公司强大的生鲜采购与配送能力的基础上取得成功。在刚刚过去的青岛上合峰会中, 公司担任食材总供应, 由福兴祥物流中心供应生鲜、水产、进口食品等共计 1300 余个品种, 自有供应链优势得到彰显。我们预计, 公司未来将加快超市业态的展店速度, 以形成规模效应, 培育新的业绩增长点。

表 4:公司的物流仓储能力

公司物流仓储能力	
批发物流子公司	12 家
大型物流中心	3 座
总仓储面积	28 万平米
冷链仓储面积	3.8 万平方米
运输车辆	200 余辆
配送商品	20 余万种
日配送半径	超过 300 公里

资料来源: 东兴证券研究所

5. 建设智慧新零售体系, 提升线下服务水平

5.1 渠道创新, 公司自主搭建线上平台

加快线上平台发展, 优化线下消费服务。公司自主构建线上平台, 成功摸索出了一条从 B2C 延伸到 O2O 和 B2B 的经营之路。

- ◆ **O2O 板块:** 2016 年底, 利群网商 APP 上线, 将旗下 40 余家大型商场、超市及家的 100 多万单品全部由搬到了线上。利群网商至今拥有注册会员 500 万, 销售额实现 3.1 亿元。
- ◆ **B2B 板块:** 公司发挥上游供应链的优势, 携手 IBM 与 SAP 打造智慧供应链信息管理平台。2017 年 8 月, 大宗采购平台——利群采购平台全新上线, 为流通渠道便利店和专卖店商户提供商品进货。目前可以通过微信公众号、PC 端和自主 APP 实现快速下单。
- ◆ 2017 年, 利群网商与利群采购平台全年销售突破 4 亿元, 成为公司业务发展的新动能。

5.2 携手腾讯, 加快建设智慧零售体系

为进一步强化公司智慧供应链优势, 2018年3月, 公司携手腾讯云计算(北京)、启明星公司签署《战略合作框架协议》。

- ◆ **智慧零售平台:** 公司将借助第三方的技术及流量, 优化利群网商APP, 以数字化信息化技术增强线上业务的精准营销能力, 完善公司智慧零售体系的构建。
- ◆ **智慧供应链:** 新零售的数字技术将加持公司的物流仓储能力, 提升供应链的信息化管理能力。公司的智慧供应链具备全国扩张的想象空间。

利群的超市本身具备成熟的物流平台和供应链, 覆盖物流成本。智慧零售体系中, 线下超市的入口价值将得到彰显。在腾讯的技术加持下, 公司有望打造先进的线上平台, 赋能线下超市。超市业态的全渠道发展具备想象空间。

6. 财务指标分析

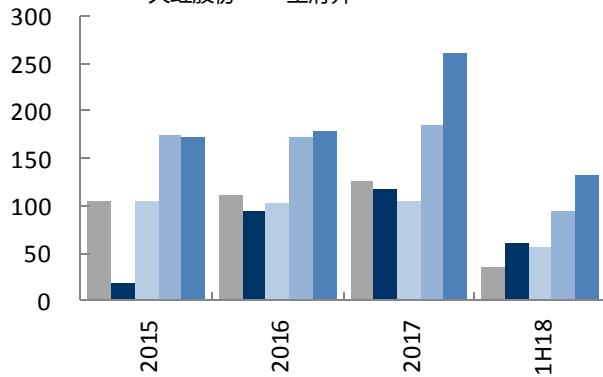
为横向对比利群股份的财务表现, 我们选取了王府井、天虹股份、茂业商业等相近公司作为东兴重点观测的百货股。通过对所有A股上市的百货公司及重点观测公司的毛利率、现金循环周期、存货周转率等财务指标的梳理, 我们认为, 利群股份财务指标处于行业较优水平。

- ◆ 在东兴零售重点观测的百货公司中, 利群股份的营业收入处于行业中游水平, 净利润均处于中上游水平。
- ◆ 2018H1公司实现毛利率21.94%, 同比增1.21pct, 略高于行业平均水平(21.62%)。
- ◆ 公司期间费用率于2017年实现14.02%, 优于行业均值(16.96%)。利群具备较强的主动管理能力, 在期间费用上表现出明显的优势。
- ◆ 公司的现金循环天数(14.98)大于行业平均水平(-7.8), 源于存货周转率(3.41)和应收账款周转率(42.27)相比于行业平均水平(5.12和45)较低。公司以自营为主的经营模式, 需要承担相较行业较高的库存水平。在高自营比例的业务体系下, 公司能够对运营的商品品类进行主动管理, 快速应对消费趋势变化。
- ◆ 公司总体周转情况较好, 2018H1公司总资产周转率0.7, 优于行业均值(0.56)。
- ◆ 截至1H18, 公司资产负债率为43.37%, 低于行业均值(52.64%), 资产结构良好, 杠杆率处于行业较低水平。
- ◆ 2018H1公司的ROE和ROA分别为6.01%和4.88%, 均高于行业平均水平(4.66%和3.21%)。远高于行业的ROE代表了公司高水平的盈利效率。

图 21:东兴零售重点观测公司营业收入 (亿)

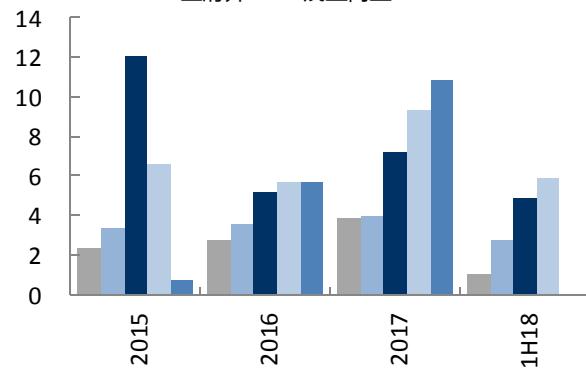
图 22:东兴零售重点观测公司净利润 (亿)

■ 行业中值 ■ 茂业商业 ■ 利群股份
 ■ 天虹股份 ■ 王府井



资料来源: WIND、东兴证券研究所

■ 行业中值 ■ 利群股份 ■ 天虹股份
 ■ 王府井 ■ 茂业商业



资料来源: WIND、东兴证券研究所

表 5:公司财务指标分析

	2015	2016	2017	18H1
销售毛利率 (%)				
利群集团	19.18%	19.16%	19.96%	21.94%
行业中值	21.84%	21.56%	21.59%	21.62%
期间费用率 (%)				
利群集团	13.81%	13.46%	14.02%	14.42%
行业中值	17%	17.11%	16.96%	14.90%
现金循环天数				
利群集团	32.87	28.66	18.81	14.98
行业中值	1.64	2.45	2.84	-7.87
存货周转率 (次)				
利群集团	5.71	5.77%	6.34	3.41
行业中值	16.84	8.5%	7.51	5.12
应收账款周转率 (次)				
利群集团	104.34	86.11	81.25	42.27
行业中值	216.14	147.22	125%	45
总资产周转率 (次)				
利群集团	1.58	1.49	1.42	0.7
行业中值	1.14	1.03	1.04	0.56
资产负债率 (%)				
利群集团	63.48%	61.37%	41.98%	43.37%
行业中值	56.06%	53.37%	54.87%	52.64%
ROE (%)				
利群集团	14.55%	14.03%	10.18%	6.01%
行业中值	7.13%	6.36%	6.57%	4.66%
ROA (%)				

利群集团	5.03%	5.24%	5.30%	4.88%
行业中值	4.52%	4.59%	4.81%	3.21%

资料来源: WIND、东兴证券研究所

7. 盈利预测与估值

我们预计公司在 2018 年至 2020 年将分别实现营业收入 137.39 亿元、220.78 亿元和 245.33 亿元, 同比增速 30.18%、60.7% 和 11.12%; 实现净利润 4.97 亿元、6.11 亿元和 7.39 亿元, 同比增速为 25.87%、23.02% 和 21.04%。

7.1 门店及坪效分析

7.1.1 门店数及面积分析

截至 2018H1, 利群股份共拥有门店公司共有 52 家零售门店和 56 家便利店。其中, 零售门店包括 36 家综合商场、10 家综合超市、1 家家电商场、5 家购物中心, 此外还设有 13 家生鲜社区。

考虑到综合商场中同时包含百货、超市及家电业态, 若以业态口径统计的三类业态, 其实际数量将多于年报披露的数量。因此我们假设每家综合商场同时包含三种业态, 对公司的门店数进行重新估算。

我们预计, 在 72 家收购的乐天门店中, 约有 30 家门店可在今年完成重启; 预计明年约有 50-55 家可以投入运营。考虑到公司当前 52 家大型零售门店, 56 家便利店以及 13 家生鲜社区店的体量, 我们认为下半年起原乐天超市的不断重启将从四季度起显著增厚公司业绩。预计到 2020 年, 公司将拥有 113 家零售门店 (以单独业态口径估算门店 171 家), 84 家便利店。零售门店的总经营面积将达到 254.12 万平米。

表 6:公司年报口径的门店数

地区	经营业态	年报公布门店				
		2016	2017	2018E	2019E	2020E
青岛	综合商场	16	16	16	16	17
	购物中心	4	4	4	4	4
	综合超市	8	7	7	7	7
	家电商场	1	1	1	1	1
	生鲜社区店	0	2	20	10	0
烟台	综合商场	2	2	2	3	3
	综合超市	0	0	0	0	0
	生鲜社区店	0	1	0	0	0
威海	综合商场	4	3	3	3	3
日照	综合商场	2	2	2	2	2
	综合超市	1	1	1	1	1
东营	综合商场	1	1	2	2	2

	综合超市	0	0	1	1	1
淄博	综合商场	1	1	1	1	1
	综合超市	1	1	1	1	1
潍坊	综合商场	1	1	1	1	1
	综合超市	1	0	0	0	0
	购物中心	0	1	1	1	1
江苏	综合超市	0	0	30	40	54
	生鲜社区店	0	0	0	0	0
浙江	综合超市	0	0	0	2	4
安徽	综合超市	0	0	0	6	8
上海	综合超市	0	0	0	2	2
	合计	43	44	93	104	113

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 7:以独立业态口径估算的门店数

以独立业态口径估算的门店数						
		2016	2017	2018E	2019E	2020E
青岛	百货	16	16	16	16	17
	购物中心	4	4	4	4	4
	综合超市	24	23	23	23	24
	家电商场	17	17	17	17	18
	生鲜社区店	0	2	20	10	0
烟台	百货	2	2	2	3	3
	综合超市	2	2	2	3	3
	家电商场	2	2	2	3	3
	生鲜便利店	0	1	0	0	0
威海	百货	4	3	3	3	3
	综合超市	4	3	3	3	3
	家电商场	4	3	3	3	3
日照	百货	2	2	2	2	2
	综合超市	3	3	3	3	3
	家电商场	2	2	2	2	2
东营	百货	1	1	2	2	2
	综合超市	1	1	3	3	2
	家电商场	1	1	2	2	2
淄博	百货	1	1	1	1	1
	综合超市	2	2	2	2	2
	家电商场	1	1	1	1	1
潍坊	百货	1	1	1	1	1
	综合超市	2	1	1	1	1

	家电商场	1	1	1	1	1
	购物中心	0	1	1	1	1
江苏	综合超市	0	0	30	40	54
	生鲜社区店	0	0	0	0	0
浙江	综合超市	0	0	0	2	4
安徽	综合超市	0	0	0	6	8
上海	综合超市	0	0	0	2	2
合计		97	96	147	160	171

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 8:公司年报口径的门店面积

年报公布面积 (万平米)						
地区	经营业态	2016	2017	2018	2019	2020
	综合商场	43.16	43.2	43.2	43.2	58.2
	购物中心	22.28	22.3	22.3	22.3	22.3
青岛	综合超市	4.60	4.4	4.4	4.4	4.4
	家电商场	0.87	0.9	0.9	0.9	0.9
	生鲜社区店		0.3	2.5	1.2	2.8
烟台	综合商场	8.98	9	9	19	19
威海	综合商场	8.72	8.1	8.1	8.1	8.1
日照	综合商场	7.84	7.8	7.8	7.8	7.8
	综合超市	1.19	1.2	1.2	1.2	1.2
东营	综合商场	5.9	5.9	6.5	6.5	6.5
	综合超市			0.6	0.6	0.6
淄博	综合商场	5.58	5.6	5.6	5.6	5.6
	综合超市	2.57	2.6	2.6	2.6	2.6
潍坊	综合商场	3.93	3.9	3.9	3.9	3.9
	综合超市	0.9				
江苏	购物中心		5.1	5.1	5.1	5.1
	综合超市			48.8	65.	87.8
浙江	综合超市				3.5	7.1
安徽	综合超市				11	14.7
上海	综合超市				3.4	3.4
合计		116.52	120.18	172.36	215.38	254.12

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 9:以独立业态口径估算的门店面积

以独立业态口径估算的门店面积 (万平米)						
地区	经营业态	2016	2017	2018	2019	2020

青岛	百货	20.05	19.09	19.09	19.09	27.8
	购物中心	22.28	22.28	22.28	22.28	22.3
	综合超市	13.79	14.59	14.59	14.59	25.7
	家电商场	14.79	14.79	14.79	14.79	15.7
	生鲜社区店	0.00	0.25	2.47	1.24	21.8
烟台	百货	6.09	5.97	5.97	14.47	13.6
	综合超市	1.15	1.27	1.27	1.90	2.8
	家电商场	1.74	1.74	1.74	2.61	2.6
	生鲜便利店	0.00	0.04	0.04	0.04	3.8
威海	百货	2.94	3.59	3.59	3.59	2.7
	综合超市	2.30	1.90	1.90	1.90	2.8
	家电商场	3.48	2.61	2.61	2.61	2.6
日照	百货	3.72	3.72	3.72	3.72	3.7
	综合超市	3.57	3.57	3.57	3.57	3.6
	家电商场	1.74	1.74	1.74	1.74	1.7
东营	百货	3.84	3.84	4.43	4.43	4.4
	综合超市	1.19	1.19	1.78	1.78	1.2
	家电商场	0.87	0.87	0.87	0.87	0.9
淄博	百货	2.14	2.14	2.14	2.14	2.1
	综合超市	5.14	5.14	5.14	5.14	5.1
	家电商场	0.87	0.87	0.87	0.87	0.9
潍坊	百货	2.16	2.16	2.16	2.16	2.2
	综合超市	1.8	0.9	0.9	0.9	0.9
	家电商场	0.87	0.87	0.87	0.87	0.9
江苏	购物中心		5.05	5.05	5.05	5.1
	综合超市			48.77	65.03	87.8
浙江	综合超市				3.54	7.1
安徽	综合超市				11.02	14.7
上海	综合超市				3.44	3.4
合计		116.52	120.18	172.36	215.38	254.12

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 10:预测公司便利店数

	店数 (家)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
加盟便利店	31	44	64	74	84

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

7.1.2坪效分析

2017 年公司三业态协同并进, 经营情况向好。在 18 年百货同店高增长的背景下, 我们预计未来三年公司百货及购物中心业态的坪效, 将保持 3%-5%的增速; 电器将保持 2%-5%的坪效增速。依托公司成熟的供应链体系, 2017 年公司的超市业态实现 1.41 万元/平米的高坪效。预计未来, 胶东区的综超及生鲜社区的坪效将保持 2-3%的增速。

公司将重启华东区的超市连锁, 我们预计 2018 年的坪效为 1.29 万元/平米, 并维持 1.25%-2.5%的增速。同时, 在综合考虑胶东超市龙头家家悦、发源于上海的三江购物及利群的超市业务毛利率(分别为 15%、20%和 16%), 我们给予华东区超市业态 15%的毛利率水平。我们预测 2018 年华东区将贡献毛利 3.9 亿, 从而推动公司净利润同比大增 30.18%。

表 11:预测坪效

坪效 (万元/平米)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
百货	0.72	0.67	0.71	0.73	0.76
Yoy		-6%	5%	4%	3%
胶东超市	1.36	1.41	1.45	1.48	1.51
Yoy		3.47%	3%	2%	2%
华东超市			1.29	1.3	1.33
Yoy				1.25%	2.5%
电器	0.54	0.58	0.61	0.63	0.64
Yoy		7%	5%	3%	2%

资料来源: 公司公报、东兴证券研究所

8. 估值分析

根据相对估值法计算, 我们得出公司的估值为 9.28 元; 绝对估值法计算的公司估值为 14.19 元。综合考虑, 我们给予公司六个月的目标价 10.2 元, 维持“推荐”评级。

8.1.1 绝对估值法

我们设上证综指过去 5 年平均回报率 10.24%为股市平均回报率 R_m , β 为 0.97, 设银行理财平均预期收益率 4.5%为无风险收益率, 则公司 WACC 为 9.72%。在不考虑周期波动、2020 年之后的同店及拓店增速变动的情况下, 通过 DCF 估值 (FCFF) 我们测算利群股份的绝对估值为 14.19 元。

表 12:绝对估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3,754.50	31.12%

第二阶段	4,354.98	36.10%
第三阶段 (终值)	3,955.71	32.79%
企业价值 AEV	12,065.20	100.00%
+ 非核心资产价值	642.80	5.33%
- 少数股东权益	2.05	-0.02%
- 净债务	496.71	-4.12%
总股本价值	12,209.23	101.19%
股本 (百万股)	860.50	
每股价值 (元)	14.19	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

8.1.2 相对估值法

当前 A 股上市百货过去 1 年平均 PE 为 25.8 倍；对标东兴零售重点观测企业、过去一年平均 PE 为 15.64 倍。我们认为利群股份的合理 PE 水平应为 16 倍左右，按 2018 年预测 EPS (0.58 元) 推算，则我们测算出公司的相对估值为 9.28 元。

9. 风险提示

行业复苏不及预期、公司拓店不及预期、吸并门店整合不及预期。

表 13:公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	2679	2851	3311	4679	5575	营业收入	10293	10554	13739	22078	24533	
货币资金	674	543	643	945	1666	营业成本	8320	8448	11061	18096	20087	
应收账款	131	129	168	270	300	营业税金及附加	79	84	110	176	196	
其他应收款	136	64	83	133	148	营业费用	893	996	1310	2096	2302	
预付款项	273	200	104	-52	-225	管理费用	375	411	540	869	941	
存货	1388	1275	1670	2732	3032	财务费用	117	73	37	2	-14	
其他流动资产	71	631	631	631	631	资产减值损失	44	35	30	30	30	
非流动资产合计	4379	4969	4963	4960	4955	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	14	14	14	14	
固定资产	2562	2971	3721	3755	3883	营业利润	463	525	665	822	1005	
无形资产	586	575	557	539	522	营业外收入	43	30	33	35	32	
其他非流动资产	0	101	101	101	101	营业外支出	2	2	3	2	2	
资产总计	7059	7821	8275	9640	10530	利润总额	504	553	695	855	1035	
流动负债合计	4134	3140	3278	4253	4672	所得税	142	158	198	244	295	
短期借款	1742	680	332	0	0	净利润	362	394	497	611	739	
应付账款	963	1024	1323	2164	2403	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	85	113	150	210	275	归属母公司净利润	362	395	497	611	739	
一年内到期的非流动负债	39	35	35	35	35	EBITDA	1312	1329	1100	1217	1377	
非流动负债合计	198	143	143	143	143	EPS (元)	0.53	0.46	0.58	0.71	0.86	
长期借款	182	130	130	130	130	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	4332	3283	3420	4396	4815	成长能力						
少数股东权益	0	2	2	2	2	营业收入增长	-2.79%	2.54%	30.18%	60.70%	11.12%	
实收资本(或股)	685	861	861	861	861	营业利润增长	2.56%	13.48%	26.61%	23.61%	22.23%	
资本公积	438	1763	1763	1763	1763	归属于母公司净利	25.87%	23.02%	25.87%	23.02%	21.04%	
未分配利润	1312	1583	1485	1364	1218	获利能力						
归属于母公司股东	2727	4535	4852	5242	5714	毛利率(%)	19.16%	19.96%	19.49%	18.04%	18.12%	
负债和所有者权益	7059	7821	8275	9640	10530	净利率(%)	3.52%	3.74%	3.61%	2.77%	3.01%	
现金流量表					单位:百万元		总资产净利润(%)	5.13%	5.13%	5.04%	6.00%	6.34%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	13.27%	8.70%	10.23%	11.65%	12.94%
经营活动现金流	926	937	846	1274	1383	偿债能力						
净利润	362	394	497	611	739	资产负债率(%)	61%	42%	41%	46%	46%	
折旧摊销	731	731	0	341	341	流动比率	0.65	0.91	1.01	1.10	1.19	
财务费用	117	73	37	2	-14	速动比率	0.31	0.50	0.50	0.46	0.54	
应付帐款的变化	0	0	-39	-102	-30	营运能力						
预收帐款的变化	0	0	37	59	66	总资产周转率	1.49	1.42	1.71	2.46	2.43	
投资活动现金流	-284	-1276	-116	-16	-16	应收账款周转率	86	81	92	101	86	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付帐款周转率	11.73	10.62	11.71	12.66	10.74	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	0	14	14	14	14	每股收益(最新摊	0.53	0.46	0.58	0.71	0.86	
筹资活动现金流	-539	237	-566	-556	-253	每股净现金流(最	0.15	-0.12	0.19	0.82	1.29	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.98	5.27	5.64	6.09	6.64	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	176	0	0	0	P/E	16.55	19.08	15.16	12.32	10.18	
资本公积增加	0	1324	0	0	0	P/B	2.20	1.66	1.55	1.44	1.32	
现金净增加额	104	-101	164	702	1113	EV/EBITDA	5.55	5.89	6.71	5.55	4.38	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

研究助理: 宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士, 曾任职于元大证券、哲奔咨询 (上海) 有限公司, 2016 年加入东兴证券研究所, 从事策略及商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。