

评级：买入（维持）

市场价格：21.85

分析师：彭毅

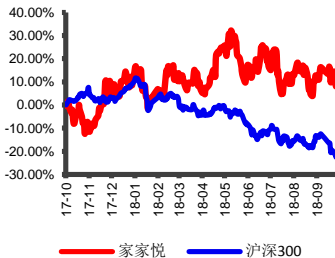
执业证书编号：S0740515100001

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	468
流通股本(百万股)	468
市价(元)	21.85
市值(百万元)	9978
流通市值(百万元)	9978

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,777	11,330	12,695	14,708	16,878
增长率 yoy%	2.78%	5.14%	12.04%	15.85%	14.76%
净利润	251	311	405	497	579
增长率 yoy%	1.61%	23.68%	30.20%	22.78%	16.53%
每股收益(元)	0.54	0.66	0.86	1.06	1.24
每股现金流量	1.62	1.67	1.97	2.10	2.34
净资产收益率	10.78%	12.54%	14.84%	16.75%	17.71%
P/E	39.71	32.11	24.66	20.09	17.24
PEG	1.56	1.39	1.38	0.79	0.75
P/B	4.28	4.03	3.66	3.36	3.05

### 投资要点

- **核心观点：深耕生鲜行业多年，家家悦的供应链优势逐渐凸显，目前公司外延拓展鲁西区域，同时提升胶东地区渗透率，步入加速扩张期。作为山东省超市龙头企业，受益于未来省内本土超市行业整合，有望率先跑出，市占率稳步提升。参考国内外超市企业的历史估值，给予公司 2018 年 31XPE，维持“买入”评级。**
- **家家悦深耕超市行业四十年，立足山东省稳步扩张，目前展店速度大幅提升，与省内其他本土商超相比优势渐显。2018H1 公司各业态连锁门店数量 702 家，其中大卖场 99 家、社区综合超市 295 家、农村综合超市 236 家、进一步加强区域网络布局。2018H1 家家悦新开门店数即达到 27 家，超过 2017 年整年的新开门店数，展店速度显著加快，同时 2018H1 公司完成了青岛维客商业 9 家门店并购，巩固青岛市场，增强青岛地区竞争实力。目前力推西部扩张及渠道下沉，省内扩张潜力仍大。我们对山东省内各超市门店情况梳理发现：目前省内外外部商超仅大润发一枝独秀，本土超市维持区域割据局。对比银座股份和利群股份超市业务的经营状况：2017 年家家悦主营超市业务收入规模约是另外两家的 3 倍，同时，2015-2017 年，家家悦的收入增速分别为 6.6%/2.8%/5.1%，同期银座股份超市业务收入增速 -0.4%/-3.4%/0.9%，利群股份超市业务收入增速 -0.8%/0.7%/2.1%，家家悦的收入增速保持了良好的势头。综合来看，家家悦的区域龙头优势日渐巩固，预计未来市占率进一步提高。**
- **生鲜经营为核心竞争力，多业态协同发展，2018H1 业绩表现抢眼，有望进入一轮业绩增速上行通道。2018H1 公司实现营收 62.27 亿元，同比增速 11.84%；归母净利润 1.94 亿元，同比增速 35.63%；此前公司收入/利润增速出现下滑，2017 年反转提升，2018H1 继续保持了良好的增长势头，净利润增长尤其突出。扣除维客商业并表影响，2018H1 收入/净利润同比增长 8.1%/38.5%。2018H1 可比门店同店同比增速 3.87%，分业态看，综合超市、大卖场和便利店业绩稳定向好。从费用端来看，公司在展店加速期间费用控制良好，费用率整体呈下降趋势。生鲜销售贡献近四成收入，生鲜销售毛利率 15.47%，略高于永辉，在同行业中处于领先地位。公司旗下业态种类丰富，以大卖场和综合超市为主。为了应对消费升级趋势，公司对超市门店进行了升级改造，截至 2017 年末，累计改造门店达到约 100 家，改造后的门店业绩得到显著提升，销售增长超过 20%，利润增长超 10%。成熟门店内生增长，新店展店速度持续加快，公司未来盈利有望进一步释放。**
- **家家悦以采购和物流为支撑打造供应链优势，构筑其竞争壁垒；内部试点推行合伙人制，经营效率不断改善。家家悦生鲜经营核心竞争力主要体现在三点：上游生鲜基地直采占比超八成；农产品初加工能力突出；物流配送高效且标准化。此外，公司也在着力推进打造自有品牌，增强自身议价能力。截至 2017 年底，公司 5 处生鲜仓合计总面积 9.62 万平米，合计日均吞吐量为 1682 吨，支撑 702 家门店；以此预测未来烟台和莱芜生鲜加工中心投产使用后，预计共**

增加约 7.32 万平方米作业面积，新增日均吞吐量约 1280 吨，假设公司未来年均开店 100 家左右，新增生鲜加工中心可支撑公司未来 5-6 年开店计划。家家悦目前在其门店试点推行合伙人制，截至 2018H1 试点门店总数达到 89 家，合伙人制有利于公司的人效、坪效、生鲜运营效率等进一步提升，推动企业的持续健康发展。

- **投资建议：供应链优势渐显，拓展西部区域步入加速扩张期，维持“买入”评级。**公司的历史估值中枢在 31 倍左右，对标国内超市龙头企业永辉、红旗连锁等 2018 年 PE（wind 一致性预测）约在 30-35 倍之间。考虑山东省内超市企业集中度将进一步提高，市场空间较大，且公司作为山东省超市龙头企业，供应链优势逐渐凸显，且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段，未来市占率有望进一步提高，业绩增长的确定性较高，故我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元，同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元，同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间，分别给予 2018 年 31XPE，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**（1）整体宏观环境下行，消费呈现疲软态势，可能导致超市板块整体表现欠佳。（2）新区域扩张存在不确定性，新开门店培育期可能长于预期。（3）电商等渠道的冲击：电商涉足生鲜领域且市占率快速提高，长期看给公司生鲜业务的发展带来一定的挑战（4）规模快速扩张，经营管理难度加大，对公司整体供应链的能力提出更高的要求。

## 内容目录

<b>胶东区域超市领先企业，深耕本土，稳步扩张</b> .....	<b>- 4 -</b>
深耕超市行业四十年，打造山东零售第一品牌 .....	- 4 -
展店速度加快，进一步加强区域渗透，建立强大的区域竞争壁垒。 .....	- 5 -
区域竞争格局：超市企业众多但集中度较低，公司经营能力领先。 .....	- 8 -
区域品牌效应明显，会员粘性高 .....	- 10 -
<b>生鲜经营为特色，多业态全渠道建设潜力巨大</b> .....	<b>- 10 -</b>
经营效率改善，业绩增速加快 .....	- 10 -
生鲜经营为核心竞争力，生鲜毛利率行业领先 .....	- 14 -
推行精细化管理，未来周转率有进一步上升空间 .....	- 16 -
多业态协同发展，新业态转型升级 .....	- 17 -
<b>采购和物流为支撑打造供应链优势，合伙人制释放红利</b> .....	<b>- 18 -</b>
自建工厂，大力发展自有品牌，未来盈利提升空间巨大 .....	- 18 -
坚持源头直采，建设区域一体化物流配送体系，构建供应链核心优势 .....	- 20 -
对标永辉：合伙人机制优越性显著，未来将持续释放红利。 .....	- 22 -
<b>投资建议：供应链优势渐显，拓展西部区域步入加速扩张期，维持“买入”评级</b> .....	<b>- 23 -</b>

## 胶东区域超市领先企业，深耕本土，稳步扩张

深耕超市行业四十年，打造山东零售第一品牌

- 零售经营历史悠久，前身是糖业烟酒公司。家家悦零售经营历史悠久，公司成立于1981年，前身是山东省威海市糖业烟酒公司；1995年转型后开始从事连锁零售业；1997年改制为股份合作制，股份总额250万；1999年在全国超市行业率先开展生鲜自营业务并且首创农超对接模式。2001年国有股全部退出，2007年改制为有限责任公司，2013年公司整体变更成立股份有限公司，并于2016年12月在上交所上市。

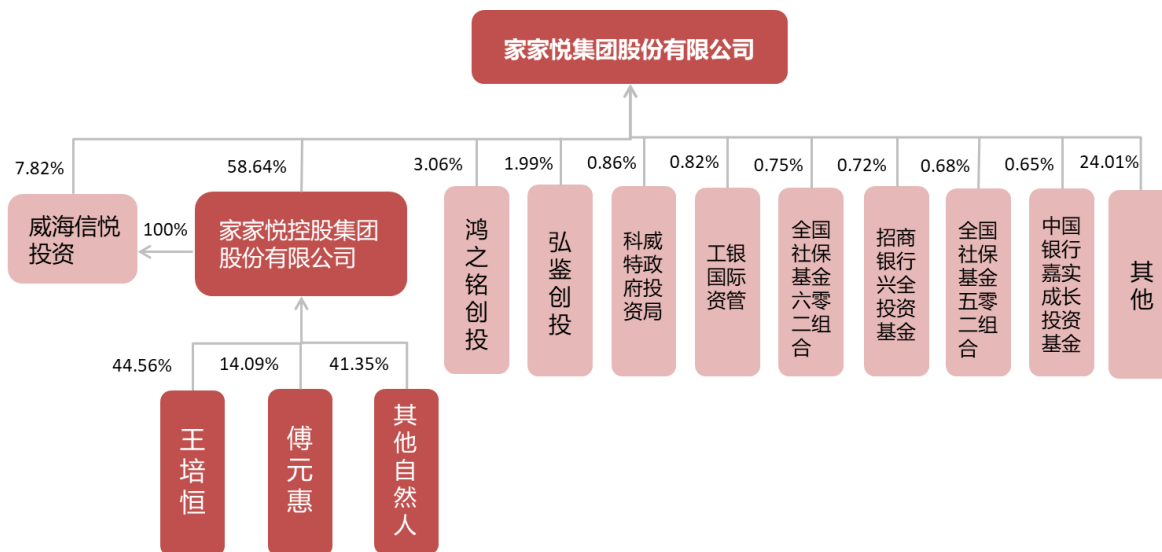
图表 1: 家家悦发展历程



来源: 公司官网 中泰证券研究所

- 核心管理层持股比例高，与企业长期发展绑定。截至2018H1公司前三大股东分别是家家悦控股集团股份有限公司（持股58.64%）、威海信悦投资（持股7.82%）、上海鸿之铭创投（持股3.06%）。家家悦控股集团股份有限公司合计持股66.46%，是公司的控股股东。公司实际控制人王培恒合计持有29.61%的股份，同时公司激励充分，总高管普遍持股，覆盖60%以上区域总经理，管理层高持股比例有利于调动其积极性，利于公司长期稳定发展。

图表 2: 家家悦股权结构



来源: 公司公告 中泰证券研究所

展店速度加快，进一步加强区域渗透，建立强大的区域竞争壁垒。

- **进一步加强区域网络布局，打造十分钟商圈。**2018H1 公司各业态连锁门店数量 702 家，其中大卖场 99 家、社区综合超市 295 家、农村综合超市 236 家、百货店 12 家、便利店 8 家、宝宝悦等专业店 52 家，进一步加强区域网络布局，实现“走进社区、深入乡村、贴近生活、打造十分钟商圈”的目标。从区域分布来看，家家悦门店主要分布在胶东地区（青岛市、威海市、烟台市），截至 2018 年上半年，胶东地区门店共 615 家，非胶东地区门店 92 家。
- **经历放缓阶段后，2018H1 展店速度显著加快，进入新一轮扩张期。**2014 年公司全年净新开门店数 84 家，而到了 2016 年全年净新开门店数下滑到 18 家，开店速度放缓主要受传统零售行业整体景气度下滑以及公司筹备上市的影响。随着行业逐渐回暖，同时公司已经成功上市，2017 年公司开店步伐逐渐回升加速，2017 年全年净新开门店数 26 家；2018H1 家家悦新开门店数即达到 27 家，超过 2017 年整年的新开门店数，展店速度显著加快，目前力推西部扩张及渠道下沉，省内扩张潜力仍大。家家悦在山东省内形成很强的规模优势，密集的网点不仅可充分发挥协同作用，而且在区域零售市场建立起强大的竞争壁垒。

图表 3: 家家悦门店统计 (分业态、分区域)

地区	业态	2016	2017H1	2017	2018H1
胶东地区	大卖场	68	68	74	83
	社区综合超市	246	249	253	258
	农村综合超市	198	201	205	207
	专业店	28	35	43	48
	百货店	12	12	13	13
	便利店	5	6	6	6
非胶东地区	大卖场	16	18	17	19
	社区综合超市	31	34	36	37
	农村综合超市	33	29	29	29
	专业店	0	1	3	5
	百货店	0	0	0	0
	便利店	0	1	1	2
<b>合计</b>		<b>637</b>	<b>654</b>	<b>680</b>	<b>707</b>
<b>净新开门店数</b>			<b>17</b>	<b>26</b>	<b>27</b>

来源：公司公告 中泰证券研究所 附注：表中自有物业与租赁物业的门店数量合计为 707 家，与公司报告期末的门店数量 702 家存在差异，系因其中有 5 家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成，这 5 家门店在自有物业、租赁物业里重复统计。

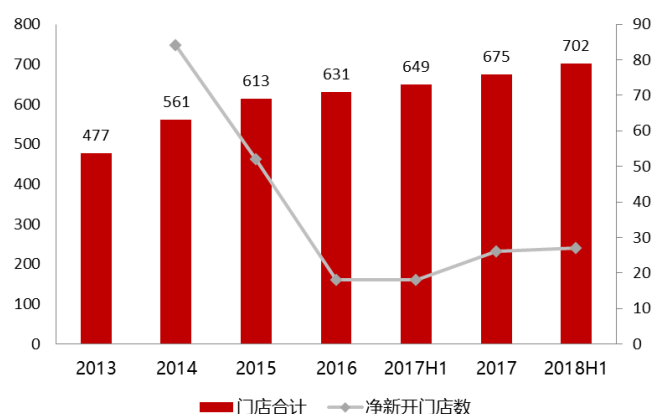


图表 4: 家家悦门店区域分布



来源: 公司官网 中泰证券研究所

图表 5: 家家悦历年开店情况统计



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 2018H1 完成青岛维客商业 9 家门店并购, 巩固青岛市场, 增强青岛地区竞争实力。**2017 年公司与青岛维客集团签署战略合作协议, 公司以自有资金 34,437 万元人民币受让青岛维客商业连锁有限公司 51% 股权(含拟注入的两处物业)并增资。完成股权转让工商登记手续后, 公司与维客集团按持股比例向维客商业连锁共同增资 15,500 万元, 将标的公司注册资本从 4,500 万元增至 20,000 万元, 其中公司出资 16,575 万元认缴新增注册资本 7,905 万元; 维客集团出资 15,925 万元, 认缴新增注册资本 7,595 万元。

青岛维客目前共有 9 家连锁超市, 以大卖场为主, 主要分布在青岛市区及周边地区, 总面积 10.5 万平米。其自身物流体系相对健全, 拥有常温物流中心和生鲜加工物流中心各一处, 建筑面积分别为 2.9 万平米和 1.3 万平米。家家悦与其供应链进行整合后, 将在短时间内获得在青岛地区的经营优势, 快速扩张公司的连锁网络, 完善布局, 提高市场占有率。

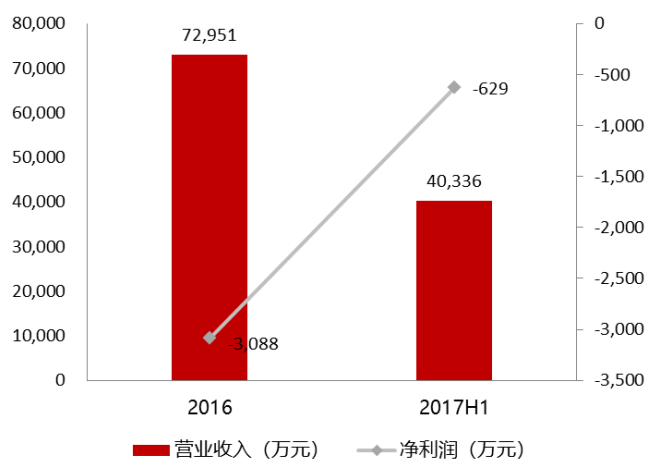
维客商业 2016 年营收 7.3 亿元, 净亏损 3088 万元; 2017H1 营收 4.03 亿元, 净亏损 629 万元。2017 年上半年业绩大幅改善主要是综合毛利额增加及合理费用管控。2018H1 维客商业仍亏损 828 万元, 但预计双方达成合作后, 家家悦将向维客商业进行管理输出, 有助于维客商业经营业绩的改善。2018H1 家家悦净利率约为 3.1%, 假设未来维客商业的净利率提升至 3.1%, 在当前的收入水平下, 维客有望每年贡献约 2500 万元净利润, 51% 股权对应 1275 万元的利润增量。

图表 6: 2018 年 3 月纳入合并报表范围的青岛维客商业门店情况统计

业态	门店	区域	合同到期日	面积 (平米)
大卖场	金水路店	青岛李沧区	2035/1/31	20,000
	沧口店	青岛李沧区	2037/12/31	8,777
	沧口公园店	青岛李沧区	2032/9/17	20,000
	平度店	青岛平度区	自有	13,881
	胶南店	青岛胶南区	2024/9/28	37,337
	高密店	高密市	2037/12/31	5,462
	莱阳店	莱阳市	自有	12,000
	运海城店	青岛黄岛区	2034/5/31	5,808
社区综超	满家好店	青岛李沧区	2037/12/31	1,468

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 维客商业经营状况



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 维客集团拥有常温物流中心和生鲜加工中心



来源: 联商网 中泰证券研究所

区域竞争格局：超市企业众多但集中度较低，公司经营能力领先。

- 外资商超仅大润发一枝独秀，本土超市目前维持区域割据局面。从统计整理的山东省内超市门店数目及区域布局情况来看：目前在山东省内仍持续开店的外资超市仅有大润发，目前省内门店数共 38 家，其中青岛 8 家，济南 7 家，威海 4 家，烟台 4 家，济宁、临沂、潍坊、枣庄各 2 家，淄博、菏泽、莱芜、滨州、泰安、日照、聊城各 1 家；其他外资超市（沃尔玛、麦德龙、欧尚、家乐福等）在山东省内估计均不超过 10 家。外资超市近年来受制于标准化管理，本土适应能力差，在国内的经营状况日渐低迷。

山东省内虽然超市企业众多，但目前尚未出现超市具备跨区域覆盖的绝对实力，主要受制于物流和供应链支撑，多数本土超市企业仅在个别城市密度较高，行业仍然相对分散。据初步统计（数据来源：百度地图、公司官网、公司公告）：华联商厦 96 家门店均在济南；利群股份 48 家门店中有 33 家分布在青岛；银座股份 126 家其中济南 23 家；振华集团百货门店 21 家，烟台 14 家，家电门店 16 家，烟台 12 家；爱客多 36 家都在济宁；佳乐家 39 家门店主要在潍坊；开元超市 48 家门店，34 家在临沂；东方购物 18 家门店主要分布在临沂；全福元 18 家门店，15 家在潍坊。

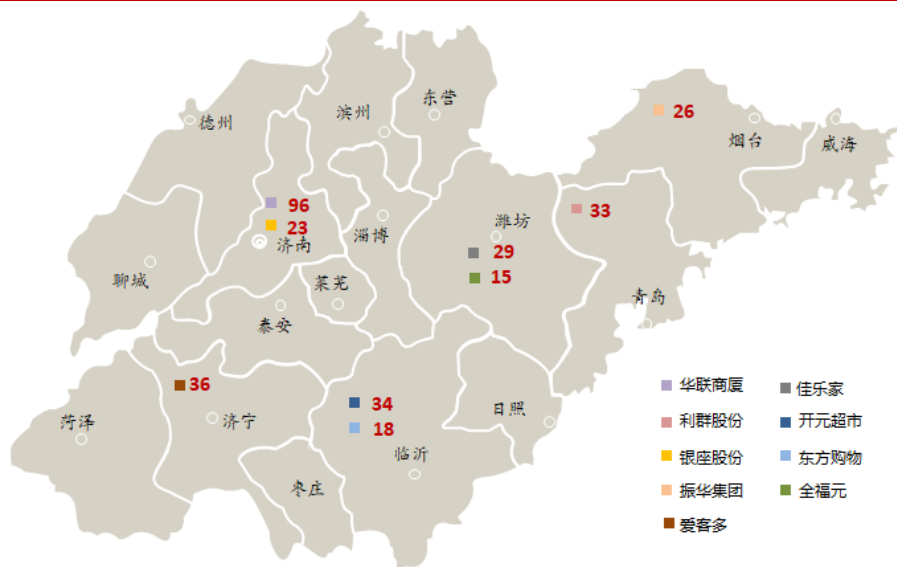
图表 9：大润发在山东省内门店布局

大润发在山东门店			
济南	7	潍坊	2
临沂	2	莱芜	1
烟台	4	滨州	1
青岛	8	泰安	1
淄博	1	日照	1
威海	4	枣庄	2
济宁	2	聊城	1
菏泽	1	合计	38

来源：百度地图 公司公告 中泰证券研究所



图表 10: 山东本土超市企业分布情况

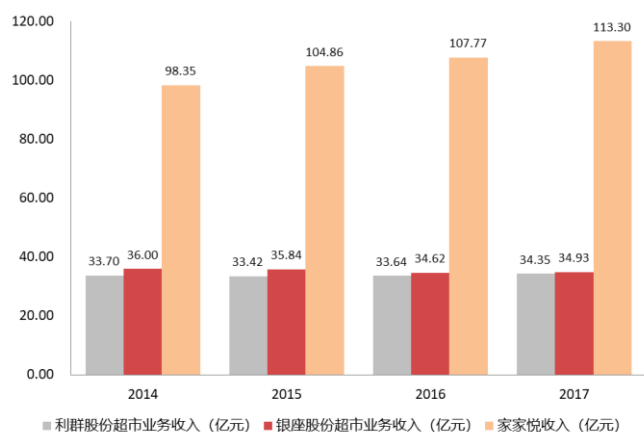


来源: 公司公告 公司官网 百度地图 中泰证券研究所

■ 家家悦经营能力领先同行业, 有望获得更多省内的市场份额。从超市业务的收入规模和增速来看: 2017 年家家悦主营超市业务收入达到 113 亿元, 较利群股份 (超市业务收入 34 亿元) 和银座股份 (超市业务收入 35 亿元) 优势显著。2015-2017 年, 家家悦的收入增速分别为 6.6%/2.8%/5.1%, 同期银座股份超市业务收入增速-0.4%/-3.4%/0.9%, 利群股份超市业务收入增速-0.8%/0.7%/2.1%, 相比利群股份和银座股份超市业务收入几乎无增长甚至增长为负, 家家悦的收入增速保持了良好的势头, 且 2017 年收入增速出现明显回升。

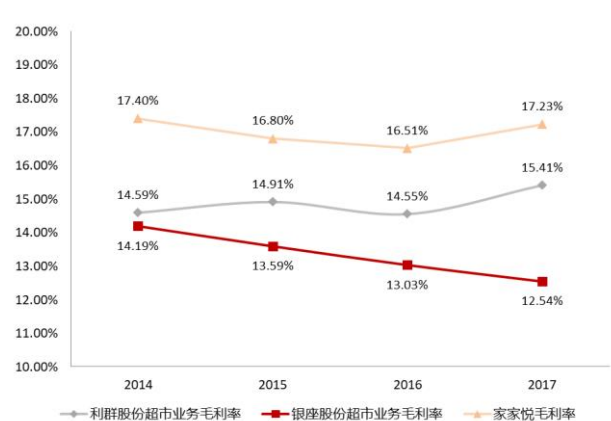
从超市业务的毛利率角度看: 家家悦毛利率在出现小幅下滑后, 2017 年毛利率会回升至 17.23%, 较上年增长 0.72pct; 利群股份 2017 年超市业务毛利率也同样出现小幅回升至 15.41%; 银座股份超市业务毛利率则从 2014 年的 14.19% 一路下滑至 2017 年的 12.54%。同行比较来看, 家家悦的毛利率虽有小幅波动, 但总体高于银座股份和利群股份 2-4 个百分点。

图表 11: 山东地区主要连锁企业超市业务收入 (亿元)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 12: 山东地区主要连锁企业超市业务毛利率

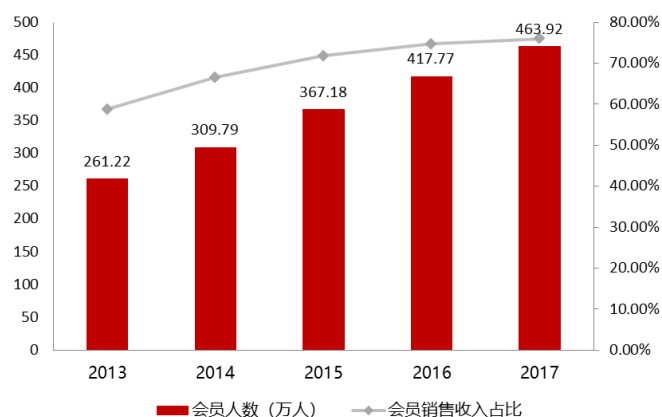


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**区域品牌效应明显，会员粘性高**

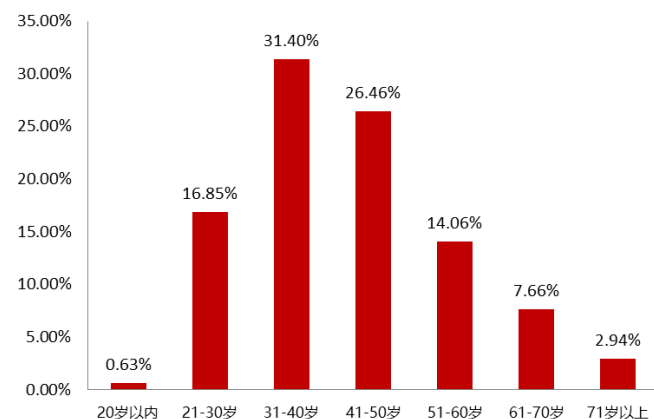
- 借助区域性品牌优势，公司形成了庞大的、高粘度的会员群体。近年来家家悦的会员销售占比逐年提高，2017 年末公司会员人数 463.92 万，会员客流量 1.60 亿人次，会员销售收入 80.09 亿元，占销售收入的比例为 75.96%。从会员年龄结构来看，主要消费群体在 30-50 岁之间，消费能力较强。借助自身的会员系统，家家悦对于用户的消费偏好、消费频次等都有很好的跟踪记录，形成用户画像，有助于相应调整门店运营以及后期线上业务的拓展。

**图表 13: 家家悦会员人数及会员销售占比**



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 14: 家家悦会员年龄结构**



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 15: 家家悦微信电子会员卡**



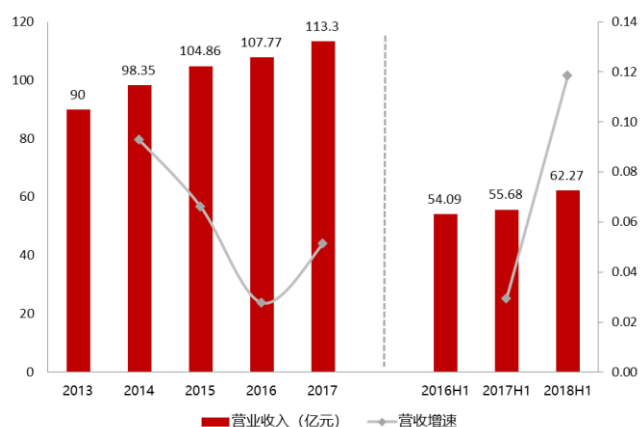
来源：联商网 中泰证券研究所

**生鲜经营为特色，多业态全渠道建设潜力巨大**

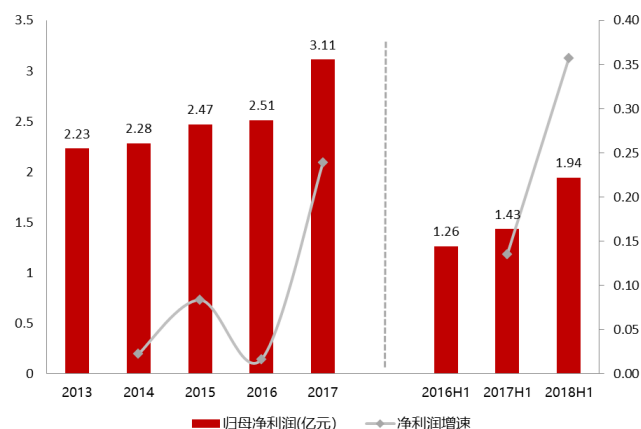
**经营效率改善，业绩增速加快**

- 2018H1 家家悦收入增长保持良好势头，净利润增长显著。2017 年公司

实现营收 113.3 亿元，同比增速 5.13%，净利润 3.11 亿元，同比增速 23.90%；2018H1 实现营收 62.27 亿元，同比增速 11.84%；归母净利润 1.94 亿元，同比增速 35.63%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增速 29.2%。2013-2016 年公司收入/利润增速出现下滑，2017 年出现反转提升，2018 年上半年继续保持了良好的增长势头，净利润增长尤其突出。维客商业从 3 月 1 日开始并表(持股 51%)，贡献收入 2.08 亿元，并表净利润-422.18 万元，扣除维客并表影响，2018H1 收入/净利润同比增长 8.1%/38.5%。

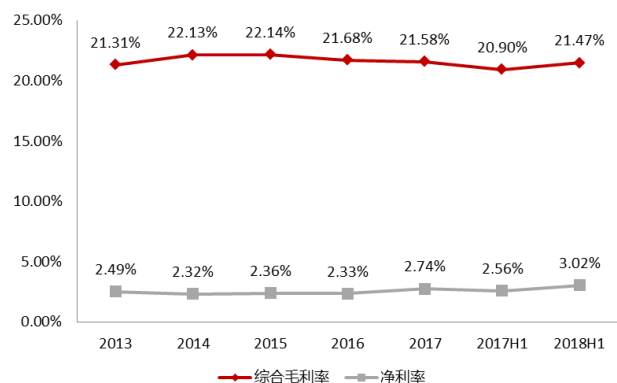
**图表 16: 家家悦营业收入 (亿元) 及增速**


来源：公司公告 中泰证券研究所

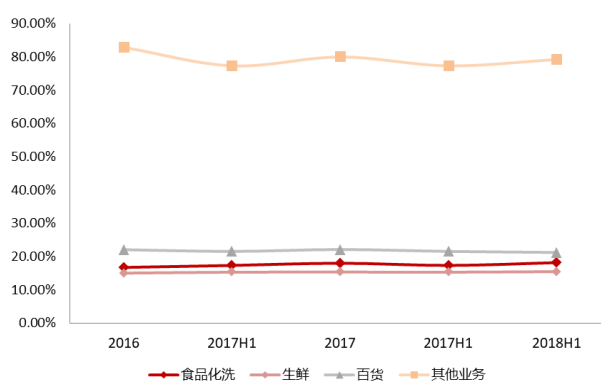
**图表 17: 家家悦净利润 (亿元) 及增速**


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 综合毛利率、净利率同比提升。**2017 年公司的销售毛利率由 2016 年的 21.7% 下降到 20.9%，主要原因是生鲜和进口商品占比提升；2018H1 综合毛利率 21.47%，同比增长 0.57pct，其中生鲜毛利率为 15.47%，同比增长 0.17pct、食品化洗毛利率为 18.17%，同比增长 0.84pct、百货毛利率为 21.23%，同比减少 0.33 pct。公司综合毛利率增长的主要原因为公司优化国内基地采购、源头采购，积极拓展国际采购的基础上，增加品类，提升品质和产能，打造更强的供应链平台。2018H1 家家悦销售净利率 3.02%，相比 2017H1 提升 0.46pct。综合毛利率的提升以及费用率的降低是净利率提升较为显著的主要原因。

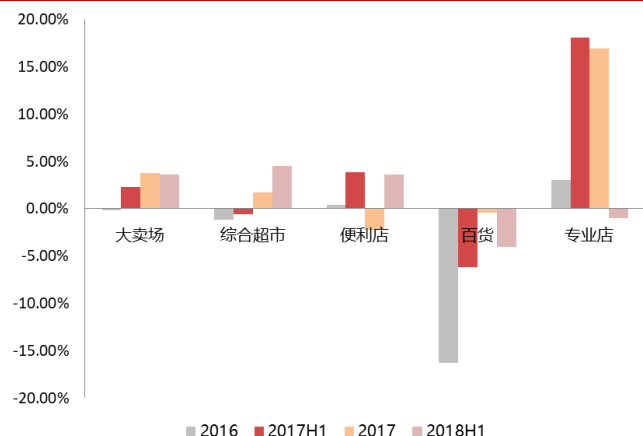
**图表 18: 家家悦综合毛利率、净利率变化**


来源：公司公告 中泰证券研究所

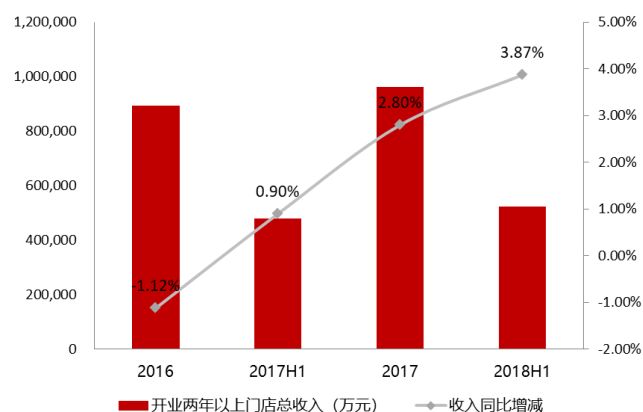
**图表 19: 家家悦按品类毛利率拆分**


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 2018H1 同店同比增速继续提升，综合超市、大卖场、便利店业绩稳定向好。**2018H1 可比门店同店同比增速 3.87%，比 2017 门店同比增速（2.80%）增加 1.07pct。分业态来看：综合超市同店同比增速 4.53%，大卖场 3.60%，便利店 3.63%，百货-4.02%，专业店-1.03%，综合超市、大卖场和便利店业绩稳定向好。

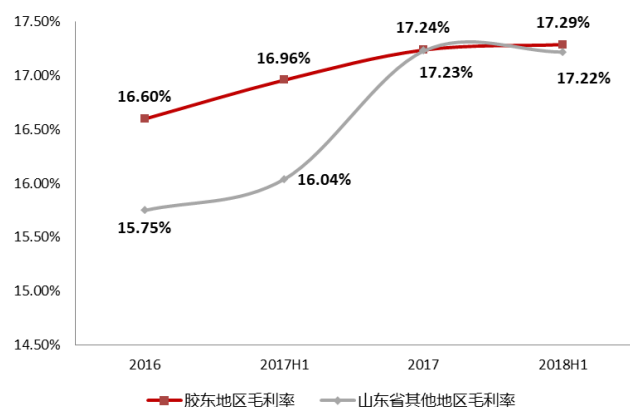
**图表 20: 不同业态开业两年以上门店收入同比增速**


来源：公司公告 中泰证券研究所

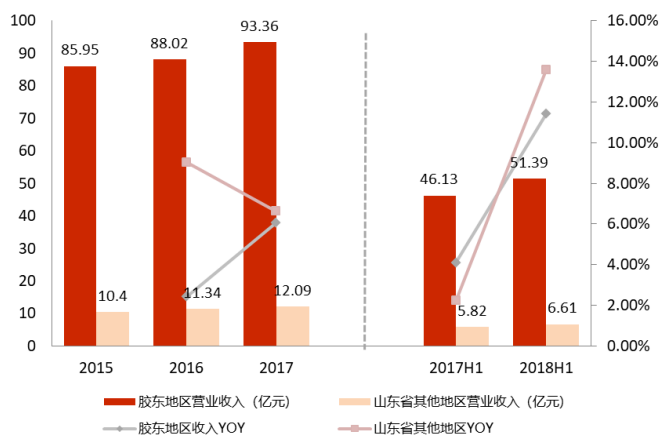
**图表 21: 开业两年以上门店总收入变化及同比增减**


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 胶东地区贡献近九成营收，非胶东地区毛利率增长迅速。**2018H1 胶东地区实现收入 51.39 亿元，同比增加 11.4%，占公司总收入的 88.6%，区域毛利率 17.29%，较上年增加 0.33pct；山东省内胶东以外地区实现收入 6.61 亿元，同比增加 13.52%，占公司总收入的 11.4%，区域毛利率 16.71%，较上年增加 0.66pct；胶东及胶东以外区域的营业收入稳健提升，胶东地区仍然是公司营收主力，贡献近九成营收。此外非胶东地区 2016 年毛利率仅 15.75%，近两年毛利率提升显著。

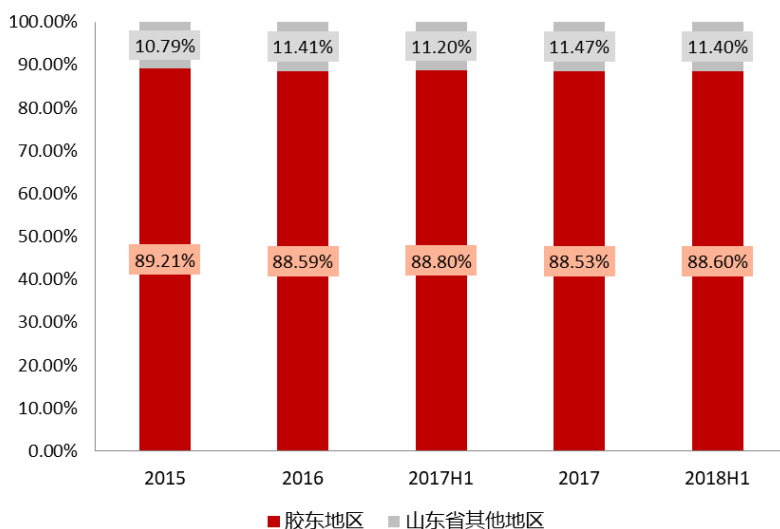
**图表 22: 家家悦分地区毛利率**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 23: 家家悦分地区收入 (亿元) 及增速**


来源：公司公告 中泰证券研究所

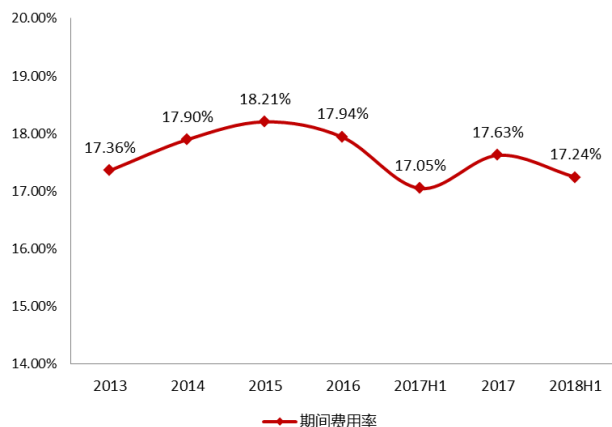
图表 24: 家家悦地区收入占比



来源: 公司公告 中泰证券研究所

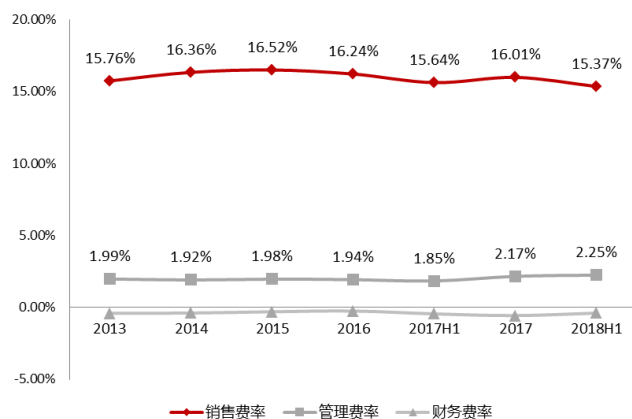
- 展店加速期间费用控制良好, 费用率整体呈下降趋势。2018H1 家家悦整体期间费用率 17.24%, 同比基本持平, 与 2015/2016 年相比, 公司费用率呈下降趋势。2017 年下半年一次性大幅调薪使得当期员工成本有所提升, 销售/ 管理职工薪酬费用率分别提升 0.39/0.17pct。2018H1 销售费用 9.57 亿元, 同比增加 9.95%, 主要是受职工薪酬、新店拓展相应租金等经营费用同比增长所致。但同时销售费用率 15.37%, 与上年同期相比略有降低, 显示出展店期间公司良好的费用控制能力。

图表 25: 家家悦期间费用率变化情况



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 26: 家家悦销售费用率/管理费用率/财务费用率变化情况

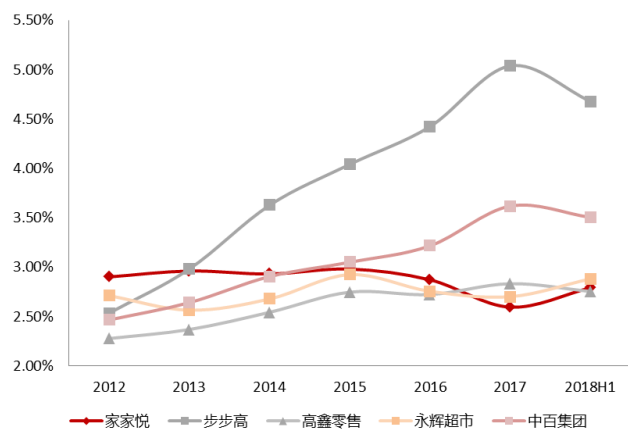


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 家家悦租金费用率低于行业平均水平, 员工薪酬费用率较高。2018H1 公司租金费用 173.74 百万元, 同比增加 19.5%, 租金费用率 2.79%。受益于公司渠道下沉战略, 家家悦租金费用率与同行相比处于较低水平, 与永辉超市基本持平。2018H1 公司员工薪酬支出 547.36 百万元, 同比增加 19.45%; 员工薪酬费用率 8.79%, 与同行相比处于相对较高水平,

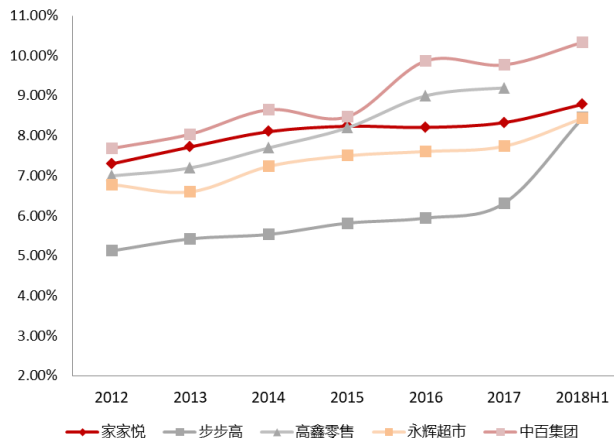
且近两年呈现上升趋势。为了配合公司扁平化的组织架构调整，2017年公司相应对绩效薪酬机制进行改革，季度考核并与业绩紧密挂钩，业绩和工作效率显著提升。同时门店积极探索推行了合伙人机制，未来随着合伙人机制红利释放，员工薪酬费用率有望控制在合理水平。

图表 27: 超市企业租金费用率比较



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 28: 超市企业员工薪酬费用率比较



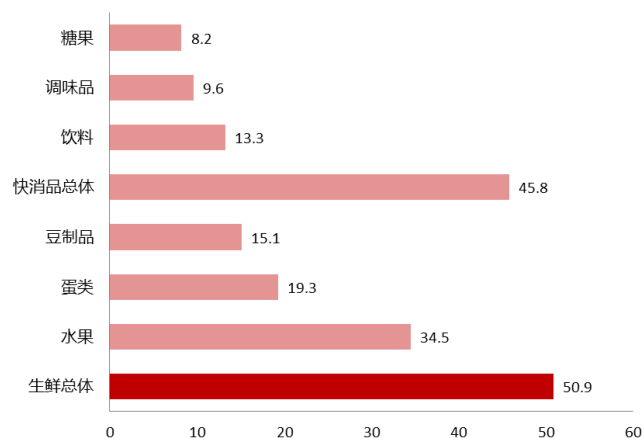
来源：公司公告 中泰证券研究所

### 生鲜经营为核心竞争力，生鲜毛利率行业领先

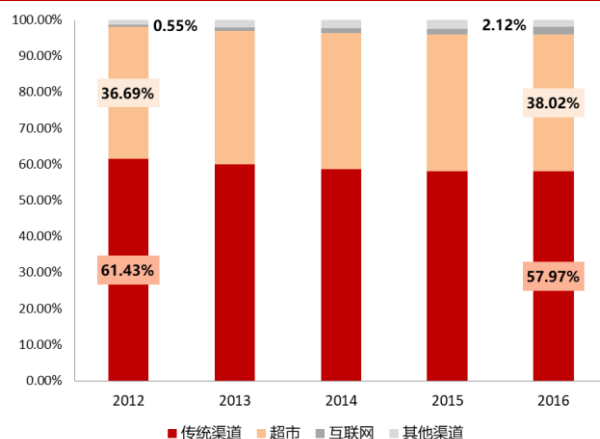
- 生鲜聚客效应显著，目前生鲜超市模式已跑通，未来渗透率有望稳步提升。高频率、高客单的生鲜品类对线上线下都有聚客效应，故而得生鲜者得流量。在超市渠道各品类的年均购买频次中，生鲜的购买频次达到 50.9 次，约达到每周一次，远高于饮料的 17.7 次，调味品的 9.6 次等，且超七成的顾客表示在购买生鲜时会交叉购买其他产品。

从生鲜的零售终端来看，我国主要分为农贸市场（即菜市场）、生鲜超市、个体商户（路边摊）、生鲜电商、便利店等渠道。数据显示，我国生鲜传统销售渠道（农贸市场、路边摊等）占比由 2012 年的 61.43% 下降至 2016 年的 57.97%，但仍为消费者购买生鲜的主要渠道；超市渠道占比由 2012 年的 36.69% 上升至 38.02%，占比稳健提升；电商渠道由 2012 年的 0.55% 上升至 2016 年的 2.12%，近两年发展迅猛，但占比仍然较低。



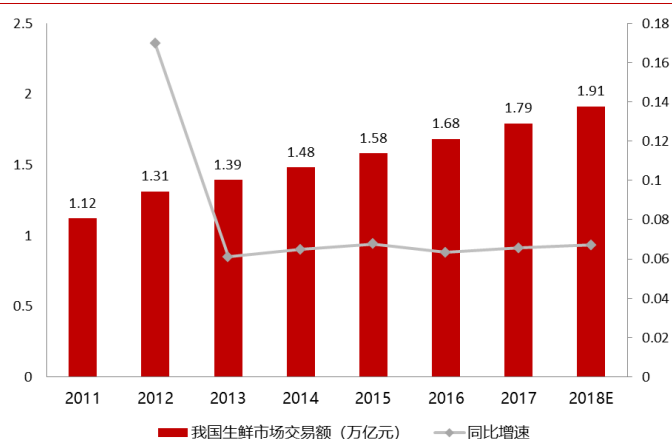
**图表 29: 全国超市渠道各品类年均购买频次**


来源: 智研咨询 中泰证券研究所

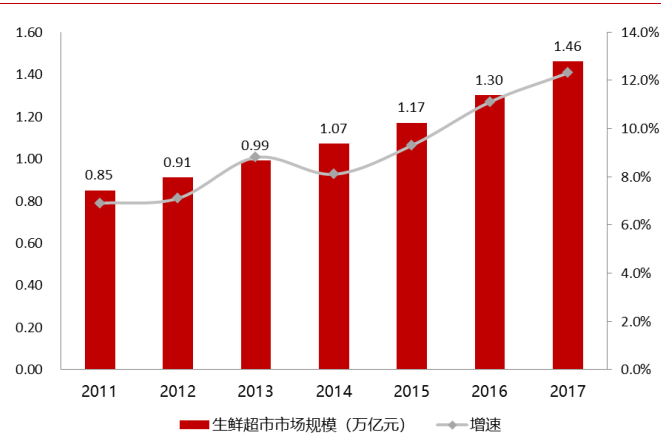
**图表 30: 中国生鲜终端零售渠道占比**


来源: 中国产业信息网 中泰证券研究所

- 2017 年我国生鲜市场交易规模达 1.79 万亿, 同比增长 6.9%, 且自 2013 年以来持续保持 6% 以上的增长, 预计 2018 年生鲜市场交易规模将继续增长至 1.91 万亿。其中, 2017 年生鲜超市行业的交易规模达到约 1.46 万亿, 同比增速 12.3%。随着“农超对接”不断发展, 超市向上游供应链延伸的模式逐渐走通, 超市企业纷纷加速布局生鲜品类。京客隆、物美、首航等曾以联营模式将生鲜经营外包的各超市均开始收回经营权。超市生鲜的鲜活度、价格与农贸市场的差距逐渐缩小, 在仓储物流体系的支撑下甚至超越农贸市场。加之食品安全、购物环境等多重优势下, 居民进超市买生鲜的消费习惯逐渐成型巩固。2000 年全国重点城市平均仅有 10.34% 的居民在超市购买生鲜, 而 2016 年生鲜超市渠道占比增长至 38%, 并呈逐年上升态势。**

**图表 31: 中国生鲜市场交易规模 (万亿元) 及增速**


来源: 易观 中泰证券研究所

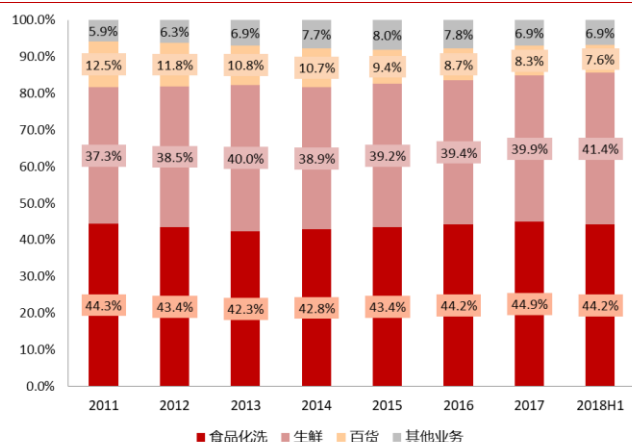
**图表 32: 中国生鲜超市市场交易规模 (万亿元) 及增速**


来源: 智研咨询 中泰证券研究所

- 生鲜销售贡献近四成收入, 生鲜毛利率略高于永辉超市。2018H1 家家悦生鲜销售收入 25.76 亿元, 占总收入的 41.4%, 加上食品化洗商品的销售收入, 合计贡献了总收入的 85.6%。参考历年数据, 生鲜销售收入占比稳定, 占公司总收入的四成。生鲜经营构成了家家悦最核心的竞**

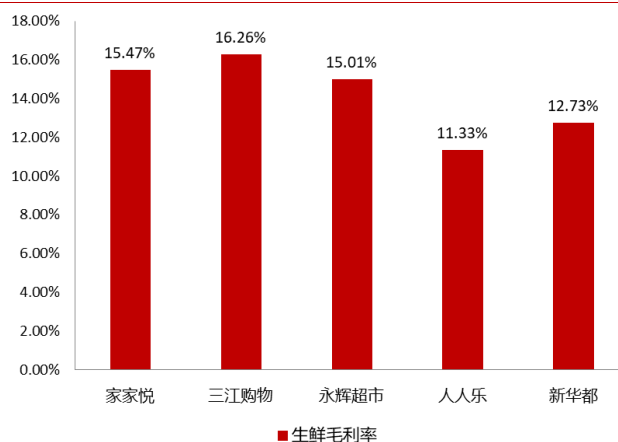
争壁垒。截至 2018H1，家家悦生鲜销售毛利率 15.47%，略高于永辉超市（生鲜毛利率 15.01%），在同行业中处于领先地位。

图表 33: 家家悦各项业务收入占比



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 34: 超市企业生鲜毛利率比较 (2018H1)

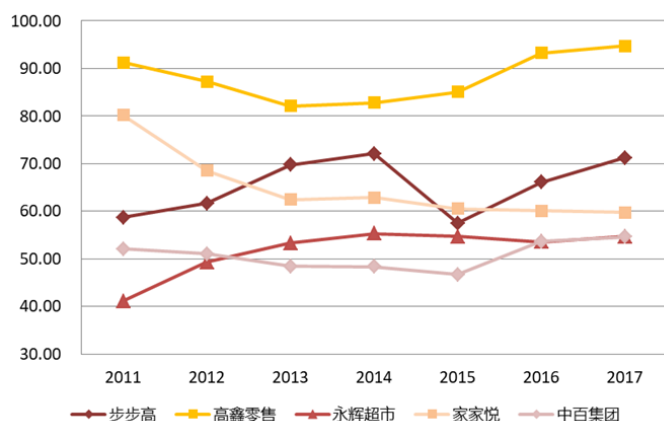


来源：公司公告 中泰证券研究所

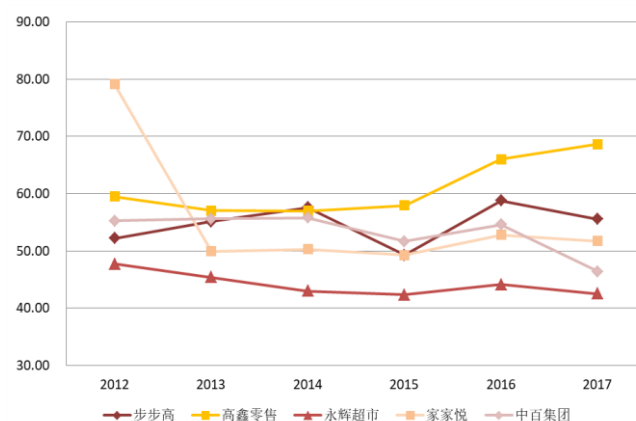
### 推行精细化管理，未来周转率有进一步上升空间

- 存货周转效率较永辉仍有差距，加大自营商品销售占比可提高应付账款周转天数。2017 年家家悦存货周转效率较 2016 年小幅提升，在行业内基本处于平均水平，与永辉相比仍然处于劣势。2017 年家家悦投资运营了先进的北斗星 GPS 定位监控物流系统——云通科技，对物流系统的各个环节进行数字化管理与实时监控，比如对装有北斗星 GPS 定位系统的 513 辆配送车进行有效调配。对农产品从基地到门店的整个物流运输过程，家家悦通过 30 万个标准筐的使用全程做到了商品的不倒筐，有效降低生鲜产品的损耗、保证商品品质，同时也提升了商品的周转效率。由于载具不统一，蔬果等生鲜商品在物流配送过程中的损耗大概在 20-30%之间，而每倒一次筐的损耗率在 4-5%之间；而运用标准筐的损耗率可以控制在 3-4%左右(大众网)。随着仓储、配送环节的持续优化以及内部管理机制的变革，未来存货周转效率有进一步上升的空间。

从应付账款转率来看，家家悦的应付账款周转天数逐年小幅下降，未来加大自营商品、自有品牌的销售占比或将为公司的应付账款周转效率带来持续改善。

**图表 35: 国内超市企业应付账款周转天数比较**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 36: 国内超市企业存货周转天数比较**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

### 多业态协同发展, 新业态转型升级

- 目前形成以大卖场和综合超市为主体, 专业店、百货店为有效补充的多业态发展格局。公司多业态发展战略一方面可以满足不同消费档次和消费需求层级客户的需求; 另一方面面对不同消费环境、市场需求、地理位置, 公司管理团队可以即时做出最佳的战略选择。立体式的门店网络对公司管理团队提出了更高的要求。经过多年的发展, 公司管理团队已经具备了保障战略实现和多业态发展的支撑能力, 可以胜任不同环境下的市场竞争, 从而全面提升公司抗风险能力。

**图表 37: 家家悦旗下不同业态经营特点**

业态	数量	特点
大卖场	99	衣、食、日用品齐全的大型超市, 经营面积一般在3000平米以上
综合超市	531	以经营食品(包括生鲜和包装食品)和日常必需品为主的综合性超市, 经营面积一般在3000平米以下
其中: 社区综合超市	295	开设在城市的综合超市, 主要面向社区居民
农村综合超市	236	开设在城镇的综合超市, 主要面向村镇居民
便利店	8	开在居民区附近, 以经营即时性商品、满足便利性需求为主的小型超市, 经营面积一般在200平米以下
百货	12	采取柜台销售和开架面售百货商品的综合性商场
专业店	52	专门销售电器、母婴用品或提供快速餐饮服务的专业性商店
合计	702	/

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 强化生鲜经营优势, 推出 2.0 版“生活超市”。为了更好地满足消费者健康、便利的消费需求, 强化自身生鲜经营优势, 公司积极推动业态的转型升级, 对原有的社区生活综超进行升级改造, 于 2017 年 6 月首次推

出 2.0 版“生活超市”——提高生鲜占比（40%提升至近 60%）和标准化程度；优化产品结构，增加进口商品和熟食的供货比例；改善门店购物环境，优化购物体验等。截至 2017 年末，累计改造门店达到约 100 家，改造后的门店业绩得到显著提升，商品品种总数压缩约 17%，销售增长超过 20%，利润增长超 10%，客流增长约 5%，客单价提高 10%以上，坪效达到约 4000 元/平/月，生鲜的销售占比接近 60%，店部综合毛利率提升接近 1 个百分点。门店改造升级以及未来全区域的推广有望改善公司的盈利预期（联商网）。

**图表 38：家家悦生活超市生鲜销售占比进一步提高**


来源：联商网 中泰证券研究所

**图表 39：家家悦获得 2017CCFA 业态创新奖**


来源：联商网 中泰证券研究所

## 采购和物流为支撑打造供应链优势，合伙人制释放红利

### 自建工厂，大力发展自有品牌，未来盈利提升空间巨大

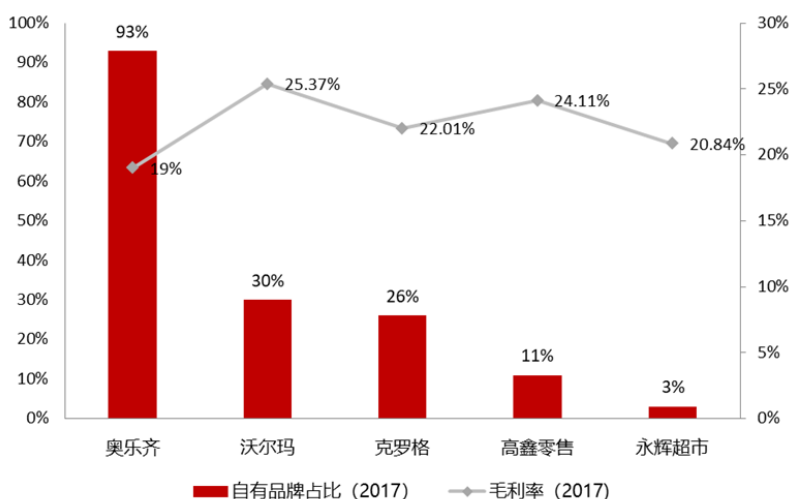
- 国内外龙头商超将发展自有品牌纳入长期战略。**由于自有品牌毛利率较高，在欧美相对成熟的超市市场，发展自有品牌成为超市巨头提升盈利能力的共同选择。德国的超市巨头 ALDI 自有品牌品项数占比高达 93%；沃尔玛的自有品牌数量占其 SKU 的 30%；会员制仓储式超市 Costco 的自有品牌为公司贡献了近四分之一的销售额；美国另一大超市 Kroger 在 2011~2017 年间自有品牌销售额增长 37%；亚马逊已获得美国专利及商标局批准或者正在申请的商标数量超过 800 个。2017 年美国超市等大众渠道的销售额为 3050 亿美元，其中零售商自有品牌的销售额达到了 549 亿美元，比 2016 年上升了 9.1%，一定程度上可以说是自有品牌推动了美国零售渠道的增长。

自有品牌是 ALDI（奥乐齐）的核心竞争力：自营品牌使进货价直接等于生产成本，剥离中间品牌商的利润，让利消费者。自营品牌策略使得奥乐齐能够在竞争者同类型商品中维持更低的价格且保持盈利，2016 年营收 770 亿美元，位居全球第五。

反观国内超市市场，高鑫零售和永辉超市自有品牌占比分别为 11% 和 3%，相比欧美市场严重滞后。



**图表 40: 国内外超市自有品牌占比及毛利率比较**



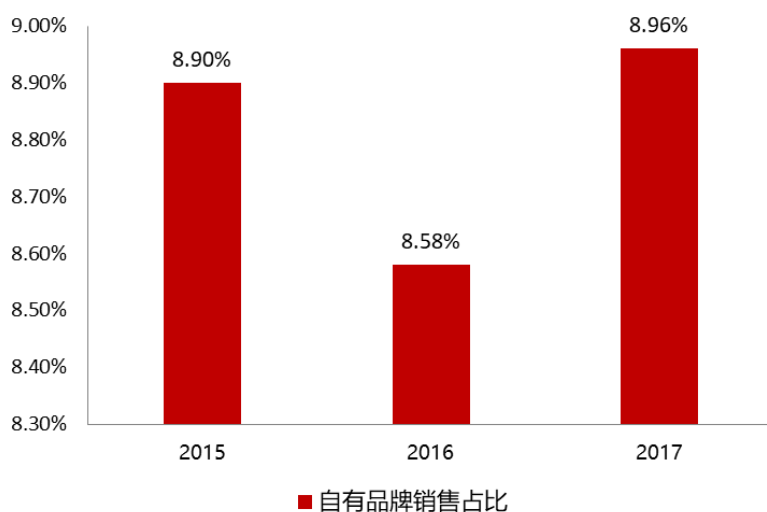
来源：联商网 公司公告 中泰证券研究所

- **家家悦自有品牌销售占比不断提升。**家家悦的商品销售模式以自营为主，自营商品销售收入占商业主营业务收入比重 91.18%。公司拥有“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“悦味上品”等多个自有品牌，2017 年公司自有品牌商品的营业收入占商业营业收入的比重为 8.96%，同比提升了 0.38 个百分点，高于永辉超市自有品牌占比（3%）。根据家家悦的相关规定，家家悦的自有品牌产品如果想进入家家悦销售终端系统，也必须接受超市采购的询价、与同类产品供应商竞标，严格把控产品质量。另外，家家悦的自有品牌发展思路不仅是为家家悦旗下的终端销售网点服务，而是要建立区域知名品牌，打造成威海、山东甚至是全国知名的优质产品品牌。

**图表 41: 家家悦自有品牌种类丰富**



来源：公司官网 中泰证券研究所

**图表 42: 家家悦自有品牌营业收入占比**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 自建工厂, 实现生鲜农产品的标准化、精细化、品牌化。**截至 2017 年, 公司自建了有 10.82 万平方米的食品工业园, 并在生鲜物流中心配套建设了约 5 万平方米的生鲜 PC 加工中心、中央厨房, 规模化生产加工净菜、精品果蔬、精品肉类、熟食、米油、豆制品、面包等自有品牌商品。

**图表 43: 家家悦自建、联营工厂以及自有品牌**

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。
	威海一町食品	食品	“一町”	专业生产中、高档面条制品。
	晟堡食品	食品	“名门本家”	主要从事猪蹄、凤爪、酱肉制品的加工与销售。

来源: 公司公告 中泰证券研究所

### 坚持源头直采, 建设区域一体化物流配送体系, 构建供应链核心优势

- 家家悦生鲜经营核心竞争力: 上游生鲜基地直采占比超八成; 农产品初加工能力突出; 物流配送高效且标准化。**公司坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的采购模式, 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, 与全国 200 多个合作社及养殖场建立了直接合作关系。2017 年公司直采规模达到 86.75%。随着公司规模的扩大带动了大批供应商的发展壮大, 形成了一批稳定、持续的供应商群体。公司与 2,500 多家厂商形成稳定、长期的直接合作关系,



其中与宝洁、雀巢、玛氏等 500 余家知名厂商保持了十年以上的良好合作关系，并建立了全球采购的国际化供应链。

图表 44: 家家悦国内直采基地



来源: 公司官网 中泰证券研究所

图表 45: 家家悦新西兰苹果基地



来源: 公司官网 中泰证券研究所

- 背靠冷链资源丰富的农业大省山东，先期物流中心建设支撑后期门店扩张计划。山东是农业大省，全国冷库资源山东占了大半，扎根山东的家悦其农产品冷链物流标准做成全国标杆有地利优势。按“发展连锁、物流先行”的理念，分区域建立了立体化的物流中心，在全省形成覆盖式的物流网络体系，通过物流标准化建设，提高物流中心服务门店的能力和效率，具备商品 2.5 小时配送到店的能力，支撑连锁网络的快速拓展。

2017 年公司完成了对宋村生鲜物流中心扩建，新增建筑面积约 2.52 万平米。宋村生鲜物流扩建后，生鲜配送能力、生鲜 PC 加工能力大幅提升，提高了生产的自动化程度，未来将进一步增加深加工产品、附加价值高产品。

图表 46: 家家悦物流中心统计

仓型	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐量	峰值吞吐能力	扩建面积 (万平方米)	新增功能	备注
杂货仓	威海物流中心	4.1	11万件	22万件	9.7	生鲜加工和中央厨房	扩建18年可分期投入使用
	烟台物流中心	3.35	6万件	13万件			
	莱芜物流中心	2.34	4万件	8万件			
	合计	9.79	21万件	43万件			
生鲜仓	威海生鲜物流中心 (兼中央厨房功能)	3.2	392吨	940吨	3.42	生鲜加工	扩建18年可分期投入使用 18年上半年完成扩建
	烟台生物物流中心	0.18	130吨	500吨			
	高密生鲜物流中心	1.2	113吨	500吨			
	莱芜生鲜物流中心	0.4	166吨	500吨			
	宋村生鲜加工物流中心	4.64	881吨	3000吨			
	合计	9.62	1682吨	5440吨			

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 收购维客商业，获得物流配送中心和生鲜加工中心资产注入，同时在建两处生鲜加工中心，持续强化生鲜供应链优势。**目前家家悦在建重要物流项目实施进展顺利：烟台综合物流工业园项目预计 2018 年年底前一期约 5.8 万平米的物流中心完工初步投入使用，二期生鲜加工中心及综合楼预计 2019 年下半年完工投入使用，烟台综合物流工业园项目新建面积合计共约 9.7 万平方米；莱芜生鲜加工中心项目新建面积约 3.42 万平方米，预计 2018 年年底前部分投入使用，2019 年下半年整体完工投入使用。

公司 2017 年收购维客商业 51% 股权，除 9 家门店外，维客集团同时注入价值 1.07 亿的两处物业：地处青岛的常温物流配送中心（建筑面积 2.93 万平米）和生鲜加工物流中心（建筑面积 1.26 万平米），此番收购将进一步加强公司在青岛区域的物流配送能力。

截至 2017 年底，公司 5 处生鲜仓合计总面积 9.62 万平米，合计日均吞吐量为 1682 吨，支撑 702 家门店；以此预测未来烟台和莱芜生鲜加工中心投产使用后，预计共增加约 7.32 万平米作业面积，新增日均吞吐量约 1280 吨，假设每家门店保持现有吞吐量水平，且公司未来年均开店 100 家左右，新增生鲜加工中心可以满足公司未来 5-6 年开店计划。

**图表 47：家家悦新建物流项目投产后可支撑门店数测算**

实际指标		预测指标	
生鲜仓合计面积（万平米）	9.62	新增投产生鲜仓面积（万平米）	7.32
合计日均吞吐量（吨）	1682	新增日均吞吐量（吨）	1279.86
平均单位面积吞吐量（吨/万平米）	174.84	新增日均吞吐量可支撑新开门店数(家)	534
对应支撑门店（家）	702		
每家门店日均吞吐量（吨）	2.40		

**满足未来5-6年开店计划**

来源：中泰证券研究所

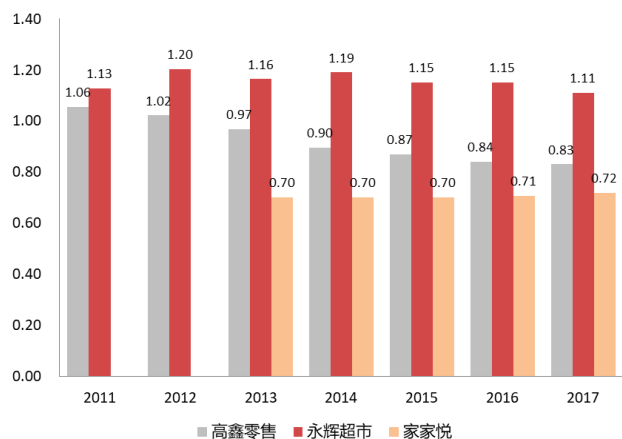
**对标永辉：合伙人机制优越性显著，未来将持续释放红利。**

- 合伙人机制下，永辉超市的坪效、人效具备显著优势，家家悦目前门店试点推行合伙人机制，未来提升空间较大。**家家悦按照不同区域、不同业态在门店探索推行合伙人机制，选 2017 年选择了 33 家门店试点合伙人机制，推行后试点门店的销售、平效、劳效 平均实现了 8% 以上的增长；2018 年 4 月在西部地区新增 56 家门店进一步推广合伙人机制，截至 2018H1 公司合伙人试点门店总数为 89 家，有利于释放内部创业激情，形成企业与员工的事业共同体和利益共同体，推动企业的持续健康发展。

行业内，永辉较早推行“合伙人制”，使得其生鲜耗损率远低于同行或其它渠道，上货率、更新率大为增加，商品质量、服务质量均有提升。有效的门店管理为永辉带来了更高的坪效和人效：2017 年 819 家门店的平均坪效达到每平米 1.1 万元/年，与同行比较具有显著优势，而同期

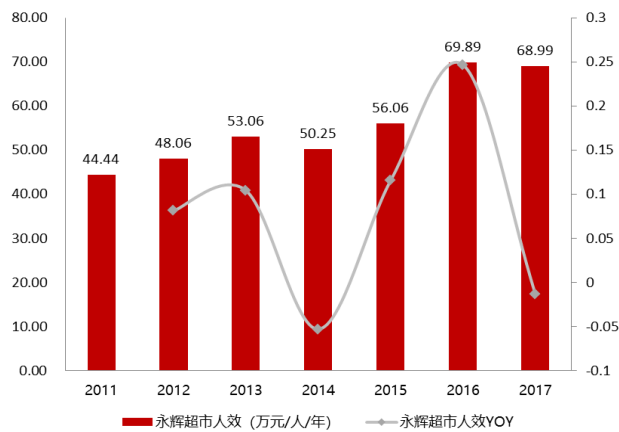
家家悦的坪效仅为每平方米 0.72 万元/年，具有较大提升空间。除此以外，自推行“合伙人制”以来，永辉超市人效不断提升，从 2011 年的 44.4 万元/人增长到 2017 年的 69 万元/人。

图表 48: 超市企业坪效比较 (万元/平方米/年)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 49: 永辉自推广合伙人制以来人效 (万元/人/年) 显著提升

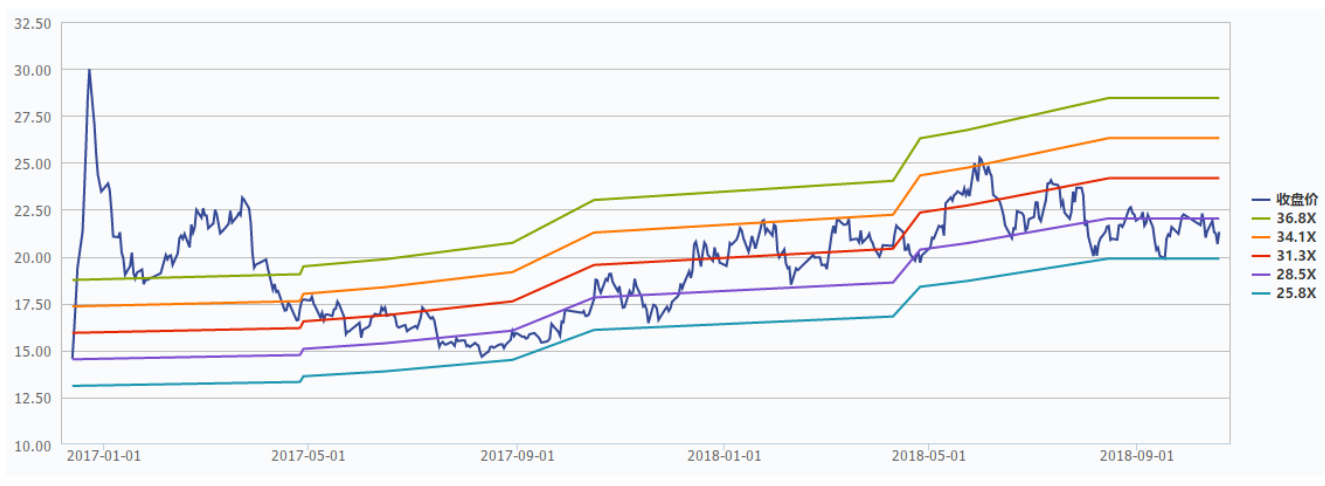


来源: 公司公告 中泰证券研究所

### 投资建议: 供应链优势渐显, 拓展西部区域步入加速扩张期, 维持“买入”评级

- 公司的历史估值中枢在 31 倍左右, 对标国内超市龙头企业永辉、红旗连锁等 2018 年 PE (wind 一致性预测) 约在 30-35 倍之间。考虑山东省内超市企业集中度将进一步提高, 市场空间较大, 且公司作为山东省超市龙头企业, 供应链优势逐渐凸显, 且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段, 未来市占率有望进一步提高, 业绩增长的确定性较高, 故而我们认为家家悦的合理估值区间在 30XPE-35XPE。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元, 同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元, 同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 25/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间, 分别给予 2018 年 31XPE, 维持“买入”评级。

图表 50: 家家悦历史估值中枢约为 31XPE



来源: Wind 中泰证券研究所

- 风险提示 (1) 整体宏观环境下行, 消费呈现疲软态势, 可能导致超市板块整体表现欠佳。(2) 新区域扩张存在不确定性, 新开门店培育期可能长于预期。(3) 电商等渠道的冲击: 电商涉足生鲜领域且市占率快速提高, 长期看给公司生鲜业务的发展带来一定的挑战 (4) 规模快速扩张, 经营管理难度加大, 对公司整体供应链的能力提出更高的要求。

图表 51: 家家悦财务估值三张表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	<b>10,777</b>	<b>11,330</b>	<b>12,695</b>	<b>14,708</b>	<b>16,878</b>
增长率	2.8%	5.1%	12.0%	15.9%	14.8%
营业成本	-8,441	-8,885	-9,948	-11,476	-13,145
%销售收入	78.3%	78.4%	78.4%	78.0%	77.9%
毛利	2,336	2,445	2,747	3,232	3,733
%销售收入	21.7%	21.6%	21.6%	22.0%	22.1%
营业税金及附加	-55	-48	-54	-63	-72
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-1,750	-1,814	-1,980	-2,294	-2,633
%销售收入	16.2%	16.0%	15.6%	15.6%	15.6%
管理费用	-209	-246	-254	-294	-338
%销售收入	1.9%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	322	337	459	581	691
%销售收入	3.0%	3.0%	3.6%	3.9%	4.1%
财务费用	26	63	63	63	63
%销售收入	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	5	3	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	5	1	2	2
%税前利润	—	1.2%	0.2%	0.2%	0.3%
营业利润	352	408	526	649	760
营业利润率	3.3%	3.6%	4.1%	4.4%	4.5%
营业外收支	21	-5	14	13	10
税前利润	372	403	540	662	770
利润率	3.5%	3.6%	4.3%	4.5%	4.6%
所得税	-112	-99	-129	-158	-184
所得税率	29.9%	24.5%	23.8%	23.9%	23.9%
净利润	251	311	405	497	579
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	251	311	405	497	579
净利率	2.3%	2.7%	3.2%	3.4%	3.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	251	311	405	497	579
加: 折旧和摊销	256	259	142	148	154
资产减值准备	5	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-63	-63	-63
投资收益	1	-5	-1	-2	-2
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	268	135	439	401	427
<b>经营活动现金净流</b>	<b>760</b>	<b>781</b>	<b>922</b>	<b>981</b>	<b>1,095</b>
固定资本投资	-29	-70	-101	-101	-91
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-289</b>	<b>-511</b>	<b>-143</b>	<b>-156</b>	<b>-161</b>
股利分配	-162	-162	-157	-257	-276
其他	1,254	-5	63	63	63
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,092</b>	<b>-167</b>	<b>-94</b>	<b>-194</b>	<b>-213</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,563</b>	<b>103</b>	<b>684</b>	<b>631</b>	<b>721</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,935	3,619	4,249	4,249	4,971
应收款项	16	16	21	21	22
存货	1,253	1,604	1,692	1,692	2,084
其他流动资产	282	387	362	362	475
流动资产	4,486	5,626	6,324	6,324	7,551
%总资产	71.5%	77.1%	80.0%	82.6%	82.6%
长期投资	120	159	211	211	281
固定资产	1,199	1,133	1,062	1,062	985
%总资产	19.1%	15.5%	13.4%	13.4%	10.8%
无形资产	104	103	102	102	98
非流动资产	1,787	1,669	1,582	1,582	1,592
%总资产	28.5%	22.9%	20.0%	20.0%	17.4%
<b>资产总计</b>	<b>6,273</b>	<b>7,296</b>	<b>7,907</b>	<b>7,907</b>	<b>9,143</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	3,423	4,199	4,570	4,570	5,503
其他流动负债	304	304	304	304	304
流动负债	3,726	4,502	4,874	4,874	5,807
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64	64
<b>负债</b>	<b>3,790</b>	<b>4,566</b>	<b>4,938</b>	<b>4,938</b>	<b>5,871</b>
普通股股东权益	2,479	2,726	2,965	2,965	3,269
少数股东权益	4	4	4	4	4
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,273</b>	<b>7,296</b>	<b>7,907</b>	<b>7,907</b>	<b>9,143</b>

**比率分析**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)		0.66	0.86	1.06	1.24
每股净资产 (元)		5.30	5.82	6.34	6.98
每股经营现金净流 (元)		1.67	1.97	2.10	2.34
每股股利 (元)		0.35	0.34	0.55	0.59
<b>回报率</b>					
净资产收益率		12.54%	14.84%	16.75%	17.71%
总资产收益率		4.95%	5.55%	6.28%	6.33%
投入资本收益率		-34.63%	-43.66%	-39.58%	-37.24%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率		5.14%	12.04%	15.85%	14.76%
EBIT增长率		7.07%	34.69%	26.91%	19.09%
净利润增长率		23.68%	30.20%	22.78%	16.53%
总资产增长率		4.45%	16.31%	8.37%	15.63%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数		0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转天数		40.5	40.5	40.3	40.3
应付账款周转天数		59.7	59.9	59.8	59.8
固定资产周转天数		37.0	33.1	26.9	21.8
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益		-145.78%	-155.67%	-167.42%	-164.58%
EBIT利息保障倍数		-5.4	-7.2	-9.2	-10.9
资产负债率		60.42%	62.59%	62.45%	64.21%

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。