

# 山东生鲜超市龙头，深耕胶东剑指鲁西

公司深度研究

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

## ● 胶东区生鲜超市龙头，业绩稳步增长

公司源起威海，立足于山东省内，以大卖场和综合超市为主体，截止2017年底，公司拥有门店数量675家，其中胶东区（青岛、威海、烟台）589家，约占87.60%。

## ● 山东资源禀赋优异，兼具存量及增量空间，生鲜特色构筑零售业核心壁垒

山东被誉为“温带水果之乡”利于公司基地直采，稳控农场品上游资源；其次作为人口第二大省，GDP全国第三，社零总额全国第二，山东消费市场容量巨大；但整体超市行业集中度较低，本土企业区域割据，公司除大本营威海市场占有率达41.07%外，其余重点核心城市市占率约10%以下，仍存较大提升空间。我国超市渠道将逐步成为生鲜销售主流，渗透率仍有提升空间，生鲜品类的高复购率、高用户粘性、引流抓手等属性为超市业构建核心壁垒。

## ● 展店同店提速，供应链与物流体系构建生鲜竞争壁垒，合伙人机制有望释放红利

(1) 门店：公司存量增效，同店营收增速2018H1达3.87%(+2.97%)；增量可期，展店提速，收购青岛维客，助力青岛扩张。(2) 生鲜：在高频高效的供应链及仓储配送体系下，公司生鲜业务贡献率达40%，毛利率逐年改善，处行业前列。(3) 合伙人机制：2017年试点33家门店，坪效劳效平均实现8%以上的增长。随着合伙人制进一步推广，有助次新店加快贡献收益。

## ● 盈利预测与估值评级：

公司深耕胶东，同时加速鲁西布局，未来两年计划实现山东省全覆盖。省内扩张步伐开启，配以合伙人制度激励加速优化新开店孵化；调整商品组合贴合客户消费需求，提升同比店收入增厚净利。我们预计快速扩张期公司收入有望提速，预计公司2018-2020年净利润分别为3.83/4.71/5.21亿元，对应EPS分别上调为0.82(+0.05)/1.01(+0.09)/1.11(+0.02)元，PE分别为26.6/21.7/19.60，维持公司“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示：行业需求低迷，新开店增速表现不达预期。

## 财务摘要和估值指标

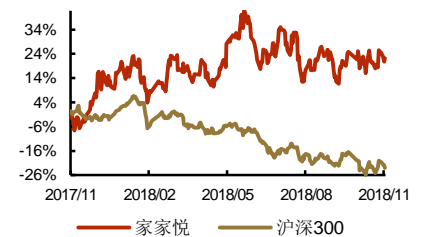
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10777	11,330	12,906	14,844	16,566
增长率(%)	2.8	5.1	13.9	15.0	11.6
净利润(百万元)	251	311	383	471	521
增长率(%)	1.6	23.7	23.3	22.8	10.7
毛利率(%)	21.7	21.6	21.8	22.1	21.9
净利率(%)	2.3	2.7	3.0	3.2	3.1
ROE(%)	10.8	12.5	14.3	15.9	15.8
EPS(摊薄/元)	0.54	0.66	0.82	1.01	1.11
P/E(倍)	40.57	32.8	26.6	21.7	19.6
P/B(倍)	4.37	4.1	3.8	3.4	3.1

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据 时间 2018.11.09

收盘价(元):	21.78
一年最低/最高(元):	16.53/26.4
总股本(亿股):	4.68
总市值(亿元):	101.93
流通股本(亿股):	1.57
流通市值(亿元):	34.19
近3月换手率:	61.62%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	4.15	15.4	42.63
绝对	0.46	8.63	20.34

## 相关报告

《东部更稳健利润 西部贡献更优增速》2018-08-14

《门店优化增收 巩固东部扩张西部区域优势持续加强》2018-04-18

《收购青岛维客 51% 加速省内扩张步伐》2017-12-21

《门店优化增收 合伙人制度提质增效》2017-07-19

## 目 录

1、 家家悦：胶东区生鲜超市龙头.....	5
1.1、 深耕胶东地区，主打生鲜经营.....	5
1.2、 公司业绩稳步增长，重点品类毛利率持续优化.....	6
1.3、 股权结构：实际控制人为王培桓，员工持股激励机制充分.....	7
2、 市场空间：区域市场存量增量并存，生鲜特色构筑核心壁垒.....	8
2.1、 山东市场容量巨大，资源禀赋优异.....	8
2.2、 山东消费潜力与市场可拓空间兼具.....	10
2.3、 生鲜品类：超市渠道为发展主流，引流属性为市场关注热点.....	13
3、 内生优势：门店密集，生鲜特色，供应链与物流体系构建竞争壁垒.....	14
3.1、 门店密集，多业态互补，打造品牌忠诚度.....	14
3.2、 扎实的供应链建设打造生鲜最强音.....	15
3.3、 搭建一体化物流网络，构建省内 2.5 小时配送圈.....	19
4、 未来看点：展店同店双重提速，合伙人机制持续释放红利.....	20
4.1、 山东广度，胶东深度，存量增效，增量创收.....	20
4.2、 深化机制改革，推广品类经理制与合伙人机制.....	22
5、 核心指标同业对比.....	22
5.1、 盈利能力优于同业，劳效坪效仍有提升空间.....	22
5.2、 展店期费用把控力强，整体低于同业且逐年稳步改善.....	24
5.3、 ROE 领先同业，资产运营效率较高.....	26
6、 盈利预测与估值.....	27
7、 风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

## 图表目录

图 1： 家家悦发展历程.....	5
图 2： 公司门店分布图.....	5
图 3： 家家悦营业收入及增速.....	6
图 4： 家家悦归母净利润及增速.....	6
图 5： 家家悦综合毛利率及净利率.....	6
图 6： 家家悦期间费用率.....	6
图 7： 家家悦营收构成（按品类划分）.....	6
图 8： 家家悦各品类毛利率.....	6
图 9： 家家悦营收构成（按区域划分）.....	7
图 10： 控股股东、实际控制人控股情况（截止 2018H1）.....	8
图 11： 山东常住人口数.....	9
图 12： 2017 年全国 GDP 前五名省份.....	9
图 13： 2017 年全国社零总额前五名省份.....	9
图 14： 2016 年农林牧渔业总产值（亿）前十名.....	9
图 15： 2018 上半年部分省份人均可支配收入与人均消费支出.....	10
图 16： 2016 年部分省份常住人口城镇化率.....	10
图 17： 中国超市连锁业收入走势.....	11
图 18： 我国生鲜零售渠道占比.....	13
图 19： 我国生鲜超市行业规模及同比增速.....	13
图 20： 中国消费者各品类购买频次（次/年）.....	13

图 21: 2017 年用户网购生鲜食品的同时最常购买品类 .....	13
图 22: 公司会员数量及同比增速 .....	14
图 23: 公司会员销售贡献率 .....	14
图 24: 2016 年 9 月底区域门店租金情况 .....	15
图 25: 公司整体租金变动情况 .....	15
图 26: 公司各业态 2017 年租金情况 .....	15
图 27: 公司生鲜品类营业收入及增速 .....	16
图 28: 各企业生鲜业务毛利率比较 .....	16
图 29: 各企业生鲜业务贡献率 .....	16
图 30: 公司生鲜直采地分布图 .....	16
图 31: 公司生鲜采购流程 .....	16
图 32: 宋村 PC 加工中心 .....	18
图 33: 威海配餐中心 .....	18
图 34: 公司自有品牌收入及贡献率 .....	18
图 35: 公司自有品牌 .....	18
图 36: 一体化物流配送网络 .....	19
图 37: 杂货物流中心配送范围 .....	20
图 38: 生鲜物流中心配送范围 .....	20
图 39: 公司各地区毛利率情况 .....	20
图 40: 公司各地区坪效 (元/平方米) .....	20
图 41: 公司新开和净开门店数 .....	21
图 42: 永辉与家家悦人效 (万元/人) .....	22
表 1: 截止 2018H1 公司前十大股东情况 .....	7
表 2: 公司部分高管及亲属间接持股情况 .....	8
表 3: 山东省可扩展门店推算 .....	10
表 4: 家家悦山东省各城市市占率推算 .....	12
表 5: 山东部门本土商超企业门店分布 .....	12
表 6: 公司各业态门店数量 .....	14
表 7: 主要合作的合作社和养殖场情况 .....	17
表 8: 公司自有工厂详情 .....	18
表 9: 截止 2017 年底公司仓储物流中心详情 .....	19
表 10: 公司各业态同店业绩变化 .....	20
表 11: 青岛维客商业门店分布 .....	21
表 12: 同业营业收入及同比增速 (百万元, %) .....	23
表 13: 同业销售毛利率 .....	23
表 14: 同业销售净利率 .....	23
表 15: 同业人效 (万元/人, 营业总收入/员工总数) .....	23
表 16: 同业坪效 (万元/平方米/年) .....	24
表 17: 同业期间费用率 .....	24
表 18: 同业销售费用率 .....	24
表 19: 同业管理费用率 .....	25
表 20: 同业财务费用率 .....	25
表 21: 同业人均员工薪酬 (万元/人 应付员工薪酬本期增加额/员工总数) .....	25
表 22: 同业租金费用率 (销售费用明细中租金费用/营业收入) .....	26
表 23: 同业 ROE .....	26
表 24: 同业存货周转率 .....	26

---

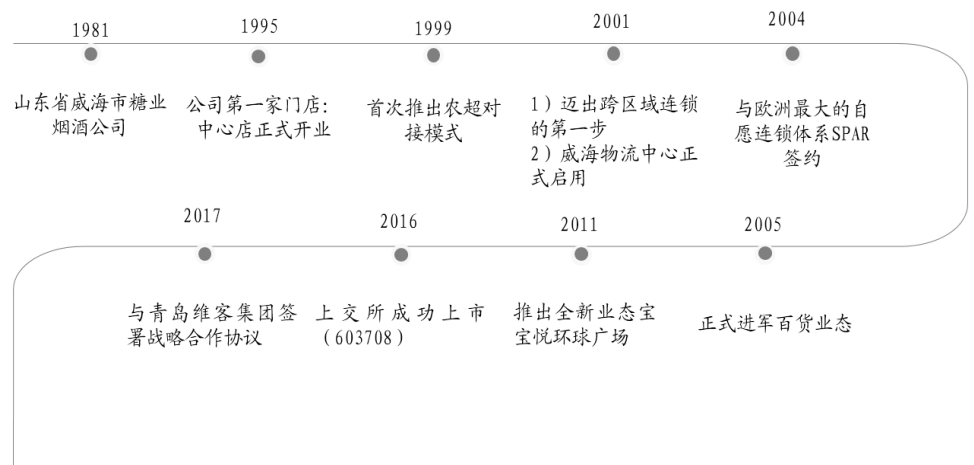
表 25: 同业资产周转率.....	27
表 26: 公司商业营业收入预测.....	27
表 27: 家家悦与同业公司估值表.....	27

## 1、家家悦：胶东区生鲜超市龙头

### 1.1、深耕胶东地区，主打生鲜经营

公司源起威海，胶东地区门店网点密集。公司前身是山东省威海市糖烟酒公司，1995年设立了第一家超市，揭开向连锁超市转型新篇章；2001年物流先行，在初步建立起物流配送体系后，实现跨区域连锁探索；2004年同欧洲最大自愿连锁机构 SPAR 签约，成为 SPAR 在中国的第一个正式合作伙伴；2016年12月31日，公司在上交所成功上市；2017年末同青岛维客集团强强联手，实现省内进一步扩张。

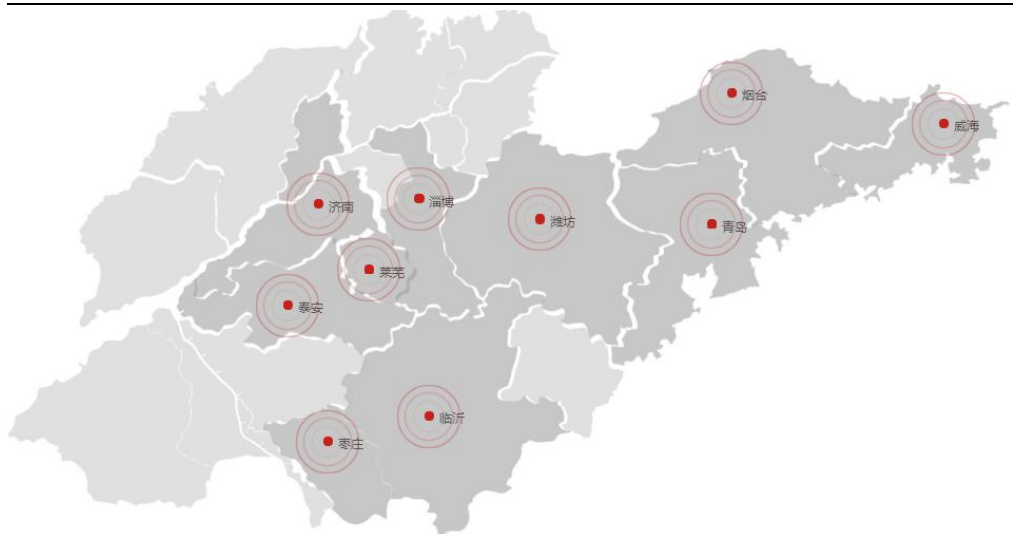
图1：家家悦发展历程



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司主营业务为超市连锁经营，是一家立足于山东省内，以大卖场和综合超市为主体，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。截止2017年底，公司拥有门店数量675家（2018H1 702家），其中胶东区（青岛、威海、烟台）589家，约占87.60%，奠定了公司在胶东地区的行业领先地位。

图2：公司门店分布图

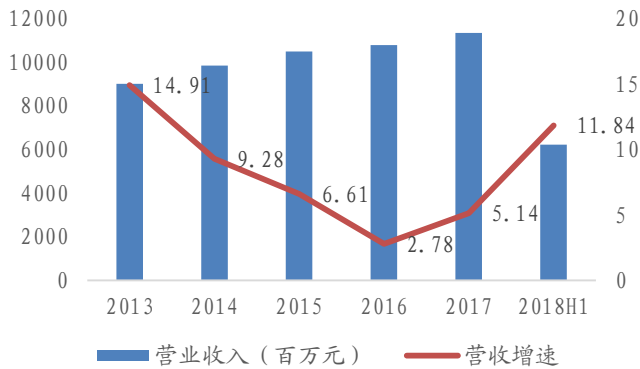


资料来源：公司官网、新时代证券研究所

## 1.2、公司业绩稳步增长，重点品类毛利率持续优化

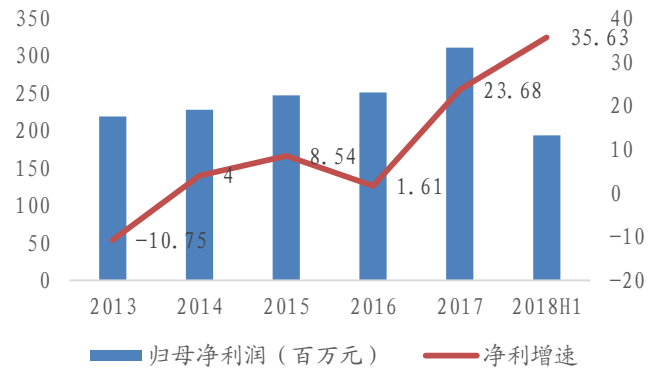
毛利率改善，费用率控制良好，公司整体业绩稳步提升。2018年上半年公司实现营业收入62.26亿元，同比增长11.84%；归母净利润1.94亿元，同比增长35.63%。受益于新店发展、同比店效改善，及叠加青岛维客并表影响，公司营收实现显著增长。同时在商品结构优化调整下，公司2018H1综合毛利率为21.47%，较2017年同期提升0.57个百分点，加之公司期间费用率控制良好，公司净利润稳步增长。

图3：家家悦营业收入及增速



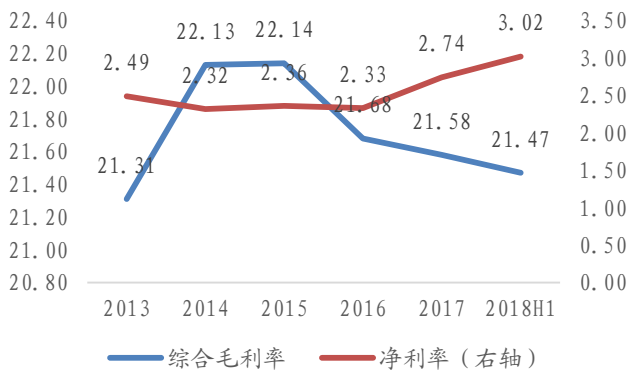
资料来源：wind、新时代证券研究所

图4：家家悦归母净利润及增速



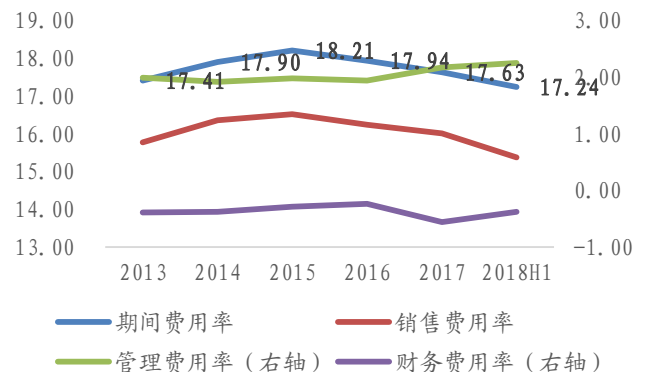
资料来源：wind、新时代证券研究所

图5：家家悦综合毛利率及净利率



资料来源：wind、新时代证券研究所

图6：家家悦期间费用率



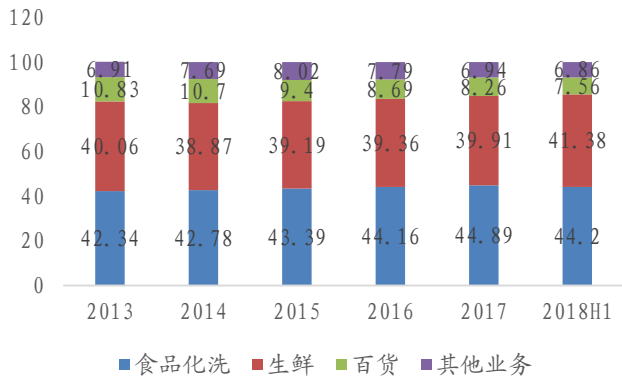
资料来源：wind、新时代证券研究所

生鲜、食品化洗为主，两者毛利率持续优化。按品类划分，食品化洗和生鲜为公司营业收入主要来源，2018H1 营收占比分别为 44.2%/41.38%，合计达 85.58%，其中生鲜品类营收占比自 2014 年后逐年提升，但百货类商品受电商冲击较大，业绩贡献存在波动性；同时食品化洗和生鲜毛利率不断优化，上半年毛利率分别为 18.17/15.47，同比提升 0.84/0.17 个百分点。按地域划分，胶东地区优势较为明显，为公司主要收入贡献区，2018H1 营收占比达 82.53%。

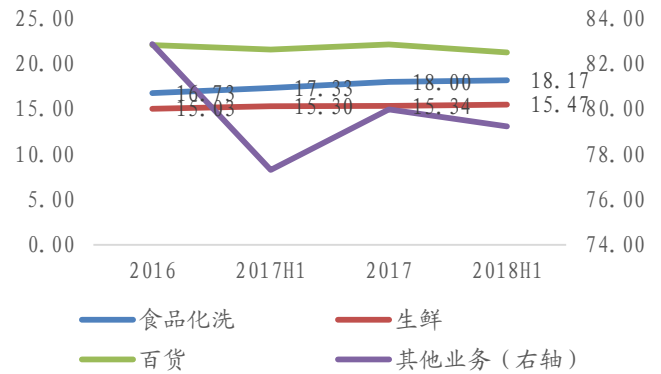
图7：家家悦营收构成（按品类划分）

图8：家家悦各品类毛利率

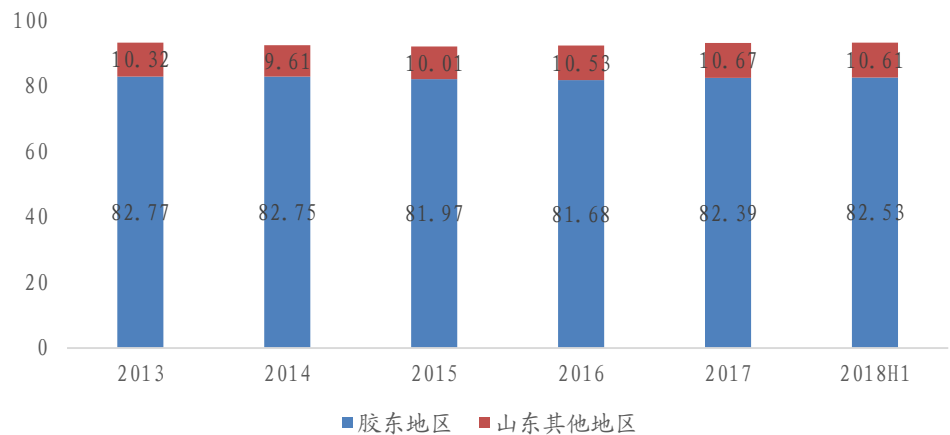




资料来源: wind、新时代证券研究所



资料来源: wind、新时代证券研究所

**图9: 家家悦营收构成 (按区域划分)**

资料来源: wind、新时代证券研究所

**1.3、股权结构: 实际控制人为王培桓, 员工持股激励机制充分**

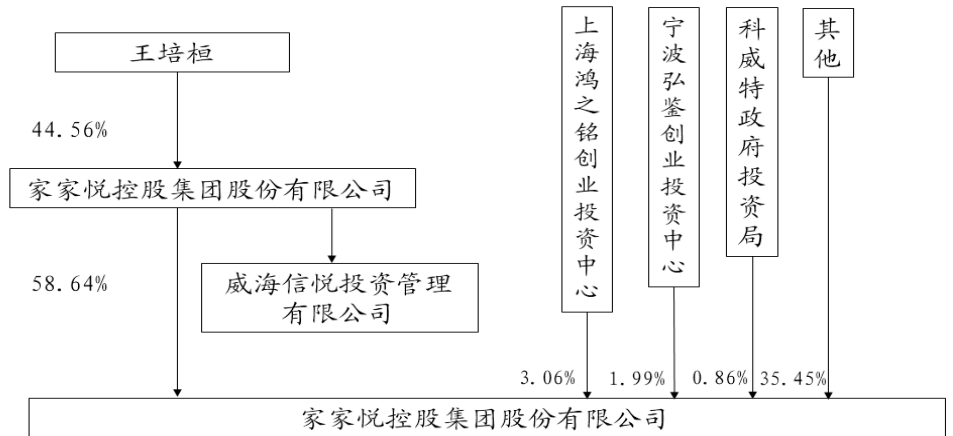
家家悦控股集团直接持有公司 58.64% 的股份, 同时通过全资子公司威海信悦投资间接持有公司 7.82% 的股份, 合计为 66.46%, 为公司控股股东。公司董事长兼总经理王培桓先生间接持有公司 29.61% 的股权, 为公司实际控制人; 同时其他董事、监事、高管、亲属及核心员工也间接持有股权, 同实控人间接持有合计达 66.46%, 员工高管持股使其利益同公司长远发展绑定, 激励机制充分。

**表1: 截止 2018H1 公司前十大股东情况**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	家家悦控股集团股份有限公司	274,437,442	58.64
2	威海信悦投资管理有限公司	36,591,659	7.82
3	上海鸿之铭创业投资中心(有限合伙)	14,326,550	3.06
4	宁波弘鉴创业投资中心(有限合伙)	9,312,120	1.99
5	科威特政府投资局-自有资金	4,041,914	0.86
6	工银国际资产管理有限公司-客户资金	3,835,690	0.82
7	全国社保基金六零二组合	3,525,716	0.75
8	招商银行股份有限公司-兴全	3,388,152	0.72

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
合润分级混合型证券投资基金			
9	全国社保基金五零二组合	3,205,314	0.68
10	中国银行-嘉实成长收益型证券投资基金	3,063,716	0.65
合计		355,728,273	75.99

资料来源: wind、新时代证券研究所

**图10: 控股股东、实际控制人控股情况 (截止 2018H1)**

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

**表2: 公司部分高管及亲属间接持股情况**

姓名	现任职务或亲属关系	家家悦控股股份持股比 发行后间接持有家家悦集团	
		例	股份比例
王培桓	董事长、总经理	44.56	29.61
傅元惠	董事、副总经理	14.09	9.36
张爱国	董事 (离任)	6.11	4.06
丁明波	副总经理	1.56	1.04
郝芸	副总经理	0.44	0.29
姜文霞	财务总监	0.42	0.28
任肖燕	监事会主席 (离任)	0.26	0.17
陈君	监事	0.07	0.05
邢洪波	职工监事	0.04	0.03
丁青娟	丁明波的妻子	0.08	0.05
宫慧敏	任肖燕丈夫的妹妹	0.09	0.06
合计			45.01

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

## 2、市场空间: 区域市场存量增量并存, 生鲜特色构筑核心壁垒

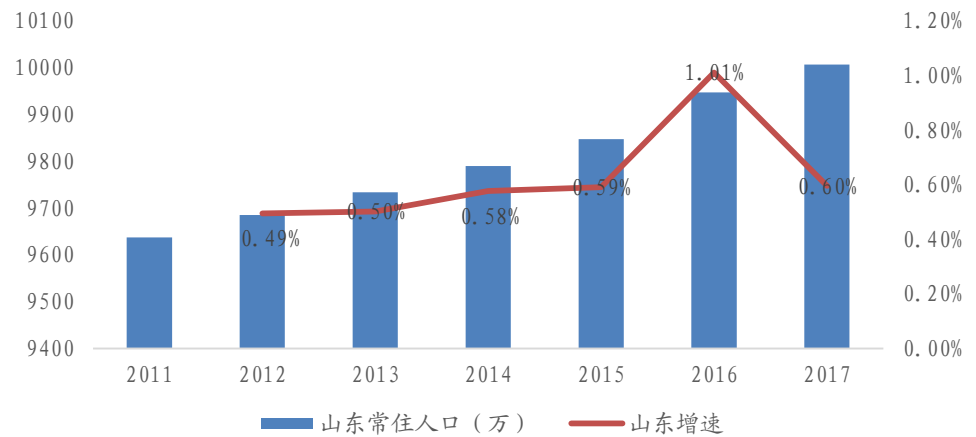
### 2.1、山东市场容量巨大, 资源禀赋优异

山东人口大省, 经济基础雄厚, 社零市场容量巨大。山东省常住人口数稳步增长, 2017 年达到 10005.83 万人, 同比增长 0.60%, 为全国第二大人口省份; 2017



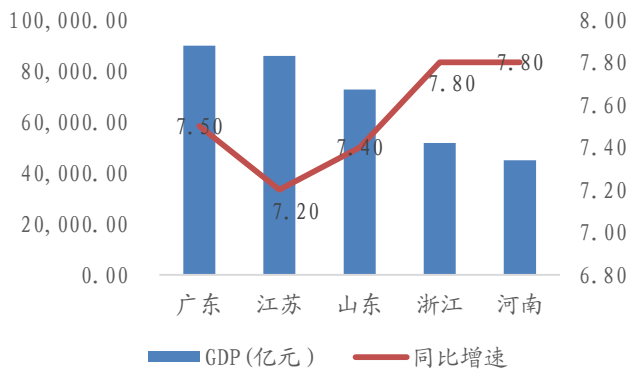
年山东省实现生产总值 72,678.18 万元，同比增长 7.4%，位于全国第三位；在良好的经济基础、充足的消费群体下，山东 2017 年社零总额为 33,649.00 亿元，同比增长 9.80%，位于全国第二名。

**图11: 山东常住人口数**



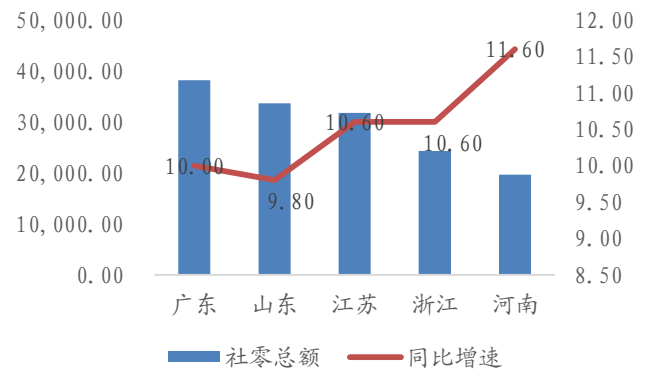
资料来源：山东省统计公告、新时代证券研究所

**图12: 2017年全国GDP前五名省份**



资料来源：wind、新时代证券研究所

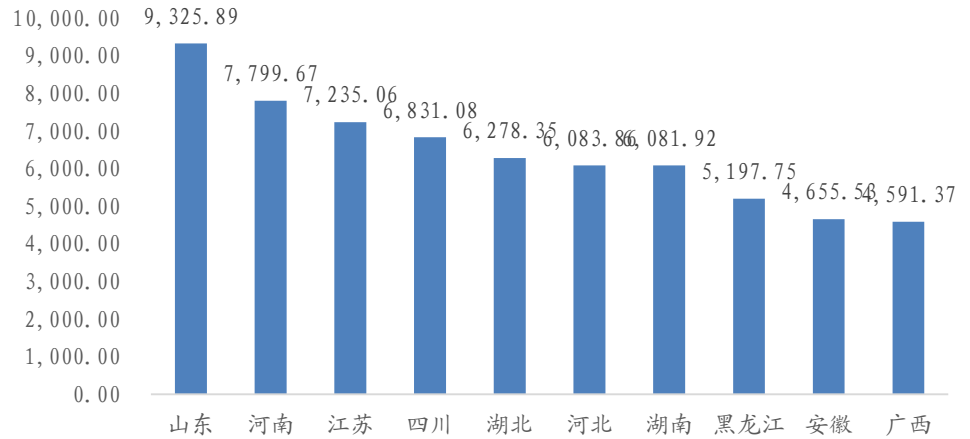
**图13: 2017年全国社零总额前五名省份**



资料来源：wind、新时代证券研究所

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物重点产区。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14: 2016年农林牧渔业总产值（亿）前十名**



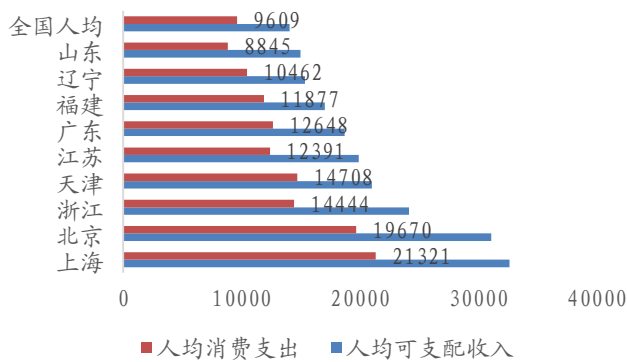
资料来源: wind、新时代证券研究所

## 2.2、山东消费潜力与市场可拓空间兼具

**消费潜力: 人均消费支出及城镇化率均存增长空间。**2018 上半年山东省居民人均可支配收入达 14967 元 (第九名), 领先全国平均水平 904 元, 但人均消费支出为 8845 元 (第 13 名), 低于全国平均水平 764 元; 2016 年常住人口统计口径下山东省城镇化率为 59.02%, 高于全国平均水平 1.67%, 但较广东、江苏等沿海省份存在 10%左右的差距, 仍存在提升空间, 同时也为家家悦实施渠道下沉和布局农村超市等战略提供市场。

图15: 2018 上半年部分省份人均可支配收入与人均消费支出

图16: 2016 年部分省份常住人口城镇化率



资料来源: 国家统计局、智研咨询、新时代证券研究所



资料来源: 国家统计局、智研咨询、新时代证券研究所

**推算市场扩张空间: 胶东区门店总量可达 2072 家, 除威海外核心城市市占率仍不足 10%, 市场可拓空间充足。**

**1) 从门店密度预估:** 威海为公司大本营, 且为当地绝对龙头企业, 我们假设其在威海门店铺设处于相对饱和的状态, 进而以威海为标准推算家家悦在山东其他领域可拓空间。根据招股说明书披露, 2016 年 9 月末公司威海市拥有门店 306 家, 结合当地消费基础和门店密度, 门店数/GDP=0.095。在不考虑其他因素的情况下, 在此标准下, 仅威海、烟台、青岛胶东核心区域, 市场门店总量可达 1920 家, 山东省门店总量可达 6480 家左右, 远超现有门店数。

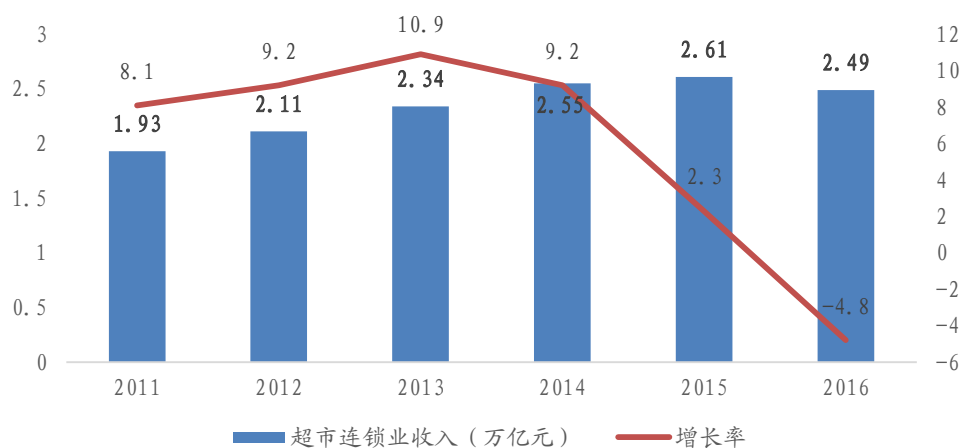
表3: 山东省可扩展门店推算

城市	GDP (亿元)	人均 GDP (元/人)	常住人口 (万人)	2016 年 9 月末门店数	推算门店数
威海	3212.2	114220	281.93	306	306
烟台	6925.66	98388	706.4	206	660
青岛	10011.29	109407	920.4	30	954
济南	6536.12	90999	723.31	17	623
莱芜	702.76	51533	137.58	28	67
临沂	4026.75	38803	1044.3	12	384
淄博	4412.01	94587	468.69		420
枣庄	2142.63	54984	391.56		204
东营	3479.6	164024	213.21		331
潍坊	5522.68	59275	935.7		526
济宁	4301.82	51662	835.44		410
泰安	3316.79	59027	563.74		316
日照	1802.49	62357	290.11		172
德州	2932.99	50856	579.23		279
聊城	2859.18	47624	603.68		272
滨州	2470.1	63745	389.1		235
菏泽	2560.24	29904	862.26		244
山东省	68024.49	68733	9946.64	620	6480

资料来源：公司公告、山东省统计局、新时代证券研究所

**2)从超市市场规模和市场占有率预估:**根据中国连锁经营协会统计,中国 2016 年超市连锁业收入为 2.49 万亿元,占全国社零总额的 7.5% (我们假设社会零售总额同超市连锁业零售额呈正比),以此比例推算山东省超市行业市场规模约为 2298 亿元,其中威海、烟台、青岛、济南分别为 109/223/308/282 亿元。青岛、济南、烟台社零总额前三名城市超市市场规模总计约为 813 亿元,为公司大本营威海的 7.45 倍。预计公司除威海外,其余重点核心城市仍存较大提升空间。(推算数据:由于公司未披露各城市营收规模,我们根据招股说明书披露的 2016 年 9 月末各城市门店经营面积,按比例分配公司 2016 年末商业营业收入,由于此处未考虑成熟店与新开店店效差异,近假设各区域店效相同,因此推算市场率与实际值存在一定差距。)

图17: 中国超市连锁业收入走势



资料来源：中国连锁经营协会、新时代证券研究所

**表4: 家家悦山东省各城市市占率推算**

城市	社会消费品零售总额(亿元)	社零总额省内排名	超市行业市场规模推算(亿元)	2016年9月末门店面积(m <sup>2</sup> )	推算区域2016年营业额(万)	推算公司市场占有率
威海	1456.73	10	109	570,910.64	448673	41.07%
烟台	2976.07	3	223	400,969.73	315118	14.12%
青岛	4104.93	1	308	87,630.08	68868	2.24%
济南	3764.78	2	282	52,568.00	41313	1.46%
莱芜	347.8	17	26	47,706.83	37492	14.37%
临沂	2488.01	5	187	42,434.28	33349	1.79%
淄博	2155.03	6	162	15,172.15	11924	0.74%
枣庄	892.28	13	67	26,109.00	20519	3.07%
东营	789.72	15	59			
潍坊	2514.85	4	189	15,050.75	11828	0.63%
济宁	2071.89	7	155			
泰安	1462.77	9	110	5,872.10	4615	0.42%
日照	660.09	16	50			
德州	1394.97	11	105			
聊城	1173.13	12	88			
滨州	889.7	14	67			
菏泽	1503	8	113			
山东省	30645.76		2298	1,264,423.56	993698.63	4.32%

资料来源: wind、公司公告、新时代证券研究所

**竞争格局: 外资商超以大润发永旺为主, 本土零售企业区域割据, 行业集中度低。** 1) 外资零售企业: 由于品牌定位偏差、供应链及物流配套灵活性不强等原因无法更好的适应当地消费需求, 从2013年起在山东相继大规模撤资, 截止2016年末, 乐天仅剩东营1家门店, 沃尔玛仅剩5家门店, 其中仅大润发情况较优, 2017年末在山东省拥有41家门店(其中济南7家、烟台4家、青岛8家、威海4家)。相比于其他社零大省浙江、江苏、福建等, 山东省外资超市数量明显较少, 本土超市表现强势。2) 本土零售企业: 以山东商会统计的2016年山东零售50强为例, 核心城市中青岛主要为利群股份、利客来、维客等; 济南主要以银座和华联商厦为主; 烟台规模较大区域零售商的主要是振华。省内本土零售企业较多, 多呈现地区割据, 分别在个别城市拥有较高的市占率, 但整体看相对分散, 行业集中度较低。其中家家悦作较其他企业拥有更密集的门店网络, 凭借供应链和物流优势, 可以实现资源整合提升省内市占率, 但可能短期内受区域割据现象影响, 在某些区域龙头企业成熟地区企业品牌忠诚度较高, 开拓市场承压。

**表5: 山东部门本土商超企业门店分布**

企业名称	营业收入	超市业态营业收入(亿元)	超市大卖场门店数	主要分布情况
银座股份	130.06	34.93	56	济南 22
烟台振华集团	244.8		62	烟台 41
利群股份	105.54	40.61	35 (综合商场+综合超市)	青岛 24
家家悦	113.3	约 96	611	威海约 300 家, 烟台约 200 家

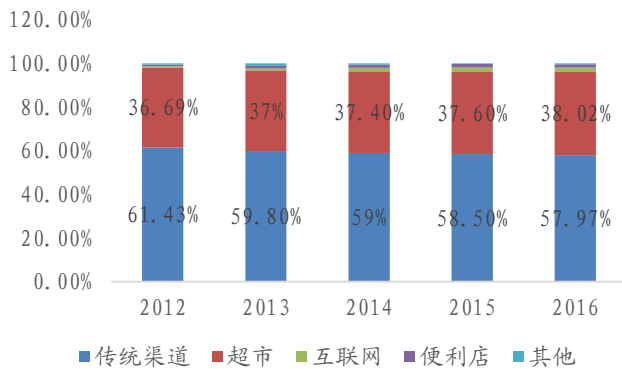
企业名称	营业收入	超市业态营业收入 (亿元)	超市大卖场门 店数	主要分布情况
济南华联商厦集团	83.93		93	均在济南
青岛利客来	59.2		26	均在青岛

资料来源：wind、各公司官网、新时代证券研究所

### 2.3、生鲜品类：超市渠道为发展主流，引流属性为市场关注热点

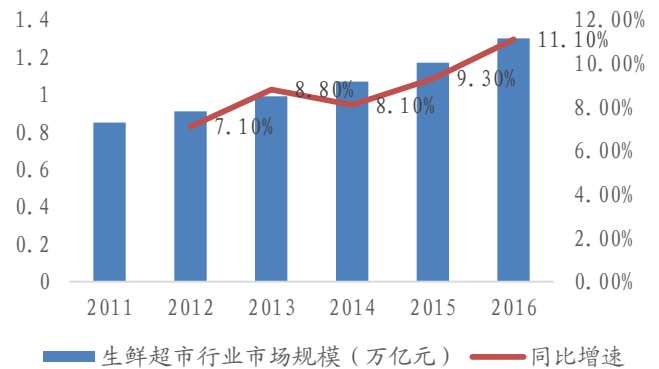
**销售终端：超市为发展主流，但渗透率较低，未来提升空间大。**我国生鲜零售渠道主要由传统渠道（农贸市场和路边个体商户）、超市、便利店、电商构成。目前我国生鲜销售仍以农贸市场为主体（约58%），超市作为第二大销售主体占比约为38%，远低于美国德国连锁超市和食品商店90%的占比和日本的70%，以此对标超市在我国未来生鲜销售的占比还有很大提升空间。同时我国生鲜超市近年来保持稳定增长态势，交易规模由2011年0.85万亿元增长至2016年1.30万亿元，同比增速为11.1%且呈明显上升趋势。

图18：我国生鲜零售渠道占比



资料来源：智研咨询、新时代证券研究所

图19：我国生鲜超市行业规模及同比增速

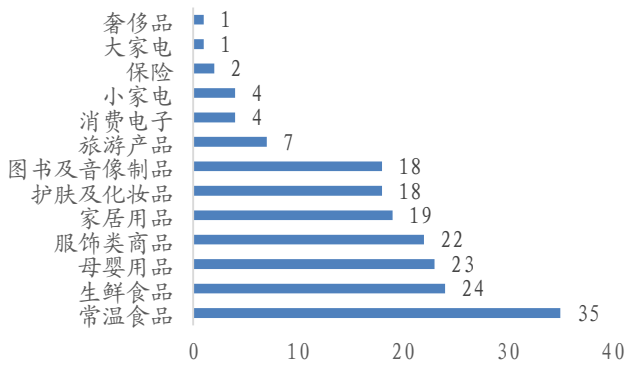


资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所

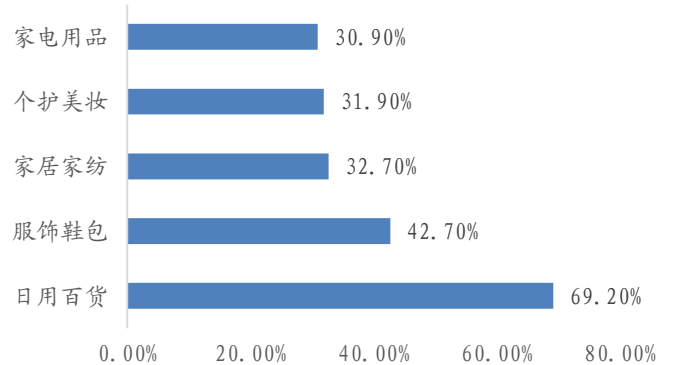
**生鲜亮点：高复购率、高用户粘性的生鲜品类是引流关键抓手，以永辉、家家悦为代表的零售企业加大生鲜投入，构建核心壁垒。**1) 高复购率：生鲜作为居民生活必需品，具有需求刚性，由于产品保质期短，不易储藏等特性，使其较同店其他品类商品而言复购率较高。BCG消费洞察智库调研显示，36%的消费者表示每周购买果蔬频率超过3次，每周1次及以下的消费者比例仅为22%。同时在各品类网购购买频次排名中，生鲜食品仅次于常温食品排名第二，购买频次约为24次/年。2) 引流：生鲜产品引流作用明显。有60%的消费者表示在购买生鲜产品的同时也会购买其他品类的产品。根据艾瑞咨询调查，75.9%的消费者在网购生鲜的同时也会购买其他品类商品，其中对日用百货带动作用最明显比例高达69.2%。

图20：中国消费者各品类购买频次（次/年）

图21：2017年用户网购生鲜食品的同时最常购买品类



资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所



资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

### 3、内生优势：门店密集，生鲜特色，供应链与物流体系构建竞争壁垒

#### 3.1、门店密集，多业态互补，打造品牌忠诚度

门店总数达 702 家，业态以大卖场、超市为主。截止 2018H1 公司连锁门店数量 702 家，其中胶东地区门店数量 619 家，增强了区域网络密度、渗透能力和市场占有率，强化规模优势。从零售业态看，公司拥有大卖场 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，形成了多业态间的差异化互补，满足区域不同客群的差异化需求。

表6：公司各业态门店数量

	2016		2017H1		2017		2018H1	
	新开店数量	总数量	新开店数量	总数量	新开店数量	总数量	新开店数量	总数量
大卖场	8	81	5	83	11	88	5	99
社区综合超市	11	277	9	283	20	289	9	295
农村综合超市	23	230	6	230	15	234	4	236
百货		11		11	1	12		12
便利店	1	5	2	7	3	7	2	8
专业店		27		35		45		52
宝宝悦	6	16	8		18	34	8	
其他专业店		11				11		
青岛维客商业							9(并表)	
合计	49	631	30	649	68	675	37	702

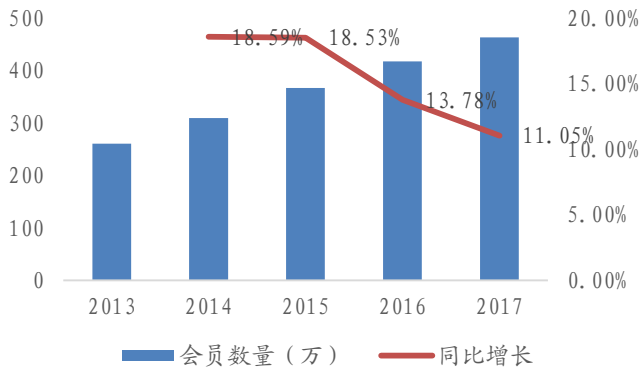
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

**区域品牌优势构建高粘性会员群体。**公司在密集的网点分布，多业态的差异化定位下，建立起强大的区域竞争壁垒，凭借品牌优势，形成了消费群体的高忠诚度。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%。

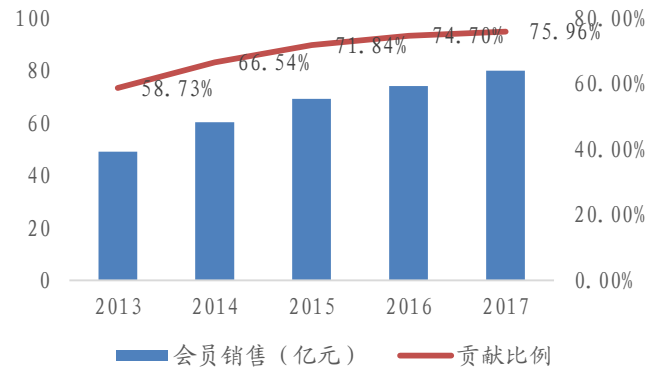
图22：公司会员数量及同比增速

图23：公司会员销售贡献率





资料来源：公司公告、新时代证券研究所

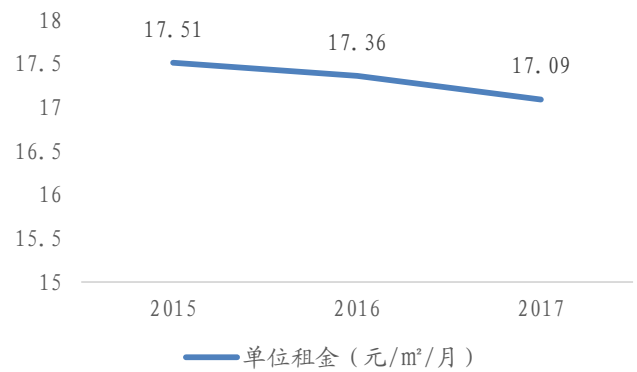
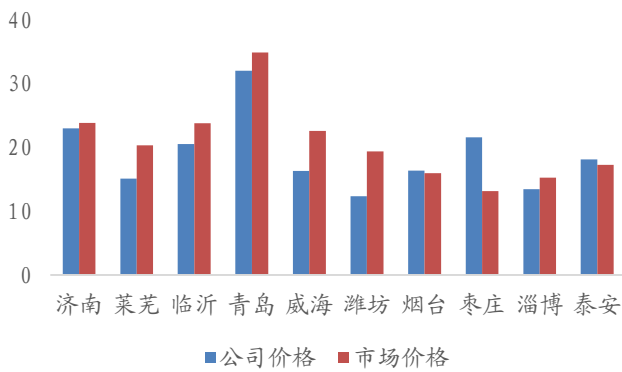


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

区域竞争壁垒及较高的聚客引流能力下，公司租金议价能力较高。招股说明书显示，2016年9月公司成熟区域公司门店租金大幅低于市场价格；其次整体看公司单位租金价格呈逐年递减趋势，其中大卖场/社区综合超市/农村综合超市/百货/便利店/专业店2017年单位租金变动情况分别为-0.22/-0.63/0.14/-2.15/-45.07/-1.24元每平方米每月。

图24: 2016年9月底区域门店租金情况

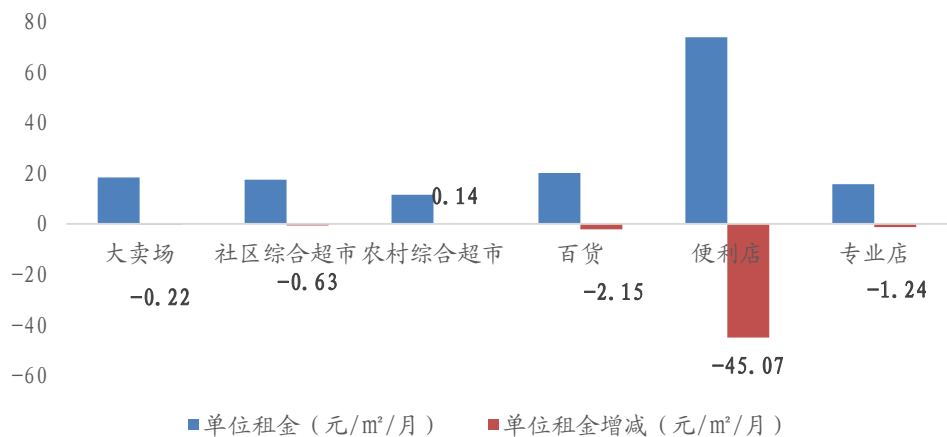
图25: 公司整体租金变动情况



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图26: 公司各业态2017年租金情况

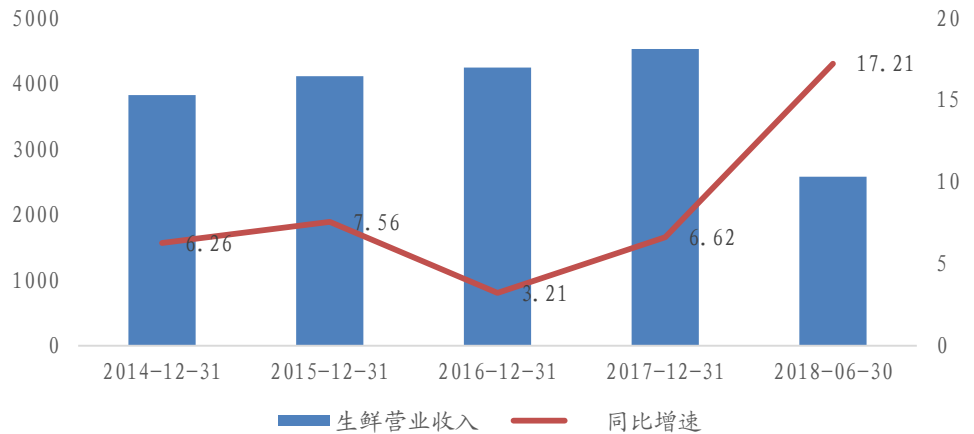


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

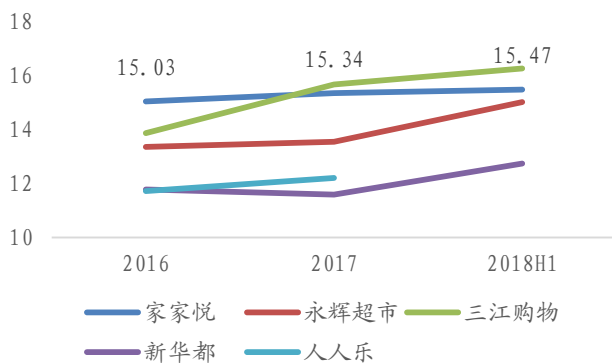
### 3.2、扎实的供应链建设打造生鲜最强音

生鲜业务贡献率达40%，毛利率逐年改善，处行业前列。公司主打生鲜经营，

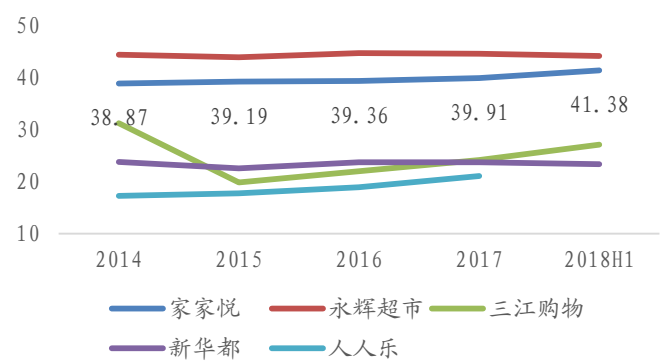
优化供应链，不断增强生鲜特色优势。截止 2018H1,公司生鲜业务收入达 25.76 亿元,同比增长 17.21%;且生鲜业务贡献率逐年提升,2018H1 营业收入占比 41.38%,略低于永辉超市,处于行业前列;在公司坚持大规模源头直采,中间环节严格把控,强化生鲜加工能力,商品结构不断优化调整下,生鲜毛利率稳步提升,2018H1 毛利率为 15.47%,略高于永辉超市,在同业中处领先地位。

**图27: 公司生鲜品类营业收入及增速**


资料来源: wind、新时代证券研究所

**图28: 各企业生鲜业务毛利率比较**


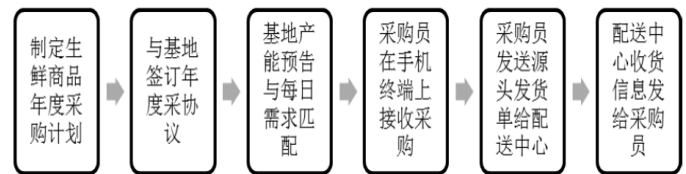
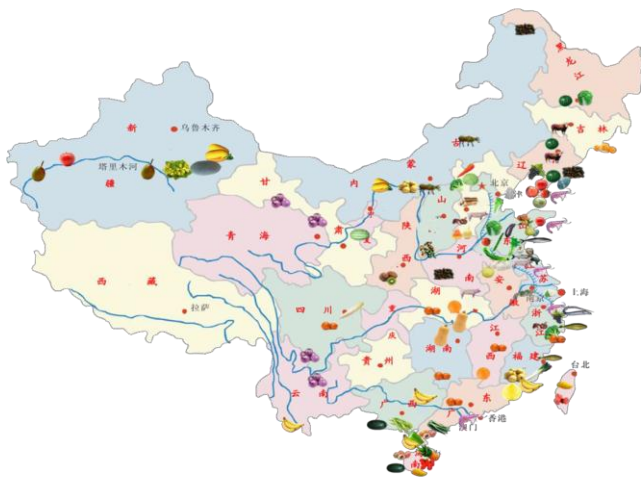
资料来源: wind、新时代证券研究所

**图29: 各企业生鲜业务贡献率**


资料来源: wind、新时代证券研究所

**生鲜采购: 以基地直采为主, 搭建全球化供应网络。** 1) 国内采购: 作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业, 公司生鲜采购主要采取基地直供模式。截至目前, 公司已建立起遍布全国的直采网络, 同 200 多个合作社或养殖场建立了稳定的合作关系, 其中与 100 多个基地签订了 5 年以上的《基地合作协议》, 源头采购已占生鲜采购总额的 80% 以上。基地直采一来源头控制产品质量; 二降低生鲜农产品在“购、运、储、销”等环节的损耗率, 提升生鲜农产品的盈利空间。2) 国际化采购: 公司提出“买世界、品世界”的全球直采的理念, 2014 年 9 月在香港设立全资子公司海悦贸易, 作为国际化采购平台搭建全球供应链体系, 与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系, 批量引进国外优势生鲜商品, 丰富生鲜品类。

**图30: 公司生鲜直采地分布图**
**图31: 公司生鲜采购流程**



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

**表7：主要合作的合作社和养殖场情况**

	成立时间	出资总额（万元）	经营范围	已合作年限	
合作社	大石桥市三元茧业专业合作社	2009.05.13	35	组织收购、销售柞蚕茧	5
	蛟河市白石山镇友好食用菌专业合作社	2010.04.01	126	组织收购、销售种植的食用菌	6
	文登市宏达蔬菜专业合作社	2009.04.09	10	组织收购、销售种植的蔬菜	7
	寿光耿平蔬菜专业合作社	2009.01.15	96	组织收购、销售种植的蔬菜	7
	寿光市豪豪果蔬专业合作社	2012.01.10	170	组织收购、销售种植的果蔬	3
养殖场	即墨市吉忠家禽养殖场	2010.06.10	-	家禽养殖、零售禽蛋	4
	荣成市百晟禽业有限公司	2007.03.14	12.9	生猪、蛋鸡饲养销售	8
	文登市埠口广源蛋鸡厂	2011.05.11	-	鸡养殖、鸡蛋销售	4
	烟台市芝罘区华胜养鸡厂	2006.10.26	-	鸡养殖、禽蛋产品销售	9
	威海临港经济技术开发区山马头蛋鸡养殖场	2011.11.30	-	蛋鸡养殖、鸡蛋销售	4

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

**生鲜管理：建立低损耗率、高保鲜度、及时供货的生鲜后台支持系统。**1) 自有冷链系统，包括恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链设施，并对所有冷藏车设置冷链恒温监控系统，对有冷藏需求的生鲜农产品进行全程冷链控制；2) 建立了高标准生鲜农产品安全检测体系和可追溯体系，在物流配送中心建有检验中心，对生鲜农产品采购、生产、运输等环节进行质量监控；3) 建立了生鲜物流中心，负责各自覆盖区域门店的短距离高效配送，实现按需一日两配、即收即拣即发，从而为消费者提供新鲜、高品质的生鲜食品。

**生产加工：上游延伸搭建食品加工产业链，建立自有品牌优势。**公司自建 10.82 万平米食品工业园，并在生鲜物流中心配套建设了约 5 万平米的生鲜 PC 加工中心、中央厨房，其中宋村 PC 加工中心拥有果蔬包装、配菜加工、面食加工、海产加工、畜产加工、禽产加工和羊肉加工 7 个车间，生鲜产品每年的初加工能力 3 万吨；威海配餐中心集中研发、统一配方、批量生产，集农副产品、熟食加工与配送为一体，

设置了酱卤制品、中式面点、西式面点、快餐、粥汤、凉菜加工区六大功能区域，其中央厨房年产能达2万吨。

表8: 公司自有工厂详情

合作模式	生产商	品类	品牌
自有工厂	荣光实业	大米、花生油、大豆油、调和油	荣光、品品香
	荣成麦香苑	面包	麦香苑
	海悦纺织	服装	佳飞悦
	气爽食品	豆干类休闲食品	奇爽
联营工厂	威海蜡笔小新	烘烤类糕点	蜡笔小新、麦奇
	威海一叮食品	面条制品	一叮
	晟堡食品	猪蹄、凤爪、酱肉制品等	名门本家

资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

图32: 宋村PC加工中心



资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

图33: 威海配餐中心



资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

在上述生产加工能力基础上,公司借助在区域市场的影响力,大力推广自有品牌商品。为了避免与品牌制造商形成竞争,公司一般选取品牌关注度较弱、销售量、购买频率高的商品作为自有品牌。目前公司已经形成了“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”等多个自有品牌,涵盖了食用油、干货食品、自制熟食、卫生用品等商品种类。2017年公司自有品牌商品的营业收入占商业零售收入的比重为8.96%。

图34: 公司自有品牌收入及贡献率

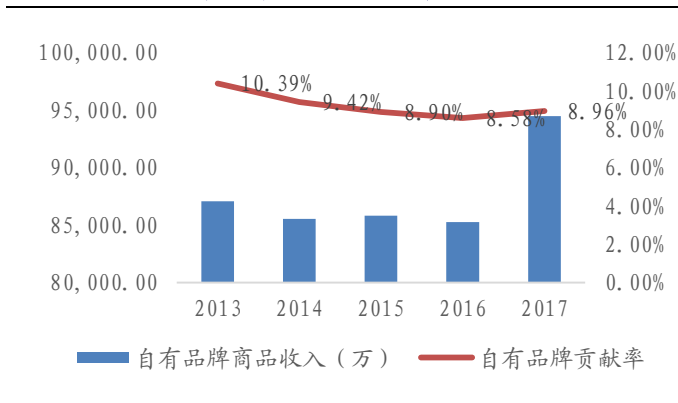


图35: 公司自有品牌





资料来源：公司公告、新时代证券研究所

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

### 3.3、搭建一体化物流网络，构建省内 2.5 小时配送圈

区域一体化物流体系，配送高频高效。公司坚持物流先行的经营策略，截止 2017 年底已在海、烟台、高密、莱芜、宋村建设了 3 处常温物流中心和 5 处生鲜物流中心，已投入运营的自有物流中心总建筑面积约 19.41 万平方米，形成了东西互动、总部与区域物流优势互补、布局合理、智能联动的配送体系，构建了山东省内 2.5 小时配送圈，杂货日均吞吐量超过 21 万件、生鲜日均吞吐量超过 1,600 吨。公司高频次的配送服务形成“最后一公里”的竞争优势，支撑公司网络拓展到省内各个区域，并延伸至社区、乡镇农村。

表9：截止 2017 年底公司仓储物流中心详情

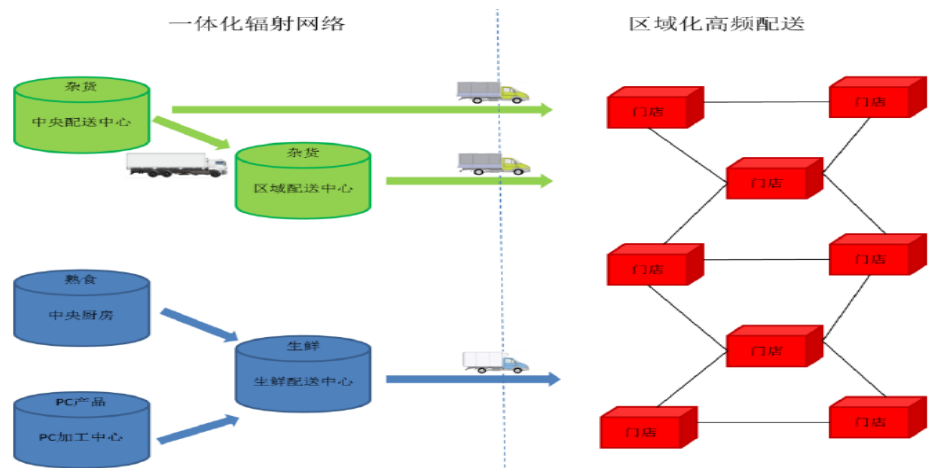
仓型	名称	建筑面积（万平方米）	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.1	11 万件	22 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	13 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.2	392 吨	940 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.2	113 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.4	166 吨	500 吨
	宋村生鲜加工物流中心	4.64	881 吨	3,000 吨

- 备注
- 1、配送车辆总计约 500 部，其中冷链运输车辆约 360 部
  - 2、正在建设：烟台综合物流工业园项目新建面积约 9.7 万平方米，莱芜生鲜加工物流中心项目新建面积约 3.42 万平方米
  - 3、维客青岛物流中心建筑面积约 2.93 万平方米，生鲜加工中心建筑面积约 1.26 万平方米，公司于 2018 年进行改造

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

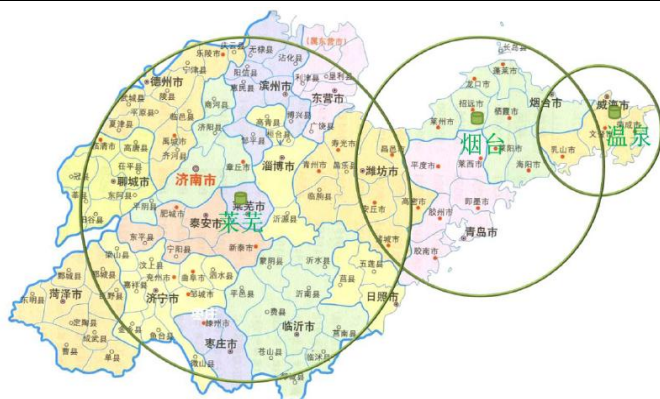
公司整体配送模式分为杂货配送和生鲜配送，基本辐射山东全省。1) 杂货配送包括中央、区域两级配送中心实现立体辐射，其中以威海物流中心为中央配送中心、以烟台物流中心及莱芜物流中心为区域配送中心，其辐射范围已经基本覆盖山东省全境。2) 生鲜配送上，公司设立了中央厨房与 PC 加工中心，其辐射范围已经覆盖鲁东地区，待生鲜加工物流中心项目建成后，配送体系将实现深度覆盖山东省全境。

图36：一体化物流配送网络



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

图37: 杂货物流中心配送范围



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

图38: 生鲜物流中心配送范围



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

## 4、未来看点：展店同店双重提速，合伙人机制持续释放红利

### 4.1、山东广度，胶东深度，存量增效，增量创收

深耕胶东，同店提速，为公司净利提供保障，非胶东区门店质量逐步提升。在存量门店上，公司可比店营收增速 2018H1 达 3.87%，较 2017 年同期增速 0.9% 增长 2.97 个百分点；从各业态来看，公司主营业态大卖场及综合超市同比增速稳步增长分别为 3.6%/4.53%，百货店降幅较 2017 年缩窄。从区域看，公司门店改造逐渐成效，优势区域胶东地区毛利率及门店坪效逐年提升，前端门店质量稳步改善；山东其他地区成熟度逐步提升，毛利率与门店坪效同胶东区差距逐步缩小，2018H1 山东其他地区毛利率为 16.71% (+0.67%)，2017 年坪效为 4853.39 元/平方米 (+8.83%)。预计待莱芜生鲜物流中心完成投入使用及青岛维客门店及物流中心整合完成后，公司非成熟区门店坪效将得到进一步提升。

表10: 公司各业态同店业绩变化

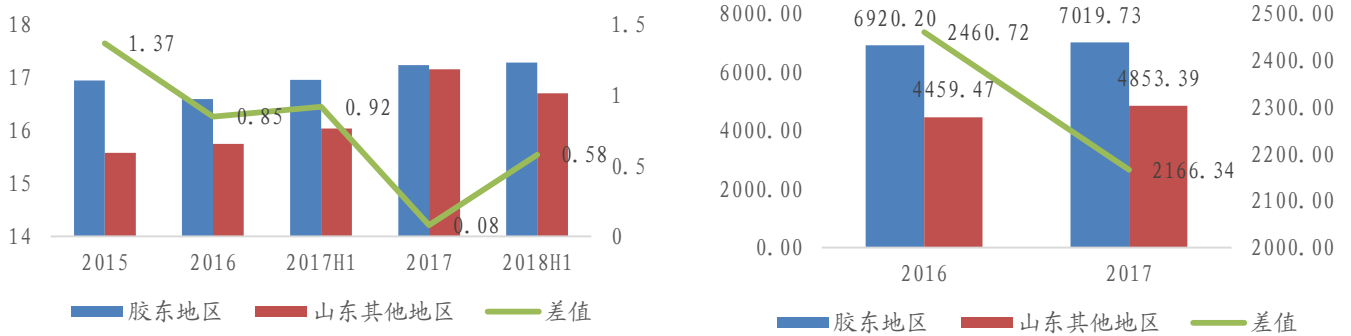
	2016			2017H1			2017年			2018H1		
	门店数量	营业收入 (万元)	同比增速	门店数量	营业收入 (万元)	同比增速	门店数量	营业收入 (万元)	同比增速	门店数量	营业收入 (万元)	同比增 速
大卖场	67	382,651	-0.19	70	204,532	2.3	69	411,003	3.75	75	225,277.36	3.6
社区综合超市	239	302,850	-2.57	464	257,096	-0.56	258	325,299	1.57	482	279,867.87	4.53
农村综合超市	179	178,009	0.28				196	186,773	1.82			
便利店	2	502	0.42	3	371	3.82	3	1,030	-2.24	4	603.46	3.63
百货店	11	12,689	-16.29	11	7,819	-6.2	11	15,489	-0.40	11	7,463.36	-4.02
专业店	19	17,220	3.04	21	10,556	18.09	21	21,137	16.95	26	11,098.91	-1.03
其中： 宝宝悦	9	6,733	15.72				10	8,241	15.39			
总计	517	893,921	-1.12	569	480,374	0.9	558	960,731	2.80	598	524,310.96	3.87

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

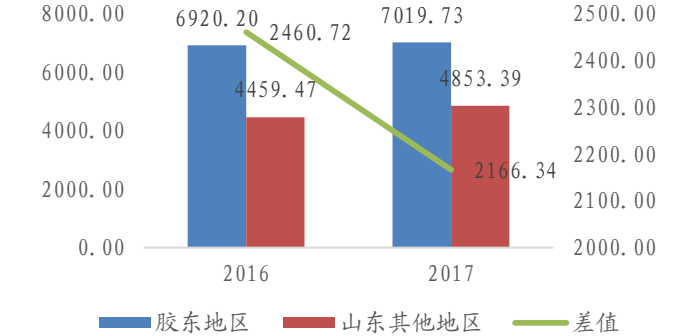
图39: 公司各地区毛利率情况

图40: 公司各地区坪效 (元/平方米)



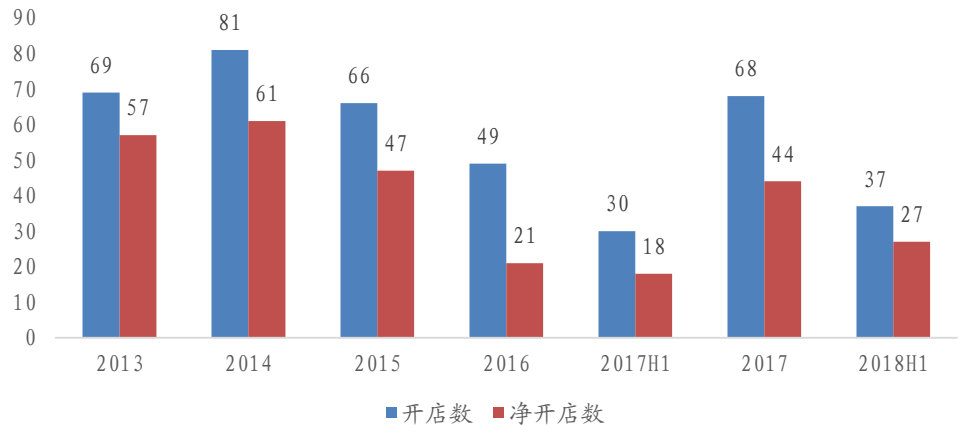


资料来源: wind、新时代证券研究所



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

**2018H1 展店提速, 开启新一轮扩张。**受电商冲击及传统零售业景气度下滑等影响, 公司 2016 年开店速度明显放缓, 净开店数为 21 家, 较 2015 年净开店数量下降了 26 家。随着大环境转暖, 公司完成上市后开店速度回升, 推进“山东广度”, 加快西部扩张。2018H1 公司净开店数达 27 家, 较 2017 年同期增长 9 家。

**图41: 公司新开和净开门店数**

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

**收购青岛维客, 助力青岛扩张。**2017 年 12 月 13 日, 公司拟以自有资金 34,437 万元收购青岛维客商业连锁有限公司 51% 股权, 并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。青岛维客商业拥有 9 家连锁超市, 总面积约 10 万平方米, 且门店主要分布在青岛市区; 同时拥有建筑面积约 2.9 万平方米的常温物流中心、1.3 万平米的生鲜加工物流中心。青岛维客商业 2016 年营收 7.3 亿元, 净亏损 0.31 亿元; 2017H1 综合毛利额增加及合理费用管控, 业绩得到改善, 实现营收 4.03 亿元, 净亏损 0.063 亿元; 2018H1 净亏损 0.08 亿元, 随着公司资源整合, 将打造青岛地区更强的供应链及物流优势, 维客商业的经营业绩将进一步提升。此次收购有利于公司, 在短时间内完善网络布局, 提高公司的市场占有率, 助力公司省内扩张战略的落地。

**表11: 青岛维客商业门店分布**

门店	区域	面积(平方米)
金水路店	青岛李沧区	20,000
沧口店	青岛李沧区	7,000

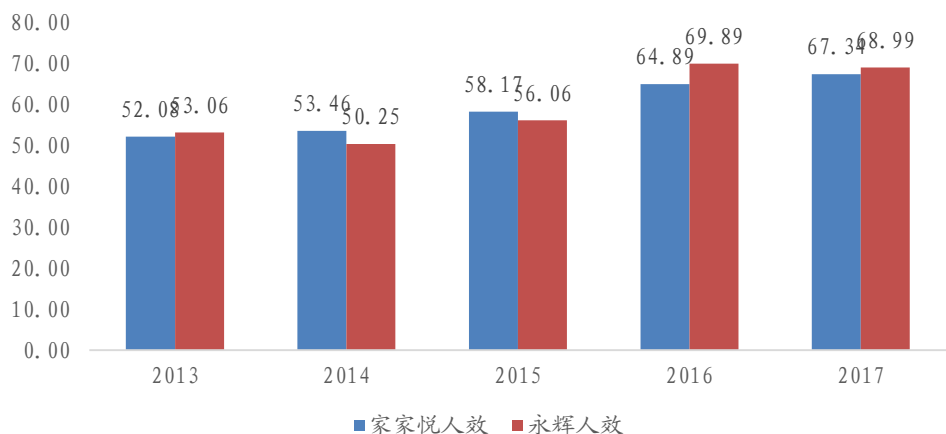
门店	区域	面积(平方米)
沧口公园店	青岛李沧区	20,000
平度店	青岛平度市	13,881.33
胶南店	青岛胶南区	22,011
高密店	高密市	5,500
莱阳店	莱阳市	9,625.07
运海城店	青岛黄岛区	5,500
满家好店	青岛李沧区	1,000
合计		104,517.40

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 4.2、深化机制改革，推广品类经理制与合伙人机制

实施品类经理制和合伙人机制，经营效率有望进一步提升。采购上建立更扁平化的架构，实施品类经理制，配套绩效薪酬机制改革，季度考核并与业绩紧密挂钩，业绩和工作效率显著提升。门店管理上于2017年探索推行合伙人机制，试点了33家门店，推行后试点门店的销售、坪效、劳效平均实现了8%以上的增长；截止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。目前合伙人制还在试推行中，试点门店占总门坪效店比例较低，随着合伙人制进一步推广，预计会释放更多红利，门店经营效率、员工创收能力将得到进一步提升。

图42：永辉与家家悦人效（万元/人）



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 5、核心指标同业对比

### 5.1、盈利能力优于同业，劳效坪效仍有提升空间

公司营收规模、毛利率及净利率等盈利指标均优于同业，随着合伙人制度在新开店的进一步推广，门店及员工创收能力有进一步提升空间。公司与同业公司比较来看，营业收入规模及增速均高于行业平均水平（其中步步高因收购梅西百货营收

增速大幅提高), 随着 2018 年展店提速, 进入新的扩张期, 营收增速有望进一步提升; 公司受益于供应链端优势及良好的费用端把控能力, 毛利率及净利率均高于行业平均水平, 其中毛利率高于行业龙头 0.74 个百分点; 从店效和人效来看, 处于行业领先水平但略低于永辉超市, 永辉超市 2016 年后合伙人机制红利初显, 预计随着公司合伙人制的进一步推动, 员工及门店创收能力将持续提升。

**表12: 同业营业收入及同比增速 (百万元, %)**

	2013		2014		2015		2016		2017	
	营业总收入	同比增速	营业总收入	同比增速	营业总收入	同比增速	营业总收入	同比增速	营业总收入	同比增速
家家悦	9,000.10	14.91	9,835.17	9.28	10,485.58	6.61	10,776.96	2.78	11,330.38	5.14
永辉超市	30,542.82	23.73	36,726.80	20.25	42,144.83	14.75	49,231.65	16.82	58,591.34	19.01
步步高	11,387.89	13.81	12,296.79	7.98	15,472.18	25.82	15,520.28	0.31	17,310.64	11.54
红旗连锁	4,437.04	13.62	4,764.21	7.37	5,486.18	15.15	6,321.63	15.23	6,938.94	9.77
三江购物	4,689.62	-8.47	4,444.19	-5.23	4,357.36	-1.95	4,095.95	-6.00	3,769.86	-7.96
人人乐	12,716.46	-1.53	12,117.38	-4.71	11,218.05	-7.42	10,156.78	-9.46	8,855.29	-12.81
新华都	7,380.19	10.77	7,017.56	-4.91	6,488.17	-7.54	6,709.55	3.41	6,972.54	3.92
利群股份	10,667.61	10.40	10,599.90	-0.63	10,587.88	-0.11	10,292.60	-2.79	10,553.77	2.54

资料来源: wind、新时代证券研究所

**表13: 同业销售毛利率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	21.31	22.13	22.14	21.68	21.58
永辉超市	19.19	19.66	19.83	20.19	20.84
步步高	22.31	22.47	21.92	21.42	21.52
红旗连锁	26.60	26.19	27.13	27.21	27.72
三江购物	19.70	20.05	19.84	21.34	23.66
人人乐	20.99	21.55	22.43	23.10	21.06
新华都	19.72	21.20	20.47	21.61	21.32
利群股份	17.64	18.79	19.18	19.16	19.96
行业平均值	22.74	24.26	25.21	24.42	24.10

资料来源: wind、新时代证券研究所

**表14: 同业销售净利率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	2.49	2.32	2.36	2.33	2.74
永辉超市	2.36	2.32	1.42	2.47	2.88
步步高	3.65	2.80	1.39	0.90	0.88
红旗连锁	3.54	3.57	3.26	2.28	2.38
三江购物	3.20	2.47	1.54	2.47	2.88
人人乐	0.06	-3.80	-4.23	0.60	-6.08
新华都	-3.43	0.28	-6.08	0.73	-0.98
利群股份	3.12	3.15	3.19	3.52	3.74

资料来源: wind、新时代证券研究所

**表15: 同业人效 (万元/人, 营业总收入/员工总数)**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	52.08	53.46	58.17	64.89	67.34

	2013	2014	2015	2016	2017
永辉超市	53.06	50.25	56.06	69.89	68.99
步步高	78.30	72.16	69.92	66.62	66.01
红旗连锁	31.79	37.66	34.59	37.61	45.83
三江购物	62.14	67.86	70.89	76.06	72.29
人人乐	64.16	57.94	64.87	64.23	58.40
新华都	52.47	53.29	50.49	53.41	63.95
利群股份	124.83	136.54	145.24	144.82	148.96

资料来源: wind、新时代证券研究所

**表16: 同业坪效(万元/平方米/年)**

	2017年坪效	备注
家家悦	0.72	营业收入/建筑面积
永辉超市	1.29	同店坪效
步步高	0.53	超市业态坪效
红旗连锁	0.44	营业收入/建筑面积
三江购物	1.53	超市和小业态门店
人人乐	0.56	同店坪效(社区生活超市、大卖场、精品超市)
新华都	0.86	同店坪效(超市)

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

## 5.2、展店期费用把控力强, 整体低于同业且逐年稳步改善

期间费用率、租金费用率较低, 员工薪酬较高, 合伙人制红利释放后, 有望控制在合理范围。公司在展店期间费用率把控能力较高, 费用率整体呈下降趋势且低于行业平均水平, 其中期间费用率略高于永辉超市 0.31%, 销售费用率略高主要系门店扩张和员工调薪影响; 刚性费用中, 人均员工薪酬较同行处于较高水平且呈现增长趋势, 但预计随着合伙人制的推广和红利释放, 能进一步提升劳效, 将员工薪酬费用控制在合理水平; 公司租金费用率处于行业较低水平且逐年呈下降趋势, 仅高于永辉超市 0.04%。

**表17: 同业期间费用率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	17.41	17.90	18.21	17.94	17.63
永辉超市	16.16	16.87	17.37	17.02	17.32
中百集团	17.96	19.33	20.20	22.03	21.31
步步高	16.62	18.01	19.79	20.08	20.00
红旗连锁	22.21	22.50	23.28	24.30	23.89
三江购物	15.60	16.46	17.65	18.23	19.70
人人乐	19.70	22.89	24.69	23.20	25.53
新华都	20.35	20.03	23.96	21.15	21.07
利群股份	12.71	13.68	13.81	13.46	14.02

资料来源: wind、新时代证券研究所

**表18: 同业销售费用率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	15.76	16.36	16.52	16.24	16.01
永辉超市	13.58	14.33	15.13	14.55	14.42

	2013	2014	2015	2016	2017
中百集团	13.64	15.81	16.11	18.20	17.74
步步高	14.84	16.33	17.45	17.73	17.68
红旗连锁	20.44	20.56	21.13	22.53	22.23
三江购物	14.82	15.45	15.92	16.25	17.49
人人乐	15.76	17.72	18.39	18.78	20.22
新华都	16.84	16.86	18.15	17.13	16.54
利群股份	8.29	8.65	8.57	8.68	9.43

资料来源：wind、新时代证券研究所

**表19: 同业管理费用率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	1.99	1.92	1.98	1.94	2.17
永辉超市	2.31	2.25	2.30	2.62	3.04
中百集团	4.13	3.22	3.57	3.35	3.29
步步高	2.08	1.69	1.99	1.76	1.73
红旗连锁	2.22	1.91	2.08	1.68	1.41
三江购物	1.52	1.87	2.32	2.55	2.78
人人乐	4.00	5.13	6.22	4.33	5.19
新华都	3.54	3.07	5.45	3.70	4.34
利群股份	3.27	3.66	3.78	3.65	3.90

资料来源：wind、新时代证券研究所

**表20: 同业财务费用率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	-0.39	-0.38	-0.29	-0.24	-0.56
永辉超市	0.27	0.28	-0.06	-0.15	-0.14
中百集团	0.19	0.30	0.51	0.48	0.27
步步高	-0.31	-0.01	0.33	0.52	0.52
红旗连锁	-0.45	0.03	0.07	0.09	0.25
三江购物	-0.74	-0.87	-0.58	-0.58	-0.57
人人乐	-0.07	0.03	0.07	0.09	0.12
新华都	-0.03	0.11	0.37	0.32	0.19
利群股份	1.15	1.36	1.46	1.14	0.69

资料来源：wind、新时代证券研究所

**表21: 同业人均员工薪酬(万元/人 应付员工薪酬本期增加额/员工总数)**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	4.01	4.27	4.70	5.68	6.02
永辉超市	3.61	3.70	4.22	5.34	5.43
中百集团	3.45	4.13	3.97	5.00	5.98
步步高	4.52	4.40	4.73	4.37	4.58
红旗连锁	3.73	4.08	3.81	4.21	4.79
三江购物	4.80	5.74	6.40	7.25	7.58
人人乐	3.81	4.21	5.13	5.11	5.34
新华都	3.81	4.05	4.57	4.79	5.53
利群股份				8.16	9.37

资料来源：wind、新时代证券研究所

**表22： 同业租金费用率（销售费用明细中租金费用/营业收入）**

	2013	2014	2015	2016	2017	备注
家家悦	2.96%	2.93%	2.98%	2.87%	2.59%	租金及物业管理
永辉超市	2.51%	2.62%	2.86%	2.68%	2.55%	租金及物业管理
中百集团	2.58%	2.82%	2.95%	3.10%	3.53%	租金
步步高	2.94%	3.56%	3.97%	4.35%	5.00%	租金及物业管理
红旗连锁	5.85%	6.66%	7.50%	7.94%	8.01%	租金
三江购物	2.99%	3.06%	2.94%	2.95%	2.78%	租金
人人乐	5.16%	5.95%	6.07%	6.42%	7.08%	租金
新华都	4.94%	4.97%	4.99%	4.67%	4.55%	租金
利群股份		1.50%	1.59%	1.63%	1.89%	租金

资料来源：wind、新时代证券研究所

### 5.3、ROE 领先同业，资产运营效率较高

公司 ROE 处于行业高位，2017 年大幅下降主要系公司上市后财务杠杆降低，同时 2017 年后开启新一轮扩张后，资本支出加大，短期回报较少，未来随着公司新门店培育期缩短，门店逐渐成熟，净利率及资产周转率提高，ROE 有望回升。受益于公司高频高效的物流体系和资产管理运营能力，公司存货周转率略低于永辉超市，资产周转率整体高于行业平均水平。

**表23： 同业 ROE**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	30.63	26.56	25.39	23.16	13.07
永辉超市	14.48	13.92	5.65	8.50	9.32
中百集团	5.84	6.27	0.19	0.22	2.26
步步高	14.23	10.44	4.50	2.64	2.37
红旗连锁	9.07	9.22	9.05	6.85	7.35
三江购物	9.83	6.97	4.24	6.38	6.73
人人乐	0.72	-15.60	-19.11	2.66	-26.42
新华都	-20.09	3.48	-43.12	3.37	-3.14
利群股份	17.79	15.91	14.55	14.03	10.18

资料来源：wind、新时代证券研究所

**表24： 同业存货周转率**

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	7.21	7.16	7.30	6.82	6.96
永辉超市	7.94	8.37	8.50	8.16	8.46
中百集团	6.47	6.45	6.97	6.60	7.76
步步高	6.53	6.25	7.31	6.12	6.48
红旗连锁	5.15	5.47	5.41	4.90	4.78
三江购物	6.45	7.09	8.01	7.84	8.47
人人乐	6.66	5.95	5.47	5.07	5.12
新华都	8.35	7.76	7.23	6.79	6.54
利群股份	4.74	5.31	5.71	5.77	6.35

资料来源：wind、新时代证券研究所



表25: 同业资产周转率

	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦	2.34	2.32	2.37	2.05	1.85
永辉超市	2.56	2.58	2.36	1.98	1.88
中百集团	1.97	1.91	1.88	1.74	1.81
步步高	1.57	1.43	1.47	1.16	1.13
红旗连锁	1.61	1.60	1.63	1.66	1.67
三江购物	1.53	1.50	1.54	1.49	1.38
人人乐	1.77	1.70	1.71	1.71	1.62
新华都	2.05	1.88	1.80	1.85	1.92
利群股份	1.75	1.62	1.58	1.49	1.42

资料来源: wind、新时代证券研究所

## 6、盈利预测与估值

公司深耕胶东,同时加速鲁西布局,未来两年计划实现山东省全覆盖。省内扩张步伐开启,配以合伙人制度激励加速优化新开店孵化;调整商品组合贴合客户消费需求,提升同比店收入增厚净利。我们预计快速扩张期公司收入有望提速,预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.83/4.71/5.21 亿元,对应 EPS 分别上调为 0.82 (+0.05) / 1.01 (+0.09) / 1.11 (+0.02) 元,PE 分别为 26.6/21.7/19.60,维持公司“强烈推荐”评级。

表26: 公司商业营业收入预测

	2018 年					
	新开门店数	两年以下门店数	未成熟店单店营收 (万元)	两年以上门店数	两年以上门店单店 营收(万元)	营收总计(万元)
大卖场	20	19	3098.77	73	6007.40	559392.03
综合超市	60	36	687.35	468	1161.28	609463.55
其他	20	21	103.67	41	934.91	42581.83
合计	100	76		582		1211437.40
	2019 年					
大卖场	20	20	3098.77	91	6007.40	670623.93
综合超市	60	55	687.35	499	1184.50	670112.36
其他	20	19	103.67	61	906.87	59361.88
合计	100	94		651		1400098
	2020 年					
大卖场	20	20	3098.77	108	6058.66	778286.27
综合超市	60	55	687.35	544	1184.50	723415.00
其他	20	19	103.67	78	906.87	74778.60
合计	100	94		730		1576480

资料来源: 新时代证券研究所

表27: 家家悦与同业公司估值表

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市销率 PS(TTM)
			TTM	18E	19E	
603708.SH	家家悦	9959.04	25.72	25.76	21.57	0.80
	中位值	6730.97	25.72	35.05	28.55	0.60

平均值	平均值	12572.87	13.89	33.11	31.60	0.69
601933.SH	永辉超市	69864.37	41.22	41.62	29.93	1.08
002697.SZ	红旗连锁	6895.20	24.18	24.91	20.74	0.96
002251.SZ	步步高	6876.68	43.10	35.05	28.55	0.37
601116.SH	三江购物	6730.97	71.84	58.75	54.60	1.66
002264.SZ	新华都	4152.26	-108.64	--	--	0.60
000759.SZ	中百集团	3616.22	8.91	7.40	25.47	0.23
002336.SZ	人人乐	2804.00	-11.38	--	--	0.34
600361.SH	华联综超	2257.09	30.05	38.26	40.31	0.19

资料来源：wind、新时代证券研究所

## 7、风险提示

行业需求低迷，新开店增速表现不达预期。



## 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。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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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/>