

**公司深度**
**家家悦 (603708)**
**商业贸易 | 一般零售**
**深耕供应链，未来加速扩张**

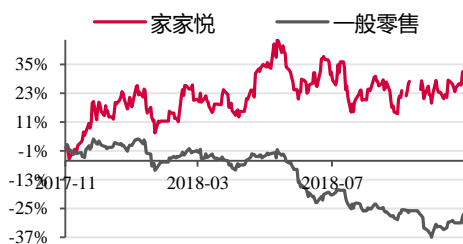
2018年11月19日

**评级** **推荐**

评级变动 首次

**合理区间** **26.00- 28.00 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	22.99
52周价格区间 (元)	16.69-26.40
总市值 (百万)	10759.32
流通市值 (百万)	3608.76
总股本 (万股)	46800.00
流通股 (万股)	15697.09

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
家家悦	8.24	10.05	31.97
一般零售	11.64	-1.86	-27.36

**陈博**

 执业证书编号: S0530517080001  
 chenbo@cfzq.com

**滕毅**

tengyi@cfzq.com

**分析师**

0731-84403422

**研究助理**

0731-84403398

**相关报告**

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	10776.96	11330.38	12973.29	14530.08	16273.69
净利润 (百万元)	251.25	310.74	385.37	468.99	551.50
每股收益 (元)	0.54	0.66	0.82	1.00	1.18
每股净资产 (元)	4.98	5.30	5.70	6.11	6.63
P/E	42.82	34.62	27.92	22.94	19.51
P/B	4.62	4.34	4.03	3.76	3.47

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**投资要点:**

- 公司是胶东地区超市龙头企业, 坚持“胶东深度, 山东广度”的发展战略, 目前已经发展成为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。
- 短期角度看, 以必选消费为主的超市行业具备弱周期属性, 叠加 CPI 温和上行预期, 表现出相对较高的景气度, 未来短期内业绩确定性强。从发展趋势看, 生鲜超市凭借供应链优势提供的高质量生鲜产品、舒适的购买环境以及专业化服务, 满足消费者即时、高性价比的消费需求, 有望逐步取代农贸市场成为生鲜商品的主要线下销售渠道。从市场角度看, 胶东外地区市场空间巨大, 省内超市渠道生鲜市场份额仍有较大提升空间。
- 公司供应链优势明显: (1) 生鲜采购渠道广泛, 杂货采购议价能力强; 生鲜产品加工精细化、规模化; 自有品牌品类丰富, 市场认可度高。(2) 物流配送区域一体化, 5处生鲜物流中心实现门店一日两配的高频配送标准, 保证生鲜商品品质; 3处常温物流中心实行两级配送制度, 科学有效管理库存。(3) 门店深度布局胶东地区, 规模优势明显; 员工管理、合伙人机制推广卓有成效; 会员数量庞大, 会员体系核心优势突出。
- 盈利预测与投资评级。公司供应链管理优势明显, 费用管控出色, 异地扩张成功性高, 业绩增长确定性强。预计公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 129.73/145.30/162.73 亿元, 净利润分别为 3.85/4.68/5.51 亿元, EPS 分别为 0.82/1.00/1.18 元, PE 对应当前股价分别为 27.92/22.94/19.51 倍。目前商业贸易-一般零售-超市板块市盈率为 32 倍 (TTM, 中值), 考虑到零售行业未出现明显的复苏迹象, 给予公司 2019 年 26-28 倍 PE, 6-12 个月股价合理区间为 26.00-28.00 元。首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。
- 风险提示: (1) 宏观经济下行, 整体消费能力和消费意愿持续下降; (2) 区域市场竞争加剧, 市场占有率未能有效提升; (3) 门店扩张速度减缓, 新店盈利情况不及预期。

## 内容目录

<b>1 胶东地区生鲜超市龙头，多业态并举</b> .....	<b>4</b>
1.1 胶东超市龙头，股权结构稳定集中.....	4
1.2 门店扩张布局合理，多业态重点经营.....	5
1.3 采购物流优势构筑强大生鲜壁垒.....	6
<b>2 行业与市场格局：短期景气度高，生鲜超市迎合未来消费趋势，区域市场空间广阔</b> ..	<b>8</b>
2.1 必选消费表现强势，行业短期景气度高.....	8
2.2 生鲜超市：品类属性决定良好前景，密集展店实现规模效应.....	8
2.3 区域市场空间巨大，公司扩张前景广阔.....	9
<b>3 供应链前端：高效采购，精细加工，自有品牌锦上添花</b> .....	<b>10</b>
3.1 采购渠道丰富，议价能力强.....	10
3.2 精细化加工，优势共享.....	11
3.3 自有品牌基础扎实，具备成长潜力.....	12
<b>4 供应链中端：物流配送一体化，支持快速、密集展店</b> .....	<b>13</b>
4.1 生鲜高频配送，“最后一公里”竞争优势明显.....	14
4.2 杂货两级配送，实时库存管理.....	15
<b>5 供应链后端：门店深入布局，人员高效管理，会员优势突出</b> .....	<b>16</b>
5.1 立足胶东，展店提速，门店经营效率有望持续改善.....	16
5.2 员工管理卓有成效，合伙人机制进一步推广.....	17
5.3 会员体系完善，核心优势突出.....	17
<b>6 财务分析：对标永辉超市，探寻家家悦改善空间</b> .....	<b>18</b>
6.1 营收稳健提升，归母净利润加速增长.....	18
6.2 净利率上升，费用管控优秀，盈利能力位于行业上游水平.....	19
6.3 预收款项增长稳定，存货管理能力有待提高.....	20
6.4 现金流充裕，盈利质量高，支持公司在行业底部时期扩张.....	21
<b>7 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>21</b>
<b>8 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：家家悦发展历程.....	4
图 2：家家悦股权结构.....	5
图 3：家家悦门店总数、新开及关闭门店数量.....	5
图 4：A 股超市行业部分上市公司生鲜收入占比.....	7
图 5：家家悦全国采购基地.....	7
图 6：必选消费品类零售额同比增速.....	8
图 7：重点流通企业销售额（分业态）.....	8
图 8：2016 年我国农产品市场份额.....	9
图 9：我国生鲜市场交易规模及增速.....	9
图 10：山东省 GDP 及其增速.....	9
图 11：山东省居民可支配收入及其增速.....	9
图 12：宋村生鲜加工中心.....	11
图 13：自有品牌收入占比.....	13
图 14：自有工厂产能利用率.....	13

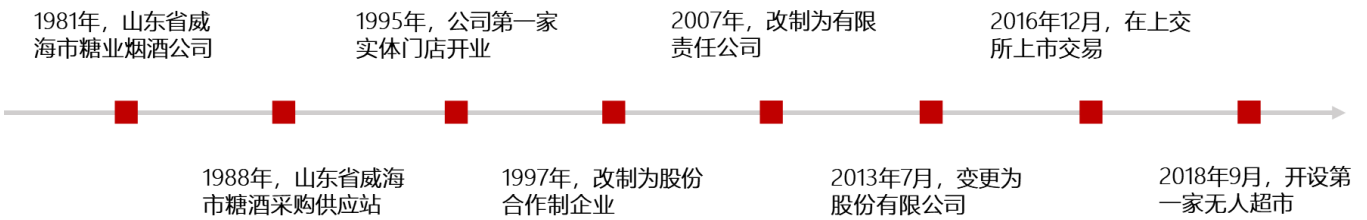
图 15: 生鲜物流中心配送范围 .....	14
图 16: 杂货物流中心配送范围 .....	15
图 17: 家家悦人均创收 .....	17
图 18: 家家悦人均创利 .....	17
图 19: 会员人数及增速 .....	18
图 20: 会员客流量 .....	18
图 21: 会员销售收入及其占比 .....	18
图 22: 家家悦营业收入及其增速 .....	19
图 23: 家家悦归母净利润及其增速 .....	19
图 24: 毛利率及净利率: 家家悦、永辉超市、行业中值 .....	19
图 25: 家家悦存货周转率 .....	20
图 26: 家家悦预收款项及其增速 .....	20
图 27: 家家悦现金流、盈利质量 .....	21
表 1: 家家悦门店业态及数量 (2018H1) .....	6
表 2: 家家悦部分合作社和养殖场 .....	10
表 3: 家家悦生鲜加工中心 .....	12
表 4: 家家悦部分自有品牌及生产商 .....	13
表 5: 家家悦物流中心情况 .....	14
表 6: 家家悦开业两年以上门店店效 .....	16
表 7: 家家悦门店坪效 .....	17
表 8: 家家悦费用率 .....	20
表 9: 销售期间费用率: 家家悦、永辉超市、行业中值 .....	20
表 10: 营业收入分部预测 .....	22

## 1 胶东地区生鲜超市龙头，多业态并举

### 1.1 胶东超市龙头，股权结构稳定集中

家家悦前身是山东省威海糖酒采购供应站，经营副食品业务。1997年12月，威海糖酒采购供应站改制为股份合作制企业，并于2007年12月改制为山东家家悦集团有限公司。2013年4月，家家悦有限整体变更为家家悦集团股份有限公司，控股股东为山东家家悦投资控股股份有限公司。公司于2016年12月在上海证券交易所上市交易。

图 1：家家悦发展历程



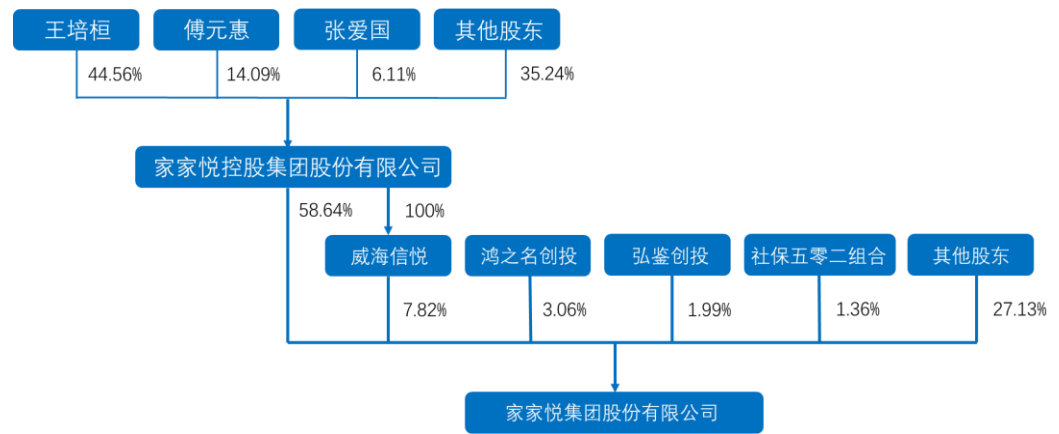
资料来源：公司公告，财富证券整理

公司主营业务为超市连锁经营，涉及大卖场、社区和农村综合超市、专业店等多种业态。公司坚持“胶东深度，山东广度”的发展战略，立足于山东省内，深耕胶东地区，目前已经发展成为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。

公司股权结构集中，管理层间接持股比例大。截至2018年9月30日，公司前五大股东分别为家家悦控股集团股份有限公司(58.64%)、威海信悦投资管理有限公司(7.82%)、上海鸿之铭创业投资中心(有限合伙)(3.06%)、宁波弘鉴创业投资中心(有限合伙)(1.99%)、全国社保基金五零二组合(1.36%)。

其中，威海信悦是家家悦控股的全资子公司。公司董事长、总经理王培桓先生持有家家悦控股、威海信悦44.56%股权，间接持有公司29.61%的股权，为公司的实际控制人。公司管理层合计间接持股比例高，股权结构较为集中，股权激励充分，利于公司长期稳定的经营发展。

图 2：家家悦股权结构



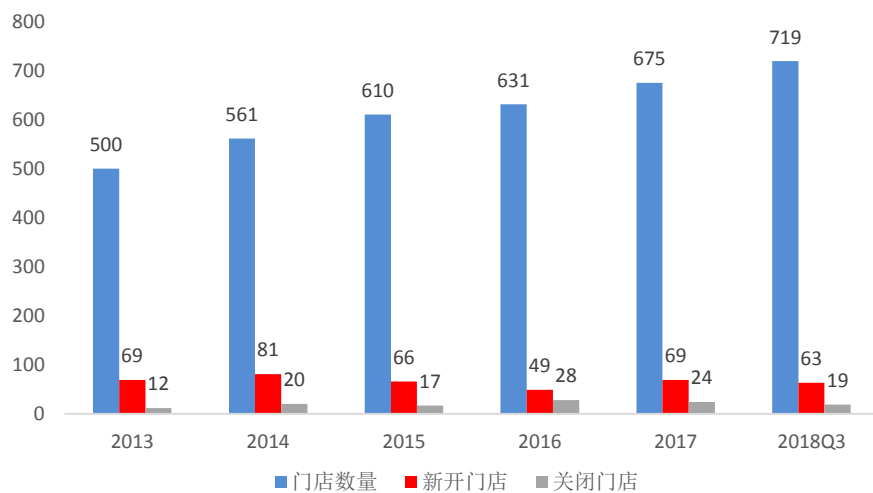
资料来源：公司公告，财富证券整理

### 1.2 门店扩张布局合理，多业态重点经营

公司以“区域密集，城乡一体，多业态并举”为发展思路进行连锁门店布局，由胶东地区逐步向西、向南扩展延伸，目前已进入潍坊、济南、莱芜、临沂、枣庄、泰安、淄博等地市，未来计划进入山东省西部大部分地市。

展店速度加快，部分门店合理调整。公司 2015/2016/2017/2018Q3 各业态连锁门店分别为 610/631/675/719 家，新开门店分别为 66/49/68/63 家，新店展店合理，门店扩张速度稍有加快，同时因经营未达预期等原因对部分门店进行了调整。

图 3：家家悦门店总数、新开及关闭门店数量



资料来源：公司年报，财富证券

超市业态占公司门店总数 85% 以上，便利店展店提速。2018 年前三季度新开门店 63 家，其中大卖场 7 家，综合超市 24 家，宝宝悦 12 家，便利店 10 家，无人超市 1 家，并购青岛维客商业门店 9 家。公司连锁门店仍以超市业态为主，百货店与专业店业态为超市、大卖场业态的有益补充，一般与公司的大卖场开在一处，为消费者创造一站式的消

费体验。便利店作为公司新零售业态的尝试，目前数量较少，但看好未来成为公司潜在利润增长点。

**表 1：家家悦门店业态及数量（2018H1）**

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 3,000 平方米以上
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 3,000 平方米以下
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	开设在村镇的综合超市，主要面向村镇居民
百货店	12	采取柜台销售和开架面售百货商品的综合性商场
便利店	8	位于居民区附近，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 平方米以下
专卖店	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	

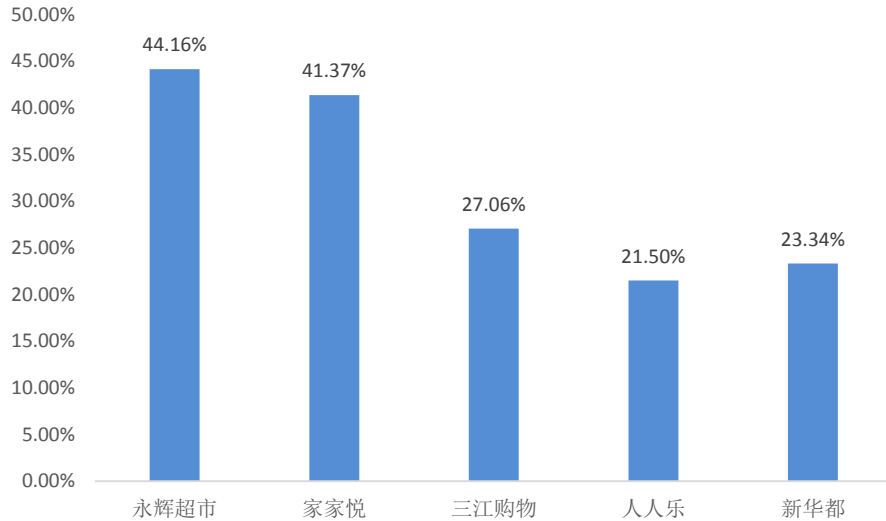
资料来源：公司公告

胶东深度布局，山东广度扩张。2017 年底胶东地区门店 589 家，山东其他地区 86 家；2018 年前三季度新开门店中，40 家位于胶东地区，14 家位于山东其他地区，9 家并购门店均位于青岛地区。公司在强化现有区域网络密度的前提下，进一步推进鲁中、鲁西地区门店开发，持续挖掘新区域的扩张空间和发展潜力。

### 1.3 采购物流优势构筑强大生鲜壁垒

伴随着消费升级，大众食品消费习惯从原先的生存、温饱型向享受、体验型方向发展，对生鲜食品的品质需求也随之提升。公司积极把握生鲜食品消费升级的契机，在多年的发展过程中始终贯彻以“生鲜为特色”的经营理念，凭借高密度门店布局以及完善的物流网络，稳坐胶东地区生鲜超市头把交椅。生鲜板块收入占商业主营业务收入比例逐年上升，2018 年上半年达到 41.3%，在 A 股上市公司中仅低于永辉超市（44.1%）。

图 4：A 股超市行业部分上市公司生鲜收入占比



资料来源：wind，财富证券

公司坚持“生鲜商品基地直供”的源头直采模式，经过多年在生鲜采购领域的深耕，已经建立起遍布全国的直采网络，与 200 多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同，超过 80% 的生鲜都来源于产地直采。通过加强对产品品质的源头控制、食品加工过程中的质量控制以及商品流转环节中的损耗控制，保证产品质量的同时也保持了明显的价格优势，构筑了公司强大的生鲜壁垒。

图 5：家家悦全国采购基地



资料来源：公司公告

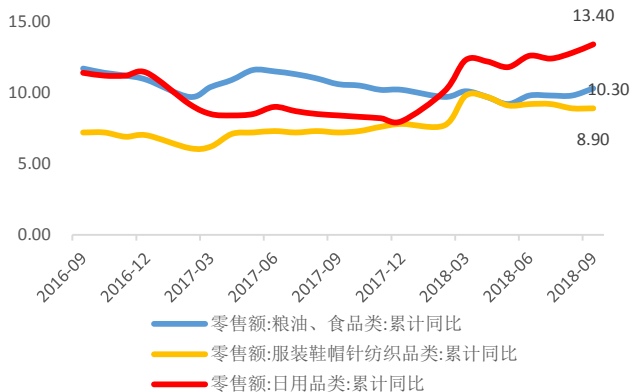
## 2 行业与市场格局：短期景气度高，生鲜超市迎合未来消费趋势，区域市场空间广阔

### 2.1 必选消费表现强势，行业短期景气度高

2018年，受宏观经济环境和国际局势的不确定性影响，居民预期收入下滑，短期消费意愿出现一定程度的收缩，社会消费品零售总额增速进入个位数。可选消费类受消费意愿下降影响较大，必选消费则表现出相对较强的韧性，2018年前三季度粮油、食品类零售额同比增长10.3%，保持两位数增长；日用品类零售额同比增长13.4%，增速同比提升5个百分点。

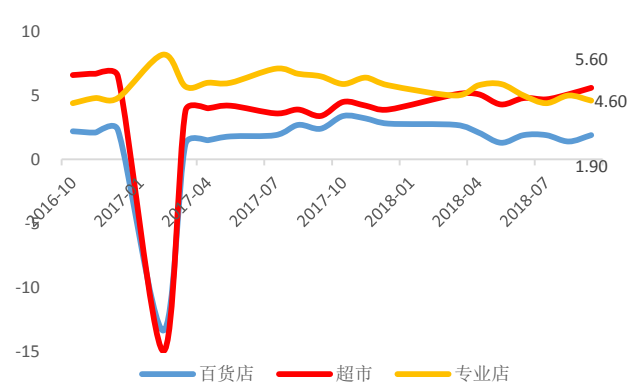
2018年前三季度，A股超市行业上市公司共实现营业收入1167.75亿元，同比增长11.32%，实现归母净利润24.16亿元，同比增长23.50%，行业全年经营业绩可期。据商务部监测数据，超市业态重点流通企业销售额2018年9月同比增长5.6%，增速较上月提高0.5个百分点，2018年5月以来同比增速持续上行。以必选消费为主的超市行业具备弱周期属性，叠加CPI温和上行预期，表现出相对较高的景气度，未来短期内业绩确定性较强。

图6：必选消费品零售额同比增速



资料来源：wind，财富证券

图7：重点流通企业销售额（分业态）



资料来源：wind，财富证券

### 2.2 生鲜超市：品类属性决定良好前景，密集展店实现规模效应

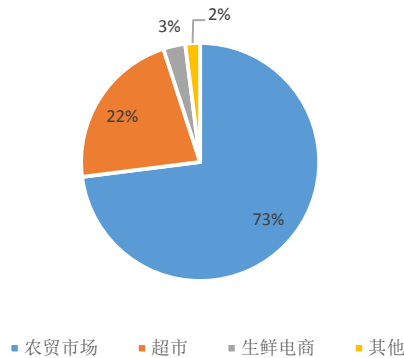
生鲜品类属性、市场规模决定生鲜超市的良好前景。生鲜交易市场十分广阔，2017年我国生鲜市场交易规模达1.79万亿，同比增长6.9%，预计2018年生鲜市场交易规模将继续增长至1.91万亿。生鲜商品因必需性具有极强的高频消费特征以及聚客引流效应，但生鲜品类具有难以保存、运输易损耗、包装成本高、时效性要求高等特点，目前电商总体渗透程度较低（中国产业信息网预测2018年渗透率约为10%）。

生鲜线下销售渠道主要为农贸市场、大型商超以及社区菜店，2016年生鲜产品流通渠道中农贸市场占73%，超市仅为22%，远低于发达国家水平。消费升级背景下，生鲜超市凭借供应链优势提供的高质量生鲜产品、舒适的购买环境以及专业化服务，满足消



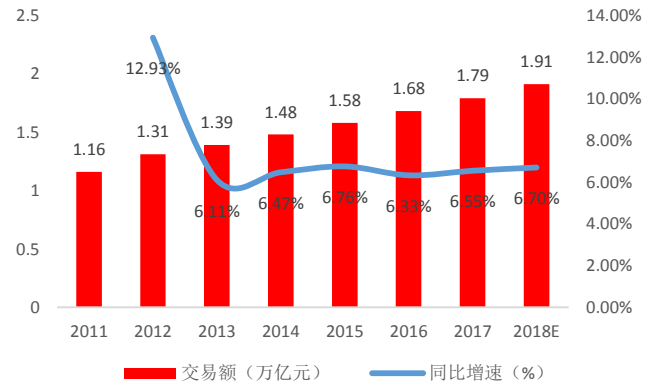
费者即时、高性价比的消费需求，生鲜超市覆盖率将持续提升，有望逐步取代农贸市场成为生鲜商品的主要线下销售渠道。

图 8：2016 年我国农产品市场份额



资料来源：中国产业信息网，财富证券

图 9：我国生鲜市场交易规模及增速



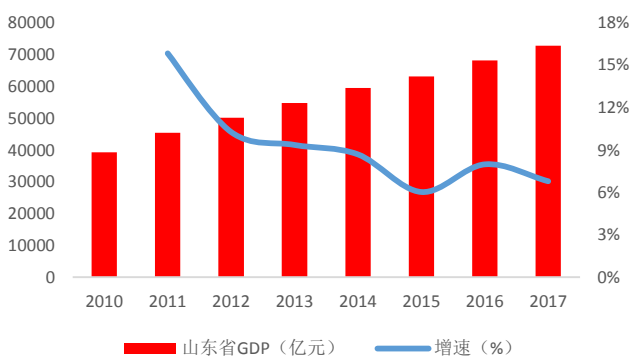
资料来源：中国产业信息网，财富证券

生鲜超市小型化、社区化下的高密度布局或为趋势。结合即时性、便利性的生鲜消费需求特点，高密度的社区化布局能有效打破单个生鲜超市服务半径有限的缺点，实现生活区域全覆盖。区域内门店共享物流配送，规模效应下供应链效率更加优化。同时，成本控制下生鲜超市呈现小型化趋势，家家悦新开综合超市在 100-1500 平不等，多数为 100-200 平；永辉超市新开永辉生活店基本在 300 平以下，100-200 平占比较高。小型化开店节约租金和人力支出，单店高效经营和成本管控能力是区域密集开店的前提条件。

### 2.3 区域市场空间巨大，公司扩张前景广阔

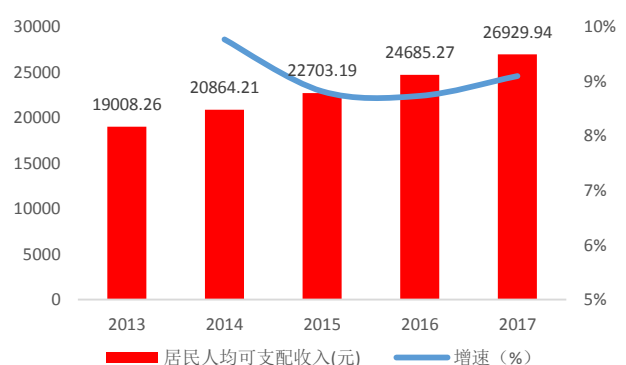
山东省强大的经济基础为公司的全省扩张提供了有利条件。2017 年山东省 GDP 达到 72634 亿元，同比增长 6.8%，总量仅次于广东和江苏，位居全国第三；社会消费品零售总额 33649 亿元，同比增长 9.8%，总量位居全国第二；居民可支配收入 26929 元，城镇化率 60.58%，均高于全国平均水平。

图 10：山东省 GDP 及其增速



资料来源：wind，财富证券

图 11：山东省居民可支配收入及其增速



资料来源：wind，财富证券

2017 年胶东地区 GDP21856 亿元，同比增长 8.5%，社会消费品零售总额 9422 亿元，同比增长 10.4%，增速均高于山东全省。截至 2017 年末，青岛、威海、烟台城镇化率分

别达到 67.30%、66.46%、63.66%，接近广东、江苏等沿海地区发达省份，高于山东省平均水平。良好的经济条件和消费环境奠定了公司继续深耕胶东的基础，实现公司胶东地区高基数下的稳定增长。2017 年，胶东地区社零总额仅占山东省的 28%，胶东地区外市场空间巨大。

2017 年全国生鲜市场交易规模 1.79 万亿元，按 2016 年超市渠道生鲜份额 22% 以及年末全国人口 13.9 亿计算，超市渠道人均生鲜消费 283.3 元。2017 年末山东省人口为 1 亿，全省超市渠道生鲜交易额约为 283.3 亿元，2017 年家家悦生鲜板块收入 45.2 亿元，相较全省生鲜交易规模仍有较大空间。

### 3 供应链前端：高效采购，精细加工，自有品牌锦上添花

#### 3.1 采购渠道丰富，议价能力强

公司生鲜采购渠道广泛，采购流程科学高效。公司作为农业部、商务部确定的首批农超对接企业，大力发展基地直供，推动农业产业化、区域生鲜农产品流通一体化建设。公司培养了经验丰富的采购团队，通过给予农业合作基地技术支持、农产品单品类精细化管理、建立农产品质量防控和追溯体系等方式，获得了优质生鲜产品的供应渠道，在干货、水果、蔬菜、肉制品、水产和禽蛋等 6 大品类的近 1200 多个生鲜单品与合作基地实现对接，基地根据公司的需求种植、生产、包装生鲜商品。公司已经建立了覆盖 20 多个省市的直采网络，源头采购已占生鲜采购总额的 80% 以上，完善的基地发展模式已经成为公司生鲜产品供应的重要保障。

公司生鲜采购流程最大程度减少了生鲜商品的流通环节和在途时间，避免仓储损失，损耗率得到有效控制。整个生鲜采购流程全部通过生鲜采购信息系统传递，以支持源头采购。具体操作流程为：总部制定采购计划→下达订单→采购人员通过智能终端接收订单、采购、发货→生鲜配送中心即收即拣即发→收货信息反馈。

表 2：家家悦部分合作社和养殖场

	名称	经营范围
合作社	大石桥市三元茧业专业合作社	组织收购、销售柞蚕茧
	蛟河市白石山镇友好食用菌	组织收购、销售种植的食用菌
	寿光耿平蔬菜专业合作社	组织收购、销售种植的蔬菜
养殖场	荣成市百晟禽业有限公司	生猪、蛋鸡饲养销售
	烟台市芝罘区华胜养鸡厂	鸡养殖、禽蛋产品销售
	即墨市吉忠家禽养殖场	家禽养殖、零售禽蛋

资料来源：wind，财富证券

公司供应商长期稳定，杂物采购议价能力强。经过多年的经营发展，公司与 2500 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，2017 年公司直接采购规模达到 86.75%。

公司的杂货采购主要采用总部统采和厂家直采结合的采购模式。总部统采是公司总

部基于供货合同，收集各物流中心补货需求，向供应商发出订单。总部统采可以最大限度的提高公司的议价能力，降低采购成本；此外，配合公司成熟的物流配送体系，可以实现全部零售终端所有产品的标准化统一管理，提高运营效率，降低损耗及管理成本。厂家直采是在保证商品品质的前提下实现工厂源头采购，通过减少中间代理环节直接与工厂建立长期稳定的战略合作关系。公司将供应商纳入“供应宝”系统进行统一管理，不仅更加稳定了供应商资源，还为供应商提供了包含库存和销售动态信息等的即时反应服务，实现与供应商的双赢。

### 3.2 精细化加工，优势共享

截至 2017 年底，公司自建了 10.82 万平方米的食品工业园，并在生鲜物流中心配套建设约 5 万平米的生鲜 PC 加工中心、中央厨房，实现生鲜农产品的标准化、精细化、品牌化生产。目前公司烟台、高密、莱芜生鲜物流中心具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能，烟台、莱芜生鲜加工中心项目预计将于 2019 年下半年完全投入使用，届时将与宋村、威海两处生鲜配送中心共同完成公司农产品的初、深加工任务。同时，现有生鲜加工中心、工业园将对产品生产线进行自动化和标准化改造，提高农产品的后标准化加工能力，增加产品品类，提升品质和产能。

图 12：宋村生鲜加工中心



资料来源：公司公告

门店共享加工优势，规模效应降本提质。农产品初加工（PC 加工）是指将采收的农产品进行挑选、洗涤、沥干、切分或不切分、包装的过程。公司利用生鲜加工配送中心将其配送覆盖范围内门店的净菜加工前置到 PC 加工中心完成标准化的处理，降低了生鲜商品在加工过程中的损耗，严格的质量控制也有效提高了产品品质。目前公司农产品初加工在宋村生鲜加工中心完成，中心已于 2017 年下半年完成扩建，生鲜产品初加工能力达到 6 万吨/年。莱芜生鲜加工中心项目预计 2018 年底前部分投入使用，2019 年下半年整体完工投入使用，生鲜初加工能力将达到 4.33 万吨/年。莱芜生鲜中心投入使用后，公司生鲜加工类产品的配送区域将覆盖潍坊、淄博、济南、莱芜、临沂、枣庄等周边区域，丰富上述地区生鲜产品品类。农产品深加工是将生鲜原材料制成熟食的过程。公司已经

建成国内超市行业领先的现代化中央厨房，覆盖区域门店的熟食加工业务前置到中央厨房集中完成。集中研发、原料和配方统一构筑了公司熟食产品规模化、高效化生产的基础。目前公司农产品深加工业务位于威海生鲜加工中心，其中央厨房产能为2万吨/年，可充分满足胶东市场需求。烟台综合物流工业园2019年完成二期项目生鲜加工中心扩建，完工后将兼具生鲜加工和中央厨房职能。

**表 3: 家家悦生鲜加工中心**

名称	加工种类	产能/年	备注
宋村生鲜加工中心	农产品初加工	6万吨	-
莱芜生鲜加工中心	农产品初加工	4.33万吨	2019年下半年完全投入使用
威海生鲜加工中心	农产品深加工	2万吨	-
烟台综合物流工业园	农产品初加工、深加工	-	2019年完成生鲜加工中心扩建

资料来源：公司公告，财富证券整理

### 3.3 自有品牌基础扎实，具备成长潜力

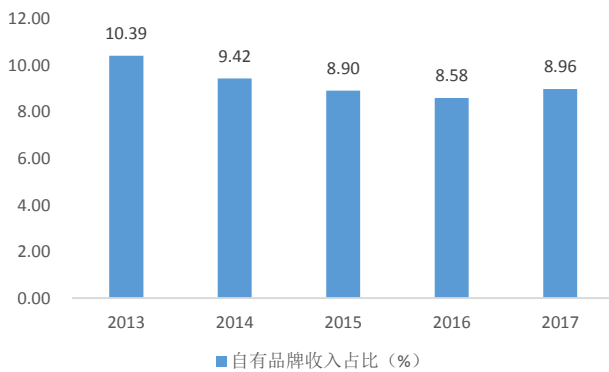
公司借助在胶东地区市场巨大的影响力，积极推进自有品牌建设。公司自有品牌具有销售量大、购买频率高等特点，有利于自有工厂产能的高效利用，降低销售成本。公司品牌和价格优势在区域市场上具有较高的竞争力，旗下“荣光”“麦香苑”“悦记飘香”“佳飞悦”“半月湾”等多个自有品牌涵盖食用油、干货食品、自制熟食、服装、厨房用品等品类。2017年公司自有品牌商品的营业收入占商业零售收入的比重为8.96%，较2016年提高0.38个百分点。

公司下属企业荣光实业、荣成麦香苑、奇爽食品、海悦纺织2016年1-9月产能利用率分别为67%、88%、21%、22%，考虑到近年公司营收增速及自有品牌收入占比较为稳定，推测目前公司部分产能仍存在富余情况。在公司西部地区扩张、强化自有品牌实力的战略背景下，预计公司自有工厂产能将得到充分释放，市占率进一步提升。

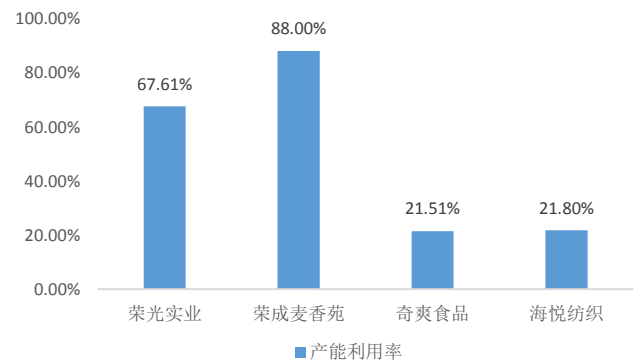
**表 4: 家家悦部分自有品牌及生产商**

生产商	品类	品牌	简介	产能
荣光实业	大米、花生		具备年压榨花生 5 万吨，年处理水稻 4 万吨	63900 吨
	油、大豆	“荣光”、	的能力,原料仓储能力 1 万吨,油罐罐容 9,000	
	油、调和油等	“品品香”	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	1760 吨
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	482100 件
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 3,000 吨。	-
威海一叮食品	食品	“一叮”	专业生产中、高档面条制品。	-

资料来源:公司公告,财富证券整理

**图 13: 自有品牌收入占比**


资料来源:公司公告,财富证券整理

**图 14: 自有工厂产能利用率**


资料来源:公司公告,财富证券整理

## 4 供应链中端: 物流配送一体化, 支持快速、密集展店

“发展连锁,物流先行”,公司坚持围绕自建物流配送体系区域密集开店的方针,目前已初步建成覆盖全省的一体化物流网络,支持公司在山东全省的快速扩张。公司先后在威海、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;莱芜生鲜加工物流中心将于 2018 年部分投入使用、2019 年完全投入使用,建筑面积约 3.42 万平方米;烟台综合物流园项目将于 2019 年底完全投入使用,总建筑面积约 9.7 万平方米。目前公司配送体系具有东西结合、布局合理、中央物流与区域物流优势互补、智能联动等特点,具备省内商品 2.5 小时配送到店的能力,杂货日均吞吐量达 21 万件,生鲜日均吞吐量超过 1600 吨。

公司采用了先进的物流配送系统,物流工作人员利用无线射频终端设备接收后台信息系统工作指令,在语音拣选技术的辅助下完成商品的上架、配送或盘点工作。公司是国内最早使用语音拣选技术的零售企业之一,低差错率有效节约了配送成本,提高了物流工作效率。

表 5: 家家悦物流中心情况

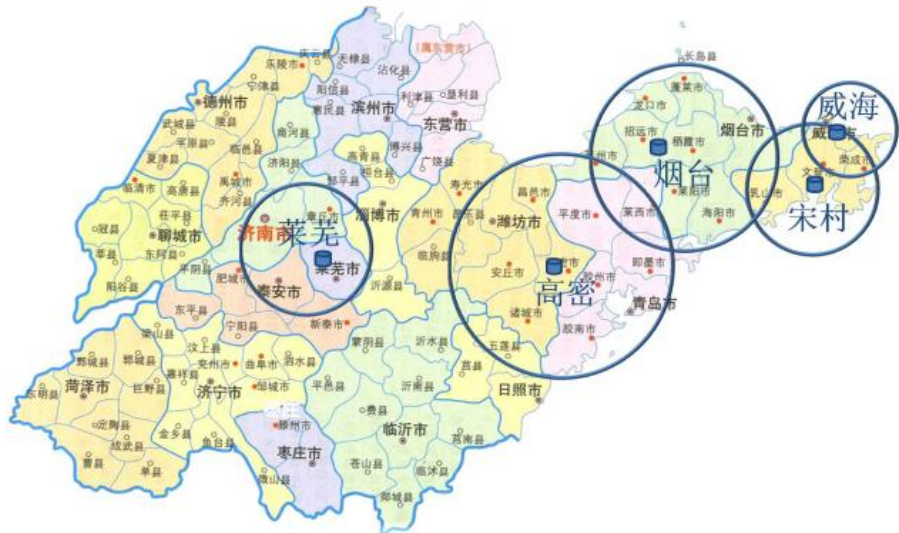
仓型	名称	建筑面积 (万平方米)	吞吐量/天	峰值吞吐能力/天
杂货仓	威海物流中心	4.10	11 万件	22 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	13 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.20	392 吨	940 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	116 吨	500 吨
在建	宋村生鲜物流中心	4.64	881 吨	300 吨
	烟台综合物流工业园	9.7	-	-
并购改造	莱芜生鲜加工物流中心	3.42	-	-
	维客青岛物流中心	2.93	-	-

资料来源: 公司公告, 财富证券整理

#### 4.1 生鲜高频配送, “最后一公里”竞争优势明显

公司目前建立了 5 个生鲜物流中心, 实现了按需一日两配的区域化高频配送标准, 为消费者提供新鲜、高品质的生鲜食品。公司完善、成熟的物流网络形成的“最后一公里”竞争优势, 在区域快速消费品市场特别是生鲜产品领域具有不可替代性。

图 15: 生鲜物流中心配送范围



资料来源: 公司公告

公司针对生鲜商品保存难度较大, 运输、仓储过程中极易造成损耗, 对商品时效、品质要求极高等特点, 对生鲜配送进行专门管理。(1) 高频配送。生鲜产品实行每日按需配送 2 次, 针对不同区域生鲜消费特点最大程度满足居民消费需求, 保证生鲜产品的品质和新鲜度, 强化消费体验感, 提升顾客消费忠诚度。(2) 全程冷链管理及车辆实时监控。公司对有冷藏需求的生鲜商品全部采用全程冷链配送, 并结合 GPS 以及专业车载硬件设备平台实时监控冷链配送车内温度及车辆运输状态, 针对冷链运输进行统一化,

规范化以及标准化管理。公司物流中央调度中心建立了车辆智能定位管理系统及解决方案，通过使用平台实现统一规范车辆监管制度，提高调度车辆效率，保证生鲜商品运输过程中的质量与安全。截至2017年底，公司共有冷链运输车辆360台，占总车辆数的72%，有效保证了生鲜产品及时、高效配送到省内包括乡镇农村的各个区域。(3) 实时收发。公司为采购工作人员配发了手持移动终端，完成采购后即时向物流中心发出收货预告，物流中心确认收货后根据门店订单立即发货，整个过程在生鲜商品标准化装配的基础上实现即收即拣即发，最大程度减少损耗，节约仓储成本。

#### 4.2 杂货两级配送，实时库存管理

公司杂货配送采取中央配送中心（威海）、区域配送中心（烟台、莱芜）相结合的方式实现两级物流配送管理，实现了杂货按需配送的区域化高效配送标准。中央配送中心商品品类齐全，主要存放低周转商品；区域配送中心主要存放销售量大、高周转商品。两级物流配送中心能有效降低整体库存规模，提高存货周转率，降低响应和满足门店补需求时间，提升配送效率。

图 16：杂货物流中心配送范围



资料来源：公司公告

公司建立了自动补货系统对各门店库存进行实时管理。当门店库存降低到一定水平时，自动补货系统将生成订单，门店员工可以根据商品的实际销售情况对订单进行修改，物流中心接收订单即时发货。公司总部汇总各物流中心订单，统一向供应商进行采购。自动补货系统完善了对门店商品品类和数量的管理，最大程度避免门店缺货情况的发生。公司大数据分析中心通过分析订单时间、品类、频率，合理调整覆盖该区域物流中心的库存品类和结构，满足居民差异化的消费需求。

## 5 供应链后端：门店深入布局，人员高效管理，会员优势突出

### 5.1 立足胶东，展店提速，门店经营效率有望持续改善

2018 年前三季度，公司新开门店 54 家，其中大卖场 7 家，综合超市 24 家，宝宝悦 12 家，便利店 10 家，无人超市 1 家；胶东地区 40 家，山东其他地区 14 家。合并青岛维客商业门店 9 家，关闭门店 19 家。前三季度，公司共签约门店 52 家，截至 2018 年三季度末，公司共有门店 719 家。

公司门店以大卖场和综合超市为主，截至 2018 年上半年末，70% 以上的门店为综合超市，超过 600 家门店位于胶东地区，实现了公司提出的“走进社区，贴近生活，打造十分钟商圈”，符合相关促进消费意见提出的大力发展社区商业的目标。胶东地区的密集布局，充分发挥了经营网点的协同作用，新开门店进一步巩固了区域规模优势；在迅速了解当地消费偏好和特点的基础上，满足居民消费需求，获得当地居民认同并引导形成新的消费习惯，建立起强大的竞争壁垒。

开业两年以上门店业态店效分析。大卖场和综合超市作为公司核心业态，成熟门店店效均保持稳定增长。2018H1 大卖场店效 3003 元/平方米，同比上升 2.8%，综合超市店效 580 元/平方米，同比上升 4.8%。百货由于转型租赁模式造成营收下降，导致店效下滑。专业店由于门店基数小，新开门店培育期较长拖累营收，店效下降较快。总体来看，公司开业两年以上门店 2018H1 店效 876 元/平方米，同比增长 3.85%，网点密集布局下规模效应有望进一步显现。

表 6：家家悦开业两年以上门店店效

	2018H1		2017H1		2017		2016	
	门店数	店效(万元)	门店数	店效(万元)	门店数	店效(万元)	门店数	店效(万元)
大卖场	75	3003.70	70	2921.89	69	5956.57	67	5711.21
综合超市	482	580.64	464	554.09	454	1127.91	418	1150.38
便利店	4	150.87	3	123.67	3	343.33	2	251.00
百货	11	678.49	11	710.82	11	1408.09	11	1153.55
专业店	26	426.88	21	502.67	21	1006.52	19	906.32
总计	598	876.77	569	844.24	558	1721.74	517	1729.05

资料来源：公司公告，财富证券整理

门店坪效分析。2018H1 期末公司门店坪效 3323 元/平方米，同比下降 1.3%。坪效下降的主要原因是公司展店提速，门店经营面积较 2017H1 期末增长 13.1%，高于同期营收增速。分地区来看，胶东地区坪效显著高于非胶东地区，但非胶东地区坪效增速优于胶东地区。2018H1 非胶东地区坪效 2503 元/平方米，增速达到 6.3%，省内扩张加速，相比公司总体坪效水平仍有巨大提升空间。



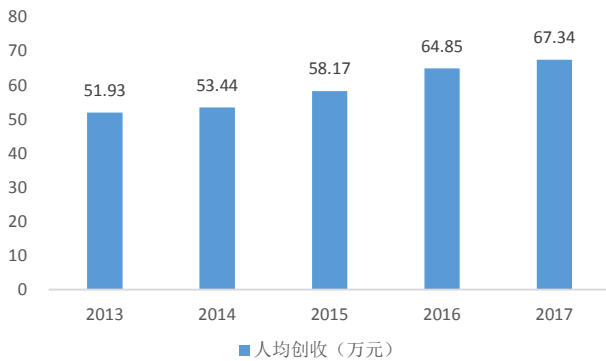
**表 7: 家家悦门店坪效**

	2018H1	2017	2017H1	2016
总坪效 (元/平方米)	3323.84	5527.56	3368.40	5465.39
胶东地区坪效 (元/平方米)	3470.16	5653.42	3561.60	5666.57
胶东以外地区坪效 (元/平方米)	2503.07	4855.30	2355.81	4459.47

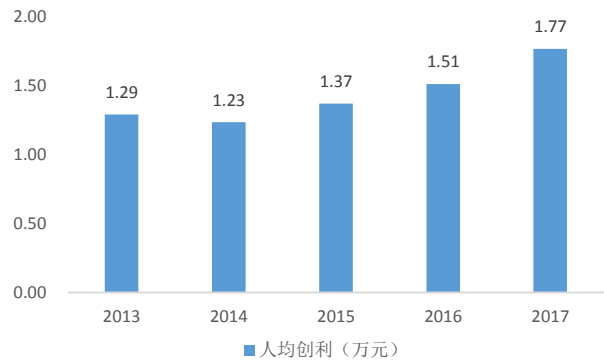
资料来源: 公司公告, 财富证券整理

## 5.2 员工管理卓有成效, 合伙人机制进一步推广

管理效率提升, 人力成本控制合理。公司 2017 年末共有员工 16826 人, 较 2016 年末增加 219 人, 增长 1.3%; 人均创收 67.3 万元, 同比增长 3.8%, 人均创利 1.76 万元, 同比增长 16.7%; 人效增长快于员工人数增长。2013-2017 年, 公司人效呈现上升趋势, 人均创收/创利 CAGR 分别为 6.7%/8.1%, 显示出公司良好的员工管理能力和人力资源利用率。

**图 17: 家家悦人均创收**


资料来源: 公司公告, 财富证券整理

**图 18: 家家悦人均创利**


资料来源: 公司公告, 财富证券整理

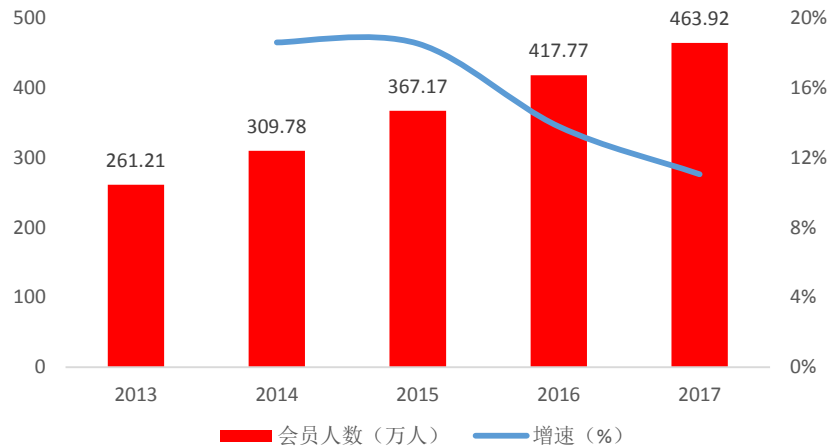
公司 2017 年上半年开始在门店探索推行合伙人机制, 根据区域、规模、业态选择了 33 家门店作为首批合伙人机制试点门店。合伙人机制推行后, 试点门店的销售、坪效和劳效平均实现了 8% 以上的增长, 显著高于开业两年以上门店营收同比增速。合伙人机制取得了初步的成功。2018 年 4 月开始在鲁西地区新增 56 家门店进一步推广合伙人机制, 目前公司合伙人试点门店总数为 89 家。合伙人制度是公司绩效薪酬改革的尝试, 完善了激励机制, 形成企业与员工的事业共同体和利益共同体, 企业的运行效率和员工的工作效率得到全面提升。合伙人制度的可行性已经初步得到验证, 预计未来将全面有序推广。

## 5.3 会员体系完善, 核心优势突出

公司借助在胶东区域的市场地位和品牌优势, 叠加便捷的门店网络布局以及优质的会员服务, 形成了庞大的、高粘度的会员群体。公司借助全渠道的会员系统, 利用大数据分析会员顾客消费习惯, 提供专业、细致、精准的会员营销服务。截至 2017 年末, 公司会员人数 463.92 万, 较年初增长 11%, 2013-2017 年复合增长率 15.4%。会员客流量 1.60 亿人次, 同比增长 4%; 会员客单价增长 3.53%, 会员销售收入 80.09 亿元, 占总销售收入的 75.96%, 占较去年同期提升 1.2 个百分点。未来公司将持续挖掘会员顾客消费潜

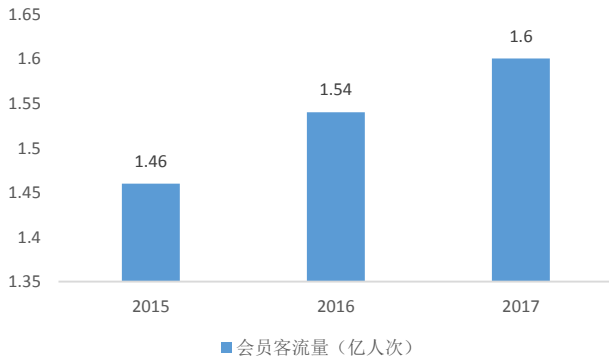
力，通过系列会员活动进一步增强会员粘性。

图 19：会员人数及增速



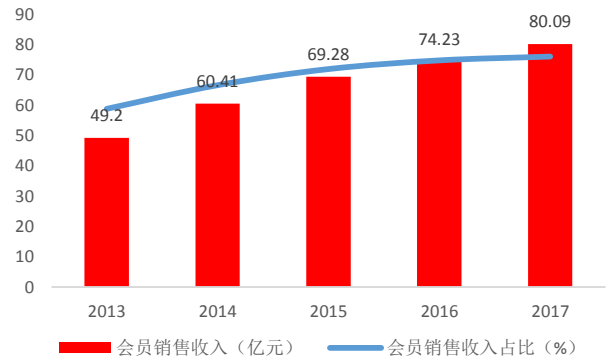
资料来源：公司公告，财富证券整理

图 20：会员客流量



资料来源：公司公告，财富证券整理

图 21：会员销售收入及其占比



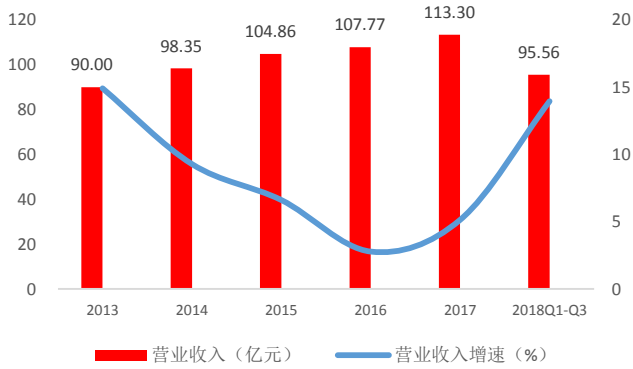
资料来源：公司公告，财富证券整理

## 6 财务分析：对标永辉超市，探寻家家悦改善空间

### 6.1 营收稳健提升，归母净利润加速增长

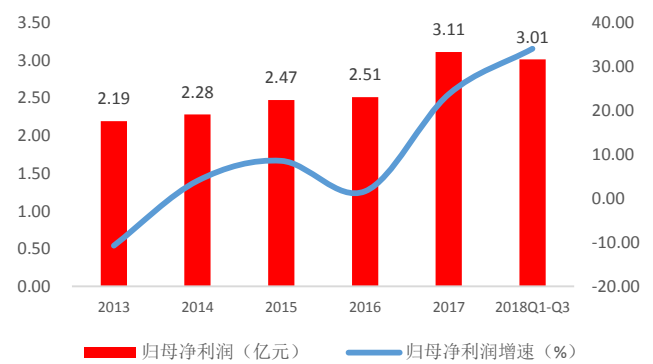
公司 2018 年前三季度实现营业收入 95.56 亿元，同比增长 13.95%，增速同比提升 10.46 个百分点；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 34.01%，增速同比提升 8.09 个百分点；实现扣非后归母净利润 2.87 亿元，同比增长 28.89%。门店加速扩张以及青岛维客商业并表对公司营收增长有较大贡献（2018 年 3 月完成对青岛维客商业的并购，2018 年上半年净利润-827 万元），归母净利润加速增长则得益于门店规模效应以及供应链持续优化带来的费用率下降。2013-2017 年，公司营业收入复合增速 5.9%，归母净利润复合增速 9.2%，2018 年呈现加速增长态势。

图 22: 家家悦营业收入及其增速



资料来源: wind, 财富证券

图 23: 家家悦归母净利润及其增速



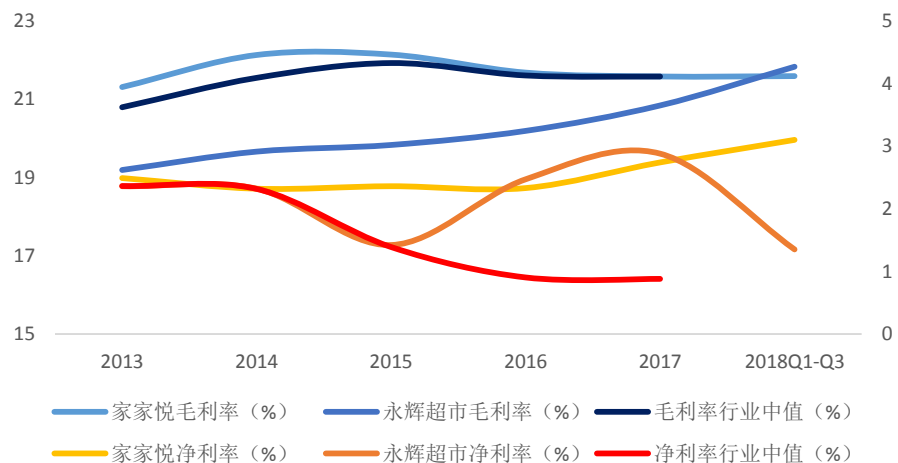
资料来源: wind, 财富证券

公司 2017 年营收 113.30 亿元, 在 9 家超市行业 A 股上市公司排名第 5; 归母净利润 3.11 亿元, 排名第 2 仅次于全国性超市龙头永辉超市。永辉超市 2017 年营收 585.91 亿元, 归母净利润 18.17 亿元, 2013-2017 年营收/归母净利润复合增长率 17.7%/26.0%, 依靠全国化扩张实现高速增长。公司生鲜经营、合伙人制度对标永辉超市, 在供应链不断优化、门店加速扩张的背景下, 未来将进一步抢占山东地区市场份额, 区域性龙头优势持续凸显。

## 6.2 净利率上升, 费用管控优秀, 盈利能力位于行业上游水平

公司毛利率基本保持稳定, 由于公司良好的费用管控能力、供应链效率提升以及门店网络的规模优势, 加速扩张下费用率不升反降, 2017 年公司销售期间费用率 17.63%, 同比下降 0.31 个百分点, 净利率由 2016 年的 2.33% 攀升至 2017 年的 2.74%, 2018 年前三季度进一步攀升至 3.10%, 带动公司净资产收益率提升至 2018 年三季度末的 11.62%, 公司盈利能力已经位于行业上游水平。

图 24: 毛利率及净利率: 家家悦、永辉超市、行业中值



资料来源: wind, 财富证券

公司毛利率水平 2017 年前领先永辉超市, 2018 年被反超, 主要原因系永辉超市全国供应链的扩展和完善以及新零售业态的良好表现。公司各业态中农村综合超市毛利率相

对较高，未来在渠道下沉中农村综超收入规模有望提高，带动公司整体毛利率上行。公司净利率水平整体高于行业平均水平，系费用率显著低于行业中值。公司门店多为租赁，加速展店背景下租金、物管费、能源费规模控制合理，与永辉超市整体费用率差距逐步缩小，但仍有一定改善空间。

**表 8：家家悦费用率**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
销售费用率 (%)	15.77	16.36	16.52	16.24	16.01	15.56
管理费用率 (%)	1.99	1.92	1.98	1.94	2.17	2.19
财务费用率 (%)	-0.39	-0.38	-0.29	-0.24	-0.56	-0.46
期间费用率 (%)	17.41	17.90	18.21	17.94	17.63	17.29

资料来源：wind，财富证券

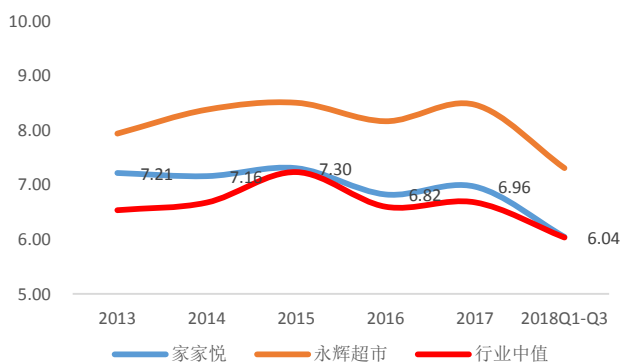
**表 9：销售期间费用率：家家悦、永辉超市、行业中值**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
家家悦 (%)	17.41	17.90	18.21	17.94	17.63	17.29
永辉超市 (%)	16.16	16.87	17.37	17.02	17.32	20.31
行业中值 (%)	17.96	19.33	20.20	21.15	21.07	-

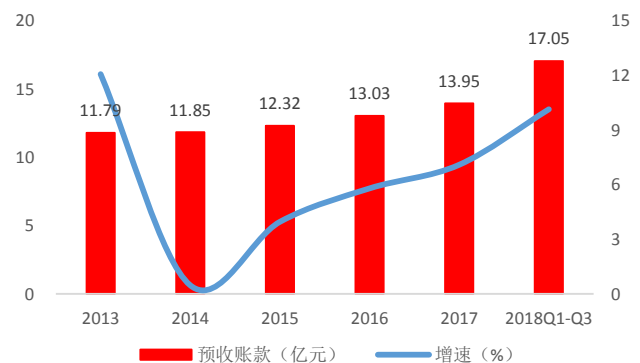
资料来源：wind，财富证券

### 6.3 预收款项增长稳定，存货管理能力有待提高

公司存货周转率稳定，2017 年略高于行业中值，但显著低于永辉超市。公司和永辉超市均以生鲜经营为核心竞争力，存货周转率上的差异一定程度上体现了两家公司在生鲜商品经营和库存管理上的差距，未来期待公司进一步优化商品品类结构，强化区域物流配送网络，持续降低门店和物流中心库存规模，提高经营效率。

**图 25：家家悦存货周转率**


资料来源：wind，财富证券

**图 26：家家悦预收款项及其增速**


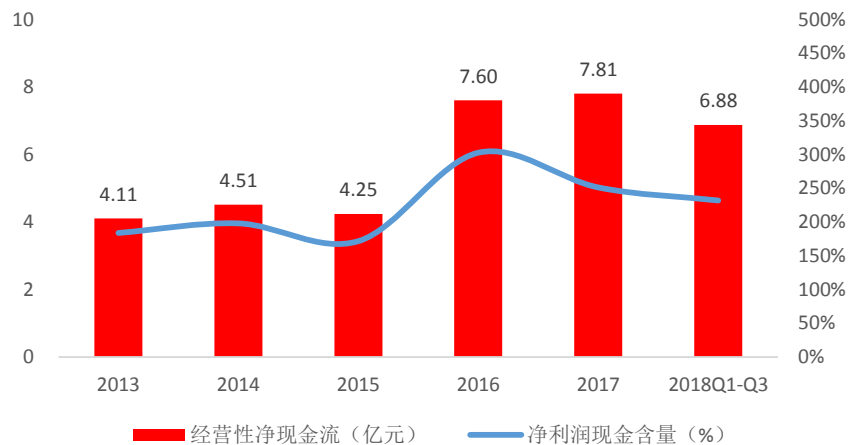
资料来源：wind，财富证券

2017 年公司预收款项 13.95 亿元，同比增长 7.1%，预收货款占 96%，其中以预收消费者单用途商业预付卡款项为主，是消费者向公司提供的商业信用。预收款项的稳定增长是公司品牌知名度和消费者信任度、认同感的重要体现，未来随着公司会员数量和会员收入占比的提升，预收款项有望加速增长，现金流将持续优化。

## 6.4 现金流充裕，盈利质量高，支持公司在行业底部时期扩张

公司流动性充裕，基本无财务费用压力。公司 2018 年三季度末货币资金 24.85 亿元，占流动资产的 56.9%；短期/长期借款分别为 0.80/0.90 亿元，均为青岛维客商业并表增加；无应付债券，公司未通过发债筹集资金。公司商品销售基本以即时结算为主，现金流情况良好；应收账款规模极小，整体盈利质量较高。2013-2017 年公司经营性净现金流复合增长率 17.4%，净利润现金含量均高于 150%。2018 年前三季度经营性净现金流 6.88 亿元，同比略有下滑但仍保持高盈利质量。

图 27：家家悦现金流、盈利质量



资料来源：wind，财富证券

公司已经进入快速扩张期，未来将持续向山东中西部地区深入，门店租金、装修费用以及相应物流配套设施建设费用将成为公司资本性支出的主要方向。中西部地区多数为低线城市，竞争环境比较温和，基础设施建设成本相对偏低，公司资本性支出压力较小，充裕的现金流和良好的财务状况支持公司在零售行业底部时期的战略扩张。

## 7 盈利预测与投资评级

营业收入分部预测。公司生鲜经营优势明显，综合超市开店密度大，预计生鲜、食品化洗板块收入增长态势良好。生鲜板块 2018/2019/2020 年营业收入 54.83/64.40/75.45 亿元，同比+21.25%/+17.45%/+17.16%；食品化洗板块营业收入 57.10/63.05/69.58 亿元，同比+12.27%/+10.42%/+10.36%。公司积极调整百货布局，预计百货板块营业收入基本持平，2018/2019/2020 年营业收入 9.40/9.35/9.30 亿元，同比+0.43%/-0.53%/-0.53%。

**表 10：营业收入分部预测**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	107.77	113.30	129.73	145.30	162.73
同比增长 (%)	2.78%	5.13%	14.50%	12.00%	12.00%
毛利率 (%)	21.68%	21.58%	21.85%	22.00%	22.12%
食品化洗 (亿元)	47.59	50.86	57.10	63.05	69.58
同比增长 (%)	4.62%	6.87%	12.27%	10.42%	10.36%
毛利率 (%)	16.73%	18.00%	18.35%	18.58%	18.79%
生鲜 (亿元)	42.42	45.22	54.83	64.40	75.45
同比增长 (%)	3.21%	6.60%	21.25%	17.45%	17.16%
毛利率 (%)	15.03%	15.34%	15.55%	15.75%	15.96%
百货 (亿元)	9.36	9.36	9.40	9.35	9.30
同比增长 (%)	-5.07%	0.00%	0.43%	-0.53%	-0.53%
毛利率 (%)	22.05%	22.11%	21.80%	21.74%	21.63%
其他业务 (亿元)	8.40	7.86	8.40	8.50	8.40
同比增长 (%)	-0.12%	-6.43%	6.87%	1.19%	-1.18%
毛利率 (%)	82.86%	79.98%	81.02%	80.59%	81.35%

资料来源: wind, 财富证券

公司是胶东地区生鲜超市龙头, 立足胶东地区, 未来将加速向山东中西部地区扩张。我们认为, 公司供应链管理优势明显, 费用管控出色, 异地扩张成功性高, 业绩增长确定性较强。预计公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 129.73/145.30/162.73 亿元, 净利润分别为 3.85/4.68/5.51 亿元, EPS 分别为 0.82/1.00/1.18 元, PE 对应当前股价分别为 26.72/21.95/18.67 倍。目前商业贸易-一般零售-超市板块市盈率为 32 倍 (TTM, 中值), 考虑到零售行业未出现明显的复苏迹象, 给予公司 2019 年 26-28 倍 PE, 6-12 个月股价合理区间为 26.00-28.00 元。首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

## 8 风险提示

(1) 宏观经济下行, 整体消费能力和消费意愿持续下降; (2) 区域市场竞争加剧, 市场占有率未能有效提升; (3) 门店扩张速度减缓, 新店盈利情况不及预期。

**财务预测摘要**

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>10776.96</b>	<b>11330.38</b>	<b>12973.29</b>	<b>14530.08</b>	<b>16273.69</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,440.86	8,885.32	10,138.62	11,333.46	12,673.95	营业收入增长率	2.8%	5.1%	14.5%	12.0%	12.0%
营业税费	54.95	48.15	51.89	61.03	65.09	营业利润增长率	-1.3%	21.1%	20.6%	23.1%	18.5%
销售费用	1,750.19	1,813.81	2,056.27	2,281.22	2,538.70	净利润增长率	1.6%	23.7%	24.0%	21.7%	17.6%
管理费用	208.78	246.22	298.39	319.66	354.77	EBITDA 增长率	0.9%	5.7%	18.2%	18.8%	15.8%
财务费用	-25.71	-63.05	-70.00	-78.90	-85.90	EBIT 增长率	0.1%	7.1%	26.9%	24.8%	19.9%
资产减值损失	4.85	2.92	3.61	3.79	3.44	NOPLAT 增长率	4.5%	21.6%	21.0%	24.8%	19.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.6%	3.8%	-37.2%	-2.9%	0.3%
投资和汇兑收益	-1.06	4.68	5.10	5.28	5.02	净资产增长率	132.8%	6.5%	7.6%	7.3%	8.3%
<b>营业利润</b>	<b>341.98</b>	<b>414.10</b>	<b>499.61</b>	<b>615.09</b>	<b>728.66</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	20.63	-4.56	14.05	10.04	6.51	毛利率	21.7%	21.6%	21.9%	22.0%	22.1%
<b>利润总额</b>	<b>362.61</b>	<b>409.54</b>	<b>513.66</b>	<b>625.13</b>	<b>735.17</b>	营业利润率	3.2%	3.7%	3.9%	4.2%	4.5%
减:所得税	111.51	98.81	128.41	156.28	183.79	净利润率	2.3%	2.7%	3.0%	3.2%	3.4%
<b>净利润</b>	<b>251.25</b>	<b>310.74</b>	<b>385.37</b>	<b>468.99</b>	<b>551.50</b>	EBITDA/营业收入	4.2%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%
						EBIT/营业收入	2.9%	3.0%	3.3%	3.7%	3.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2,863.57	2,934.84	3,012.50	3,277.60	3,501.80	固定资产周转天数	37	37	44	54	53
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	-65	-66	-70	-72	-75
应收帐款	50.05	54.20	50.00	48.20	57.50	流动资产周转天数	126	143	128	121	113
应收票据	0.35	0.16	0.81	0.19	0.83	应收帐款周转天数	2	2	1	1	1
预付帐款	258.14	209.00	315.70	325.70	308.90	存货周转天数	41	41	36	33	29
存货	1,299.00	1,252.86	1,320.30	1,310.70	1,320.50	总资产周转天数	175	195	188	186	173
其他流动资产	38.02	34.66	37.07	36.58	36.10	投资资本周转天数	-25	-25	-18	-12	-11
可供出售金融资产	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	12.5%	14.4%	16.4%	17.8%
长期股权投资	1.74	120.09	120.09	120.09	120.09	ROA	4.2%	5.0%	5.3%	6.1%	6.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-30.1%	-34.3%	-40.0%	-79.5%	-98.2%
固定资产	1,120.86	1,185.83	1,982.50	2,402.80	2,420.90	<b>费用率</b>					
在建工程	24.28	23.79	150.30	30.00	-	销售费用率	16.2%	16.0%	15.9%	15.7%	15.6%
无形资产	104.99	103.99	98.45	92.91	87.38	管理费用率	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	244.22	352.86	168.51	82.59	98.16	财务费用率	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
<b>资产总额</b>	<b>6,005.54</b>	<b>6,272.58</b>	<b>7,256.54</b>	<b>7,727.68</b>	<b>7,952.47</b>	三费/营业收入	17.9%	17.6%	17.6%	17.4%	17.3%
短期债务	-	-	0.80	0.80	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,596.53	1,665.14	2,066.53	2,089.27	2,553.55	资产负债率	61.2%	60.4%	63.7%	62.1%	64.7%
应付票据	424.45	362.09	610.93	461.15	717.90	负债权益比	157.6%	152.7%	175.2%	163.7%	183.5%
其他流动负债	1,595.75	1,699.00	1,944.24	2,078.28	2,362.89	流动比率	1.25	1.20	1.02	1.08	0.93
长期借款	-	-	0.90	0.90	0.90	速动比率	0.89	0.87	0.74	0.80	0.69
其他非流动负债	57.14	63.94	55.15	58.74	59.28	利息保障倍数	-12.30	-5.37	-6.14	-6.80	-7.48
<b>负债总额</b>	<b>3,673.86</b>	<b>3,790.18</b>	<b>4,678.56</b>	<b>4,689.14</b>	<b>5,694.51</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1.26	3.65	3.53	3.39	3.26	DPS(元)	0.35	0.40	0.42	0.59	0.67
股本	360.00	468.00	468.00	468.00	468.00	分红比率	64.5%	60.2%	51.0%	58.6%	56.6%
留存收益	1,969.92	2,010.66	2,199.35	2,393.58	2,632.81	股息收益率	1.5%	1.7%	1.8%	2.6%	2.9%
<b>股东权益</b>	<b>2,331.68</b>	<b>2,482.40</b>	<b>2,670.88</b>	<b>2,864.96</b>	<b>3,104.07</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.54	0.66	0.82	1.00	1.18
净利润	251.11	310.73	385.37	468.99	551.50	BVPS(元)	4.98	5.30	5.70	6.11	6.63
加:折旧和摊销	256.08	258.81	289.00	330.70	310.50	PE(X)	42.82	34.62	27.92	22.94	19.51
资产减值准备	4.85	2.92	-	-	-	PB(X)	4.62	4.34	4.03	3.76	3.47
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	35.94	31.65	59.76	57.35	6.85
财务费用	-	0.00	-70.00	-78.90	-85.90	P/S	1.00	0.95	0.83	0.74	0.66
投资收益	1.06	-4.68	-5.10	-5.28	-5.02	EV/EBITDA	11.41	15.61	13.40	11.01	9.20
少数股东损益	-0.14	-0.01	-0.13	-0.15	-0.13	CAGR(%)	23.1%	21.1%	15.9%	23.1%	21.1%
营运资金的变动	249.40	130.03	185.70	191.94	360.30	PEG	1.85	1.64	1.75	0.99	0.93
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>760.48</b>	<b>781.03</b>	<b>788.90</b>	<b>850.70</b>	<b>920.90</b>	ROIC/WACC	-2.86	-3.27	-3.81	-7.57	-9.36
投资活动产生现金流量	-289.01	-511.15	-1,010.80	-866.40	-212.90	REP	2.32	2.84	3.94	1.99	1.56
融资活动产生现金流量	1,092.02	-166.95	-328.70	-195.86	-226.37						

资料来源: 贝格数据, 财富证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438