

2019年收购家润多 22 家门店，高质量高密度做实湖南

首次覆盖报告

陈文倩 (分析师)

谢海音 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

● 收购家润多 22 家门店进一步夯实湖南市场，首次覆盖给予“推荐”评级

2019 年继续聚焦主业业务增长，把生鲜核心能力的建设放到第一位，重构供应链，要经营有活跃度的数字化的会员，并针对现有市场高质量、高密度地开店。推行生鲜供应链升级、全品类供应链升级和集采效应，提升供应链效率，实现外省赋能；联手腾讯京东，推进数字化运营，数字化会员提升服务顾客效率。公司最新收购家润多，做实湖南，扩大市场份额与品牌优势，成本优化，提升竞争力，提高运营效率。不考虑收购预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.79/2.43/2.95 亿元，对应 EPS 分别上调为 0.21/0.28/0.34 元，PE 分别为 41/30/25。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

● 家润多 22 家门店将纳入步步高超市版图，节前计划重新开业 10 家门店

根据步步高集团近期发布消息，公司已与湖南家润多超市有限公司达成合作协议，收购家润多 22 家经营权及门店资产。这些门店主要分布在长沙、益阳、常德、衡阳、郴州等各地市主城区成熟商圈，重新开业后将变成步步高门店。1 月 26 日，第一家完成交接的长沙南湖店正式营业，1 月 27 日长沙县星沙昌和店正式营业。计划春节前开业 10 家门店。

● 收购家润多优质资产有望直接增厚公司收益

家润多超市立足湖南 20 年，拥有大量成熟的消费群体。对步步高来说，家润多是一项优质资产：1) 家润多存续时间较长，已经培育了大量成熟的消费者，构筑了良好的消费生态圈。2) 家润多在湖南具有多家门店，打包收购价格优异。3) 业绩较好。2017 年，家润多主营业务收入达 19.21 亿元，净利润 0.32 亿元，净利率 1.67%。预计将增厚步步高 2019 年/2020 年收入 6.16%/6.4%，增厚净利分别 9.5%/8.17%。

● 高质量高密度布局，有助于企业规模效应和成本优化

本次收购湖南家润多超市门店网络与公司的门店布局具有互补性。此次合作将大幅减少步步高门店拓展的时间成本与资源投入，将进一步扩大步步高在湖南地区的规模优势、品牌优势，提升持续盈利能力及综合竞争力。

● 风险提示：经济承压消费低迷，快速扩店带来人工、成本等压力。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15470	17,250	19,112	21,106	23,421
增长率(%)	0.1	11.5	10.8	10.4	11.0
净利润(百万元)	132.7	146	179	243	295
增长率(%)	-37.9	10.4	22.4	35.8	21.3
毛利率(%)	21.4	21.5	22.4	22.7	23.0
净利率(%)	0.9	0.8	0.9	1.2	1.3
ROE(%)	2.2	2.3	2.8	3.7	4.4
EPS(摊薄/元)	0.15	0.17	0.21	0.28	0.34
P/E(倍)	54.88	49.7	40.6	29.9	24.7
P/B(倍)	1.18	1.2	1.2	1.1	1.1

推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2019.01.25

收盘价(元):	8.43
一年最低/最高(元):	6.75/19.7
总股本(亿股):	8.64
总市值(亿元):	72.83
流通股本(亿股):	8.03
流通市值(亿元):	67.72
近 3 月换手率:	33.22%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.31	7.97	-27.27
绝对	12.85	7.66	-54.31

相关报告

目 录

1、收购家润多超市 22 家门店，做实湖南市场.....	3
1.1、家润多超市立足长沙多年，拥有大量成熟消费者收入稳健.....	3
1.2、收购解决家润多停摆问题，陆续投入运营将直接增厚公司收益.....	3
2、步步高——民营超市第一股，区域竞争力较强.....	5
2.1、涵盖商业、置业、金融三大业务板块，形成连锁超市生态闭环.....	5
2.2、公司股权结构-王填夫妇为实际控制人.....	6
2.3、员工持股计划-具有较高的安全边际.....	7
3、公司经营业态.....	7
3.1、营收稳步增长，利润有望恢复.....	7
3.2、公司业态分布-公司坚持以湖南市场为核心.....	8
3.3、公司 2018 年上半年开店不及预期.....	10
4、盈利预测与估值.....	10
5、风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

图 1：湖南家润多超市有限公司股权结构图.....	4
图 2：步步高上市以来大事记.....	6
图 3：步步高营收及增速.....	8
图 4：步步高归属净利润及增速.....	8
图 5：步步高毛利率及净利率.....	8
图 6：步步高营收构成（业态分布）.....	9
图 7：步步高毛利构成（业态分布）.....	9
图 8：步步高营收构成（区域分布）.....	9
图 9：步步高毛利构成（2018Q2 地区分布）.....	9
图 10：步步高门店总体情况.....	10
图 11：步步高门店新开和关闭情况.....	10
表 1：截止 2018 年三季度家润多资产情况.....	3
表 2：截止 2018 年三季度家润多收入情况.....	4
表 3：步步高收购家润多超市共计 22 家门店.....	5
表 4：步步高前十大股东.....	6
表 5：步步高员工持股计划相关计划情况.....	7

1、收购家润多超市 22 家门店，做实湖南市场

收购家润多全部 22 家门店，步步高预计 2019 年全年开店 100 家，稳固湖南省超市龙头地位。根据步步高集团近期发布消息，公司已与湖南家润多超市有限公司达成合作协议，收购家润多 22 家经营权及门店资产。这些门店主要分布在长沙、益阳、常德、衡阳、郴州等地，重新开业后将变成步步高门店。1 月 26 日，第一家完成交接的长沙南湖店正式营业，1 月 27 日长沙县星沙昌和店正式营业。计划在年前恢复 10 家门店营业。步步高 2019 年管理层年会上，董事长王填做了关于“做实湖南，快速做强广西，做好江西和四川”的战略部署，计划在 2019 年高质量、高密度地开出 100 家门店。收购家润多有助于进一步夯实步步高在湖南连锁超市的龙头地位。

1.1、家润多超市立足长沙多年，拥有大量成熟消费者收入稳健

深耕超市行业十余年，家润多拥有大量成熟的消费群体。对步步高来说，家润多是一项优质资产：1) 家润多存续时间较长，具有丰富的行业经验。超市成立于 2000 年，至今已有近 20 年的存续规模，已经培育了大量成熟的消费者，构筑了良好的消费生态圈。2) 家润多在湖南具有多家门店，打包收购价格优异。家润多旗下 22 家门店，其中长沙 15 家，常德 2 家，益阳 2 家，郴州 2 家、衡阳 1 家，门店总面积 18.71 万平方米，收购价格每平千元左右。3) 业绩较好。2017 年，家润多主营业务收入达 19.2 亿元。尤其是家润多朝阳店，最高年营收高达 6.5 亿元。堪称湖南超市店王，目前仍未有门店打破这一记录。公司收购家润多，将在湖南地区进一步扩大市场份额与品牌优势，成本优化，提升竞争力。

1.2、收购解决家润多停摆问题，陆续投入运营将直接增厚公司收益

家润多超市因现金流问题陆续停摆，2018 年供应商结款问题，门店陆续关停，职工闲置。此次步步高接手，及时缓解节前居民采购需求，顾客手中的“家润多卡”，可至已交接完成的门店，置换为等值“步步高卡”，消费者持卡可在步步高旗下所有门店无障碍使用。此外，对于家润多的员工，双方将根据员工意愿，妥善解决他们的就业问题，步步高表示欢迎家润多员工继续留在门店工作。

此次一举收购 22 家门店，并计划春节前开业 10 家门店。2017 年，家润多主营业务收入达 19.21 亿元，净利润 0.32 亿元，净利率 1.67%。我们假设 2019 年/2020 年公司收入 13/15 亿元，不考虑与步步高合并，供应链优化等效果，预计将实现净利 2019 年/2020 年分别为 0.22/0.25 亿元以上。有望直接增厚步步高 2019 年/2020 年收入 6.16%/6.4%，增厚净利分别 9.5%/8.17%。

表1：截止 2018 年三季度家润多资产情况

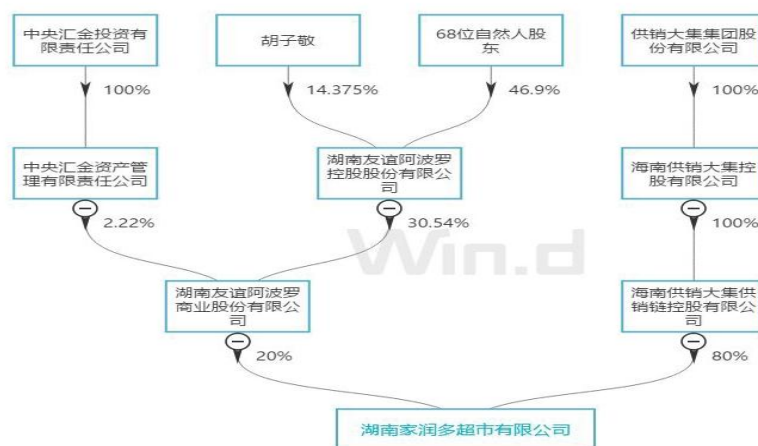
资产总额（万元）		净资产（万元）		资产负债率	
2017 年 12 月 31 日	2018 年 9 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 9 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 9 月 30 日
213,132.19	172,128.51	10,657.58	6,610.57	95%	96%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表2: 截止 2018 年三季度家润多收入情况

营业总收入 (万元)		利润总额 (万元)		净利润 (万元)	
2017 年度	2018 年 1-9 月	2017 年度	2018 年 1-9 月	2017 年度	2018 年 1-9 月
192,079.44	95,309.56	4,294.88	-4,047.01	3,205.63	-4,047.01

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图1: 湖南家润多超市有限公司股权结构图

资料来源: wind、新时代证券研究所

表3：步步高收购家润多超市共计 22 家门店

序号	门店名称	区域	地址	营业日期
1	朝阳店	主城区	长沙市解放路与人名路交汇一层	2000/9/1
2	上城金都店	主城区	湖南省长沙市开福区黄兴北路 1 号金满地	2010/7/1
3	天马店	新城区	湖南省长沙市岳麓区麓山南路 299 号渔湾码头商业广场	2011/9/1
4	望城店	新城区	望城步行街（文源中路与体育东路中间）	2012/1/12
5	星沙昌和店	新城区	长沙县泉塘中路与东六路交汇昌河商业中心负一楼	2014/8/6
6	米兰春天店	新城区	长沙市岳麓区联丰路 398 号利海世纪绿洲花园商业综合体 1 栋	2015/2/11
7	星沙筑梦园店	新城区	长沙县特立西路与南塘路交汇处筑梦园二楼	2016/2/28
8	鸥波港湾店	主城区	长沙市开福区东风路 262 号鸥波港湾商业楼第一栋	2015/1/1
9	益阳店	益阳市	益阳市资阳区马良南路与长春西路交汇	2002/2/1
10	常德店	常德市	常德市武陵区人民中路 1655 号	2002/2/1
11	常德德山店	常德市	常德市武陵区莲池路 37 号	2012/8/1
12	郴州店	郴州市	郴州市北湖区国庆北路 11 号	2003/5/1
13	郴州宜章店	宜章县	郴州市宜章县环城西路 40 号	2012/1/12
14	衡阳白沙洲店	衡阳市	衡阳市雁峰区御江帝景负一楼	2016/4/23
15	益阳康富店	益阳市	益阳市赫山区海棠路 298 号	2009/10/1
16	才子佳苑店	主城区	长沙市四方坪三一大道才子佳苑一楼	2012/7/28
17	南湖路店	主城区	湖南省长沙市天心区南湖路 46 号	2010/1/1
18	千喜店	主城区	湖南省长沙市芙蓉区车站北路 2 号千喜华城 1 层	2001/5/1
19	湘雅路店	主城区	长沙市开福区湘雅路 188 号	2016/12/1
20	悦方店	主城区	长沙市黄兴路与人民路交汇悦方 ID MALL 负一楼	2013/6/1
21	奥克斯锦壹城店	新城区	长沙市岳麓区杜鹃路奥克斯缤纷广场	2016/9/9
22	赤岗店	主城区	长沙市劳动路与曙光路交汇一、二层	2005/4/1

资料来源：wind、家润多超市，步步高集团，新时代证券研究所

2、步步高——民营超市第一股，区域竞争力较强

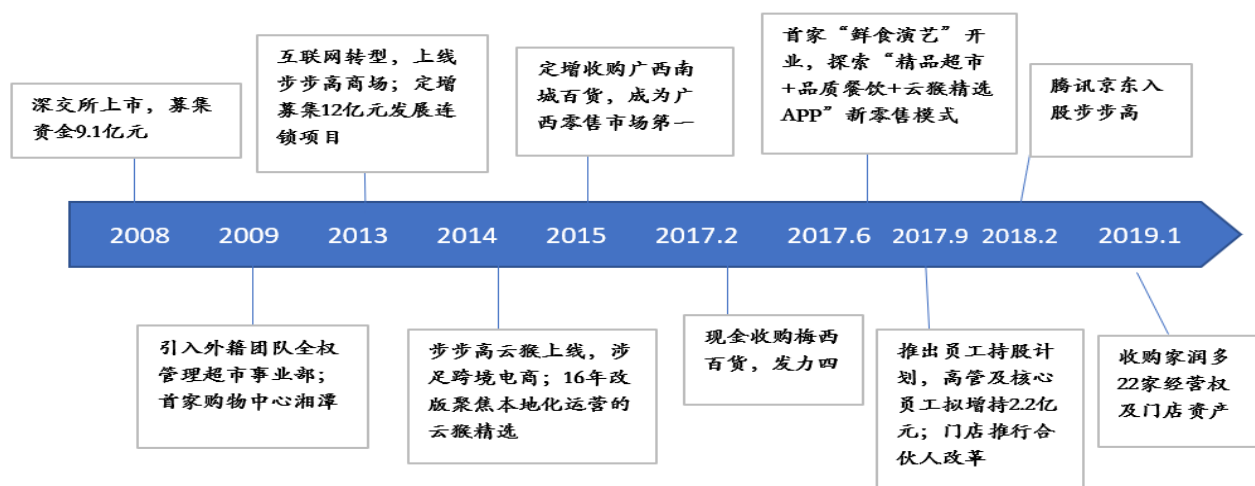
2.1、涵盖商业、置业、金融三大业务板块，形成连锁超市生态闭环

步步高集团成立于 1995 年湖南湘潭，于 2008 年在深交所上市，**成为中国民营连锁超市企业首家上市公司**。公司是中国连锁 20 强、中国快消品连锁 10 强。公司属于商品零售行业。主要经营活动为超市、百货、电器等生活消费品的销售。20 年来，公司逐步发展成为拥有超市、家电、百货、购物中心、便利店、物流、电子商务、服装、餐饮等多业态的大型商业集团，拥有 400 余家门店。

步步高集团目前涵盖商业、置业、金融三大业务板块，是涉及零售业、电子商务、商业地产、互联网金融、大型物流等多业态的大型商业集团。其中上市公司主要运营集团旗下商业及金融（小贷）业务板块，着力打造基于实体门店的大 O+O 战略：立足中小城市，线下密集开店，以超市+百货“双核”多业态跨区域发展；线上依托云猴精选平台，基于零售门店提供到家配送服务。

牵手腾讯京东，布局新零售。2018 年 2 月，步步高宣布与腾讯签署战略合作框架协议，向腾讯、京东转让公司股份，总价分别为 8.87 亿元和 7.39 亿元，占步步高当前总股本的 6%和 5%。公司与腾讯、京东三方在构建新能力、构筑“数字化”运营体系、最终营造新生态等领域开展深入合作，实现零售行业的价值链重塑。

图2: 步步高上市以来大事记



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

2.2、公司股权结构-王填夫妇为实际控制人

公司是民营企业, 公司实控人是王填。截至 3Q2017, 控股股东步步高投资集团(持有上市公司 36.99%股权)股权结构中, 实际控制人王填先生直接持有 69.96%, 其余 30.04%股权则由 139 名高管持有, 从而实现高管间接持股。钟永利先生是公司的第二大股东, 持股比例为 10.09%。公司第三大股东张海霞女士是公司实控人王填之妻, 持有公司 9.01%的股份。

表4: 步步高前十大股东

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	步步高投资集团股份有限公司	-	302,241,133	34.9900	限售流通 A 股,A 股流通股
2	钟永利	-	61,208,129	7.0900	限售流通 A 股,A 股流通股
3	林芝腾讯科技有限公司	-	51,834,237	6.0000	A 股流通股
4	张海霞	-	43,319,231	5.0100	A 股流通股
5	江苏京东邦能投资管理有限公司	-	43,195,198	5.0000	A 股流通股
6	金鹰基金-工商银行-万向信托-万向信托-星辰 16 号事务管理类单一资金信托	-	33,967,391	3.9300	A 股流通股
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	新进	16,719,569	1.9400	A 股流通股
8	新沃基金-广州农商银行-西藏信托-西藏信托-顺景 40 号单一资金信托	-	16,689,312	1.9300	A 股流通股
9	步步高商业连锁股份有限公司-第一期员工持股计划	-	14,607,095	1.6900	A 股流通股
10	全国社保基金四零四组合	-	8,589,527	0.9900	A 股流通股
	合计		592,370,822	68.5700	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.3、员工持股计划-具有较高的安全边际

公司员工持股计划“华西证券步步高员工持股第1期定向资产管理计划”于2017年11月10日正式成立。截至2017年12月8日收盘，该计划已通过二级市场购入的方式累计购买公司股票11,204,763股，占公司总股本的1.30%，成交均价为14.59元，成交金额达1.63亿元。

截至2017年12月12日收盘，该计划已通过二级市场购入的方式累计购买公司股票14,607,095股，占公司总股本的1.69%，成交均价为15.01元，成交金额达2.19亿元。截至2017年12月12日收盘，公司2017年第一期员工持股计划已完成全部股票购买。截至2019年1月25日，公司收盘价为8.43元，距员工持股计划成交均价仍有6.58元，安全边际较高。

表5：步步高员工持股计划相关计划情况

持有人	职务	认购金额(万元)
刘亚萍	董事	1,060
杨芳	董事、财务总监	1,550
师茜	董事、董事会秘书	1,360
曲尉坪	监事会主席	1,240
聂建民	监事	1,190
董事、监事、高级管理人员合计		6,400
其他员工合计		15,700
总计		22,100

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、公司经营业态

3.1、营收稳步增长，利润有望恢复

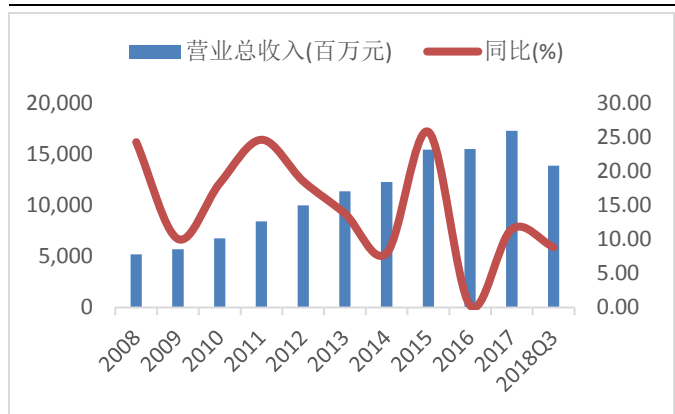
上市以来，公司营业收入稳步增长。步步高自2008年上市当年52.01亿元稳步增长至2015年154.72亿元，2016年实现营收155.20亿元，但同比增速降至上市以来的最低点0.31%，历经2016年调整后，2017年重回增长轨道，2017年营收173.11亿元，同比增长11.54%。2018年1-3Q营收138.89亿元，同比增长8.86%。从近两年数据看，国庆、双11、双旦（圣诞、元旦）促销活动较多，四季度及全年营收增速会明显高于前三季度。

2018年，公司盈利能力有望恢复。从净利润来看，步步高2008年上市时归属净利润为1.63亿元，在之后持续增长，到2013年归属净利达到4.15亿元，创上市以来历史高点。此后三年因大力推动互联网转型利润下滑。2017年归属净利润1.46亿元，同比增长10.36%，扣非净利润1.21亿元，同比增长68.11%；2018年1-3Q归属净利润1.77亿元，同比增长6.06%，扣非净利润1.84亿元，同比增长3.82%，盈利能力逐步恢复。

在毛利率方面，步步高自上市以来毛利率不断提高。2014年，公司毛利率达到最高值22.47%，之后两年稍有下降，2017年毛利率恢复到21.52%。2018年1-3Q公司毛利率为22.81%，同比提升1.20个百分点；总费用率为20.45%，同比提升1.21个百分点。其中，销售费用率17.62%，同比提升0.48个百分点；管理费用率2.14%，同比增加0.57个百分点，主要因管理机构调整、推进了扁平化的“双核（超市、

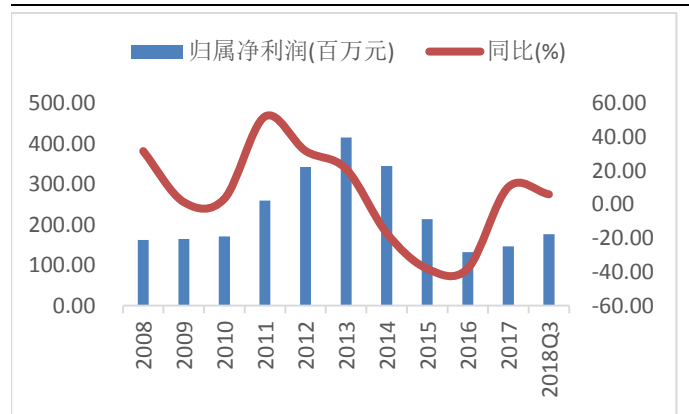
百货)+省区”管理模式,开店力度加大以及员工薪酬调整所致;财务费用率为 0.69%,同比增加 0.16 百分点,主要系银行借款增加导致利息支出增加。

图3: 步步高营收及增速



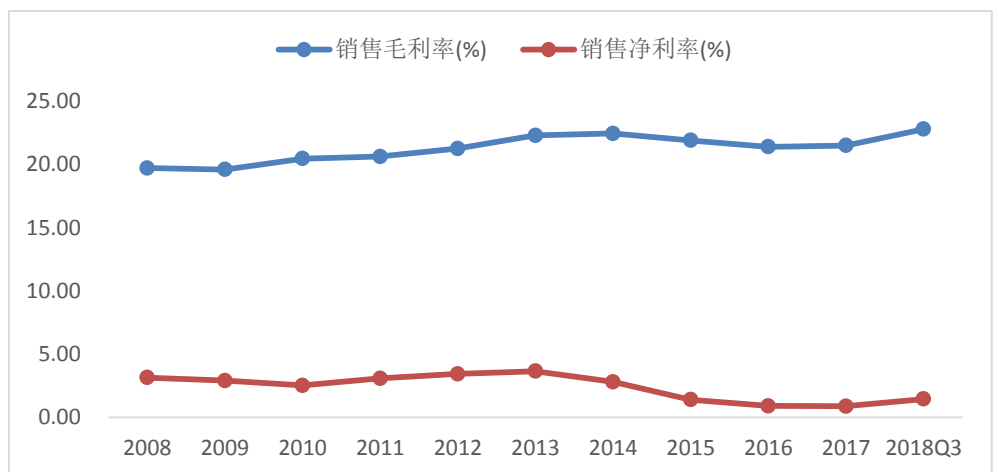
资料来源: wind、新时代证券研究所

图4: 步步高归属净利润及增速



资料来源: wind、新时代证券研究所

图5: 步步高毛利率及净利率



资料来源: wind、新时代证券研究所

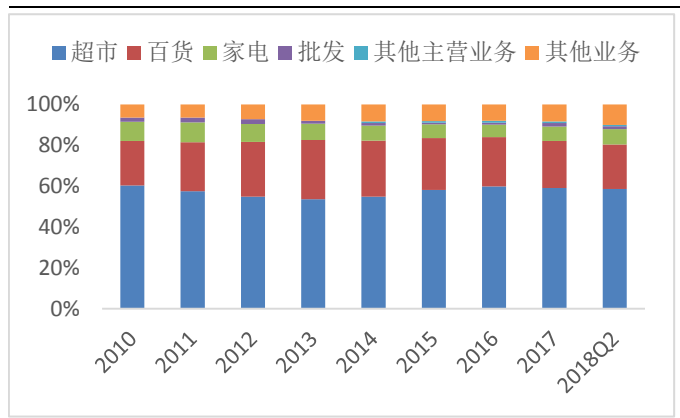
3.2、公司业态分布-公司坚持以湖南市场为核心

在业态分布方面,公司的主要业态为超市和百货,超市业态又细分为: Hypermart(大卖场)、Supermart(超市)、Emart(家电专业店)等;百货业态细分为:步步高广场、步步高百货、步步高城市生活广场等。公司以多业态灵活组合,不断丰富、完善功能,努力提升消费者的购物体验,积极探索多业态组合的协同发展。近年来公司大力拓展了步步高广场业态,且2013年开始进军电子商务领域。公司始终以市场为导向,坚持模式创新,不断提高公司的核心竞争力。

超市为公司业绩的主要来源。从营收来看,2018年上半年度,超市、百货、家电三大零售业态营收占比分别达到 58.59%、21.88%和 7.45%,是公司营收主要贡献点;百货业态增长乏力,百货业态营业收入的占比从 2008 年的 16%增长到 2013 年的 31.48%后持续回落至 2017 年的 23.06%,且 2018 年有进一步下探趋势;另外批发业务贡献营收占比 1.46%,租金、供应商返利等其他业务营收占比 9.91%。从毛利来看,超市、百货、家电三大业务毛利占比为 48.03%、16.15%、2.87%,其他业务

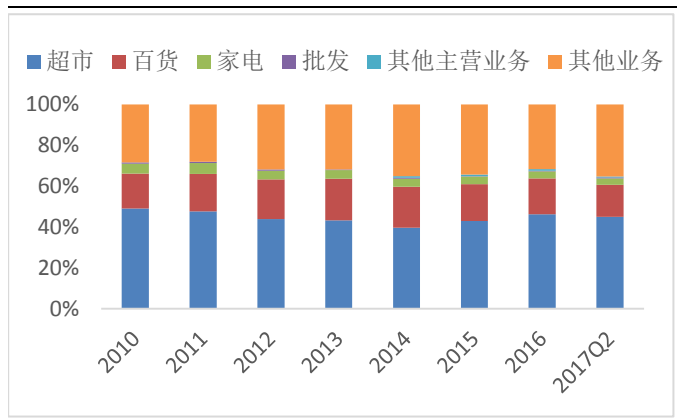
表现出色，毛利占比达到 32.86%，2018 年上半年超市、百货两大业态毛利占比分别为 43.49%、14.83%。

图6: 步步高营收构成(业态分布)



资料来源: wind、新时代证券研究所

图7: 步步高毛利构成(业态分布)

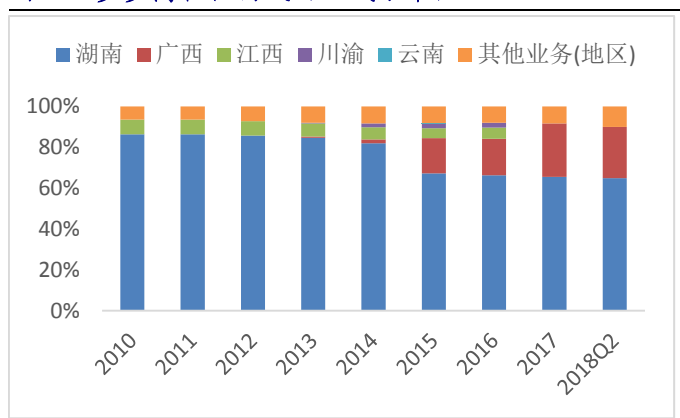


资料来源: wind、新时代证券研究所

在区域分布方面，公司坚持以湖南市场为核心，逐步向周边省扩张。公司优先选择在湖南区域内扩张，随着市场份额逐步稳定，分阶段、分步骤向周边省域扩张，通过跨区域发展保持较快的发展速度。2005 年始，公司加快省外扩张，陆续进入江西、川渝、广西地区，市场份额不断扩大。2015 年，公司收购了广西地区连锁商品零售龙头企业南城百货。收购完成后，公司成为湖南、广西两地连锁商品零售龙头企业，逐步形成“立足湖南、跨区发展”的业务格局。公司 2005 年进入江西后前期发展阻力较大，但在基础设施问题基本得到解决后，华润洪客隆、南昌百货集团等对公司造成的压力将逐步减小，未来公司经营状况将逐步好转。

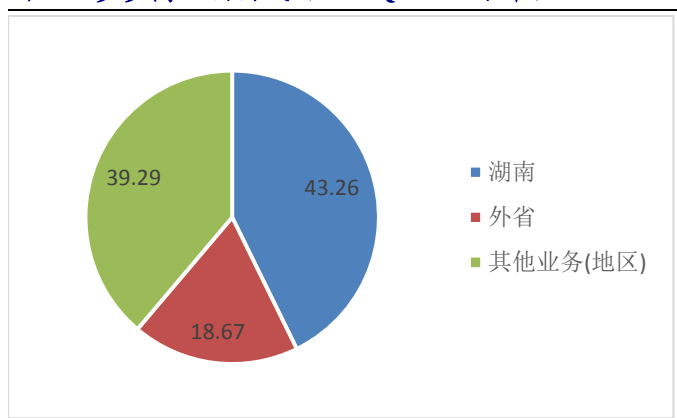
湖南大本营市场依然是公司主要营收和利润来源，2018 年上半年度营收及毛利占比分别达到 64.92%和 43.26%；广西市场 2018 年上半年度营收占比分别为 25.17%，江西及川渝市场规模尚小但增长较快，广西、江西和川渝市场毛利率占比达到 18.67%。

图8: 步步高营收构成(区域分布)



资料来源: wind、新时代证券研究所

图9: 步步高毛利构成(2018Q2 地区分布)



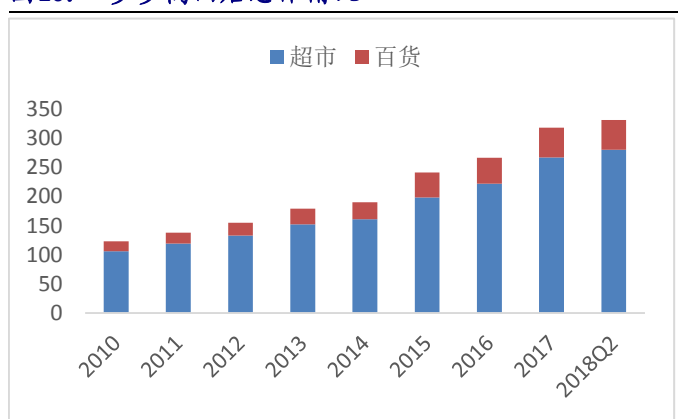
资料来源: wind、新时代证券研究所

3.3、公司 2018 年上半年开店不及预期

公司主要业务为商品零售，以超市、百货等零售业态为广大消费者提供商品零售服务，主要业务收入占营业收入的比例均保持在 90%以上。公司主要通过直营连锁店及网络零售开展业务经营，直营连锁店包括母公司直接开设的连锁店和通过子公司开设的连锁店。截止 2018 上半年度，公司在湖南、广西、江西、四川及重庆等地区共开业业态门店 331 家（超市业态门店 280 家、百货业态门店 51 家，含梅西商业门店），在湖南、广西两省连锁零售行业居于领先地位。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主。

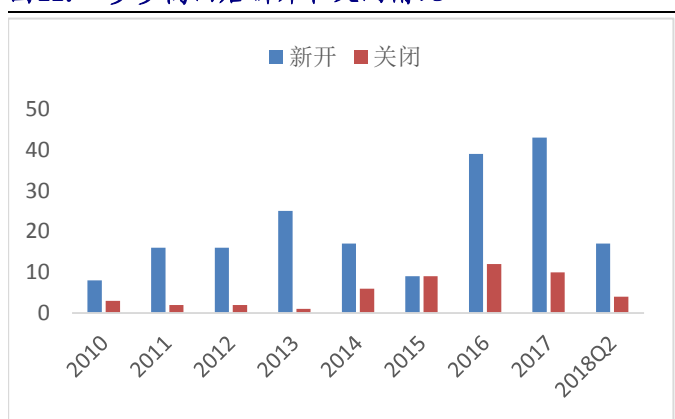
2018 年上半年开店数量不及预期，关闭低效益门店，利于提升毛利率。从门店扩张来看，2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 1-2Q 公司新开门店 9 家（超市 7 家，百货 2 家）、39 家（超市 34 家，百货 5 家）、52 家（超市 45 家，百货 7 家）、13 家（超市 13 家）；虽与去年同期相比开店数略有下降，但报告期内，公司与战略投资者腾讯、京东达成资本及战略层面的深度合作，成为腾讯和京东在大西南区的核心合作伙伴，公司经营情况将有望持续向好。另一方面，公司 2015 年、2016 年、2017 年及 2018 年 1-2Q 关闭门店 9 家、12 家、10 家、4 家，关闭低效益门店有利于降低公司运营成本，未来随着新增门店逐步成熟毛利率有望出现回升。

图10：步步高门店总体情况



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图11：步步高门店新开和关闭情况



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

4、盈利预测与估值

收购家润多超市进一步夯实湖南市场，首次覆盖给予“推荐”评级。

2019 年继续聚焦主业业务增长，把生鲜核心能力的建设放到第一位，重构供应链，要经营有活跃度的数字化的会员，并针对现有市场高质量、高密度地开店。推行生鲜供应链升级、全品类供应链升级和集采效应，提升供应链效率，实现外省赋能；联手腾讯京东，推进数字化运营，数字化会员提升服务顾客效率。公司收购家润多，做实湖南，扩大市场份额与品牌优势，成本优化，提升竞争力，提高运营效率。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.79/2.43/2.95 亿元，对应 EPS 分别上调为 0.21/0.28/0.34 元，PE 分别为 41/30/25。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

5、风险提示

经济承压消费低迷、开店数量不及预期、快速扩店带来人工、成本等压力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5721	5780	6181	5845	6701	营业收入	15470	17250	19112	21106	23421
现金	1817	1612	1708	975	1330	营业成本	12157	13538	14834	16312	18029
应收账款	126	83	173	96	210	营业税金及附加	109	123	136	150	167
其他应收款	241	532	297	633	390	营业费用	2752	3061	3392	3757	4169
预付账款	716	937	864	1069	1101	管理费用	273	300	382	422	492
存货	2151	2027	2551	2483	3081	财务费用	81	90	99	103	125
其他流动资产	669	589	589	589	589	资产减值损失	9	8	10	11	12
非流动资产	8826	10240	10770	11293	11834	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	4	3	-1	-5	-8	投资净收益	-3	5	5	5	5
固定资产	4136	4979	5298	5619	5992	营业利润	135	217	264	357	432
无形资产	1003	1530	1995	2444	2876	营业外收入	101	27	28	28	28
其他非流动资产	3683	3728	3478	3235	2974	营业外支出	36	28	31	31	31
资产总计	14547	16019	16952	17138	18535	利润总额	200	216	261	354	429
流动负债	7454	8695	9646	9796	11109	所得税	61	64	75	102	124
短期借款	1220	2394	2394	2394	2394	净利润	140	152	186	252	306
应付账款	2484	2870	2996	3454	3675	少数股东损益	7	5	6	9	11
其他流动负债	3750	3431	4256	3948	5039	归属母公司净利润	133	146	179	243	295
非流动负债	688	842	724	595	460	EBITDA	908	993	1031	1195	1344
长期借款	510	762	644	514	380	EPS(元)	0.15	0.17	0.21	0.28	0.34
其他非流动负债	178	80	80	80	80						
负债合计	8142	9537	10370	10391	11568	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	237	256	262	271	281	成长能力					
股本	864	864	864	864	864	营业收入(%)	0.1	11.5	10.8	10.4	11.0
资本公积	4132	4132	4132	4132	4132	营业利润(%)	(33.0)	60.4	21.6	35.3	21.1
留存收益	1171	1231	1307	1410	1536	归属于母公司净利润(%)	(37.9)	10.4	22.4	35.8	21.3
归属母公司股东权益	6167	6226	6319	6476	6685	获利能力					
负债和股东权益	14547	16019	16952	17138	18535	毛利率(%)	21.4	21.5	22.4	22.7	23.0
						净利率(%)	0.9	0.8	0.9	1.2	1.3
						ROE(%)	2.2	2.3	2.8	3.7	4.4
						ROIC(%)	2.1	2.6	2.8	3.5	4.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.0	59.5	61.2	60.6	62.4
						净负债比率(%)	3.3	28.6	22.6	31.2	23.3
						流动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
						速动比率	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
						应收账款周转率	133.7	165.0	149.3	157.1	153.2
						应付账款周转率	5.4	5.1	5.1	5.1	5.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.15	0.17	0.21	0.28	0.34
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	0.71	2.03	0.93	2.34
						每股净资产(最新摊薄)	7.14	7.21	7.31	7.50	7.74
						估值比率					
						P/E	54.88	49.73	40.62	29.92	24.67
						P/B	1.18	1.17	1.15	1.12	1.09
						EV/EBITDA	8.69	9.5	8.8	8.1	6.9

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	984	1125	1751	801	2024
净利润	140	152	186	252	306
折旧摊销	655	630	651	717	789
财务费用	81	90	99	103	125
投资损失	3	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	151	302	796	-254	802
其他经营现金流	-46	-43	24	-12	6
投资活动现金流	-1609	-1715	-1201	-1223	-1331
资本支出	1369	1532	557	515	550
长期投资	-120	-103	4	4	4
其他投资现金流	-360	-287	-640	-705	-777
筹资活动现金流	1119	582	-455	-311	-338
短期借款	92	1174	0	0	0
长期借款	61	252	-118	-129	(135)
普通股增加	85	0	0	0	0
资本公积增加	1145	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-265	-844	-337	-181	-203
现金净增加额	494	-9	96	-733	354

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。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	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：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>