

2019年06月20日

证券研究报告·公司研究报告

家家悦(603708) 商业贸易

买入(维持)

当前价: 22.35元

目标价: 29.05元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 胶东生鲜之王，开启跨区域扩张之路

### 投资要点

- **推荐逻辑:** (1) 凭借生鲜优势在行业低迷期逆势扩张。家家悦凭借生鲜产品标准化程度低、对物流仓储要求高、难以触网等优势在行业低迷期逆势扩张。公司16-18年平均净增店为41家。(2) 跨区开启并购之路带来增长潜力。公司在加快自身开店速度的同时，于17年、18年分别收购青岛维克和张家口福悦祥，深耕青岛地区，进入张家口地区。(3) 物流、供应链、管理优势突出。公司坚持基地直采，并在省内多处建设了常温物流中心和生鲜物流中心，扩建后总面积超过20万平方米。
- **生鲜超市在整体景气度较低的超市业中一枝独秀。**目前我国生鲜类食品支出超过3万亿元，消费市场体量巨大，但生鲜产品仍以农贸市场为主、超市渠道渗透率非常低，而且生鲜产品具有“不易保存、对仓储物流要求高”等特点，因此电商一直难以触碰，当前在消费升级、“农改超”政策的推动下，生鲜超市细分行业增速高达11%（整体超市行业只有3.8%的增速），发展空间巨大。
- **胶东生鲜之王，开启跨区域扩张之路。**(1) 行业低迷期逆势展店。在华联综超、家乐福(中国)等零售巨头门店数量出现负增长的同时，家家悦展店顺利。2017年家家悦展店44家，通过并购青岛维克取得门店13家；2018年，家家悦展店57家，通过并购福悦祥取得门店11家，预计2019年家家悦展店超100家。(2) 生鲜源头直采，物流覆盖鲁东。公司已与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《基地合作协议》，超过80%的生鲜都采取“源头直采”模式。公司生鲜配送体系已覆盖鲁东地区，进一步扩建后，生鲜配送体系将实现覆盖山东全省。(3) 自有品牌占比较高。自有品牌占比提高有助于提高公司知名度以及整体销售毛利率。2018年，公司自有品牌营收占比达9.8%。(4) 销售净利率保持领先。得益于管理模式的优化，2018年家家悦销售净利率3.4%，在A股10家大卖场与超市企业中仅次于红旗连锁。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2019-2021年归母净利润分别为5.1亿元、5.9亿元、6.6亿元，增速分别为18.1%、15.2%、12.8%。考虑到公司为生鲜超市龙头，具有较高的供应链壁垒、规模效应和协同效应，给予19年35倍估值，对应目标价29.05元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动或不及预期；市场竞争或不及预期；新区域扩展及新增项目投入或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12730.71	14546.00	16269.00	17825.40
增长率	12.36%	14.26%	11.85%	9.57%
归属母公司净利润(百万元)	429.92	507.85	585.16	660.16
增长率	38.35%	18.13%	15.22%	12.82%
每股收益EPS(元)	0.71	0.83	0.96	1.09
净资产收益率ROE	15.14%	15.39%	15.47%	15.27%
PE	32	27	23	21
PB	5.00	4.27	3.71	3.23

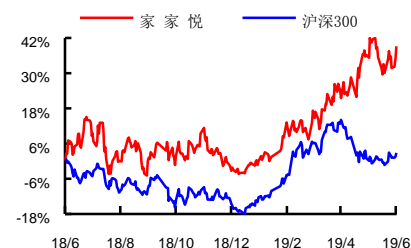
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
 执业证号: S1250517080002  
 电话: 023-67511807  
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 嵇文欣  
 电话: 021-58351812  
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.08
流通A股(亿股)	2.04
52周内股价区间(元)	19.9-29.7
总市值(亿元)	135.98
总资产(亿元)	78.28
每股净资产(元)	6.07

### 相关研究

1. 家家悦(603708): 开店速度维持, 业绩增长明显 (2019-04-28)
2. 家家悦(603708): 开店速度加快, 营收稳步增长 (2019-04-19)
3. 家家悦(603708): 区域扩张持续推进, 业绩保持高增长 (2018-10-30)
4. 家家悦(603708): 强化区域密集布局, 经营效率持续提升 (2018-08-16)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：胶东“生鲜超市之王”</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司业绩：稳步增长 .....	2
1.2 业务结构：主打生鲜 .....	2
1.3 股权结构：大股东持股比例达 58.6% .....	3
<b>2 行业分析：生鲜超市一枝独秀</b> .....	<b>4</b>
2.1 超市业景气度较低 .....	4
2.2 超市行业呈现碎片化、区域割据的特征 .....	5
2.3 生鲜超市：零售业的大风口 .....	7
<b>3 生鲜行业佼佼者逆势扩张</b> .....	<b>9</b>
3.1 逆势扩张 .....	9
3.2 昔日行业先驱者，今朝业界排头兵 .....	11
3.3 重视自有品牌发展 .....	15
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图 目 录

图 1: 家家悦发展历程.....	1
图 2: 2015 年时任国务院副总理汪洋视察公司.....	1
图 3: 2016 年公司上市.....	1
图 4: 2017 年公司并购青岛维客.....	1
图 5: 公司近三年营业收入及增速.....	2
图 6: 公司近三年归母净利润及增速.....	2
图 7: 公司 2018 年营收构成 (产品).....	2
图 8: 公司 2018 年毛利构成 (产品).....	2
图 9: 2018 年 A 股上市超市企业生鲜营收占比排名.....	3
图 10: 2018 年 A 股上市超市企业生鲜毛利占比排名.....	3
图 11: 公司 2018 年营收构成 (地区).....	3
图 12: 公司 2018 年毛利构成 (地区).....	3
图 13: 家家悦董事长兼总经理王培桓 (左三).....	4
图 14: 公司股权结构.....	4
图 15: 超市销售额增速.....	5
图 16: 超市、百货店、专业店零售额增速.....	5
图 17: 粮油、食品、饮料、烟酒、日用品类商品零售额增速.....	5
图 18: 各零售商品销售额增速.....	5
图 19: 2019 年 4 月我国前五零售商市场份额.....	6
图 20: 2019 年一季度美国沃尔玛市场份额.....	6
图 21: 2019 年 4 月中国前五大零售商市场份额.....	7
图 22: 2016 年至今中国前五大零售商市场份额变化.....	7
图 23: 生鲜行业交易额.....	8
图 24: 生鲜各渠道份额.....	8
图 25: 主要国家农产品超市渠道流通比重.....	8
图 26: 2013-2020 年中国生鲜电商市场交易规模.....	8
图 27: 高鑫零售门店增速.....	10
图 28: 家乐福 (中国) 门店增速.....	10
图 29: 家家悦门店数量增速.....	10
图 30: 2016 年至 2018 年大型连锁超市企业展店复合增速.....	10
图 31: 家家悦近三年营业收入及增速.....	10
图 32: 2018 年 A 股上市大卖场与超市企业销售净利率排名.....	10
图 33: 家家悦营收分类.....	11
图 34: 家家悦毛利分类.....	11
图 35: 家家悦、永辉超市生鲜毛利率.....	12
图 36: 家家悦同店增速.....	12
图 37: 家家悦集团 2018 全球重点供应商大会隆重召开.....	12
图 38: 家家悦货源地.....	12
图 39: 一体化物流配送网络示意图.....	14

图 40: 生鲜物流中心配送范围 .....	14
图 41: 2013 年全球零售渠道商自有品牌销售占比 .....	15
图 42: 有品牌商品营业收入占比 .....	15
图 43: 家家悦自有品牌“悦记飘香” .....	16
图 44: 家家悦自有品牌“简单生活” .....	16
图 45: 家家悦自有品牌“荣光” .....	16
图 46: 家家悦自有品牌“品品香” .....	16
图 47: 2018 年 A 股大卖场与超市企业销售净利率排名 .....	16
图 48: 家家悦近三年销售净利率 .....	16

## 表 目 录

表 1: 2019 年一季度家家悦前十大股东持股比例 .....	4
表 2: 2019 年一季度中美大型连锁超市企业销售毛利率 .....	6
表 3: 生鲜电商市场五大类型 .....	9
表 4: 生鲜电商两大 AT 阵营 .....	9
表 5: 家家悦展店情况 (净开店, 不含张家口并购项目) .....	11
表 6: 生鲜类主要供应商情况 .....	13
表 7: 主要合作社情况 .....	13
表 8: 主要合作养殖场情况 .....	13
表 9: 主要生鲜物流中心情况 .....	14
表 10: 分业态收入拆分 (单位: 百万元) .....	17
表 11: 可比上市公司盈利预测相对估值 .....	18
附表: 财务预测与估值 .....	20

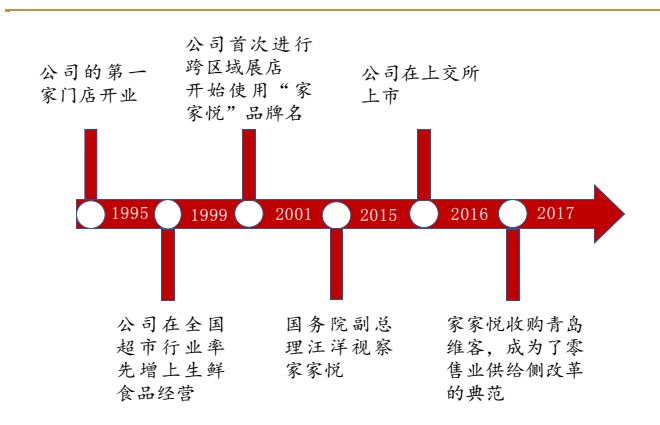
# 1 公司概况：胶东“生鲜超市之王”

家家悦集团股份有限公司是以超市连锁为主业，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。

**发展历程：**1995年，公司的第一家门店正式开业，当年实现销售4000万元，揭开了从传统批发企业向现代化连锁企业转型的新篇章。1999年，公司适应市场需求，在全国超市行业率先增上生鲜食品经营，并由此探索出了“超市+基地”的农超对接模式，提高了差异化竞争能力。2001年，公司迈出了跨区域连锁的第一步——龙口分店开业，并正式推出了“家家悦”这一新的服务品牌。2015年，时任中共中央政治局委员、国务院副总理汪洋视察家家悦威海配餐中心，对家家悦的经验做法给予了充分肯定。2016年，公司在上交所主板上市，正式登陆资本市场。2017年，家家悦集团与青岛维客集团强强联手，签署战略合作协议，成功实现威海市与青岛市零售业态的融合发展，成为了零售业供给侧改革的典范。

**发展战略：**多年来，公司坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略，扎实推进连锁网络建设，加快线上线下的融合，为消费者提供质量好、物有所值的商品，成为中国最优秀的零售企业。

图 1：家家悦发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：2015 年时任国务院副总理汪洋视察公司



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：2016 年公司上市



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：2017 年公司并购青岛维客

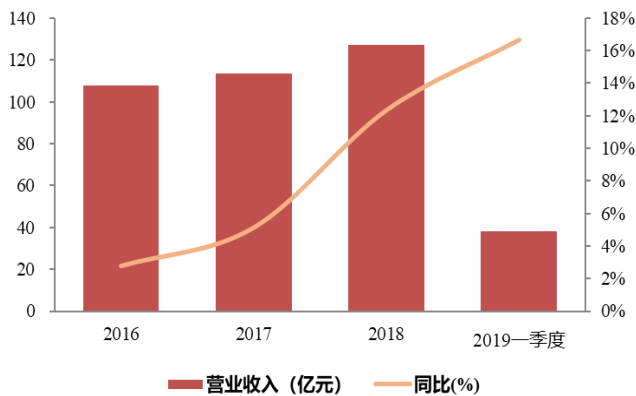


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.1 公司业绩：稳步增长

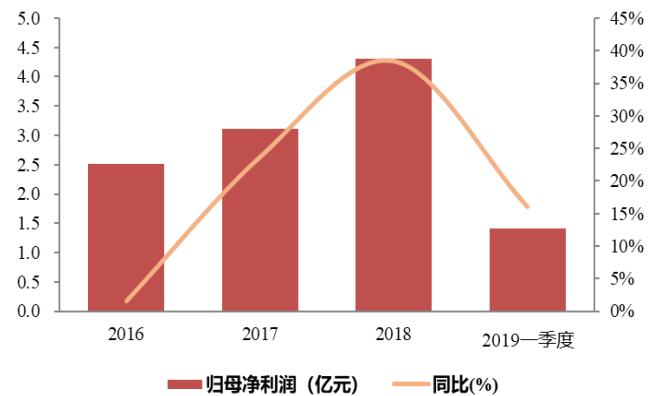
公司业绩稳步增长，营业收入、归母净利润稳步提升。2016年至2018年，公司营业收入复合增速为8.7%，归母净利润复合增速为30.8%。其中2018年实现营收127.3亿元，同比增长12.4%，归母净利润4.3亿元，同比增长38.4%，扣非后归母净利润3.8亿元，同比增长26.9%；2019年一季度公司营业收入38.1亿元，同比增长17%，归母净利润1.4亿元，同比增长16%。近来公司业绩稳步提升的驱动因素主要有：(1)维持已有店铺同店增长；(2)积极发展新店；(3)外延步伐加快。

图5：公司近三年营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图6：公司近三年归母净利润及增速

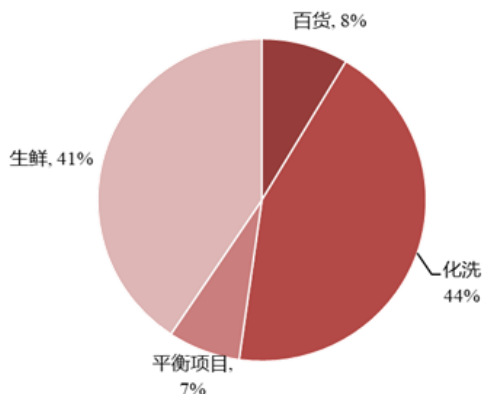


数据来源：wind，西南证券整理

## 1.2 业务结构：主打生鲜

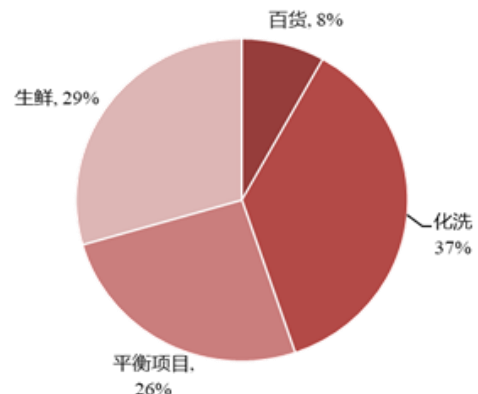
按产品分类，家家悦主打生鲜品类。2018年，家家悦生鲜营业收入占比41%，毛利占比29%，家家悦的生鲜占比在行业内处于领先地位。2018年，公布生鲜占比的4家A股上市超市企业中，家家悦生鲜营收占比和生鲜毛利占比均排名第二，仅次于永辉超市。

图7：公司2018年营收构成（产品）

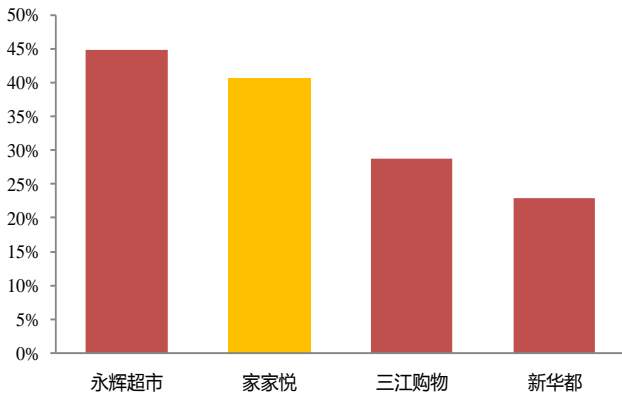


数据来源：wind，西南证券整理

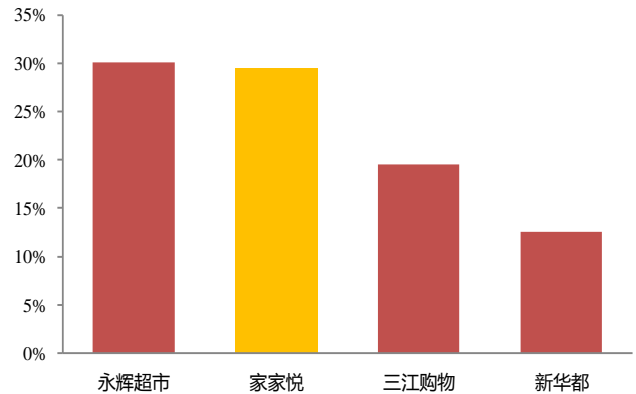
图8：公司2018年毛利构成（产品）



数据来源：wind，西南证券整理

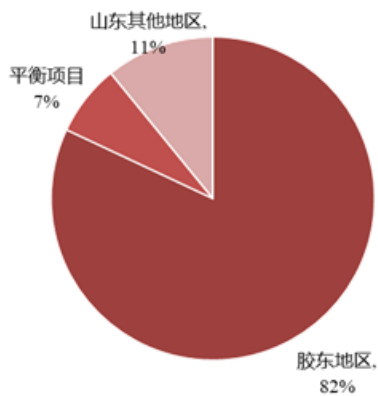
**图 9：2018 年 A 股上市超市企业生鲜营收占比排名**


数据来源：wind，西南证券整理

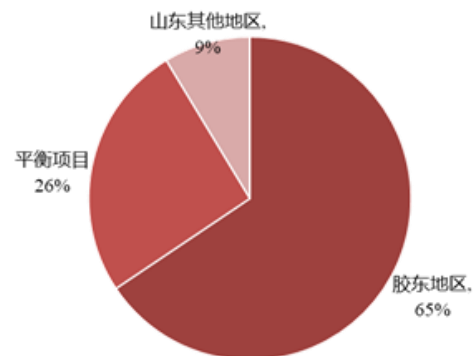
**图 10：2018 年 A 股上市超市企业生鲜毛利占比排名**


数据来源：wind，西南证券整理

按地区分类，家家悦的业务集中在山东胶东地区。家家悦从威海起家，是胶东地区的本土企业。2017 年，家家悦收购青岛维客，进一步巩固了其在胶东地区的市场地位。2018 年，胶东地区的营业收入占所有地区营业收入的 82%，胶东地区的毛利占所有地区毛利的 65%，均远高于其他地区。

**图 11：公司 2018 年营收构成（地区）**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 12：公司 2018 年毛利构成（地区）**


数据来源：wind，西南证券整理

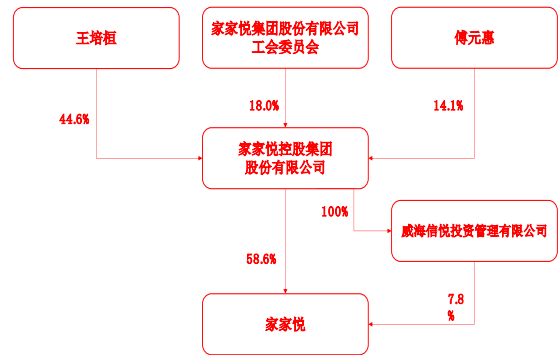
### 1.3 股权结构：大股东持股比例达 58.6%

公司实际控制人是董事长兼总经理王培桓。家家悦控股集团股份有限公司和威海信悦投资管理有限公司是公司的前两大股东。其中，威海信悦投资管理有限公司的全部股份由家家悦控股集团股份有限公司持有。因此，家家悦控股集团股份有限公司除直接持有公司 58.6% 的股份外，还通过威海信悦投资管理有限公司间接持有公司 7.8% 的股份，合计持有公司 66.5% 的股份。王培桓通过持有家家悦控股集团股份有限公司 44.6% 的股份，从而实际掌握了家家悦 29.7% 的股份，成为公司实际控制人。

除董事长兼总经理王培桓外，家家悦工会和家家悦董事、副总经理傅元慧分别持有家家悦控股集团股份有限公司 18.0% 和 14.1% 的股份，从而间接持有家家悦 12.0% 和 9.3% 和股份。三者合计共持有家家悦 51% 的股份，公司管理层持股比例高。

**图 13: 家家悦董事长兼总经理王培桓 (左三)**


数据来源: 联商网, 西南证券整理

**图 14: 公司股权结构**


数据来源: wind, 西南证券整理

**表 1: 2019 年一季度家家悦前十大股东持股比例**

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	家家悦控股集团股份有限公司	58.64
2	威海信悦投资管理有限公司	7.82
3	上海鸿之铭创业投资中心(有限合伙)	2.98
4	中国工商银行股份有限公司-景顺长城沪港深精选股票型证券投资基金	1.58
5	基本养老保险基金一零零三组合	1.56
6	中国农业银行股份有限公司-景顺长城能源基建混合型证券投资基金	1.40
7	全国社保基金五零二组合	1.38
8	中国农业银行股份有限公司-长信内需成长混合型证券投资基金	0.83
9	中国工商银行股份有限公司-广发多策略灵活配置混合型证券投资基金	0.65
10	宁波弘鉴创业投资中心(有限合伙)	0.64
	合计	77.48

数据来源: wind, 西南证券整理

## 2 行业分析: 生鲜超市一枝独秀

### 2.1 超市业景气度较低

受宏观经济增速放缓影响, 超市业景气度较低。分析近十年的超市业零售额增速, 我们可以发现两次明显的“跳水”: 第一次是 2012 年 2 月, 增速由上月的 19.8% 下跳至 -2%; 第二次是 2017 年 2 月, 增速由上月的 6.5% 下跳至 -15%。这两次“跳水”将近十年的超市业零售额增速划分为三个阶段: 第一阶段, 2012 年 2 月之前, 超市业零售额增速基本在 10% 以上; 第二阶段, 2012 年 2 月至 2017 年 1 月, 超市业零售额增速基本在 5% 到 10% 这一区间内波动; 第三阶段, 2017 年 2 月至今, 超市业零售额增速基本小于 5%。

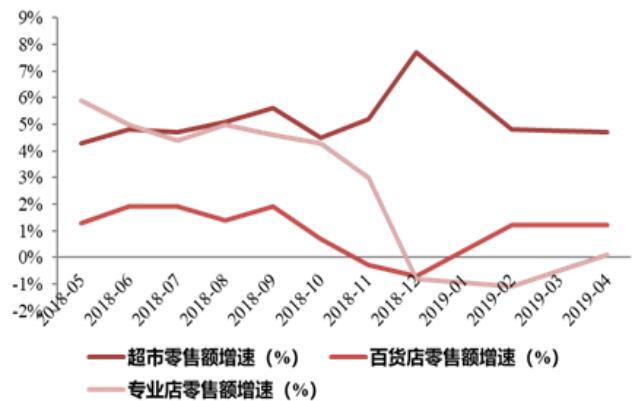
与零售业其他细分子类相比, 超市业表现尚可。以零售业的三个主要子类: 超市、百货、专业店为例, 自 2018 年 7 月以来, 超市的零售额增速一直高于百货和专业店的零售额增速; 2018 年 11 月开始这种差距开始扩大, 超市的零售额增速比百货和专业店高五个百分点左右。



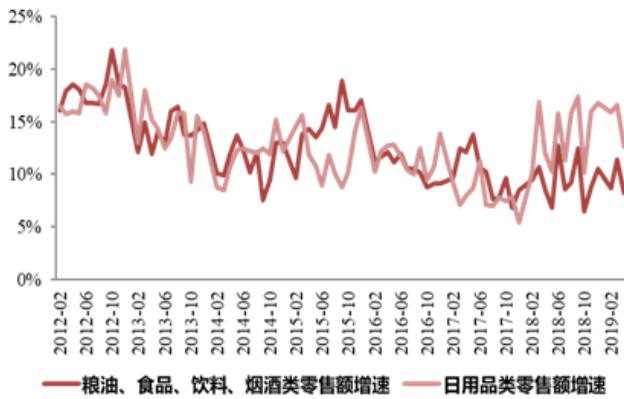
超市业表现尚可的原因在于，与超市经营密切相关的粮油、食品、饮料、烟酒、日用品类商品属于生活必需品，抗经济周期性较强。2012 年以来，粮油、食品、饮料、烟酒、日用品类商品的销售额增速基本在 10% 到 20% 之间波动，较为稳定。零售业的其他商品，诸如服装、鞋帽、纺织品、体育、娱乐用品类商品则易受经济大环境影响，波动较大。近一年，经济增速放缓的大环境下，服装、鞋帽、纺织品、体育、娱乐用品类商品销售额增速普遍低于粮油、食品、饮料、烟酒、日用品类商品；其中，体育、娱乐用品类商品销售额甚至连续处于负增长中。

**图 15: 超市销售额增速**

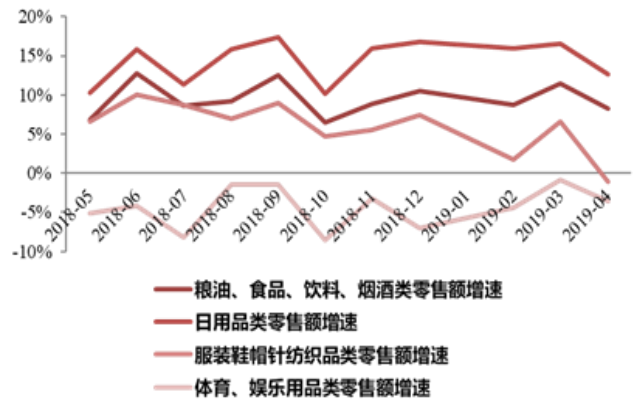

数据来源: wind, 西南证券整理

**图 16: 超市、百货店、专业店零售额增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 17: 粮油、食品、饮料、烟酒、日用品类商品零售额增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

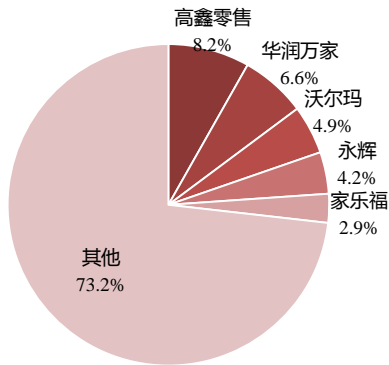
**图 18: 各零售商品销售额增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

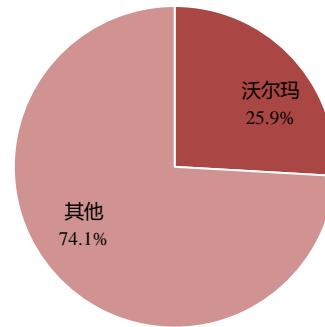
## 2.2 超市行业呈现碎片化、区域割据的特征

超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低。目前我国的超市行业发展已经较为成熟，整体已进入资本经营的规模化发展阶段，因此行业竞争十分激烈，从竞争格局来看，我国超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低。根据凯度咨询数据，截止 2019 年 4 月，我国前五大超市市占率总和为 26.8%，其中高鑫零售、华润万家、沃尔玛、永辉、家乐福市占率分别为 8.2%、6.6%、4.9%、4.2%、2.9%。在美国市场，仅第一大零售商沃尔玛的市场份额就达到了 25.9%，与我国前五大超市市占率总和基本相当。国内激烈的竞争降低了超市行业的整体毛利率，因此缺少经营特色的小型零售企业发展空间受到一定

挤压，例如零售巨头沃尔玛的毛利率高达 25.1%，而我国大型连锁超市企业的毛利率一般在 24% 以下，在市场饱和、竞争激烈的情况下，大型企业依靠自身优势会攫取更多的市场利润，未来行业将会出现较多整合。

**图 19：2019 年 4 月我国前五零售商市场份额**


数据来源：凯度咨询，西南证券整理

**图 20：2019 年一季度美国沃尔玛市场份额**


数据来源：wind，西南证券整理

**表 2：2019 年一季度中美大型连锁超市企业销售毛利率**

企业名称	销售毛利率 (%)
沃尔玛	25.1
永辉超市	22.5
家家悦	21.5
步步高	23.2
百联股份	19.5
华联综超	22.5
三江购物	23.2
新华都	22.7
中百集团	20.7

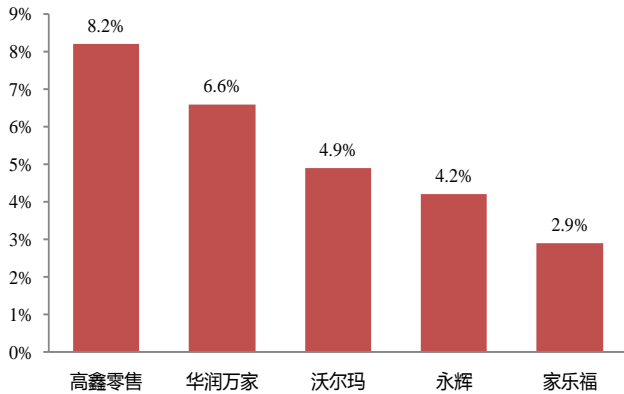
数据来源：wind，西南证券整理

**外资超市市场份额普遍下降。**目前我国超市行业形成了本土、外资、电商三大阵营：包括以永辉、大润发、华润、联华、物美等为首的本土超市，以家乐福、沃尔玛等为代表的外资超市，以及以 1 号店、天猫超市、苏宁易购等为代表的网上超市。由于外资超市在经营管理水平和成本控制上有着先天优势，早几年大量外资超市涌入中国市场，2011 年外资超市的市场份额一度逼近 47%。然而近几年随着市场环境的变化，传统零售商的经营模式进一步被解构，中国零售行业的创新之举大多发生在本土企业，外资企业由于体制僵化、尾大不掉，其面对风云变幻的中国零售市场很难作出灵活而快速的调整。外资超市的市场份额开始不断下滑，凯度咨询数据显示，沃尔玛的市占率由 2016 年 1 月的 5.1% 下降至 2019 年 4 月的 4.9%；家乐福的市占率由 2016 年 1 月的 3.4% 下降至 2019 年 4 月的 2.9%，且排名由第四下滑至第五。

**部分本土超市凭借创新之举逆势增长。**而就本土超市而言，受行业整体低迷影响，一部分面临经营困难而退出市场，而另一部分以永辉超市、家家悦为代表的优秀超市龙头则逆势增长，凭借自身产品特色、管理效率提升以及不断创新发挥，市占率不断提升，凯度咨询数

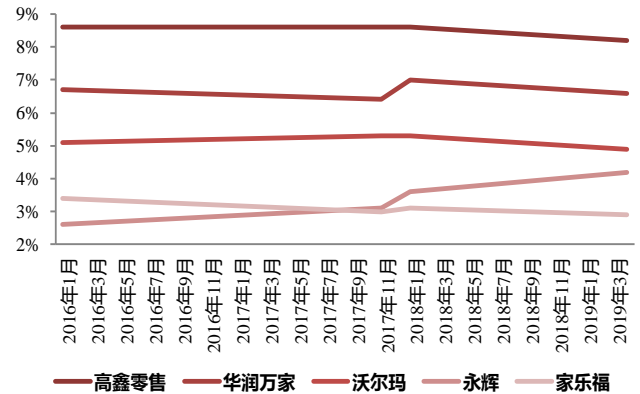
据显示，永辉超市的市占率由2016年1月的2.6%上升至2019年4月的4.2%，超越家乐福成为中国第四大零售商。

图 21：2019 年 4 月中国前五大零售商市场份额



数据来源：凯度咨询，西南证券整理

图 22：2016 年至今中国前五大零售商市场份额变化



数据来源：凯度咨询，西南证券整理

虽然线上超市增长迅速，但发展有瓶颈。随着电子商务的高速发展和电子商务服务业的不断完善，以1号店、天猫超市、苏宁易购、京东超市等为代表的线上超市相继出现，过去三年，天猫超市每年销售额保持4倍增速，消费升级的大趋势和物流体系的不断完善，让线上超市搭上了增长的快车。但大部分互联网巨头开展超市业务只是为了丰富自身生态链，盈利十分有限，京东、苏宁、1号店这些电商巨头都已经亏损好多年，目前仍在靠价格战吸引流量。我们认为线上超市的发展有较大瓶颈主要源于以下几个原因：

**一是消费者习惯难养成。**倾向于到网上超市购买日用品的多为80、90后，日用消费品主要的消费群体是年龄较大的传统消费者，这类消费者更倾向于线下消费，而且网上超市的复购率非常低，顾客复购率不足20%。

**二是配送包装成本高。**网上超市销售大都是油盐酱醋等日常生活快速消费品，因此对物流配送时效性要求比较高，配送成本也大；

**三是体验缺乏竞争力。**当大而一统的消费需求变得个性化、高端化以及高度碎片化，用户对于消费体验的诉求就会不断增强，而线上超市是非常缺乏体验性的，尤其生鲜类产品，由于这类产品非标准化程度高，因此生鲜电商的渗透率非常低。

## 2.3 生鲜超市：零售业的大风口

生鲜是指未经烹调、制作等深加工过程，只做必要保鲜和简单整理上架而出售的初级产品，以及面包、熟食等现场加工品类的商品的统称。

**生鲜市场规模巨大。**近年来我国生鲜超市市场规模不断扩大，生鲜是百货零售品类中，供应链最复杂的一环，也是必购率最高的一种，在居民食品消费支出中占比高达50%。就生鲜超市市场规模而言，据前瞻产业研究院发布的《2018中国生鲜行业报告》显示，2011年至2018年，我国生鲜行业交易额保持着稳定增长的良好增长态势，2011年我国生鲜行业交易额为1.1万亿元，2018年的交易额增长至1.9万亿元，复合增速达8.1%。

**生鲜产品仍以农贸市场为主，而超市渠道渗透率提升空间大。**据《2016中国生鲜电商物流行业专题报告》，2016年中国农产品交易活动中，73%是通过农贸市场完成的，超市渠

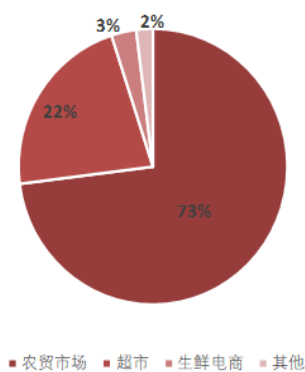
道只占到 22% 的市场份额，与发达国家相比差距甚远，目前超市已经成为许多发达国家农产品零售市场的主导业态，其中美国和德国该类渠道占比达到 90%，日本该类渠道销售的农产品也达到 70%。我国生鲜超市渗透率低主要源于生鲜品类毛利低、损耗大，传统超市在运营时一直是生鲜带人气、日用百货类商品赚利润，一般情况下，生鲜综合毛利在 15% 以下，而日用百货类可以达到 30% 以上。虽然农贸市场在就近方便满足消费者需求，但却难以从质量控制、物流配送等方面保证产品质量、满足消费者更高层次的需求，而超市农产品经营模式则在上述方面具有其特有的优势，其正以购物环境干净卫生、商品品质安全放心、配送渠道高效快捷而被国内越来越多的消费者认可与选择。近几年，未来顺应国民收入水平日益提高、国民消费意识不断提升，各级政府大力推行“农改超”，“连锁生鲜超市”也在不断升级自己的供应链，提高毛利率，未来生鲜产品超市渠道的渗透将会大幅提升。

图 23：生鲜行业交易额



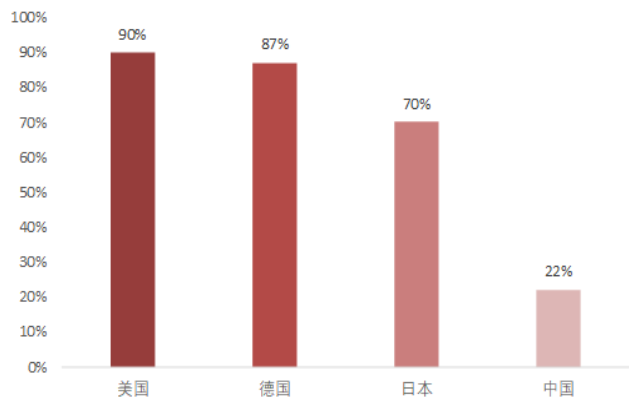
数据来源：2018 中国生鲜行业报告，西南证券整理

图 24：生鲜各渠道份额



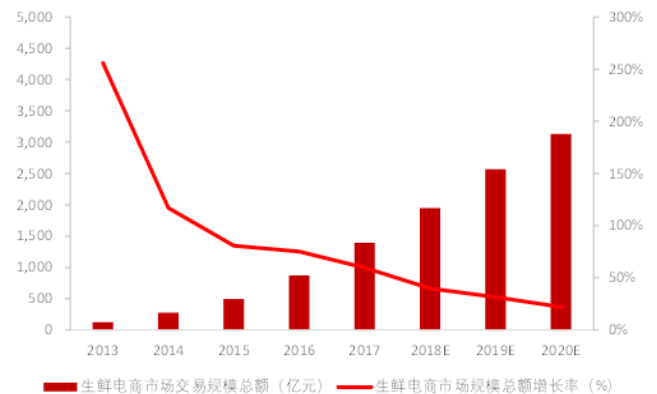
数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 25：主要国家农产品超市渠道流通比重



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 26：2013-2020 年中国生鲜电商市场交易规模



数据来源：2016 中国生鲜电商物流行业专题报告，西南证券整理

**生鲜电商增长迅速，但运营有痛点。**中国生鲜电商市场发展迅速，平均每年保持 50% 以上的增长，艾瑞咨询数据显示，2017 年中国生鲜电商市场交易规模约为 1391.3 亿元，同比增长 59.7%，预计 2020 年市场规模可达 3000 亿元以上。虽然当前生鲜电商高速发展，但目前市场渗透率依然不足 3%，这主要在于生鲜电商运营有很多难点：(1) 如果没有足够的规模效应很难做到直供，而农产品多级批发商链条导致毛利润低；(2) 生鲜食品保存期较多，对仓储要求极高，且生鲜非标化程度高，导致损耗率居高不下；(3) 需要完善的冷链物流网络来支撑，自建冷链仓储物流投入成本高；(4) 食品安全问题一直处于风口浪尖。由于生鲜

电商运营固有的痛点，使得 2016 年我国生鲜电商集体进入寒冬期，开始了一波洗牌，一大批中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购，而巨头入局则不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，拥有全产业链资源和全渠道资源的企业将愈发具有优势，到 2017 年底，生鲜电商基本形成 AT 两大阵营，以及依托两大阵营的众多中小卖家。

**表 3：生鲜电商市场五大类型**

类型	案例
第一类大型综合平台	包括阿里巴巴的天猫和淘宝、京东生鲜、1 号店生鲜、沃尔玛生鲜、苏宁云商（苏宁易购）等
第二类垂直电商	包括顺丰优选、中粮我买网、菜管家、美味七七等
第三类 O2O 电商	包括厨易时代、豆果网、订菜网、本来生活、青年菜君、调果师、我厨、五百家、果果哒、每日优鲜、天天果园等
第四类	一亩田、链农、鲜易网等
第五类传统企业“触网”	包括永辉超市、沃尔玛、乐购等

数据来源：西南证券整理

**表 4：生鲜电商两大 AT 阵营**

AT 两大阵营	名录
阿里系	天猫生鲜超市、喵鲜生、易果生鲜、淘乡甜、苏鲜生、盒马鲜生，大润发、欧尚、飞牛网、莆田网、飞牛急速达、大润发优鲜
腾讯系	京东、天天果园、每日优鲜、拼多多、永辉、超级物种、7-Fresh，微店

数据来源：西南证券整理

## 3 生鲜行业佼佼者逆势扩张

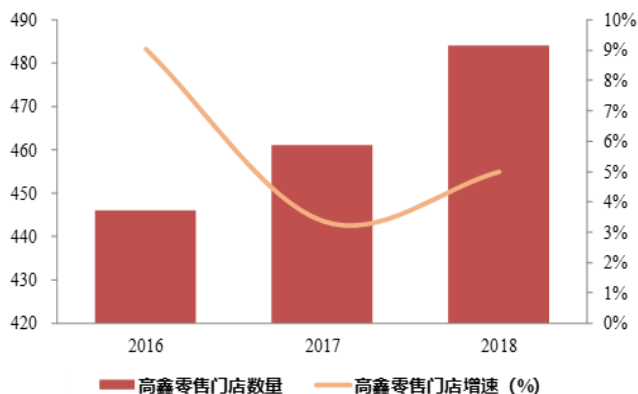
### 3.1 逆势扩张

由于经济增速放缓以及网上零售蓬勃发展，实体零售业普遍放慢了展店速度。2016 年至 2018 年，高鑫零售展店复合增速 4%，红旗连锁展店复合增速 2%，沃尔玛（中国）展店复合增速 1%，华联综超展店复合增速-3%，家乐福（中国）展店复合增速-3%。

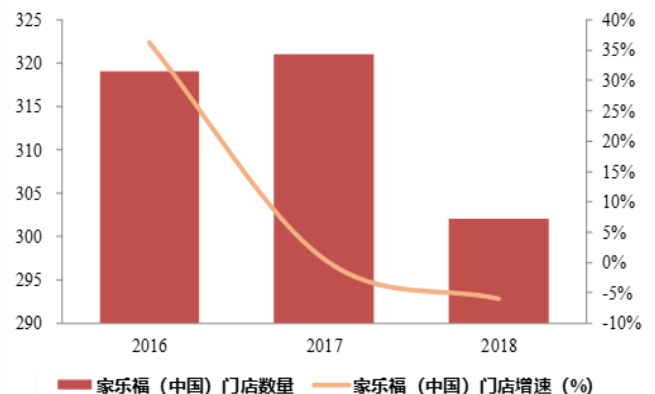
家家悦在行业低迷期逆势扩张。家家悦 2016 年至 2018 年净开店数分别为 21 家、44 家、57 家，展店复合增速为 8%。2019 年，家家悦的计划展店数量为 100 家。（此外，张家口原福悦祥也计划展店 10-20 家，不包含在上述 100 家之内）

通过复制成熟区域的开店模式以及供应链实施快速展店。家家悦在打入一个新区域后，会以大卖场打头阵，然后综超跟进，因此在新区域大卖场的占比暂时会稍高一些。供应链方面，家家悦坚持直接采购、全国供应，目前家家悦的供应链并不局限于胶东地区，建立了覆盖全国二十多个省市的采购网络，并已培养了经验丰富的采购团队，有利于家家悦在新区域复制供应链。

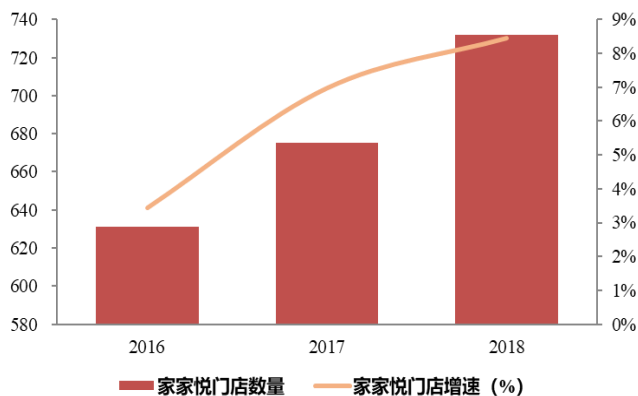
除了自行展店以外，家家悦还积极进行外延并购。2017 年，家家悦收购青岛维客（拥有 13 家门店）。2018 年，家家悦收购张家口福悦祥（拥有 11 家门店）。家家悦在青岛和张家口的并购战略有所不同，在青岛，家家悦会保留青岛维客的品牌，实现双品牌并行；在张家口，门店改造完成后，福悦祥的品牌将被取消。积极外延并购加强了公司在其他其他非优势区域的快速扩张力。

**图 27: 高鑫零售门店增速**


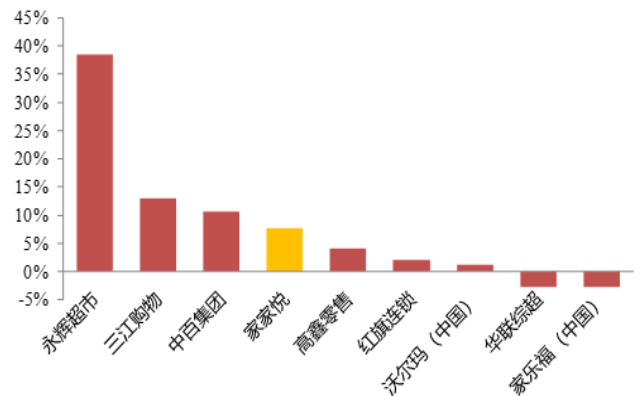
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 28: 家乐福 (中国) 门店增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

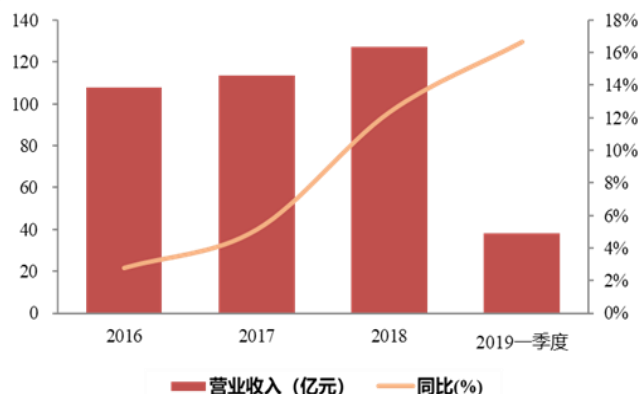
**图 29: 家家悦门店数量增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

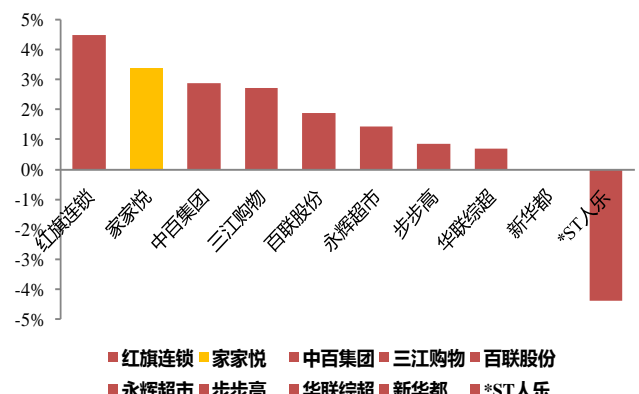
**图 30: 2016 年至 2018 年大型连锁超市企业展店复合增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

大规模扩张的同时,家家悦依然保持优秀的经营质量。2016 年至 2018 年,家家悦营收复合增速达 8.7%,归母净利润复合增速达 30.8%。2018 年,家家悦销售净利率 3.4%,在 A 股 10 家大卖场与超市企业中排名第二,仅次于红旗连锁。2019 年 1 到 5 月份,家家悦同店增长在 3%到 5%之间,其中 5 月份同店增速近 10%。

**图 31: 家家悦近三年营业收入及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 32: 2018 年 A 股上市大卖场与超市企业销售净利率排名**


数据来源: wind, 西南证券整理

**表 5: 家家悦展店情况 (净开店, 不含张家口并购项目)**

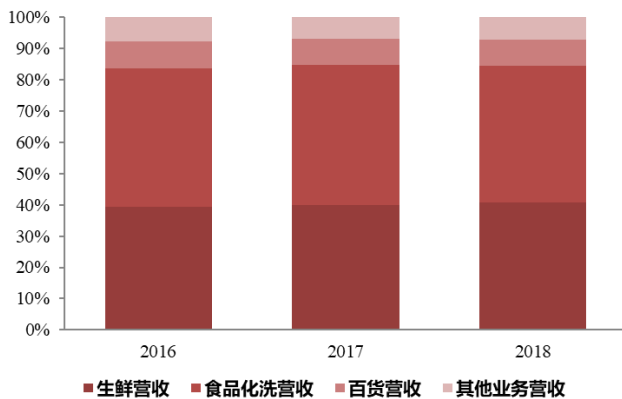
净开店数	2016	2017	2018
胶东地区	20	38	40
山东其他地区	1	6	17
合计	21	44	57

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

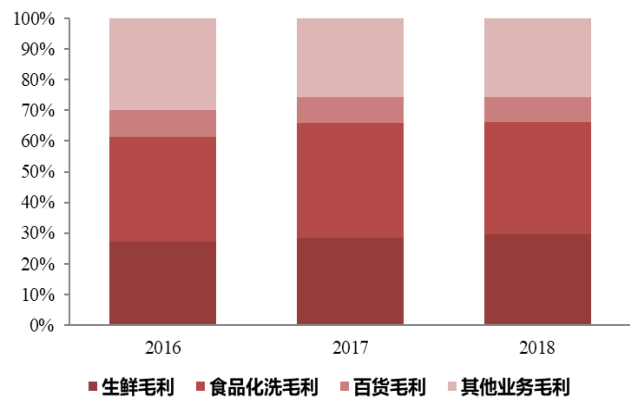
### 3.2 昔日行业先驱者, 今朝业界排头兵

公司是中国生鲜行业的先驱者。1999 年, 公司适应市场需求, 在全国超市行业率先增上生鲜食品经营, 并由此探索出了“超市+基地”的农超对接模式, 提高了差异化竞争能力。

经过十多年的发展, 生鲜已经成为家家悦的主打产品。近三年, 由生鲜产生的营业收入占家家悦总营业收入的比重稳定在 40% 左右, 成为家家悦营业收入的主要来源之一。近三年, 由生鲜产生的毛利占家家悦全部毛利的比重稳定在 30% 左右, 成为家家悦毛利的主要来源之一。

**图 33: 家家悦营收分类**


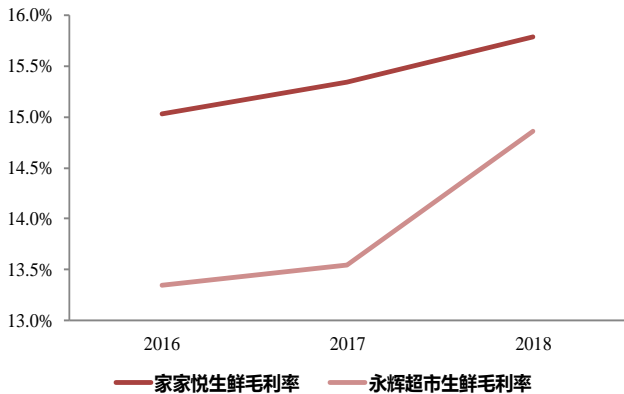
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 34: 家家悦毛利分类**


数据来源: wind, 西南证券整理

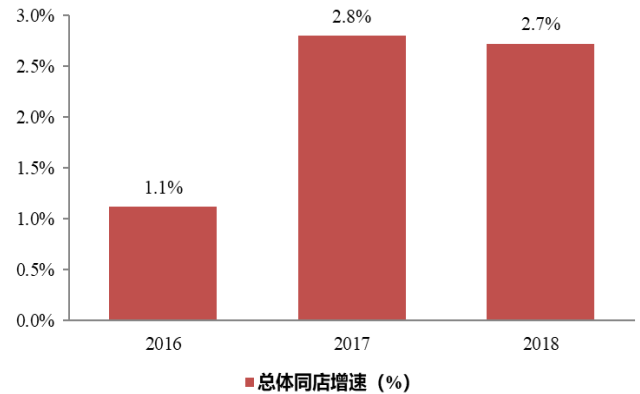
家家悦是中国生鲜行业的排头兵。(1) 毛利率方面: 2016 年至 2018 年家家悦生鲜毛利率稳压生鲜超市的另一龙头企业——永辉超市一头, 2018 年, 家家悦生鲜毛利率为 15.8%, 永辉超市生鲜毛利率为 14.9%, 家家悦比永辉超市高 0.9 个百分点。家家悦之所以能取得如此优秀的业绩表现, 主要在于公司在生鲜供应、加工、配送以及售后追溯方面管控较好。(2) 同店增速方面: 公司 2 年以上成熟店面, 2016 至 2018 年的同店增速分别为 1.1%, 2.8%, 2.7%。2019 年 1-5 月, 同店增速在 3% 到 5% 之间, 其中 5 月份的同店增速达 10%。

图 35: 家家悦、永辉超市生鲜毛利率



数据来源: wind, 西南证券整理

图 36: 家家悦同店增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**生鲜供应方面:** 公司的生鲜采购主要采取基地直供的模式。公司作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业, 已经与 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《基地合作协议》, 超过 80% 的生鲜都采取了“源头直采”的模式。公司组织专家对合作基地提供技术支持, 辅导合作基地农产品种植, 定期进行实地跟踪巡检。对于上述合作基地的产品, 公司拥有优先购买权。公司完善的基地发展模式已经成为现代农产品供应的有力保障。公司已建立了覆盖全国二十多个省市的采购网络, 并已培养了经验丰富的采购团队。采购人员能够及时、稳定地采购全国各地有特色且平价优质的生鲜产品。

在国内基地采购模式逐渐成熟的基础上, 公司提出“买世界、品世界”的全球直采的理念, 积极开发全球农副产品直采渠道。目前, 公司已与南美洲、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。未来, 公司将继续丰富和完善进口品类, 与国内基地互为补充, 巩固公司在生鲜品类方面的优势。

图 37: 家家悦集团 2018 全球重点供应商大会隆重召开



数据来源: 齐鲁网, 西南证券整理

图 38: 家家悦货源地



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理



**表 6：生鲜类主要供应商情况**

供应商名称
临沂新程金锣肉制品集团有限公司
龙大食品集团有限公司
益海嘉里食品营销有限公司济南分公司
青岛双汇联合食品销售有限公司
潍坊振祥食品有限公司

数据来源：西南证券整理

**表 7：主要合作社情况**

合作社名称	成立时间	经营范围
大石桥市三元茧业专业合作社	2009.05.13	组织收购、销售柞蚕茧
蛟河市白石山镇友好食用菌专业合作社	2010.04.01	组织收购、销售种植的食用菌
文登市宏达蔬菜专业合作社	2009.04.09	组织收购、销售种植的蔬菜
寿光耿平蔬菜专业合作社	2009.01.15	组织收购、销售种植的蔬菜
寿光市豪豪果蔬专业合作社	2012.01.10	组织收购、销售种植的果蔬

数据来源：西南证券整理

**表 8：主要合作养殖场情况**

养殖场名称	成立时间	经营范围
即墨市吉忠家禽养殖场	2010.06.10	家禽养殖、零售禽蛋
荣成市百晟禽业有限公司	2007.03.14	生猪、蛋鸡饲养销售
文登市埠口广源蛋鸡厂	2011.05.11	鸡养殖、鸡蛋销售
烟台市芝罘区华胜养鸡厂	2006.10.26	鸡养殖、禽蛋产品销售
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

数据来源：西南证券整理

**生鲜加工方面：**家家悦生鲜加工中心采用国际上最先进的标准建设，按照标准化生产、工业化管理、连锁化经营、社会化配送的要求，对农副产品进行统一集散、加工、储存、交易和配送；中心配备高标准的“冷链”系统，对农产品从加工、仓储、运输到销售实行全过程、全封闭冷链控制，建立起食品安全可追溯体系，确保农产品的最佳品质和安全。

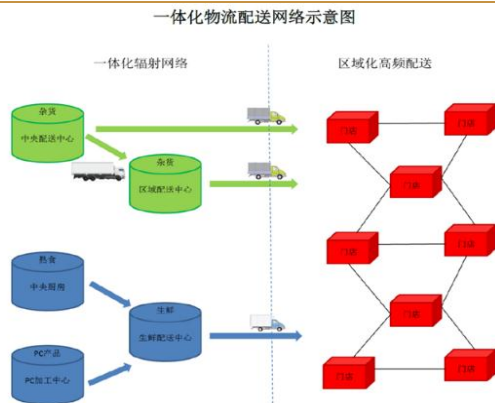
**生鲜配送方面：**公司的生鲜配送体系已经覆盖鲁东地区。待“莱芜生鲜加工物流中心项目”建成后，公司的生鲜配送体系将实现覆盖山东省全境。公司目前设立了威海、烟台、高密、莱芜、宋村 5 个生鲜物流中心，分别对覆盖区域内连锁超市提供生鲜配送服务，生鲜日均吞吐量超过 1,600 吨。其中烟台、高密、莱芜生鲜物流中心只具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能，宋村、威海两处生鲜配送中心还兼具农产品的初加工与深加工能力。公司目前正加快莱芜生鲜加工物流中心项目、烟台综合物流工业园项目的建设，预计 2019 年上述项目均可部分投入使用。其中：莱芜生鲜加工物流中心项目，预计新建面积约 3.42 万平方米，主要功能是提高生鲜配送能力，新增生鲜的加工功能；烟台综合物流工业园项目，预计新建面积约 10 万平方米，主要功能是扩大常温商品的仓储配送能力，新增生鲜加工和中央厨房的功能。

目前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的区域一体化杂货配送体系已经基本覆盖山东省全境。宋村、威海、烟台、高密 4 个生鲜配送中心已经覆盖鲁东地区；莱芜生鲜配送中心现有规模较小，待“莱芜生鲜加工物流中心项目”建成后，莱芜生鲜物流中心的配送能力将大幅提高，公司的区域一体化生鲜配送体系实现深度覆盖山东省全境。此外，公司于 2017 收购青岛维客后，整合青岛维客的生鲜物流，有利于增强公司在青岛区域的生鲜配送优势。

**公司生鲜配送特色：**  
**(1) 高频配送：**生鲜产品每天早上与下午（按需）配送两次，迎合居民消费需求，最大程度地保证了门店生鲜产品的新鲜度。  
**(2) 集中配送比例高：**公司通过与供应商、基地、农户等建立起长期稳定的合作关系，充分利用先进的生鲜加工配送中心，报告期内生鲜产品的集中配送比例都在 70% 以上。  
**(3) 冷链全程监控：**公司对有冷藏需求的生鲜商品采用冷链配送、GPS 定位，全程监控冷链配送车内温度及车辆运输状态。  
**(4) 实时处理、简化流程：**为提高生鲜采购配送的效率和品质，公司为采购员配备了专用移动终端，订货后即时向物流中心发出发货预告，物流中心收货时使用平板电脑确认、过秤、分拣，同时根据系统中的门店配货要求立即发货，实现即收即拣即发，减少损耗、避免仓储损失。

**生鲜追溯方面：**公司运用信息技术建立了生鲜商品的可追溯体系。消费者用手机扫描二维码即可查询农产品的产地、生产农户、检测结果等信息，保障了农产品的安全和来源可查，目前可追溯体系已覆盖蔬菜、水果等生鲜产品，让消费者买得放心，吃得安心。

图 39：一体化物流配送网络示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 40：生鲜物流中心配送范围



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 9：主要生鲜物流中心情况

生鲜物流中心名称	建筑面积（万平方米）
威海生鲜物流中心	3.2
烟台生鲜物流中心	0.18（+10 扩建中）
高密生鲜物流中心	1.2
莱芜生鲜物流中心	0.4（+3.42 扩建中）
宋村生鲜加工物流中心	4.71

数据来源：西南证券整理

### 3.3 重视自有品牌发展

**全球零售行业的自有品牌商品占比较高。**全球零售市场中，发展自有品牌已然成为重要潮流。近年来，以欧洲为代表的各国零售渠道商自有品牌业务继续保持较高水平，根据 Nielsen 2013 年对 18 个国家的超市调查数据显示，全球零售渠道商自有品牌业务发展水平不一，其中：瑞士自有品牌销售占比最高，约为 53%；西班牙、英国、葡萄牙均超过 40%；美国为 18%；阿根廷、巴西、中国等新兴市场自有品牌销售占比尚处于较低水平。

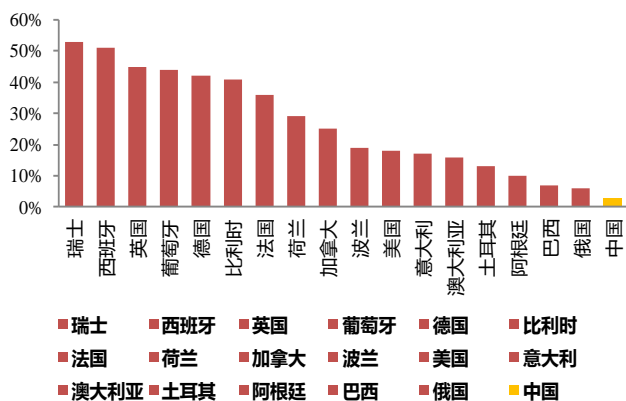
**我国连锁超市自有品牌尚在起步阶段，发展空间巨大。**中国连锁超市竞争日趋激烈，商品销售利差空间缩小，越来越多的超市企业选择通过开发自有品牌提升利润空间。对消费者来说，自有品牌产品性价比更高；对超市企业来讲，自有品牌商品除了吸引顾客，还可以省去品牌使用费和中间供应环节，保证较高利润。通常而言，销售自有品牌商品的毛利率高于供应商商品。自有品牌相较于同类产品具有价格低、销售成本低、毛利空间高等特点；同时，自有品牌在自有门店中销售，通过小样、试用装体验，节假日、新品促销等购物体验，营造一体式购物氛围，能有效培养长期稳定的忠实顾客。

**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、销售量大、购买频率高的商品作为自有品牌。自有品牌拥有公司自身赋予的品牌优势，在价格上具有较高的市场竞争力，可以做到及时应对市场变化与积极参与同行业竞争。目前公司已经形成了“悦记飘香”、“简单生活”、“荣光”、“品品香”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。

**公司自有品牌发展的方向主要是生鲜。**公司在生鲜品牌建设能与公司的生鲜采购、生鲜配送形成优势互补。目前，公司在基础设施方面已经开始布局，除威海外，烟台、莱芜的生鲜加工中心明年也能投入使用；未来，公司还计划在张家口营建新的生鲜加工中心。

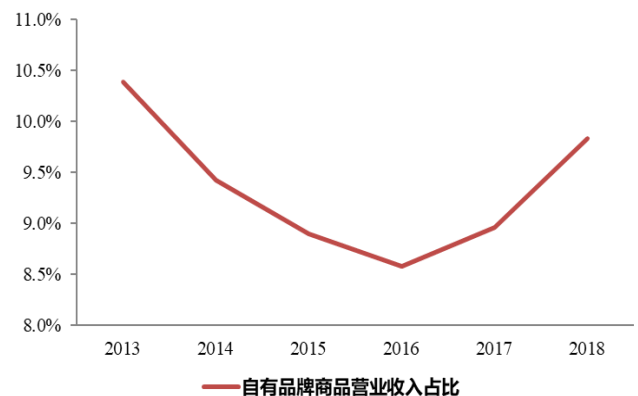
**公司自有品牌营收占比不断提升。**2013 年起，公司自有品牌商品的营业收入占全部商业零售收入的比重保持 8.5% 以上。公司上市以来，自有品牌商品的营业收入占全部商业零售收入的比重一直平稳增长。公司在宋村的生鲜加工物流中心及其 PC 加工车间、中央厨房的建成投产，以及未来莱芜生鲜加工物流中心及其 PC 加工车间的投入使用，通过规模化生产加工和集中配送，将使未来，公司在熟食、生鲜等商品的自有品牌销售占比得到进一步提升。

图 41：2013 年全球零售渠道商自有品牌销售占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 42：有品牌商品营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43: 家家悦自有品牌“悦记飘香”



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 家家悦自有品牌“简单生活”



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 45: 家家悦自有品牌“荣光”



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

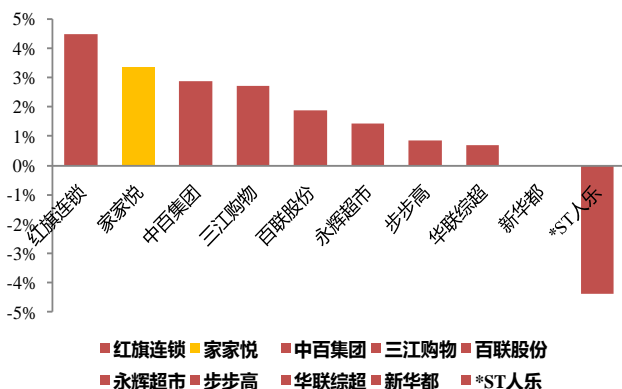
图 46: 家家悦自有品牌“品品香”



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

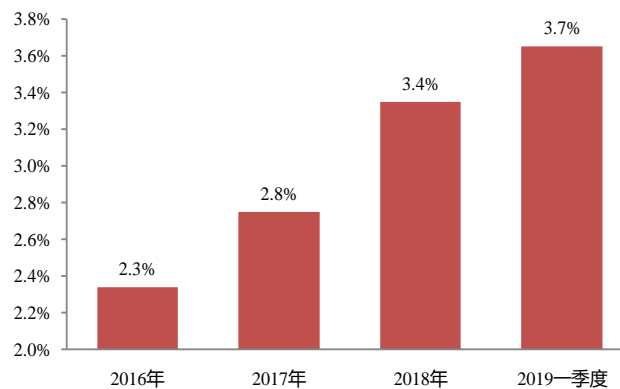
公司自有品牌营收占比的平稳增长支撑公司销售净利率位居前列。由于自有品牌产品的销售净利率普遍高于同品类的非自有品牌产品, 所以自有品牌营收占比提高有助于提升公司整体的销售净利率。2018 年, 家家悦销售净利率 3.4%, 在 A 股 10 家大卖场与超市企业中排名第二, 仅次于红旗连锁。2019 年一季度, 家家悦销售净利率再创新高, 达到 3.7%, 比 2018 年提升 0.3 个百分点, 比 2016 年提升 1.31 个百分点。

图 47: 2018 年 A 股大卖场与超市企业销售净利率排名



数据来源: wind, 西南证券整理

图 48: 家家悦近三年销售净利率



数据来源: wind, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

假设 1: 公司扩张加速, 2019-2021 年净增加门店 94、54、48 家。

假设 2: 公司各细分业态毛利率稳步提升, 2019-2021 年综合毛利率分别为 23%、23%、23%。

表 10: 分业态收入拆分 (单位: 百万元)

业态	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>						
收入 (百万元)	10621.00	11120.44	12730.71	14546.00	16269.00	17825.40
门店数	631	675	732	826	880	928
面积 (平方米)	9037.81	9661.33	9790.48	12302.38	13189.86	14066.00
单店收入	16.83	16.47	17.39	17.34	18.23	18.95
坪效	1.18	1.15	1.30	1.16	1.22	1.25
<b>大卖场</b>						
收入 (百万元)	4542.48	4891.39	4490.30	7168.00	8136.00	9006.00
增速	3.71%	7.68%	(0.08)	59.63%	13.50%	10.69%
门店数	81	93	105	128	144	158
面积 (平方米)	3244.63	3725.31	4206.00	5127.31	5602.17	6101
单店收入	56.08	52.60	42.76	56.00	56.50	57.00
毛利率	22.29%	22.80%	21%	22%	22%	22%
坪效	1.4	1.41	1.07	1.40	1.45	1.48
<b>社区综合超市</b>						
收入 (百万元)	3429.26	3440.93	3753.44	4056	4450	4810
增速	-0.51%	0.34%	9.08%	8.06%	9.71%	8.09%
门店数	277	290	289	338	356	370
面积 (平方米)	2540.19	2493.43	2484.83	2906.13	3060.90	3200.00
单店收入	12.38	11.87	12.99	12.00	12.50	13.00
毛利率	22.23%	22.50%	22%	22%	22%	22%
坪效	1.35	1.38	1.51	1.40	1.45	1.50
<b>农村综合超市</b>						
收入 (百万元)	2267.8	2371.28	2544.96	2548.00	2835	3080
增速	8.51%	4.56%	7.32%	0.12%	11.26%	8.64%
门店数	230	238	234	260	270	280
面积 (平方米)	1619.86	1669.92	1641.85	1824.28	1894.44	1912.00
单店收入	9.86	9.96	10.88	9.80	10.50	11
毛利率	22.23%	23%	23%	22%	22%	22%
坪效	1.40	1.42	1.55	1.40	1.50	1.61
<b>便利店</b>						
收入 (百万元)	15.15	15.74	17.16	27	32	37.4

业态	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
增速	0.42%	3.89%	9.02%	57.34%	18.52%	16.88%
门店数	5	7	17	18	20	22
面积 (平方米)	6.92	7.15	17.38	18.40	20.44	23
单店收入	3.03	2.25	1.01	1.50	1.60	1.70
毛利率	21.07%	27%	27%	27%	26%	26%
坪效	2.19	2.2	0.99	1.47	1.57	1.63
<b>百货店</b>						
收入 (百万元)	132.22	143.53	152.15	192	216	252
增速	-2.67%	8.55%	6.01%	26.19%	12.50%	16.67%
门店数	11	12	12	15	16	18
面积 (平方米)	1322.20	1435.30	1435.30	1794.13	1913.73	2100.00
单店收入	12.02	93	12.68	12.80	13.50	14.00
毛利率	21.07%	22%	22%	22%	22%	22%
坪效	0.1	0.1	0.11	0.11	0.11	0.12
<b>专业店</b>						
收入 (百万元)	234.09	257.57	287.1	335	370	400
增速	22.16%	10.03%	11.46%	16.68%	10.45%	8.11%
门店数	27	35	56	67	74	80
面积 (平方米)	304.01	330.22	528.35	632.13	698.18	730.00
单店收入	8.67	7.36	5.13	5.00	5.00	5.00
毛利率	16.47%	16%	16%	16%	16%	16%
坪效	0.77	0.78	0.54	0.53	0.53	0.55

数据来源：公司公告，西南证券（17年数据由季度季报数据估计所得，18年各业态收入为可比同店主营业务收入）

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 145.5、162.7、178.2 亿元，归母净利润分别为 5.1、5.9 和 6.6 亿元，EPS 分别为 0.83、0.96、1.09 元，对应 PE 分别为 27、23、21 倍。考虑到公司为生鲜超市龙头，经过多年布局已经建立了非常高的供应链壁垒，具备较高质量的规模效应和协同效应，给予公司 2019 年 35 倍估值，对应目标价 29.05 元，维持“买入”评级。

表 11：可比上市公司盈利预测相对估值

代码股票	证券简称	总市值 (万元)	市盈率 PE			企业价值/收入(倍)
			TTM	19E	20E	
603708.SH	家家悦	1335438.00	29.71	27.21	23.03	1.02
601933.SH	永辉超市	9694878.12	52.22	39.62	29.95	1.38
600827.SH	百联股份	1741348.08	19.53	18.91	17.47	0.40
002697.SZ	红旗连锁	821440.00	23.64	20.87	17.65	--
601116.SH	三江购物	746485.66	58.77	65.85	62.38	1.80
002251.SZ	步步高	691987.06	39.82	32.77	27.03	0.69
000759.SZ	中百集团	488292.42	11.11	47.23	36.77	0.34

代码股票	证券简称	总市值 (万元)	市盈率 PE			企业价值/收入(倍)
			TTM	19E	20E	
002264.SZ	新华都	391696.84	239.49	--	--	0.65
600361.SH	华联综超	262994.13	26.05	43.12	36.54	0.41
	行业平均	1797173.37	55.59	36.95	31.35	0.84

数据来源: wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

宏观经济波动或不及预期; 市场竞争或不及预期; 新区域扩展及新增项目投入或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12730.71	14546.00	16269.00	17825.40	净利润	425.15	502.22	578.67	652.83
营业成本	9958.62	11239.23	12486.52	13552.48	折旧与摊销	285.24	153.28	154.11	154.11
营业税金及附加	56.73	58.18	65.08	106.95	财务费用	-59.41	0.00	0.00	0.00
销售费用	2029.23	2298.27	2635.58	2923.37	资产减值损失	-3.72	2.90	2.80	2.80
管理费用	301.43	334.56	374.19	445.64	经营营运资本变动	-17.22	465.45	308.38	285.24
财务费用	-59.41	0.00	0.00	0.00	其他	-16.56	-4.28	-4.18	-4.18
资产减值损失	-3.72	2.90	2.80	2.80	经营活动现金流净额	613.49	1119.57	1039.78	1090.80
投资收益	7.52	1.38	1.38	1.38	资本支出	-1052.40	-32.30	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-26.50	94.99	1.38	1.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1078.90	62.69	1.38	1.38
营业利润	513.04	614.24	706.22	795.55	短期借款	140.00	-140.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.10	-9.50	-9.42	-9.45	长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	511.94	604.74	696.80	786.10	股权融资	0.00	40.40	0.00	0.00
所得税	86.79	102.52	118.12	133.26	支付股利	-187.20	-85.98	-101.57	-117.03
净利润	425.15	502.22	578.67	652.83	其他	-202.87	-0.42	0.00	0.00
少数股东损益	-4.77	-5.63	-6.49	-7.32	筹资活动现金流净额	-230.07	-186.00	-101.57	-117.03
归属母公司股东净利润	429.92	507.85	585.16	660.16	现金流量净额	-695.14	996.26	939.59	975.15
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2283.71	3279.97	4219.56	5194.71	成长能力				
应收和预付款项	432.91	404.13	457.28	494.72	销售收入增长率	12.36%	14.26%	11.85%	9.57%
存货	1290.42	1458.16	1621.52	1761.14	营业利润增长率	23.89%	19.72%	14.97%	12.65%
其他流动资产	89.17	58.18	65.08	71.30	净利润增长率	36.82%	18.13%	15.22%	12.82%
长期股权投资	119.29	119.29	119.29	119.29	EBITDA 增长率	21.15%	3.88%	12.09%	10.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2000.86	1956.59	1859.20	1761.81	毛利率	21.77%	22.73%	23.25%	23.97%
无形资产和开发支出	405.57	365.58	345.58	325.59	三费率	17.84%	18.10%	18.50%	18.90%
其他非流动资产	533.32	402.99	366.27	329.55	净利率	3.34%	3.45%	3.56%	3.66%
资产总计	7155.25	8044.89	9053.79	10058.12	ROE	15.14%	15.39%	15.47%	15.27%
短期借款	140.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.94%	6.24%	6.39%	6.49%
应付和预收款项	3797.23	4329.08	4820.37	5254.28	ROIC	35.97%	34.30%	49.85%	71.32%
长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	EBITDA/销售收入	5.80%	5.28%	5.29%	5.33%
其他负债	390.50	432.09	472.59	507.21	营运能力				
负债合计	4347.73	4781.17	5312.96	5781.49	总资产周转率	1.90	1.91	1.90	1.87
股本	468.00	608.40	608.40	608.40	固定资产周转率	8.59	8.28	9.65	11.23
资本公积	1303.33	1203.33	1203.33	1203.33	应收账款周转率	470.59	450.95	586.62	580.92
留存收益	950.06	1371.92	1855.52	2398.64	存货周转率	7.74	8.10	8.04	7.95
归属母公司股东权益	2721.81	3183.66	3667.25	4210.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.43%	—	—	—
少数股东权益	85.70	80.07	73.58	66.26	资本结构				
股东权益合计	2807.51	3263.73	3740.83	4276.63	资产负债率	60.76%	59.43%	58.68%	57.48%
负债和股东权益合计	7155.25	8044.89	9053.79	10058.12	带息债务/总负债	3.68%	0.42%	0.38%	0.35%
					流动比率	0.96	1.11	1.22	1.32
					速动比率	0.66	0.80	0.91	1.01
					股利支付率	43.54%	16.93%	17.36%	17.73%
业绩和估值指标					每股指标				
EBITDA	738.88	767.52	860.33	949.65	每股收益	0.71	0.83	0.96	1.09
PE	31.63	26.77	23.24	20.60	每股净资产	4.47	5.23	6.03	6.92
PB	5.00	4.27	3.71	3.23	每股经营现金	1.01	1.84	1.71	1.79
PS	1.07	0.93	0.84	0.76	每股股利	0.31	0.14	0.17	0.19
EV/EBITDA	11.06	13.37	10.84	8.79					
股息率	1.38%	0.63%	0.75%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn