

家家悦 (603708.SH) / 零售

证券研究报告/公司深度报告

2021年11月12日

评级：增持（首次）

市场价格：15.40

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	608.40
流通股本(百万股)	608.40
市价(元)	15.40
市值(百万元)	9369.36
流通市值(百万元)	9369.36

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15264	16678	17551	19961	22429
增长率 yoy%	19.9%	9.3%	5.2%	13.7%	12.4%
归母净利润(百万元)	458	427	217	366	453
增长率 yoy%	6.4%	-6.5%	-49.2%	68.5%	23.7%
每股收益(元)	0.75	0.70	0.36	0.60	0.74
每股现金流量	1.11	1.19	1.68	2.22	2.37
净资产收益率	14.9%	13.3%	6.8%	10.7%	12.2%
P/E	20.5	21.9	43.1	25.6	20.7
PEG	0.7	0.8	1.6	0.9	0.7
P/B	3.2	3.1	3.1	2.9	2.6

备注：PEG 中，增速为 2021-2023 年预测归母净利润复合增速；股价截至至 2021/11/12

报告摘要

- 核心观点：家家悦当前业绩低迷的核心原因并不在于社区团购的冲击，而在于自身异地门店培育以及宏观环境的低迷。社区团购对家家悦尚未形成超额效率，未来两者大概率错位共存。家家悦的真正变量在于是否能够突破自我，实现异地扩张与供应链能力的输出。**
- 商超的竞争优势并不仅在于整体规模，更在于区域密度。在电商分流影响下，生鲜难以触网且具备高频属性，成为超市重要的引流品类。生鲜非标、易腐的特性使其更需要区域密度，而非全国规模经济，区域密度是打通供应链的核心。中国的生鲜渠道效率低下，依托密集门店实现供应链扁平化的商超企业具备较高的效率壁垒。**
- 家家悦是区域密度战略最优秀的践行者之一。（1）家家悦的发展战略与沃尔玛早期的“区域填充”相近，密集分布的门店为自建物流提供了基础，同时也契合了生鲜产业区域密度经济的属性。（2）公司的生鲜直采比例超过 80%，高度扁平化的供应链形成了坚实的壁垒，盈利能力显著高于行业平均水平。（3）密集的门店缔造具有优势的供应链，优秀的供应链反过来也可以对加盟商门店赋能。供应链的输出，是区域密集战略的新看点。**
- 公司业绩低迷受多重因素影响，社区团购并非主因。2020 年 Q3 以来，行业以及公司的业绩增速开始出现显著回落，我们认为家家悦业绩回落的核心原因并不在于社区团购的冲击，而在于公司走出既有区域过程中异地门店前期亏损带来的拖累。剔除新区域的亏损影响后，2021H1 家家悦的净利润为 2.56 亿，同口径下比 2019H1 增长 8.0%。同时，行业层面社会消费整体低迷以及食品价格水平大幅回落也对公司业绩造成了较大影响。**
- 公司未来最重要的变量是区域扩张，以及供应链对外赋能的效果。密度经济下，区域商超企业向外扩张的道路注定是充满挑战的。家家悦自 2018 年开启省外扩张以来，不断迎接挑战，而 2020 年的疫情为公司的扩张带来更大挑战。公司是否能够突破自我，实现扩张的成功，是公司长期价值的关键决定因素。此外，能否从单一的商超体系转化为供应链公司，对加盟商输出供应链能力，未来也将成为影响公司价值的重要因素。**
- 首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 175.55/199.61/224.29 亿元，同比增长 5.2%/13.7%/12.4%；归母净利润 2.17/3.66/4.53 亿元，同比增长 -49.2%/68.5%/23.7%；EPS 为 0.36/0.60/0.74 元，对应 PE 为 43.1/25.6/20.7，首次覆盖，给予“增持”评级。**
- 风险提示：（1）门店扩张不及预期的风险；（2）市场竞争加剧的风险；（3）居民消费边际倾向下滑的风险；（4）物价持续低迷的风险；（5）信息滞后的风险**

投资主题

报告亮点

我们对于家家悦不同的理解在于公司价值的核心影响变量。市场认为社区团购是当前公司价值的核心变量，可能对商超形成大规模替代，对于行业的未来充满质疑。我们认为，社区团购是一种生鲜快消品领域的渠道创新，其效率优于部分原有线下不具备区域密度的零售渠道。而相对于家家悦这样供应链及运营效率已经达到较高水平的超市而言，尚无超额效率，未来两者大概率是错位共存，而非大量替代。家家悦的真正问题是自身是否能突破山东，完成区域扩张及供应链输出。

投资逻辑

第一章，我们对密度之于超市行业的重要性进行了论证。我们认为，超市本身属于密度经济模式。而生鲜的区域密度经济属性更为显著，因此门店密度价值凸显。在生鲜渠道效率低下的中国，依靠密度做到供应链扁平化的企业将获得较高壁垒。

第二章，我们对家家悦的区域密集战略以及供应链优势进行了探讨。我们认为，家家悦是密度经济的最优秀践行者之一，依托密集门店建立了高效的物流体系以及扁平化的供应链，在商超行业中是效率的领先者。

第三章，我们对家家悦的短期业绩压力进行了分析。我们认为，社区团购并非公司短期业绩下滑的主要原因，经济环境、会计准则变更、新店培育等短期因素叠加社区团购才导致了目前的业绩失速。

关键假设、估值与盈利预测

我们的核心假设是：公司当下业绩低迷的主要原因是省外快速拓店以及整体宏观消费低迷，社区团购对于家家悦会形成一定分流，但不会造成颠覆性影响。在此假设的基础上，我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 175.55/199.61/224.29 亿元，同比增长 5.2%/13.7%/12.4%；归母净利润 2.17/3.66/4.53 亿元，同比增长-49.2%/68.5%/23.7%；EPS 为 0.36/0.60/0.74 元，对应 PE 为 43.1/25.6/20.7，首次覆盖，给予“增持”评级。

内容目录

1.商超：大行业小公司，密度经济最为重要	- 6 -
1.1 市场格局：大行业、小公司，集中度尚低	- 6 -
1.2 商超品类：电商时代，生鲜对超市重要性提升	- 6 -
1.3 生鲜供应链更为复杂，门店密度价值凸显	- 8 -
2.家家悦：区域密集战略的最优秀践行者之一	- 11 -
2.1 区域密集战略使得公司的供应链及运营效率行业领先	- 11 -
2.2 生鲜直采供应体系是公司现有竞争力的基石	- 14 -
2.3 战略优势形成稳健的财务报表	- 15 -
3.困境分析：社区团购非主因，异地经营待好转	- 20 -
3.1 社区团购尚难以对家家悦形成超额效率	- 20 -
3.2 优化异地经营，证实成长逻辑是长期核心	- 22 -
3.3 经济环境及会计准则变更形成短期干扰	- 23 -
4.公司盈利预测与估值	- 25 -
4.1 盈利预测：门店扩张与成本控制带动业绩增值	- 25 -
4.2 估值：给予“增持”评级	- 26 -
风险提示	- 27 -
门店扩张不及预期的风险	- 27 -
市场竞争加剧的风险	- 27 -
居民消费边际倾向下滑的风险	- 27 -
物价持续低迷的风险	- 27 -
信息滞后的风险	- 27 -

图表目录

图表 1: 中国超市行业集中度显著偏低.....	- 6 -
图表 2: 电商兴起对线下零售造成了挤压.....	- 7 -
图表 3: 电商在低频、长尾、品质标准化产品中的渗透率较高.....	- 7 -
图表 4: 生鲜的高频属性使其具有引流效应.....	- 8 -
图表 5: 生鲜业务收入在超市中的占比逐步提高.....	- 8 -
图表 6: 沃尔玛的门店分布密集.....	- 8 -
图表 7: 随着区域内门店数量的提升, 仓库面临的需求波动将减小.....	- 9 -
图表 8: 中国农业供给相对分散 (2018)	- 10 -
图表 9: 中国生鲜终端环节仍以农贸市场为主.....	- 10 -
图表 10: 中国生鲜供应链效率较低.....	- 10 -
图表 11: 家家悦发展史.....	- 11 -
图表 12: 家家悦营业收入区域领先.....	- 12 -
图表 13: 家家悦门店数量区域领先.....	- 12 -
图表 14: 家家悦门店分布密集.....	- 12 -
图表 15: 家家悦收入与门店密度高于永辉超市 (2020)	- 12 -
图表 16: 家家悦重视物流投入.....	- 13 -
图表 17: 家家悦物流密度处于行业领先水平.....	- 13 -
图表 18: 2020 年家家悦的主营业务收入结构与永辉超市相近.....	- 13 -
图表 19: 家家悦商品毛利率高于永辉超市.....	- 13 -
图表 20: 区域密集战略形成的管理优势.....	- 14 -
图表 21: 区域密集战略形成的消费者运营优势 (2020)	- 14 -
图表 22: 家家悦生鲜产品毛利率领先行业对手.....	- 14 -
图表 23: 家家悦直采产品分布全国.....	- 15 -
图表 24: 家家悦 ROE 高于行业平均水平.....	- 16 -
图表 25: 家家悦在杜邦三因素中均表现优异 (2020)	- 16 -
图表 26: 家家悦毛利率水平逐步提升.....	- 16 -
图表 27: 家家悦期间费用率保持在较低水平.....	- 16 -
图表 28: 家家悦净利率处于行业较高水平.....	- 17 -
图表 29: 家家悦资产周转率优于同行.....	- 17 -
图表 30: 家家悦固定资产、流动资产周转天数均较低(2020).....	- 17 -
图表 31: 家家悦“经营性负债”杠杆较高(2020).....	- 18 -
图表 32: 过去五年家家悦保持稳健的增长.....	- 18 -
图表 33: 门店扩张是公司成长的主要来源.....	- 19 -

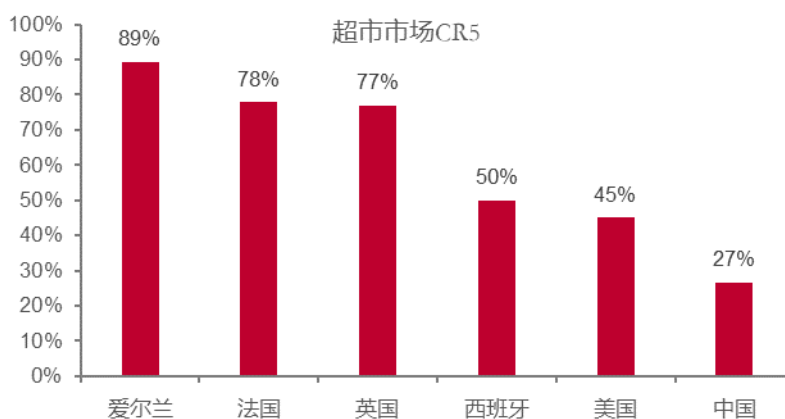
图表 34: 随着供应链对外赋能, 其他业务收入增值加快	- 20 -
图表 35: 社区团购的理论履约效率可以达到较高水平	- 21 -
图表 36: 现阶段家家悦的后端供应链较社区团购更加扁平化	- 21 -
图表 37: 社区团购与商超在便利性上各有所长	- 22 -
图表 38: 短期内新租赁准则与省外门店拖累公司利润	- 23 -
图表 39: 还原短期因素影响后 21 年中报归母净利润同比 2019 年实现正增长	- 23 -
图表 40: 居民消费倾向下滑导致消费、零售行业承压	- 24 -
图表 41: 物价水平下滑显著拖累公司营收增长	- 24 -
图表 42: 疫情导致商超行业在 2020H1 基数较高	- 25 -
图表 43: 家家悦在 2020H 业绩基数较高	- 25 -
图表 44: 家家悦盈利预测结果	- 26 -
图表 45: 可比公司估值	- 27 -
图表 46: 家家悦财务模型预测	- 28 -

1.商超：大行业小公司，密度经济最为重要

1.1 市场格局：大行业、小公司，集中度尚低

- **中国商超是一个规模较大的市场。**2020年中国的社会消费品零售总额达到39万亿¹，与美国的市场规模相近²，如此规模的零售市场孕育出了规模巨大的商超行业，根据Euromonitor数据统计，2019年中国线下超市零售规模达到了4.7万亿。
- **大市场却鲜有大公司，中国商超集中度显著偏低。**我国超市行业还处于十分分散的阶段，数万亿的行业规模却鲜有收入过千亿的公司，而沃尔玛在美国地区的营业收入已经超过2万亿人民币³。截至2019年，中国超市行业CR5仅为27%，远低于发达国家。

图表 1：中国超市行业集中度显著偏低



来源：产业信息网 中泰证券研究所

1.2 商超品类：电商时代，生鲜对超市重要性提升

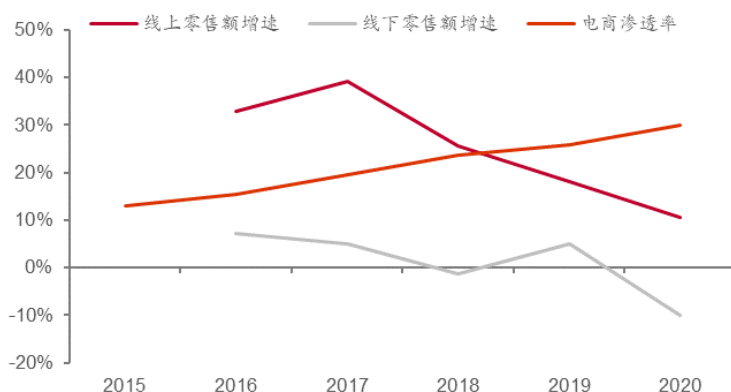
- **电商兴起对线下零售造成了较大的冲击。**伴随着互联网电商平台的兴起，线上交易成为了重要的零售渠道，2015-2020年中国的电商渗透率从13%提升至了30%，线上零售额CAGR达到25%。与此对应的是线下零售渠道增速显著放缓，近5年CAGR仅为0.9%。

¹ 来源：国家统计局-社会消费零售总额

² 来源：wind-美国：零售和饰品服务销售额

³ 来源：沃尔玛2021财年年度报告

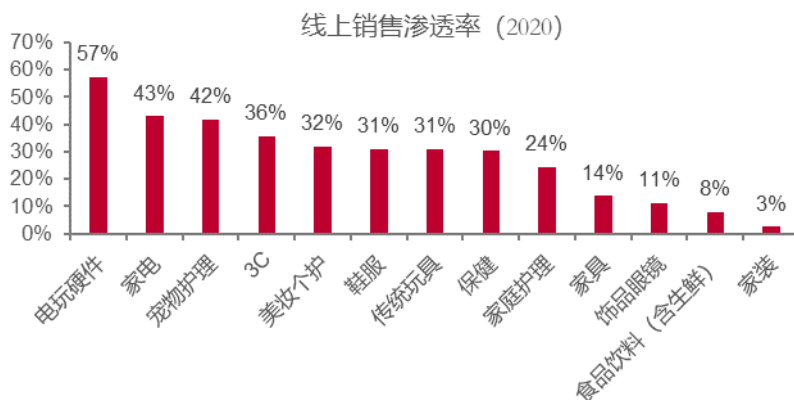
图表 2: 电商兴起对线下零售造成了挤压



来源: wind 中泰证券研究所

- 商品线上化趋势对百货和商超的影响不同。电商在低频、长尾、品质标准化产品方面优势更为显著，因此百货主营的电子、服饰等商品线上化程度较高。而商超运营的品类更集中于高频的日常消费品，包含非标的生鲜，受电商冲击相对较小。

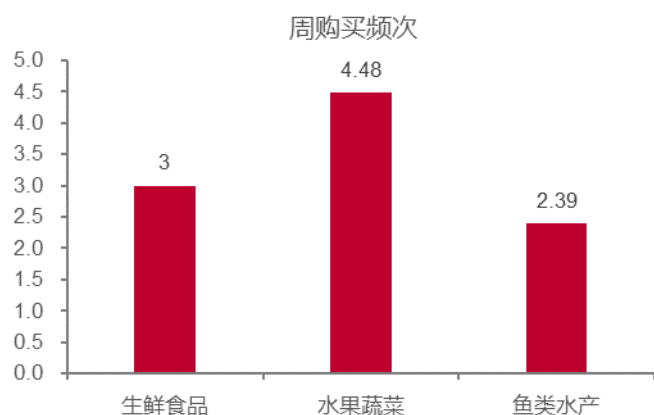
图表 3: 电商在低频、长尾、品质标准化产品中的渗透率较高



来源: Euromonitor 中泰证券研究所

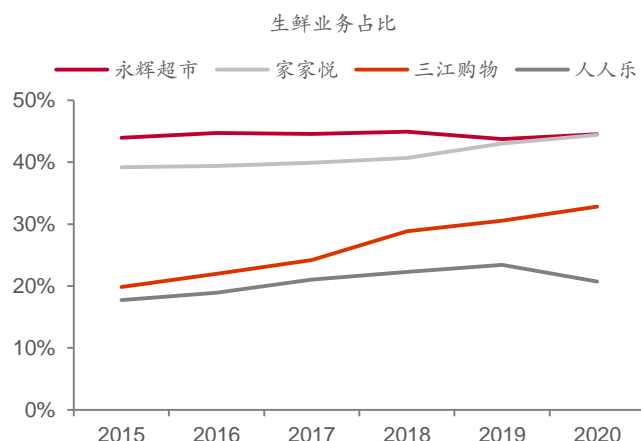
- 难以触网且具高频属性，生鲜对于商超的意义愈发重大。生鲜的非标性以及物流难题使得其线上化难度较高，商超在该领域抵御了电商的侵蚀。同时生鲜作为每日必备的消费品购买频率较高，为商超创造了消费者到店消费场景，带动其他品类销售。根据前瞻产业研究院数据显示，中国消费者生鲜食品的平均周购买频次达到 3 次。

图表 4: 生鲜的高频属性使其具有引流效应



来源: 前瞻产业研究院 中泰证券研究所

图表 5: 生鲜业务收入在超市中的占比逐步提高

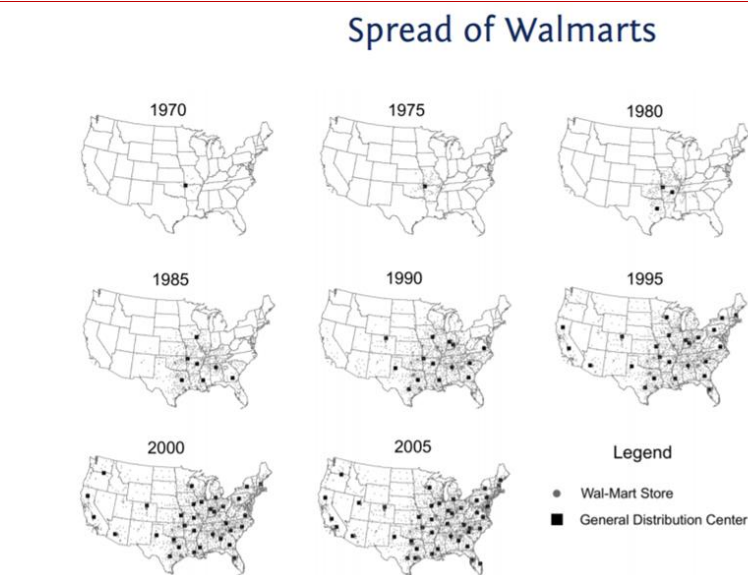


来源: wind 中泰证券研究所

1.3 生鲜供应链更为复杂, 门店密度价值凸显

- **商超不仅是规模经济, 也是密度经济。**规模对于商超的意义在于: 随着规模的扩大, 企业的固定成本得以摊薄, 同时对于供应商的议价力不断增强。而密度对于商超的意义在于: (1) 缩小管理半径, 提高管理效率; (2) 支撑公司自建物流体系, 提高存货周转, 降低配送成本。
- **利用“区域填充”的密集战略, 沃尔玛实现高效扩张。**沃尔玛的门店开拓战略为以仓库为中心, 以配送中心一天的车程为半径, 在该范围内密集开店, 直到一个区域铺满后再向邻近州滚动扩张。门店的密集分布降低了总部的管理难度, 此外依托密集战略建立的物流体系使得公司的物流成本大幅降低。山姆·沃尔顿在自传《富甲美国》中表示, 沃尔玛将货物运输至分店的成本不到 3%, 较竞争对手低 1.5%-2.5%。

图表 6: 沃尔玛的门店分布密集



来源: 《THE DIFFUSION OF WAL-MART AND ECONOMIES OF DENSITY》 中泰证券研究所

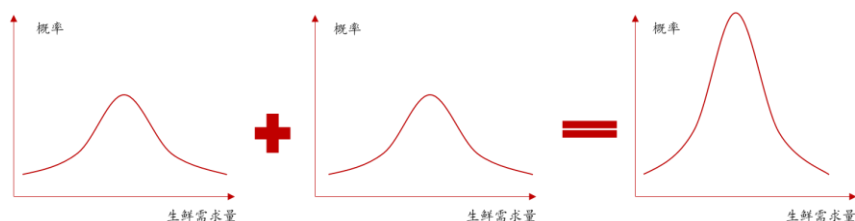
- 在商超生鲜化背景下，门店的密度重要性凸显。生鲜产品由于生产的滞后性和价值的易腐性，导致供需错配的成本较高：

(1) 在生产环节，由于农产品的生产周期长，当下的供给对应的是未来的需求，因此最终供需错配的风险较高。

(2) 在流通环节，工业品的储存期较长，而农产品的易腐特征使得供需匹配的时间窗口较短，一旦未能及时匹配，价值将快速降低。

- 密集的门店分布可以带来稳定的需求，降低匹配成本。每个家庭的生鲜消费量具有一定的随机性，根据大数定理，随着样本规模扩大，需求的波动率将逐步降低。因此在一个仓库覆盖范围内尽可能的提高门店密度，有助于稳定生鲜产品的需求，降低生鲜的错配成本。

图表 7：随着区域内门店数量的提升，仓库面临的需求波动将减小



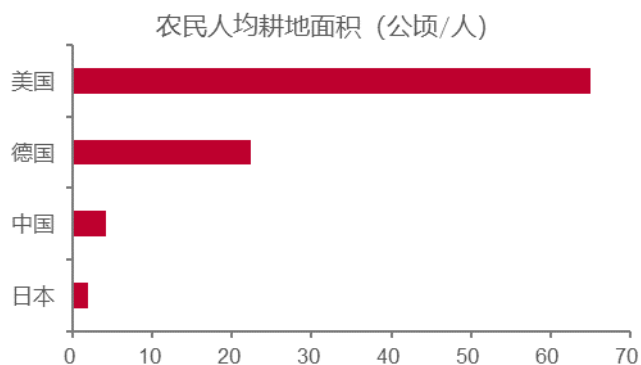
来源：中泰证券研究所

- 密集的门店可以摊薄生鲜加工成本。农产品天然具有非标准属性，而消费者的需求是标准化的，因此产品需要经过生鲜加工中心进行初步加工。各门店可共享中心的初加工优势，通过规模优势降低成本。此外，随着商超熟食占比的提高，生鲜深加工的需求也在增加，生鲜加工中心的规模优势将愈发重要。

中国生鲜渠道效率低下，区域密集对商超的发展尤为重要

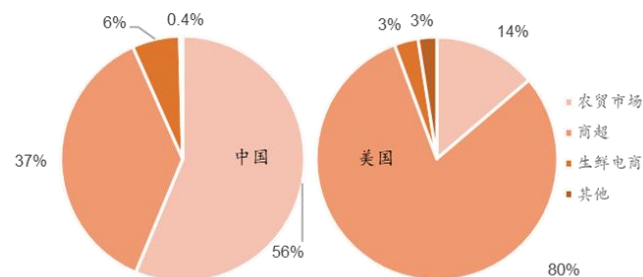
- 供需两侧均分散是我国生鲜产业结构的基础。供给侧方面：人均耕地少、山地丘陵割裂耕地、特殊的土地流转机制等原因导致我国的农业结构较为分散，农民人均耕地仅为美国的 1/16。需求侧方面：生鲜流通的终端环节，中国处于较为初级的阶段，农贸市场为最主要的渠道，商超占比仅为 36%，远低于美国为代表的发达国家。即使在商超内部，中国的行业格局也是十分分散。

图表 8: 中国农业供给相对分散 (2018)



来源: wind 中泰证券研究所

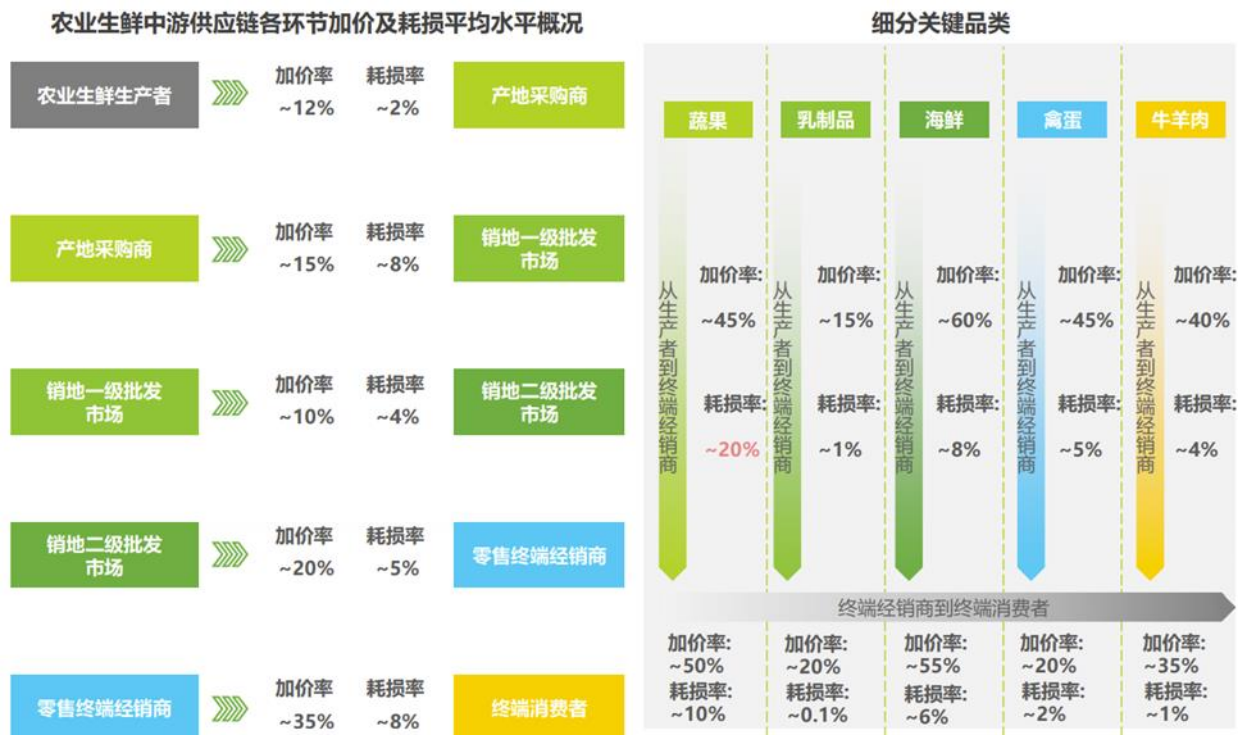
图表 9: 中国生鲜终端环节仍以农贸市场为主



来源: 产业信息网 中泰证券研究所

- **供需结构导致生鲜供应链垂直化, 拉低渠道效率。**由于上下游信息分散, 导致需要众多参与者承担信息发现、垫资以及库存风险的任务, 最终渠道趋于碎片化, 环节包括: 农户-产地经纪人-产地批发商-销地批发商-销地二级批发商-终端。诸多的环节也带来了较高的信息错配成本、转运损耗以及渠道利润, 最终的结果表现为渠道效率低下。据艾瑞咨询统计中国生鲜的总体加价率在 100% 以上。损耗率方面, 全环节合计在 25-30%, 远高于发达国家。

图表 10: 中国生鲜供应链效率较低



来源: 艾瑞咨询 中泰证券研究所

- **区域密集为生鲜渠道扁平化提供了条件。**面对低效的多层级流通结构, 提高流通效率最直接的方式是实现产地直采。而实现低成本产地直采的

前提是区域密集带来的稳定需求。其次，区域密集能够摊薄固定成本，也为自建产-销地直接对接的高效物流提供了条件。我们认为，想要实现生鲜渠道扁平化，除了需要相应的物流资源投入以及与上游农产品基地建立互信的合作体系外，最重要的便是走在正确的战略上——区域密集战略。

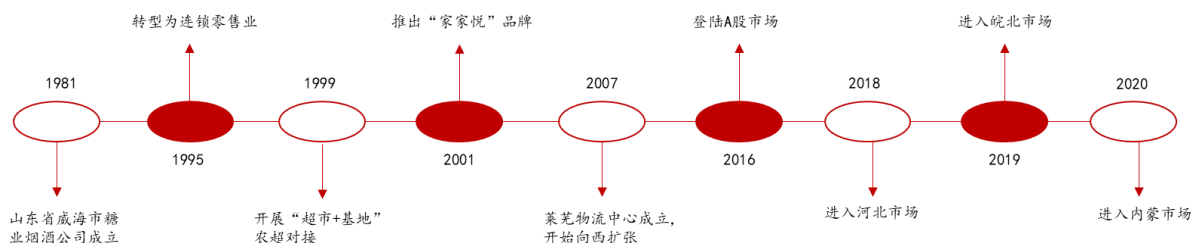
2.家家悦：区域密集战略的最优秀践行者之一

大部分生鲜零售企业受到规模扩张的诱惑，会在区域密度尚未足够的情况下向外扩张。而家家悦是商超行业对区域密度战略的最优秀践行者之一。家家悦利用区域密集以及供应链扁平化已经形成了较高的渠道效率优势。

2.1 区域密集战略使得公司的供应链及运营效率行业领先

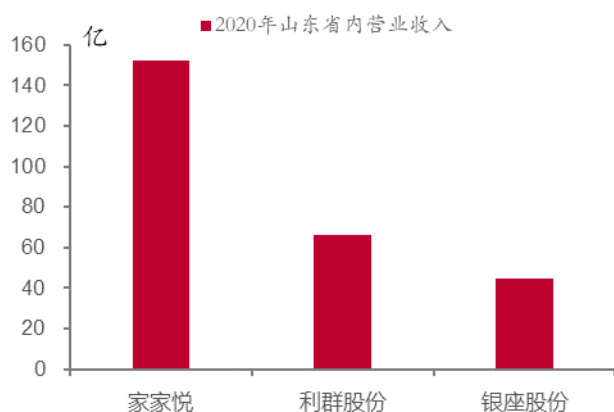
- 家家悦是依托生鲜特色，深耕山东地区的区域超市龙头。公司前身为成立于1981年的山东省威海市糖烟酒公司，1995年转型从事连锁零售业，2011年成立家家悦品牌并于2016年登陆A股市场。上市后公司的扩张速度才有所加快，通过自建、收购并举的方式从胶东地区向整个山东以及周边省份布局。2018年通过投资张家口福悦祥连锁超市进入河北市场，2019年投资淮北市乐新商贸有限公司进入皖北市场，2020年投资内蒙古维乐惠超市有限公司进入内蒙市场。从转型连锁零售到走出山东，家家悦整整用了23年时间。

图表 11：家家悦发展史

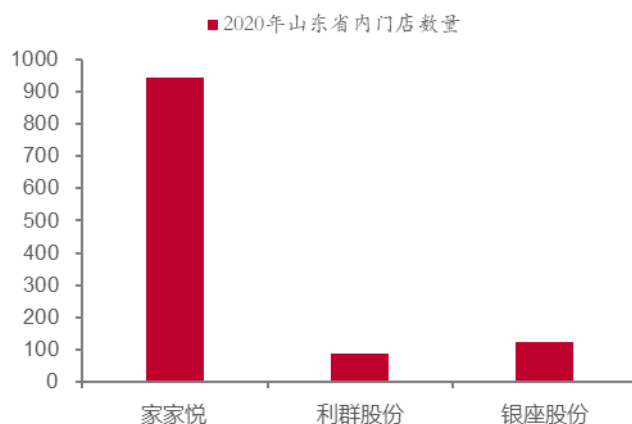


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 家家悦的营收及门店规模在区域内领先。2020年家家悦的营业收入为166.8亿元，门店数897家，其中山东内营收及门店数分别为152.1亿元、811家，大幅领先于利群股份、银座股份等山东区域竞争对手。

图表 12: 家家悦营业收入区域领先


来源: wind 中泰证券研究所

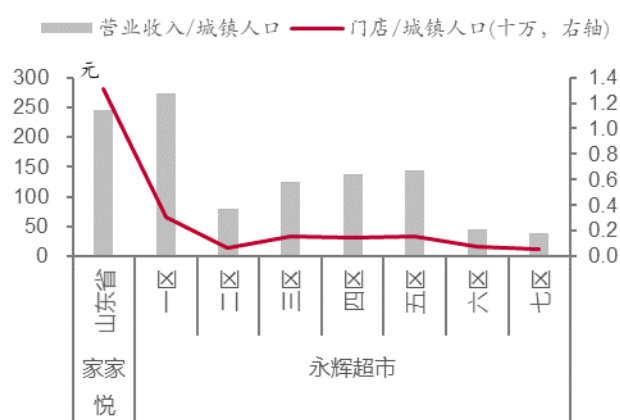
图表 13: 家家悦门店数量区域领先


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 公司坚持区域密集战略，与沃尔玛“区域填充”的成长路径相似。**截至 2020 年 12 月 31 日，家家悦门店中超过 90% 均分布在山东境内，密度显著高于行业龙头永辉超市。公司仅在烟台、威海等胶东地区的门店就超过 600 家，实现了约 100 亿人民币的营收，随后向省内的济南、青岛以及周边省份扩张。

图表 14: 家家悦门店分布密集

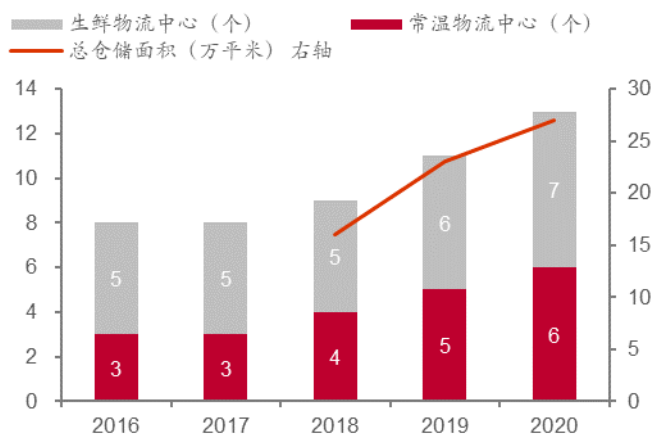

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 15: 家家悦收入与门店密度高于永辉超市(2020)


来源: 公司公告 中泰证券研究所

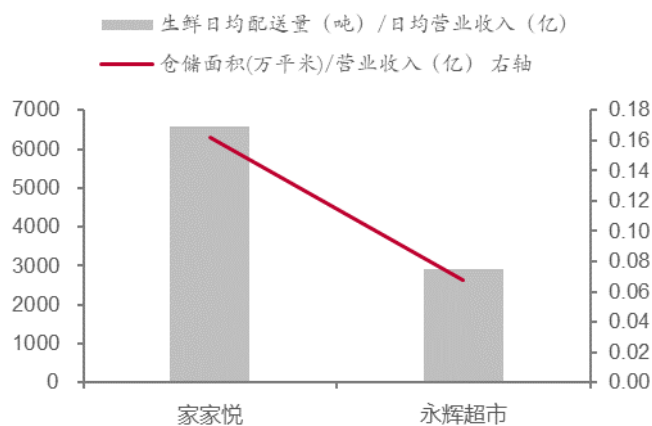
- 高密度门店为家家悦自建物流提供了基础。**截至 2020 年 12 月 31 日，家家悦建立了 6 个常温物流中心，7 个生鲜物流中心，共计仓储面积 27 万平方米，同时拥有配送车辆 720 辆，其中冷链运输车 700 辆，公司物流的密度处于行业领先水平。

图表 16: 家家悦重视物流投入



来源: 公司公告 中泰证券研究所

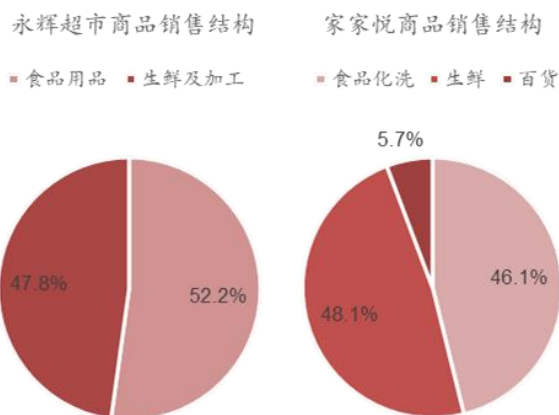
图表 17: 家家悦物流密度处于行业领先水平



来源: 公司公告 中泰证券研究所

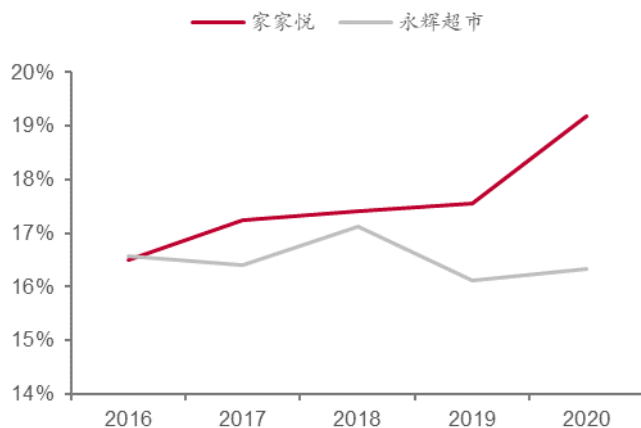
- **区域密集带来了商品供应链上的优势。**家家悦与永辉超市的经营品类相近, 生鲜产品在所销售金额中占比均为 45%-50%, 但在商品毛利率上家家悦占据了较大优势, 过去三年平均的商品毛利率为 18.1%, 较永辉超市高出 1.5pct。

图表 18: 2020 年家家悦的主营业务收入结构与永辉超市相近



来源: wind 中泰证券研究所

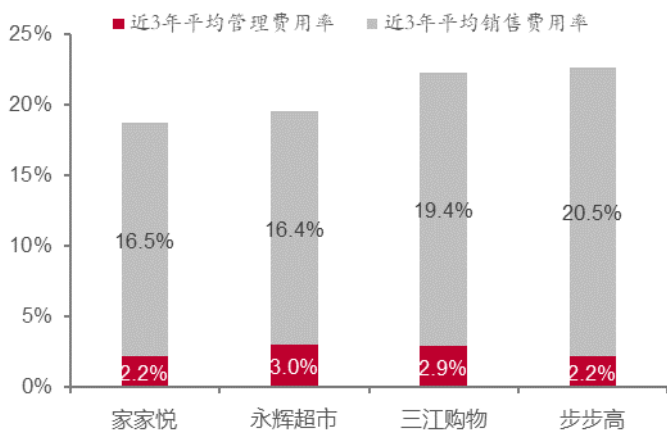
图表 19: 家家悦商品毛利率高于永辉超市



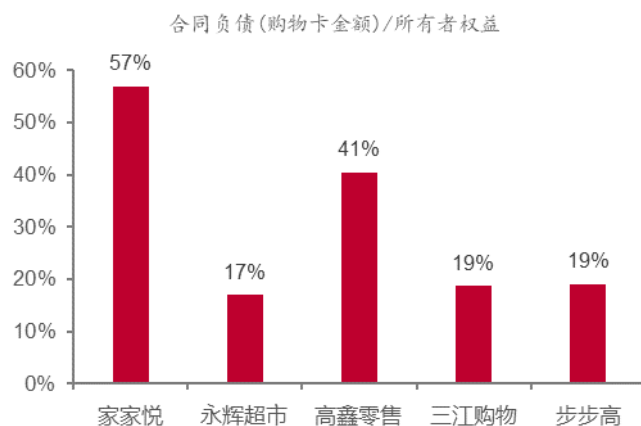
来源: wind 中泰证券研究所

注: 商品毛利率定义: 商品销售毛利/商品销售金额, 即不考虑其他业务收入

- **区域密集也带来了管理和运营上的优势。**山姆·沃尔顿认为密集的门店战略除了可以带来物流的效率外, 在管理效率以及品牌建立方面也有独特的优势。公司在费用管控方面要优于竞争对手, 其中管理费用率低于行业平均水平。在运营能力方面, 公司的会员黏性要高于同行, 收取购物卡金额 (合同负债) /所有者权益达到 57%。

图表 20: 区域密集战略形成的管理优势


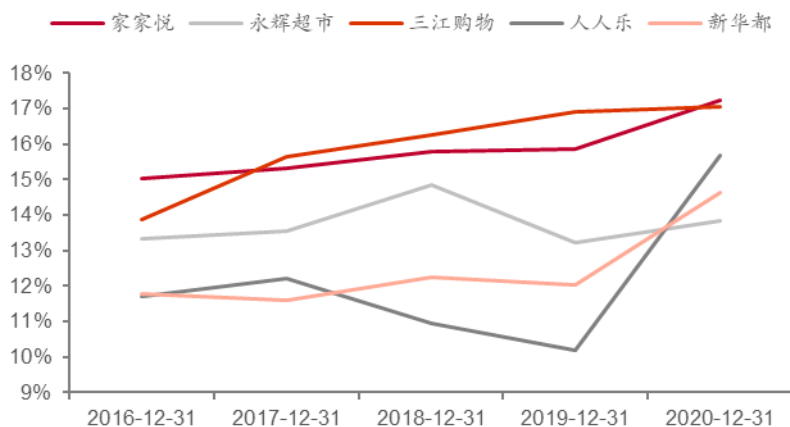
来源: wind 中泰证券研究所

图表 21: 区域密集战略形成的消费者运营优势 (2020)


来源: wind 中泰证券研究所

2.2 生鲜直采供应体系是公司现有竞争力的基石

- 家家悦通过直采获得了供应链优势。**区域密集是低成本生鲜直采的前提，家家悦依托独特的历史渊源以及区域密集战略，生鲜直采比例超过了 80%⁴，这在商超生鲜化的背景下意义重大。2016-2020 年间公司的生鲜毛利率稳步提升，2020 年达到了 17.24%，相较其他竞争对手有较为明显的优势。

图表 22: 家家悦生鲜产品毛利率领先行业对手


来源: wind 中泰证券研究所

- 家家悦的直采模式由来已久。**公司上世纪 70 年代初期为计划经济时代的副食品公司、其后改制为威海市糖酒采购供应站，彼时公司作为商品流通的重要渠道即与大批供应厂商形成了稳定、长期的合作关系。作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，公司经过多年发展，建立起遍布全国的直采网络。

⁴ 家家悦招股说明书

- **家家悦的区域密集战略契合生鲜直采体系。**根据招股说明书披露，2015年公司已与 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 年以上的长期合同，超过 80%⁵的生鲜都采取了“直采”的采购模式。同时通过布局生鲜加工基地、中央厨房优化生鲜供应链，加强农产品的标准化处理，增强供应链能力。

图表 23: 家家悦直采产品分布全国



来源：公司招股说明书 中泰证券研究所

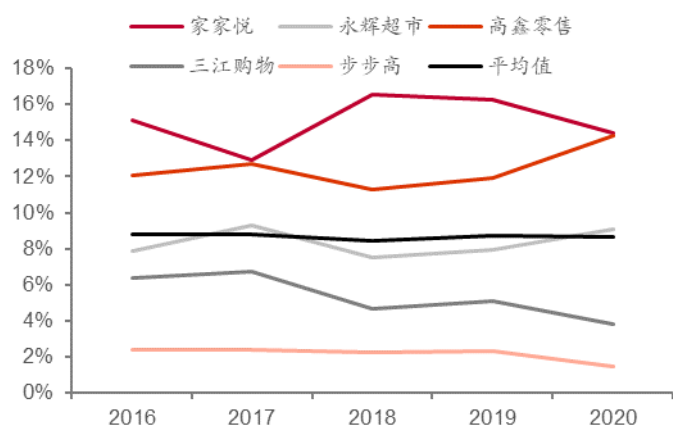
- **直采除了能降低生鲜流通成本外，还能够维持稳定的商品品质与供应。**公司组织专家对合作基地提供技术支持，辅导合作基地农产品种植，定期进行实地跟踪巡检，由于长期合作与稳定采购，公司对于合作基地的产品公司拥有优先购买权。同时，公司还建立了生鲜农产品质量防控体系和质量可追溯体系，保证了生鲜农产品的质量安全。

2.3 战略优势形成稳健的财务报表

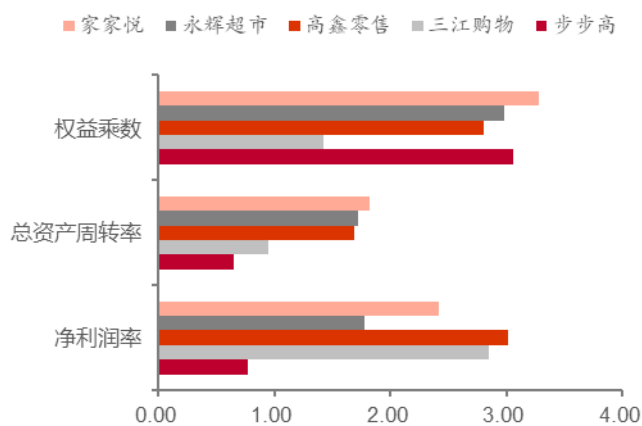
家家悦盈利能力优异

- **家家悦的 ROE 水平显著的高于行业平均水平。**所有的竞争优势最终都会体现在股东回报率 (ROE) 这个指标上，家家悦过去 5 年的平均 ROE 为 15%，远高于行业平均 (5 家公司) 的 8.6%。

⁵ 家家悦招股说明书

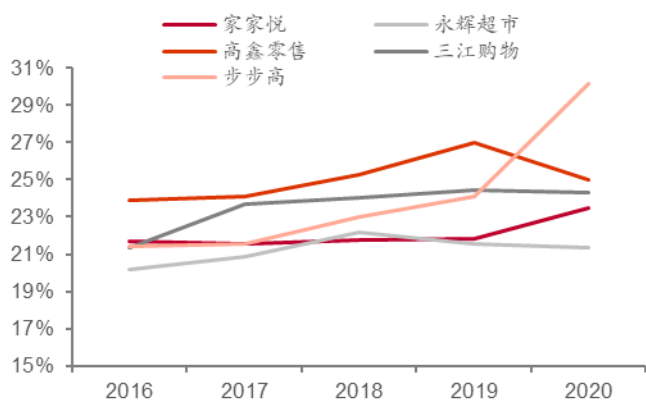
图表 24: 家家悦 ROE 高于行业平均水平


来源: wind 中泰证券研究所

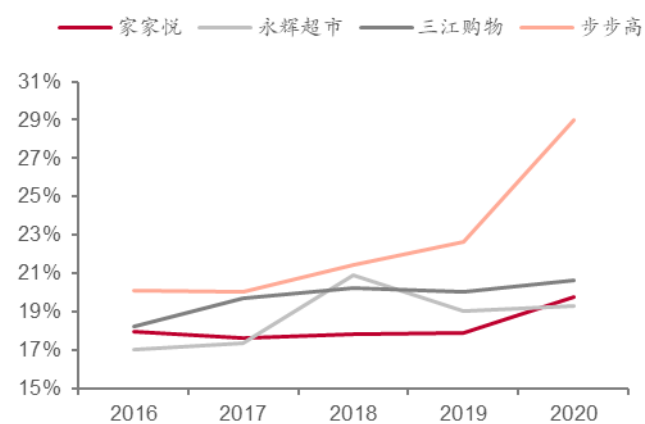
图表 25: 家家悦在杜邦三因素中均表现优异 (2020)


来源: wind 中泰证券研究所

- 毛利率不断提升, 叠加优秀的费用管控能力, 公司的净利率在行业中处于较高水平。**随着公司规模的扩大以及坚持直采战略, 公司的毛利率逐年提升, 2020 年毛利率达到 23.48%, 较 2016 年提高 1.8pct。公司的控费能力优秀, 期间费用率长期低于 18%, 在行业中处于领先水平, 2020 年因新收入会计准则、疫情等因素影响, 费用率有所抬升。

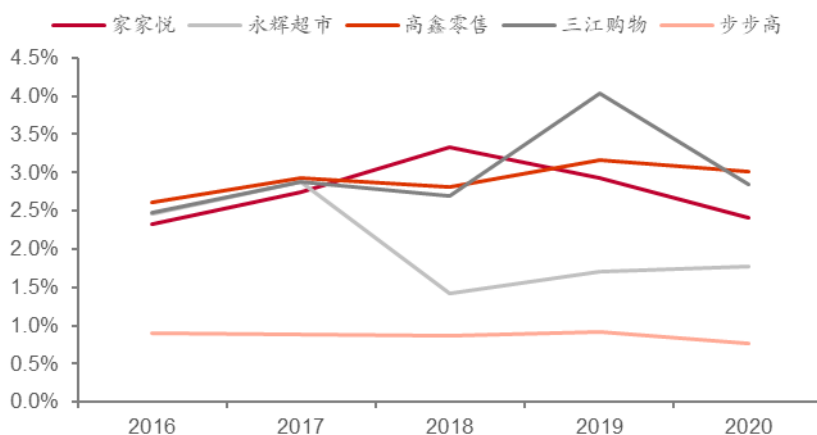
图表 26: 家家悦毛利率水平逐步提升


来源: wind 中泰证券研究所

图表 27: 家家悦期间费用率保持在较低水平


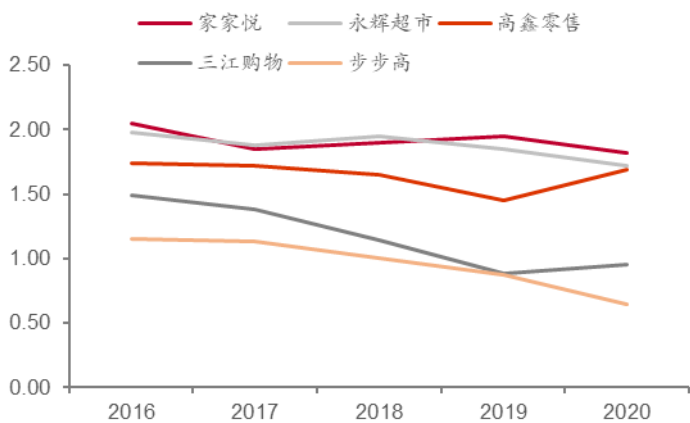
来源: wind 中泰证券研究所

- 较高的毛利率加上良好的费用管控, 使得家家悦的净利率在行业中保持领先水平, 过去 5 年平均为 2.75%, 高于行业平均水平的 2.31%。**

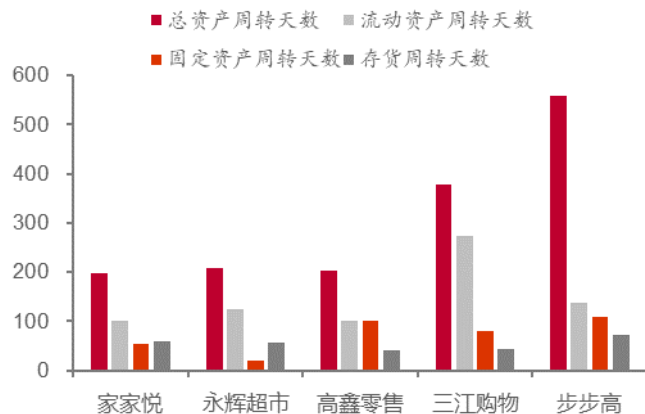
图表 28: 家家悦净利率处于行业较高水平


来源: wind 中泰证券研究所

- 公司运营效率较高，资产周转率保持行业领先水平。**2020 年家家悦的资产周转率为 1.82，远高于行业平均水平的 1.38。细分资产看，在固定资产周转方面，家家悦和永辉超市均选择了以租赁为主的经营策略，因此资产相对较轻，周转率更高。在流动资产方面，存货周转率方面各家没有拉开显著差距，但由于家家悦非经营类资产占比较小，因此周转率高于行业平均水平。

图表 29: 家家悦资产周转率优于同行


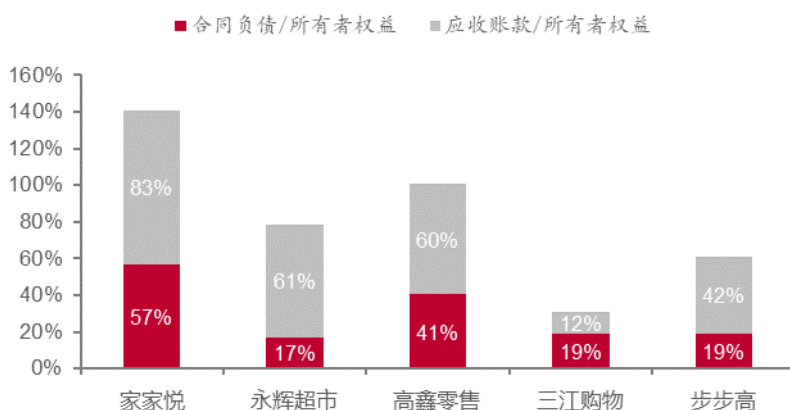
来源: wind 中泰证券研究所

图表 30: 家家悦固定资产、流动资产周转天数均较低 (2020)


来源: wind 中泰证券研究所

- 针对上下游的议价能力使得家家悦获得了低成本的“经营性负债”杠杆。**通常情况下带息负债率属于外生变量，可由公司自由决定。而公司资产负债表中的经营性负债则体现了企业针对上下游的讨价还价能力。家家悦的杠杆率水平达到了 3.27，较大幅度领先于行业平均水平的 2.79。其中，家家悦利用成熟的会员体系占用了大量的会员资金（合同负债），为公司提供了 0.57 倍的杠杆。区域集中带来的供应链议价能力也使得公司占用了较多的上游资金，应付票据及账款为公司提供了 0.83 倍的杠杆。大量的经营性负债为家家悦提供了低成本的资金来源用于内生发展，减少了对外融资的需求。

图表 31: 家家悦“经营性负债”杠杆较高(2020)

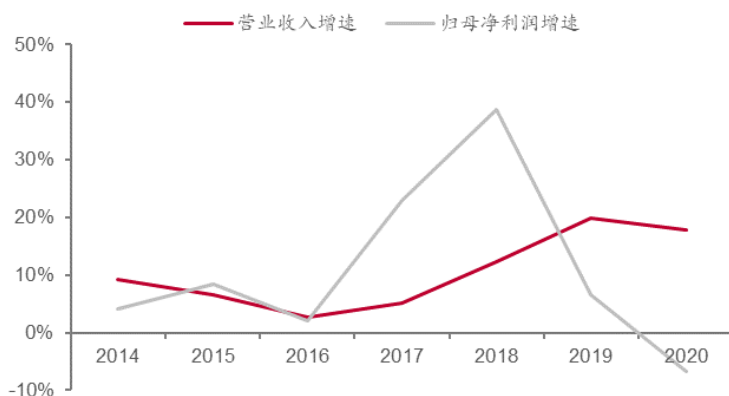


来源: wind 中泰证券研究所

家家悦保持稳健成长性

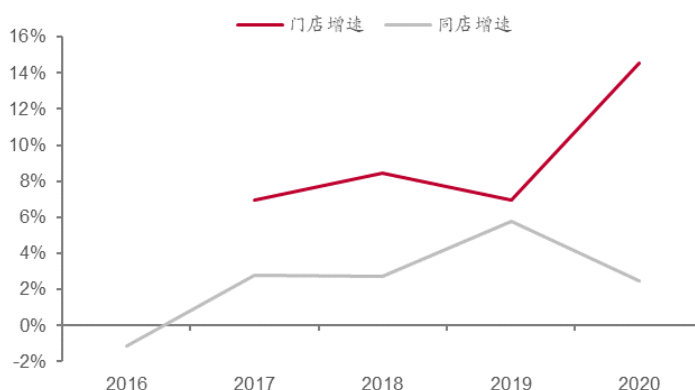
- 过去 5 年公司表现出了稳健的成长能力。2016-2020 年公司营业收入 CAGR 为 10.8%，归母净利润 CAGR 为 11.1%。

图表 32: 过去五年家家悦保持稳健的增长



来源: wind 中泰证券研究所

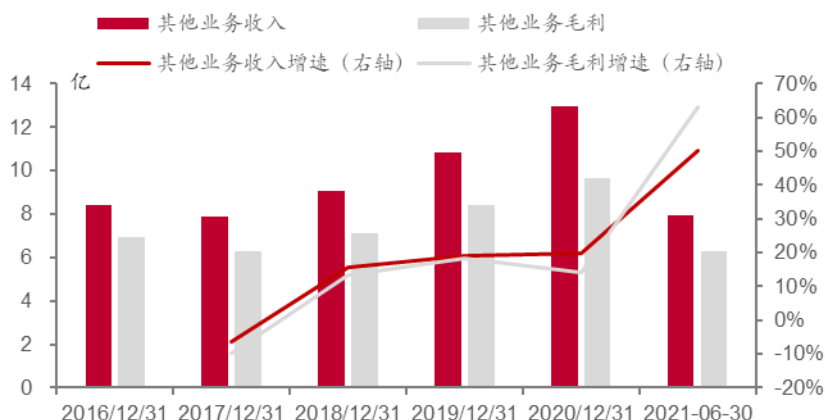
- 门店扩张是家家悦增长的主要逻辑。成熟门店覆盖的人口是相对稳定的，同店的收入最终只会跟随物价指数小幅上升，因此门店的扩张是商超最为核心的增长来源。过去 5 年家家悦的开店节奏相对保守，2016-2020 年间门店的复合增速为 9.2%。

图表 33: 门店扩张是公司成长的主要来源


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **2019 年开始公司的门店扩张速度有所加快。**2019 年 8 月购买山东华润万家生活超市，获得 7 家门店；2019 年 11 月投资淮北市乐新商贸有限公司，获得 31 家门店，并进入安徽市场；2020 年 11 月投资内蒙古维乐惠超市，获得 25 家门店，并进入内蒙古市场。尽管受到疫情等事件影响，省外市场的经营受到一定的阻碍，但是我们认为凭借完善的供应链体系和稳健的经营方式，在广阔的泛华北市场，家家悦仍有大展拳脚的空间。
- **供应链对外赋能成为新的增长点。**公司自建仓储物流体系，实现了与厂商的直接对接。根据招股说明书披露，2015 年时公司整体商品超过 80%⁶都实现了与厂家对接，降低了商品成本，提高了产品供应的稳定性。完善的仓储物流体系除了可以为公司自身服务外，也可以对外输出给其他小的零售企业。此外供应链也可为厂商的物流提供服务，从而收取费用。
- **随着供应链布局完善，预计今年开始加盟速度会有所加快。**公司的加盟对象主要小型加盟商以及区域零售商，门店及管理由加盟商自行负责，公司负责输出供应链、信息系统以及运营上的支持。随着供应链对外赋能加速，预计其他业务收入将有所放量。

⁶ 来源：家家悦招股说明书

图表 34: 随着供应链对外赋能, 其他业务收入增值加快


来源: wind 中泰证券研究所

3. 困境分析: 社区团购非主因, 异地经营待好转

2020 年 Q3 开始整个商超行业出现业绩失速, 公司 2020H2 营收/净利润同比增速分别为 9.4%/-39.4%, 较 2020H1 的 27.3%/27.0%, 显著下滑。2021 年前三季度归母净利润同比 2019/2020 年, 下滑 45.9%/50.6%, 业绩尚未恢复至常态。市场认为商超行业业绩下滑的主要因素是社区团购的蓬勃发展, 我们认为社区团购并非当下行业困境的主因。经济环境与会计准则变更对公司及行业造成了短期干扰, 行业底部的逆势扩张加剧了财务数据的低迷。公司的长期核心还是优化异地经营, 证实自身的成长能力。

3.1 社区团购尚难以对家家悦形成超额效率

我们不否认社区团购是生鲜领域的一次有效创新尝试, 其效率超越了线下一部分商超, 降低了流通成本, 尤其是县、村等下沉市场的流通成本。而商超行业本身效率差异较大, 对于其中深挖密度经济、效率优秀的家家悦而言, 我们认为社区团购尚未对其形成超额效率。

对比家家悦与社区团购的流通效率, 我们可以把生鲜供应链分为前端和后端, 我们认为, 社区团购在前端履约环节效率有望超过家家悦, 但幅度有限。在后端直采方面, 社区团购尚存在明显的短板。

前端履约环节, 社区团购有望实现更高效率, 但幅度有限。

- 在前端履约环节, 社区团购通过“预售”+“自提”的方式改造供应链。通过预售, 社区团购可以降低末端损耗, 缩短供应商账期, 从而提升前端效率; 通过自提, 社区团购可以在缩短消费者行走半径的情况下, 节省到家成本。
- 经过我们计算, 社区团购前端履约效率有望超过家家悦, 但幅度有限。

根据草根调研，社区团购当前的履约成本约 1.4 元/件，费用率 20%左右（件均单价 7 元）。随着社区团购的规模提升，其履约成本将继续优化。在现有模式下，考虑规模经济提升，我们假设网格仓司机成本对标货拉拉，团长佣金对标菜鸟驿站，未来理想状态预计可以降低至 14%，即 0.98 元/件，达到家家悦相近的履约成本。即在相同品质，相同利润率的情况下，不考虑补贴，不考虑家家悦的效率提升，10 元的商品，社区团购未来前端履约费用有望比家家悦便宜 6 毛，幅度较为有限。

图表 35：社区团购的理论履约效率可以达到较高水平

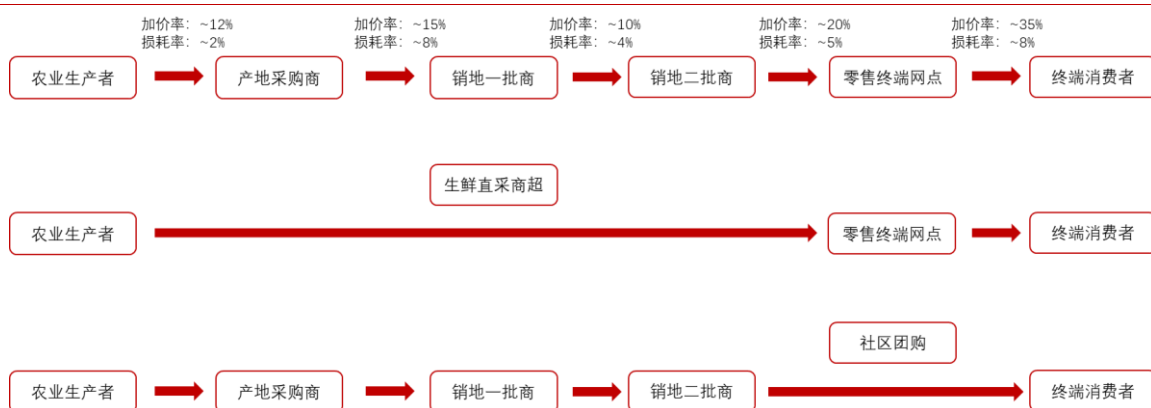
社区团购			家家悦销售费用率(2019)		
	当下成本	理论成本 (件均 7 元)			
中心仓+共享仓	1.00%	1.00%	0.07	职工薪酬	7.95%
干线物流	1.00%	1.00%	0.07	租金及物管费	4.48%
网格仓	7.90%	4.90%	0.34	能源费	1.29%
团长	10.00%	7.10%	0.50	其他各明细	2.04%
前端合计费用率	19.90%	14.00%	0.98	合计	15.76%

来源：草根调研 wind 中泰证券研究所

后端供应链环节，家家悦存在显著效率优势

- **快速反应的轻资产模式约束了社区团购平台直接对接产地。**为了降低运营的难度以及维持扩张的速度，社区团购的供应体系选择了不自备货的轻资产模式，但当日凌晨配送的快速反应模式使得轻资产的平台无法直接对接源头厂商，因此销售地一批，乃至二批成为了主要供应商。
- **产地直采的优势使家家悦相较于社区团购在后端供应链方面更具效率。**基于密度经济与区域物流中心，家家悦的产地直采减少了供应商加价，更重要的是能够获得更好的产品稳定性。

图表 36：现阶段家家悦的后端供应链较社区团购更加扁平化

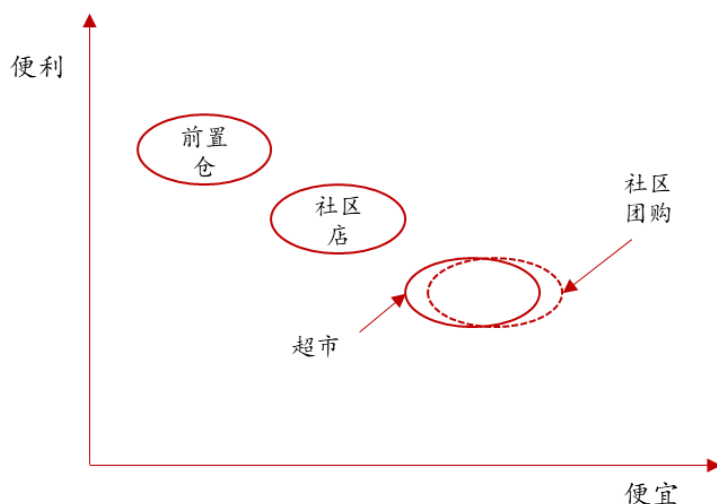


来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

全产业链而言，社区团购效率并非比所有商超更优，二者更多是满足差异化需求。

- **从便利性而言，社区团购与商超各有所长。**相较于商超，社区团购近距离自提的方式提供了类似于社区店的便捷性，但其需要提前一天计划性购物，接受一定的品质不确定性，且受制于品类和 SKU 的限制。商超从购物距离上不如社区团购便利，但其可以满足“所见立刻所得”的确定性和一站式购物的便利。如果社区团购在不考虑长期补贴的情况下，不能在“便宜”的维度上显著超越商超，则两者之间更可能是错位共存，而非大规模替代。

图表 37：社区团购与商超在便利性上各有所长



来源：中泰证券研究所

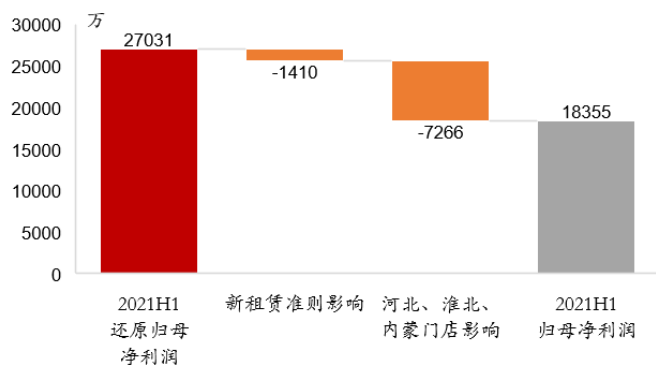
- **进一步来讲，社区团购与到家只是一种前端履约模式，拥有密度经济的商超，亦可兼容到家以及社区团购模式。**社区团购与到家服务是生鲜零售前端履约模式的创新，基于密度经济的优势，商超亦未尝不可参与其中。商超兼容到家及社区团购并不存在商业模式上的障碍，其主要挑战是企业内部组织和管理能力是否匹配。目前，家家悦在这方面的尝试尚处于起步阶段：2021 年上半年，家家悦线上销售同比增长 258%，占公司超市销售比例提升至 2.77%，线上订单量 303 万单，同比增长 382%。

3.2 优化异地经营，证实成长逻辑是长期核心

我们认为公司当下的工作重点在于扭转异地经营的困境，为外延扩张积累经验。

- **省外新店经营效率改善较慢是拖累公司利润的重要因素。**公司近两年门店拓展速度加快，疫情影响下门店运营改善进度放缓，同比来看新开店合计影响利润约 6000 万。具体看省外区域，河北（19 年 Q1 并表）、淮北（20 年 Q1 并表）、内蒙（21 年 Q1 并表）地区门店在 2021 上半年，分别影响归母净利润-2687 万、-2772 万、-1808 万。若不考虑省外门店影响，2021H1 公司归母净利润同比 2019H1 增长 13.9%。

图表 38: 短期内新租赁准则与省外门店拖累公司利润



来源: wind 中泰证券研究所

图表 39: 还原短期因素影响后 21 年中报归母净利润同比 2019 年实现正增长

单位: 万	2021H1	2020H1	2019H1	同比 2020H1	同比 2019H1
还原归母净利润	27031	28409	23727	-4.8%	13.9%
社保减免影响		2820			
新租赁准则影响	-1410				
河北、淮北、内蒙新店影响	-7266	-2470	-1092		
归母净利润	18355	28758	22635	-36.2%	-18.9%

来源: wind 中泰证券研究所

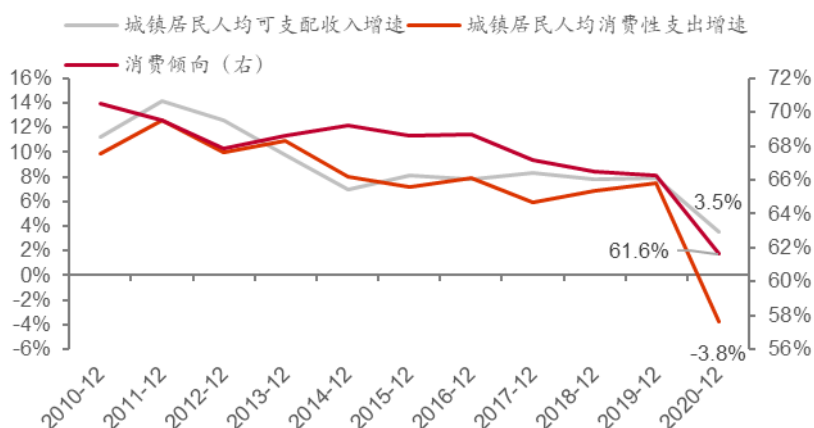
- 异地经营不及预期主要是短期因素影响。** 进入新的区域公司会面临三个问题: (1) 并购分部的内部整合问题。考虑到进入新区域需要快速做大规模以对接供应链, 公司通常以并购的形式进入新区域, 因此会带来企业文化与人员的整合问题; (2) 门店选品与员工培育问题。不同区域消费者的品类需求不同, 因此新门店需要一定的时间积累经验, 优化门店选品。此外, 新店新员工培育在早期也会带来一定成本压力; (3) 供应链建设问题。在实现当地供应链建设与对接之前, 新区域门店需要依靠远距离运输以及当地采购, 导致毛利率较低。
- 我们认为以上问题是公司进入新区域必然需要经历的短期阵痛, 这些负面影响在疫情下有所放大。往后看, 公司短期内会将门店开拓重心放至省内区域, 门店培育时间将有所缩短。省外区域方面, 以上消极因素也会随着时间而逐步优化。

3.3 经济环境及会计准则变更形成短期干扰

除了新店负面影响外, 消费意愿和能力下滑、食品物价大幅回落也在短期内对整个行业产生了较大的影响, 但这属于周期性的短期干扰因素, 会随经济复苏而解决。新租赁准则导致租赁成本前高后低, 在短期内压制利润, 这部分被压缩的利润会在后期释放。

- 社会消费意愿和能力的下滑。** 疫情除了导致收入增速放缓, 同时也削弱了居民的消费倾向, 不少必选、可选消费品企业均出现销售压力。2020 年城镇居民人均可支配收入实现正增长, 增速为 3.5%, 但城镇居民人均消费性支出却呈现负增长, 增速为 -3.8%。疫情带来的不确定性使得预防性储蓄的上升, 进而导致居民的整体消费倾向出现较大幅度的下滑, 拖累了包括商超在内的整个消费行业。

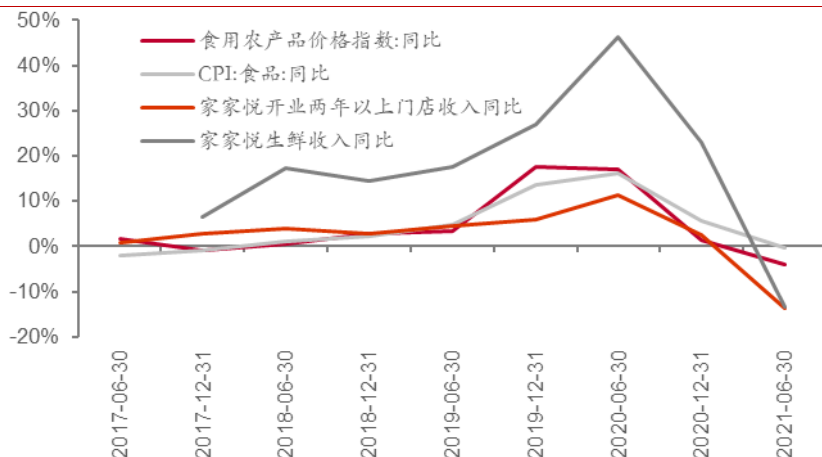
图表 40: 居民消费倾向下滑导致消费、零售行业承压



来源: wind 中泰证券研究所

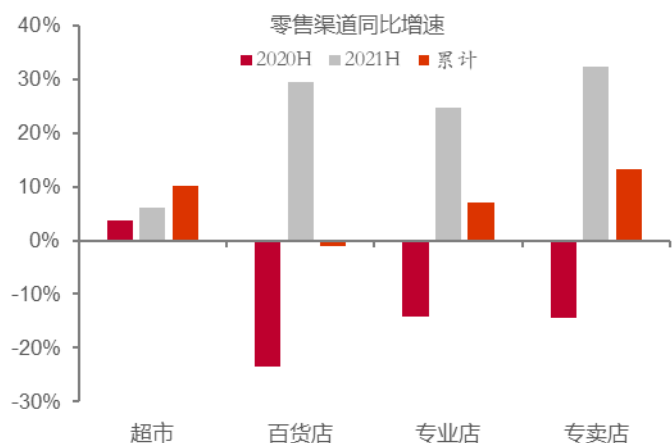
- **CPI 下行导致客单价的下滑。**从 2020 年中旬开始国内的物价指数，尤其是以猪肉为代表的食品价格指数开始显著下滑。由于家家悦销售收入中生鲜销售占比超过 40%，食品占比约 35% (2016 年年报数据)，因此受物价下行影响，公司收入显著承压。

图表 41: 物价水平下滑显著拖累公司营收增长

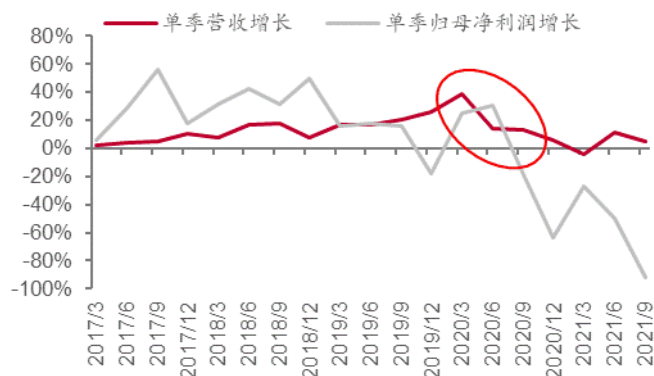


来源: wind 中泰证券研究所

- **同期高基数影响。**除了 CPI 因素外，疫情期其他渠道的受损、社保减免等也造成 2020 年上半年存在高基数效应。春节疫情期间多地农贸市场停止营业，商超成为解决居民消费需求的重要渠道，叠加 CPI 上行导致家家悦上半年的营收增幅较大。同时 2020 年上半年国家出台的社保减免政策也抬高了企业利润基数，影响额约 4000 万，抬高 2020 年中期税前利润 12%。

图表 42: 疫情导致商超行业在 2020H1 基数较高


来源: wind 中泰证券研究所

图表 43: 家家悦在 2020H 业绩基数较高


来源: wind 中泰证券研究所

- 新租赁准则影响。**新租赁准则下，承租人不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模式，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。相比过去按照租金计算费用，新会计准则下会导致前期公司的会计利润减少，后期会计利润增多。受该会计准则影响，家家悦平均每季度净利润减少约 1000 万。

4. 公司盈利预测与估值

4.1 盈利预测：门店扩张与成本控制带动业绩增值

- 盈利预测假设：

家家悦业绩的关键驱动因素：(1) 展店速度；(2) 新店培育情况；(3) 老店运营情况。

门店数量假设：预计公司 2021 年至 2023 年每年净新增门店 90 家，其中均为大卖场以及综合超市。

新店培育假设：预计开业两年内门店的单店收入为开业两年以上门店单店收入的 83.18%。比例数据根据 2016-2020 年数据规划求解所得。

老店运营情况：开业两年以上门店，2021 年单店收入假设为：2021H2 单店收入为 2021H1 的 100%，反应下半年经营环境改善。2022-2023 年：

- 大卖场单店收入增长假设：0%，0%，CPI 与社区团购影响对冲。
- 综合超市单店收入增长假设：0%，1%，CPI 与社区团购影响对冲。
- 百货业态与其他业态单店收入增长假设：-2%，-2%，反应所销售商品线上化趋势。

毛利率假设：基于自有品牌商品比例提高，规模效应等因素，假设未来3年毛利率小幅提高，分别为：23.7%，24.0%，24.2%

期间费用率假设：

- (1) 销售费用率：考虑到新增门店节奏以及新租赁准则影响，销售费用率在2021年小幅增加后，逐年小幅回落，2021-2023年分别为：18.6%，18.4%，18.3%。
- (2) 管理费用率：考虑规模效应与异地扩张费用对冲，假设管理费用率维持稳定，2021-2023年分别为：2.0%，2.0%，2.0%。
- (3) 财务费用率：考虑新租赁准则影响，财务费用率前高后低，2021-2023年分别为：1.5%，1.3%，1.1%。

■ 盈利预测结果

图表 44：家家悦盈利预测结果

		收入预测						
单位：百万	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10777	11330	12731	15264	16678	17551	19961	22429
yoy		5.1%	12.4%	19.9%	9.3%	5.2%	13.7%	12.4%
开业两年以上门店收入	8939	9607	10289	11294	11754	12616	15430	18158
yoy		7.5%	7.1%	9.8%	4.1%	7.3%	22.3%	17.7%
开业两年以下门店收入	1838	1723	2441	3970	4924	4934	4531	4271
yoy		-6.2%	41.7%	62.6%	24.1%	0.2%	-8.2%	-5.7%
毛利率	21.7%	21.6%	21.8%	21.8%	23.5%	23.7%	24.0%	24.2%
毛利	2336	2445	2772	3335	3916	4159	4791	5416
销售费用率	16.2%	16.0%	15.9%	15.8%	17.7%	18.6%	18.4%	18.3%
管理费用率	1.9%	2.2%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用率	-0.2%	-0.6%	-0.5%	0.0%	0.1%	1.5%	1.3%	1.1%
期间费用率	17.9%	17.6%	17.8%	17.9%	19.8%	22.1%	21.7%	21.4%

来源：公司公告 中泰证券研究所

预计2021-2023年，营业收入分别为175.51、199.61、224.29亿，增速分别为5.2%、13.7%、12.4%；归母净利润2.17、3.66、4.53亿，增速分别为-49.2%、68.5%、23.7%。

4.2 估值：给予“增持”评级

我们选取永辉超市、高鑫零售、红旗连锁以及步步高作为可比公司，可比公司2022年平均估值为35.3倍，而同期家家悦的估值为25.2倍。在行业利润较大幅波动时，PE估值实质上是脆弱的。

我们考虑到，密度经济与较高的运营效率使家家悦的基础业务更具竞争优势，在市场普遍对商超的未来感到悲观的前提下，家家悦若能够成功实现异地扩张，突破自我，带来利润的回升，则市场的质疑会逐渐消除。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 45: 可比公司估值

代码	简称	总市值(亿)	净利润 (2021E)	净利润 (2022E)	净利润 (2023E)	PE (2021)	PE (2022)	PE (2023)
601933.SH	永辉超市	373.9	-12.6	4.8	11.2	-29.6	77.1	33.5
6808.HK	高鑫零售	270.6	24.0	15.2	30.8	11.3	17.8	9.6
002697.SZ	红旗连锁	69.5	4.9	5.5	6.1	14.1	12.7	11.4
002251.SZ	步步高	58.1	1.6	1.7	2.1	37.4	33.6	28.3
	平均值					20.9	35.3	20.7
603708.SH	家家悦	92.1	2.2	3.7	4.5	42.4	25.2	20.3

来源: wind 中泰证券研究所 股价截至 2021 年 11 月 12 日

备注: 除家家悦外, 其他公司业绩预测来自于 wind 盈利预测; 其中高鑫零售盈利预测截止于 2021 年 11 月 5 日

风险提示

门店扩张不及预期的风险

- 对于家家悦而言, 公司最大的变量来自于新区域展店带来的成长性。如果公司不能够有效的将省内成熟的管理经营以及物流、供应链体系复制到省外, 公司的发展空间将受到显著限制。

市场竞争加剧的风险

- 我们认为社区团购提供了一种差异化销售方式, 对于家家悦而言并无超额效率。但是不排除社区团购补贴存续时间较长, 加剧线下零售行业竞争。

居民消费边际倾向下滑的风险

- 我们认为疫情引起的居民消费边际倾向下滑是导致行业景气度下降的重要因素, 如果疫情反复, 居民消费意愿持续低迷, 将对行业的增长带来较大影响。

物价持续低迷的风险

- 2021 年以来以猪肉为代表的食品价格持续下滑对公司的营业收入及利润产生的较大影响, 如果物价指数持续低迷, 将对行业造成较大影响。

信息滞后的风险

- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 46: 家家悦财务模型预测

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,703	2,083	1,457	1,517	1,701	营业收入	15,264	16,678	17,551	19,962	22,429
应收票据	0	1	0	0	0	营业成本	11,929	12,763	13,392	15,171	17,013
应收账款	38	67	56	65	72	税金及附加	53	58	69	76	82
预付账款	358	453	422	490	563	销售费用	2,406	2,944	3,256	3,663	4,094
存货	2,118	2,083	2,099	2,380	2,782	管理费用	319	333	355	404	454
合同资产	0	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	297	277	286	320	369	财务费用	5	19	234	249	234
流动资产合计	4,514	4,964	4,320	4,772	5,487	信用减值损失	-3	-12	-10	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	-4	2	0	0
长期股权投资	210	211	211	211	211	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2,387	2,725	3,113	3,540	3,923	投资收益	29	13	17	20	16
在建工程	147	294	324	344	384	其他收益	25	35	50	42	47
无形资产	188	392	473	557	659	营业利润	607	585	304	458	614
其他非流动资产	1,059	1,212	1,665	1,792	1,894	营业外收入	10	14	14	15	17
非流动资产合计	3,991	4,834	5,786	6,444	7,071	营业外支出	11	16	15	17	19
资产合计	8,505	9,798	10,106	11,216	12,558	利润总额	606	583	303	456	612
短期借款	160	526	626	735	938	所得税	158	181	121	114	159
应付票据	537	386	508	576	643	净利润	448	402	182	342	453
应付账款	2,368	2,305	2,451	2,821	3,215	少数股东损益	-10	-25	-35	-24	0
预收款项	1,717	51	53	61	68	归属母公司净利润	458	427	217	366	453
合同负债	0	1,836	1,932	2,197	2,469	NOPLAT	451	415	322	529	626
其他应付款	160	172	172	172	172	EPS (摊薄)	0.75	0.70	0.36	0.60	0.74
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
其他流动负债	418	671	522	578	666	主要财务比率					
流动负债合计	5,360	5,947	6,264	7,140	8,171	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	0	成长能力					
应付债券	0	558	583	596	609	营业收入增长率	19.9%	9.3%	5.2%	13.7%	12.4%
其他非流动负债	75	70	70	70	70	EBIT增长率	35.0%	-1.4%	-10.8%	31.3%	20.1%
非流动负债合计	75	628	653	666	679	归母公司净利润增长率	6.4%	-6.5%	-49.2%	68.5%	23.7%
负债合计	5,435	6,575	6,917	7,806	8,850	获利能力					
归属母公司所有者权益	2,917	3,025	3,027	3,272	3,570	毛利率	21.8%	23.5%	23.7%	24.0%	24.2%
少数股东权益	153	198	162	138	138	净利率	2.9%	2.4%	1.0%	1.7%	2.0%
所有者权益合计	3,070	3,223	3,189	3,410	3,708	ROE	14.9%	13.3%	6.8%	10.7%	12.2%
负债和股东权益	8,505	9,798	10,106	11,216	12,558	ROIC	17.7%	12.4%	11.4%	13.6%	14.5%
						偿债能力					
现金流量表						资产负债率	63.9%	67.1%	68.4%	69.6%	70.5%
						债务权益比	7.6%	35.8%	40.1%	41.1%	43.6%
						流动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
						速动比率	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
						应收账款周转天数	1	1	1	1	1
						应付账款周转天数	61	66	64	63	64
						存货周转天数	51	59	56	53	55
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.75	0.70	0.36	0.60	0.74
						每股经营现金流	1.11	1.19	1.68	2.22	2.37
						每股净资产	4.79	4.97	4.98	5.38	5.87
						估值比率					
						P/E	20.5	21.9	43.1	25.6	20.7
						P/B	3.2	3.1	3.1	2.9	2.6
						EV/EBITDA	8.3	7.7	7.6	6.2	5.2

来源: 公司公告 中泰证券研究所 股价截至 2021 年 11 月 12 日

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。