

零售业务稳健，农批业务增长良好，新业态注入动能

——合百集团（000417）首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是安徽区域零售龙头企业，区域优势明显

合百集团是安徽省区域零售龙头企业，区域优势明显，品牌历史悠久美誉度高。目前公司产业覆盖零售业及农产品流通两大主业，旗下共有子公司 51 家，参股公司 9 家，拥有 300 余家连锁经营网点，截止 24H1 百货业门店数量 24 家，超市业直营门店 180 家，超市加盟店 19 家，电器业门店 25 家，品牌分销代理覆盖 8000 多个商店，连锁及批发分销机构遍布安徽 14 个地市。2023 年公司实现归母净利润 2.64 亿元，同比增长 57.53%，2024 年前三季度公司实现扣非后归母净利润 1.62 亿元，同比增长 22.40%，创 7 年来新高。

● 行业：政策发力有望拉动消费市场，线下零售企业积极求变

23 年 11 月以来整体内需市场面临压力，国家出台包括以旧换新在内多项消费促进政策，今年 9 月以来财政货币政策双发力助力经济发展，有望带动消费回暖。目前线上渠道占社零比重趋稳，对线下渠道冲击逐渐弱化，线下业态中便利店/专业店/超市增长相对较好。超市方面，供给端积极调改，胖东来模式引关注，同时商超企业布局硬折扣店，寻找新增长点。百货方面，我国百货市场集中度较低，未来具备依然较大提升空间。

● 公司业务：零售农批两大核心主业做大做强，新业务拓展注入活力

公司以“1125”为核心发展战略，即做大做强“零售、农批”两大主业，突破拓展“线上、跨境、冷链、消费金融、新兴产业”等五大新业，以“主业+新业”融合激发新动能。2023 年，公司实现销售规模 633.01 亿元，创历史新高。传统零售业务方面，百货业实施门店调改，重塑门店新场景；超市业则重视供应链建设，拓店方面，合肥主战场加密布局同时布局合肥以外区域连锁网络；电器业态则坚持产品结构革新。农产品交易业务方面，拥有周谷堆、宿州百大、百大肥西三大物流园，24 年公司成立农产品流通运营总部，整合资源，探索农产品一体化运营管理，同时发力冷链物流。

● 投资建议与盈利预测

合百集团作为安徽省国有上市的区域零售龙头企业，拥有品牌优势和区域网点优势，公司以“1125”发展战略为引领，做大做强零售及农批主业，新业务注入活力。我们预计 2024-2026 年公司 EPS 为 0.39/0.45/0.51 元/股，对应 PE 为 13/12/10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观消费情况不及预期的风险，新业态发展不及预期的风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6301.89	6688.04	7036.70	7595.51	8057.49
收入同比(%)	-0.57	6.13	5.21	7.94	6.08
归母净利润(百万元)	171.01	264.03	306.38	353.27	398.39
归母净利润同比(%)	-5.44	54.39	16.04	15.30	12.77
ROE(%)	3.97	5.75	6.36	6.96	7.43
每股收益(元)	0.22	0.34	0.39	0.45	0.51
市盈率(P/E)	24.17	15.66	13.49	11.70	10.38

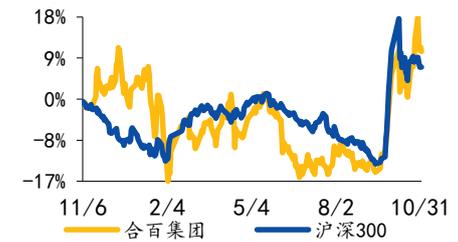
资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持|首次评级

基本数据

52 周最高/最低价(元):	5.56 / 4.01
A 股流通股(百万股):	779.03
A 股总股本(百万股):	779.88
流通市值(百万元):	4066.52
总市值(百万元):	4071.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyzq.com.cn
联系人	郜子娴
电话	021-51097188
邮箱	gaozixian@gyzq.com.cn

目 录

1.公司介绍：安徽区域零售龙头企业，区域优势明显	4
2.财务分析：利润端优异，盈利能力持续提升	8
3.行业分析：政策发力有望拉动消费市场，线下零售企业积极求变	10
4.公司业务：零售农批两大核心主业做大做强，新业务拓展注入活力	14
4.1 零售业务：区域龙头地位稳固，积极改革提升效率	15
4.2 农产品交易：农产品物流园辐射全省，布局冷链物流	17
4.3 新兴业务：跨境业务带来增量空间，加大产业投资布局	19
5.盈利预测与投资建议	22
6.风险提示	23

图表目录

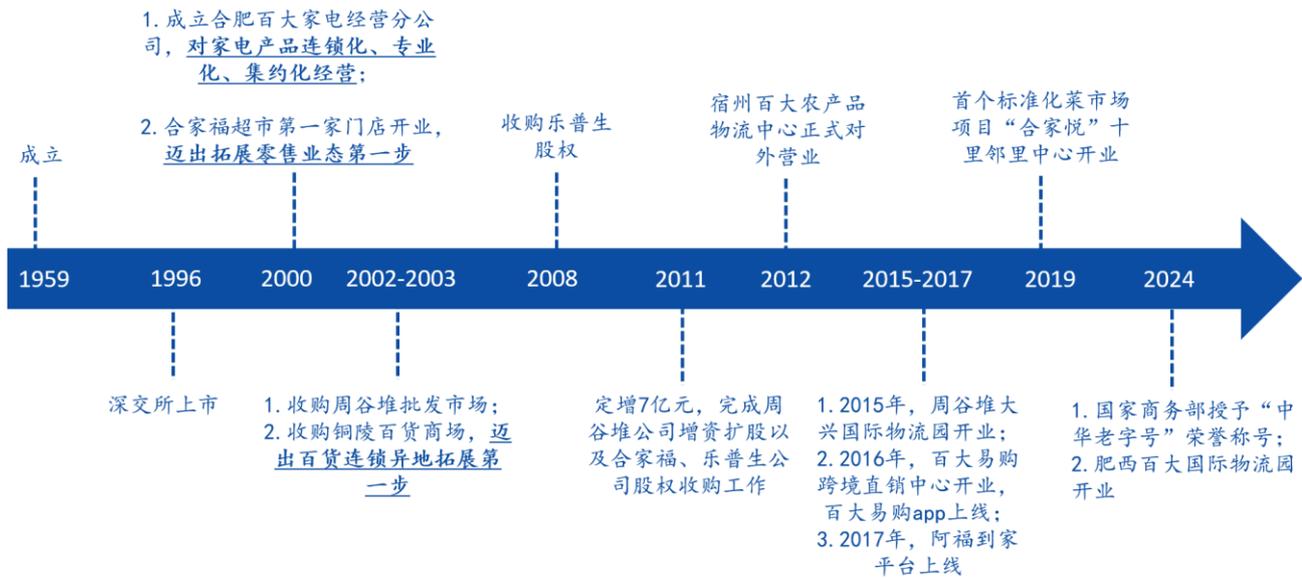
图 1：合百集团发展历程	4
图 2：公司网点分布图（截至 24H1）	5
图 3：合百集团股权结构图（2024H1）	5
图 4：2019-2024 年前三季度公司营业收入及同比	8
图 5：2019-2024 年前三季度归母净利润及同比	8
图 6：2020-2023 年公司分业务营收（百万元）	9
图 7：分业务毛利率（%）	9
图 8：公司费用率变化（%）	9
图 9：公司毛利率及归母净利率（%）	9
图 10：社零总额当月同比变化（%）	10
图 11：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重（%）	12
图 12：社零中商品零售同比增速与实物商品网上零售额同比增速（%）	12
图 13：限额以上零售业单位中分业态零售额增长率（%）	12
图 14：中国百货行业集中度（CR5、CR10，%）	13
图 15：百货零售业样本企业对未来三年百货零售业发展方向的预期	13
图 16：公司业务发展战略	14
图 17：公司各业态门店数	15
图 18：公司三大主要业态门店坪效（元/平米/年）	16
图 19：公司三大主要业态直营门店净利率（%）	16
图 20：公司线上销售 GMV（百万元）	17
图 21：公司自建平台“i 百大”小程序	17
图 22：周谷堆及宿州百大收入（百万元）及净利率（%）	18
图 23：公司三大农产品物流园	19
图 24：出口小黄鸭商品	20
图 25：与北美 KOL 建联搭建小黄鸭红人资源库	20
表 1：公司领导团队	6

表 2: 近五年公司利润分配情况.....	7
表 3: 近期消费促进政策.....	11
表 4: 永辉超市首家胖东来调改门店的调改措施.....	13
表 5: 公司参投的三只基金.....	21
表 6: 公司收入拆分.....	22
表 7: 可比公司估值.....	23

1. 公司介绍：安徽区域零售龙头企业，区域优势明显

安徽省区域零售龙头企业，区域优势明显，品牌历史悠久美誉度高。合肥百货大楼于1959年建成开业，1993年改制为合肥百货有限公司，开始现代化管理和市场化运营，1996年在深交所主板上市，是安徽省首家商业零售上市公司。2000年，公司成立合肥百大家电经营分公司，对家电产品连锁化、专业化、集约化经营，同年合家福连锁超市第一家门店开业，公司在拓展零售业态上迈出第一步；2003年，公司收购铜陵百货商场，组建铜陵合百商厦，开启百货连锁异地拓展进程，自此，省内多地百货商厦先后加入合百集团体系，公司自营的百货及购物广场相继开业，网点布局快速推进。2011年，公司定向增发方式募集资金7亿元，相继完成周谷堆公司增资扩股以及合家福、乐普生公司股权收购工作，为后续农产品及新兴业务发展提供支撑。2012和2015年公司宿州百大及周谷堆大兴农产品物流园相继开业，2020年，合百推出直播带货，逐步打造线上渠道，2024年，公司被国家商务部授予“中华老字号”荣誉称号；9月，公司百大肥西农产品物流园正式开业。

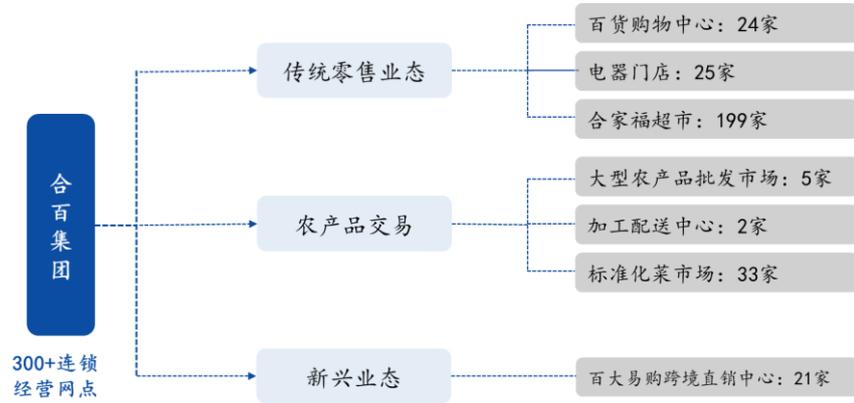
图 1：合百集团发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

零售业及农产品一体两翼双轮驱动，拥有超 300 家连锁经营网点。合百集团目前产业覆盖零售业及农产品流通两大主业，旗下共有子公司 51 家，参股公司 9 家，截至 24Q3，公司拥有百货、超市、电器、农批、标准化菜市场等 313 家连锁经营网点，规模效应和品牌效应突出。收入方面，2023 年公司百货业（含家电）/超市业/农产品交易市场收入占比分别为 38.62%/50.34%/6.79%，毛利占比分别为 40.34%/37.09%/18.91%，多业态间的产业相互协同发展，形成竞争合力。

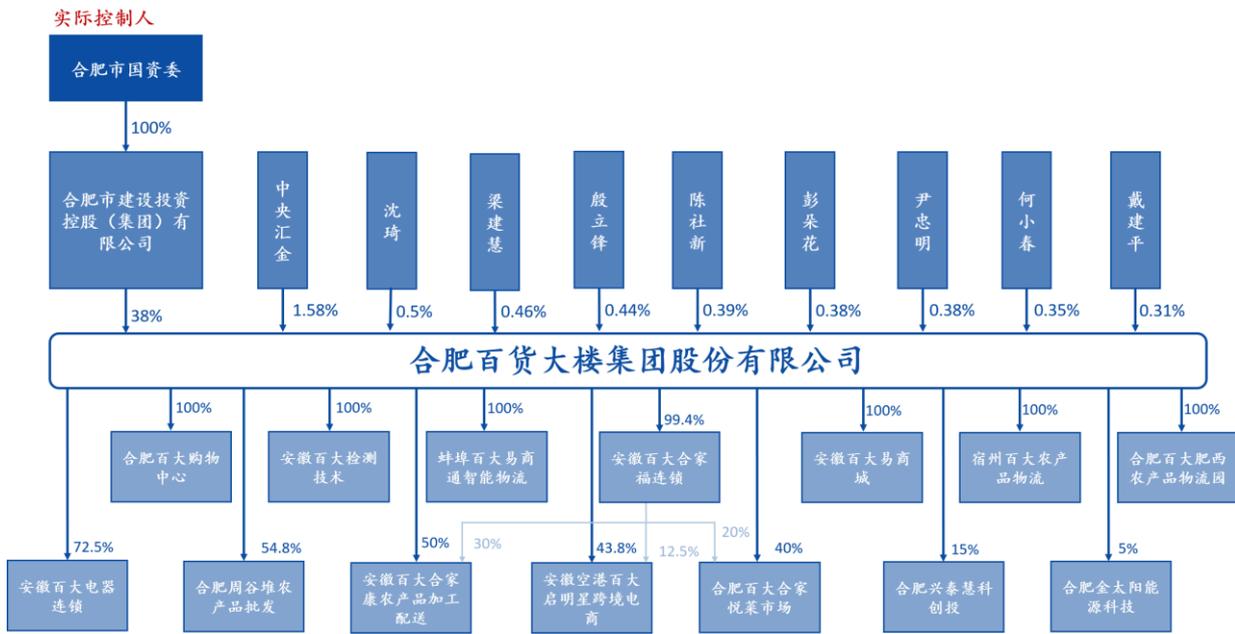
图 2：公司网点分布图（截至 24H1）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

股权方面，公司实控人为合肥市国资委，大股东合肥建投持股 38%。公司实控人为合肥市国资委，通过合肥建设投资控股集团持有合百集团 38% 股权，中央汇金控股 1.58%，其余股东持股比例均不超过 0.5%。

图 3：合百集团股权结构图（2024H1）



资料来源：wind，国元证券研究所

管理团队经验丰富，新任董事长于 23 年上任，提出“1125”发展战略，全力推进转型升级。公司董事长沈校根于 2023 年 3 月起开始在公司任职，曾任合肥市瑶海区常务副区长、合肥产投副总经理。公司总经理张同祥深入前线多年，洞悉百货行业的变化趋势，经验丰富。2023 年在沈董事长带领下，公司提出“1125”发展战略，即做大做强“零售、农批”两大主业，突破拓展“线上、跨境、冷链、消费金融、新兴产业”五大新业，全力推进转型升级。同时，23 年以来公司实施“降本节支、提质增

效”行动，推动“人力、采购、物业、管理、融资”五本同降；进行“大部制”改革，总部机构由 16 个精简至 12 个，构建扁平化管理体制。

表 1：公司领导团队（2024.10）

姓名	职位	履历
沈校根	董事长、党委书记	历任合肥市庐阳区招商局党组成员、副局长，合肥市庐阳区国资办党组副书记、主任，合肥市庐阳区财政局党组书记、局长，合肥市产业投资控股（集团）有限公司党委委员、董事、副总经理，合肥国际内陆港发展有限公司董事长，合肥市瑶海区委常委、常务副区长。现任合百集团董事长、党委书记。
张同祥	董事、总经理、党委副书记	历任公司采购经理、营运总监，淮南百大商厦有限公司董事长，合肥百货大楼集团股份有限公司滨湖心悦城购物中心总经理，合肥百货大楼集团蚌埠百货大楼有限责任公司董事长，合肥百货大楼集团蚌埠百大购物中心有限责任公司执行董事。现任合百集团董事、总经理、党委副书记。
赵伟	董事、党委副书记	历任合肥市建设投资公司财务部副经理、经理，合肥市建设投资控股（集团）有限公司财务部副部长、部长、融资部部长、副总经理、党委委员、董事，合肥政务文化新区开发投资有限公司党委副书记、董事、工会主席，合肥文旅博览集团有限公司党委副书记、董事、工会主席。现任合百集团董事、党委副书记。
裴文娟	职工董事、党委委员、工会主席	历任合肥鼓楼商厦有限责任公司人力资源部长、总经理助理、副总经理，公司总经理助理、人力资源总监、职工监事。现任合百集团职工董事、党委委员、工会主席。
余绚	副总经理、党委委员	历任合肥鼓楼商厦有限责任公司财务部副部长，合肥百货大楼集团商业大厦有限责任公司财务总监，安徽百大合家福连锁超市股份有限公司财务总监兼总会计师、董事长，安徽百大易商城有限责任公司执行董事，合肥百大集团蚌埠合家福百大超市有限责任公司董事长，公司董事。现任合百集团副总经理、党委委员。
耿纪平	监事会主席，党委委员，纪委书记，监察专员	曾先后任职于合肥市政府政策研究室、合肥市政府办公室、安徽创新馆服务管理中心，现任合百集团监事会主席、党委委员、纪委书记、监察专员
刘华生	副总经理、总会计师	历任合肥市建设投资控股（集团）有限公司财务部副部长，巢湖城市建设投资有限公司董事、副总经理，合肥市建设投资控股（集团）有限公司副总会计师兼财务部部长，合肥周谷堆农产品批发市场股份有限公司、肥西丰沃置业有限责任公司监事，宿州百大农产品物流有限责任公司、合肥城市通卡股份有限公司董事。现任合肥科技农村商业银行股份有限公司监事，浙江宁银消费金融股份有限公司董事，现任合百集团副总经理、总会计师。
王皓	副总经理	历任宿州百大农产品物流有限责任公司、宿州百大置业有限责任公司董事长，肥西丰沃置业有限责任公司、池州百大农产品物流园有限责任公司董事，公司营运总监。现任合百集团副总经理，兼合肥周谷堆农产品批发市场股份有限公司党委书记、董事长，合肥周谷堆大兴农产品国际物流园有限责任公司董事长、合肥周谷堆置业有限公司执行董事。
许扬	副总经理	历任安徽国通高新管业股份有限公司证券事务代表、董事会秘书，合肥市国有资产控股有限公司投资发展部总经理、基金管理部部长，合肥市创新科技风险投资有限公司董事、总经理，合肥市天使基金投资有限公司董事、总经理，合肥市产业投资控股（集团）有限公司总经理助理，挂任肥西经济开发区管委会副主任、党工委委员，现任合百集团副总经理。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

积极回馈投资者，持续分红。公司于 1996 年在深交所上市，上市后持续关注回馈投资者，上市次年 1997 年开始坚持每年分红，与投资者共享经营成果。2023 年公司每 10 股派发现金红利 1.1 元(含税)，合计派发红利 8578.73 万元，分红比例 32.49%。

表 2：近五年公司利润分配情况

报告期	分红说明	分红比例
2023 年报	10 派 1.1 元 (含税)	32.49%
2022 年报	10 派 0.7 元 (含税)	32.57%
2021 年报	10 派 0.6 元 (含税)	25.87%
2020 年报	10 派 0.6 元 (含税)	34.14%
2019 年报	10 派 0.8 元 (含税)	39.09%

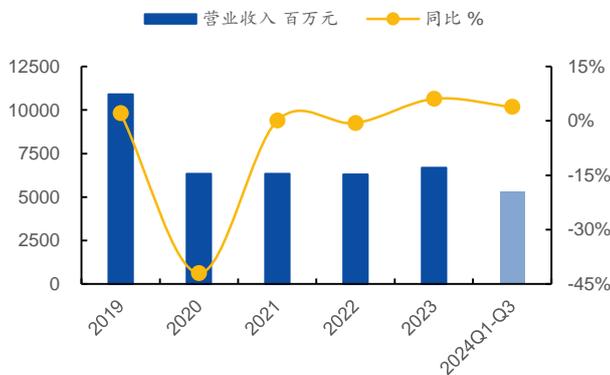
资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

2. 财务分析：利润端优异，盈利能力持续提升

收入平稳，利润端优异，24年前三季度扣非归母净利润创7年新高。公司整体收入保持稳健，2020年公司调整联营经营模式按净额法确认收入，影响2020年营业收入减少约35.90亿元，剔除该部分影响2020年营收收入同比下滑9.07%，小幅下滑主要受到疫情期间闭店影响。公司疫后整体营业收入端保持平稳，2023年营业收入66.88亿元，同比增长6.13%。利润方面，公司盈利能力持续提升，利润端表现良好。2023年公司实现归母净利润2.64亿元，同比增长57.53%，较疫情前2019年增长65.42%，扣非归母净利润1.14亿元，同比增长36.21%，较2019年增长7.70%。2024年前三季度公司实现扣非后归母净利润1.62亿元，同比增长22.40%，创7年来新高，单24Q3归母净利润1901.46万元，同比增长58.36%，增长强劲。

图 4：2019-2024 年前三季度公司营业收入及同比

图 5：2019-2024 年前三季度归母净利润及同比

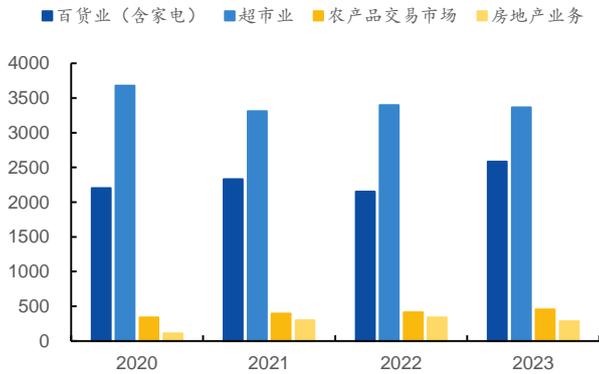


资料来源：同花顺，国元证券研究所

资料来源：同花顺，国元证券研究所

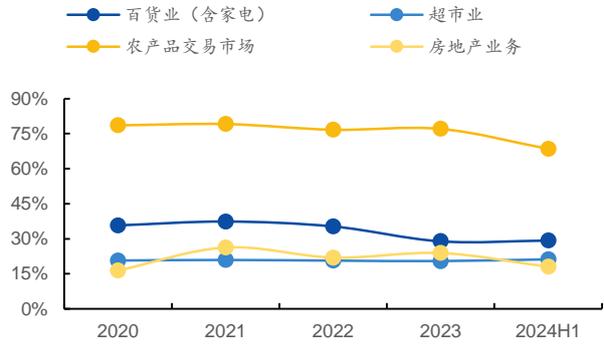
分业务来看，百货及超市业务平稳，农产品交易业务增长良好。2020-2023年，公司百货业务（含家电）由22.04亿元增长至25.83亿元，超市业务由2020年的36.77亿元变动至2023年的33.67亿元，农产品交易市场业务由2020年的3.41亿元增长至4.54亿元，整体零售业务保持稳定，农产品交易市场增长良好。2024H1百货业（含家电）及超市分别实现收入13.30亿元及18.36亿元，同比+1.14%/-1.65%。农产品交易市场2024H1实现营收3.07亿元，同比增长41.02%。毛利率方面，农产品交易市场业务为高毛利率业务，2024H1毛利率为68.56%，百货业（含家电）毛利率为29.25%，超市业毛利率为21.19%。

图 6：2020-2023 年公司分业务营收（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

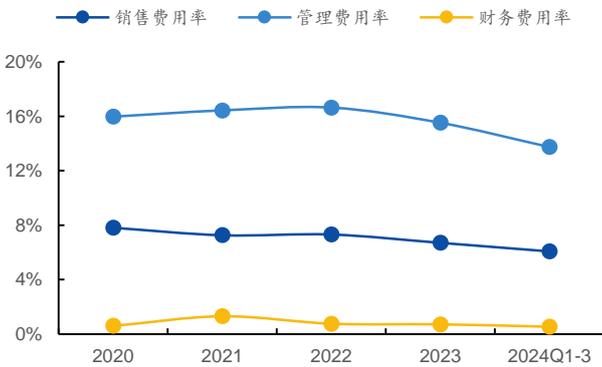
图 7：分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

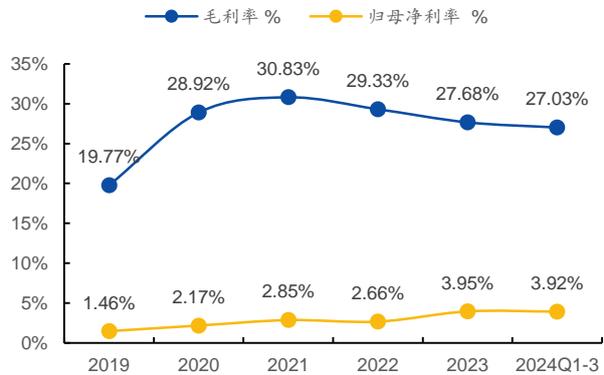
持续降本增效，盈利能力优化。近年来公司持续降本增效，费用不断优化，2024 年前三季度销售/管理费用/财务费用分别为 3.24/7.32/0.28 亿元，销售/管理/财务费用率分别为 6.08%/13.74%/0.53%，同比分别-0.32/-0.94/-0.18pct.。毛利率方面，2024 年前三季度公司毛利率为 27.03%，净利润率方面，前三季度公司归母净利润率达到了 3.92%，扣非后归母净利润率 3.04%，盈利能力逐年提升。

图 8：公司费用率变化（%）



资料来源：同花顺，国元证券研究所

图 9：公司毛利率及归母净利润率（%）

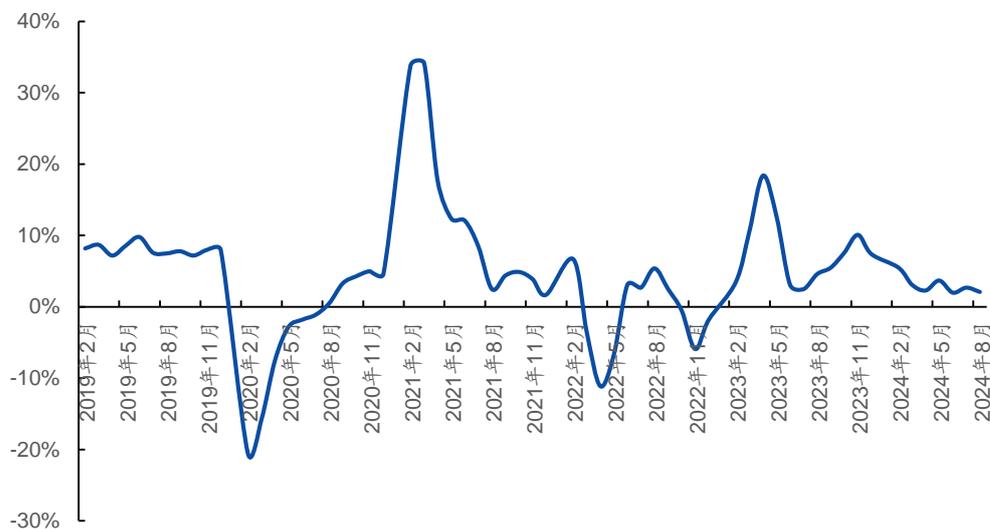


资料来源：同花顺，国元证券研究所

3.行业分析：政策发力有望拉动消费市场，线下零售企业积极求变

23年11月以来整体内需市场面临压力，国家出台包括以旧换新在内多项消费促进政策，今年9月以来财政货币政策双发力助力经济发展，期待消费回暖。疫后消费市场随防控放开经历波浪式修复，但从2023年11月开始，社零整体增速开始走弱，其中必选消费好于可选消费，1-8月社会消费品零售总额同比增长3.4%。在整体消费偏弱的背景下，国家出台多项扩内需、促进消费的政策，政策端助力消费大环境回暖。3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知；7月，国家发展改革委、财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。三季度开始以旧换新在各地全面落地，带动包括汽车、家电等重点品类消费品市场的增长。9月以来，货币和财政政策双双发力，9月24日，国新办召开金融支持经济高质量发展新闻发布会，发布多项宽松政策，9月26日中央政治局会议召开，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。10月12日，国新办新闻发布会上，财政部部长蓝佛安公布了四方面有针对性的增量财政政策，加大财政政策逆周期调节力度，后续持续的政策发布可期，一揽子增量政策有望助力经济回暖，并有效带动消费市场。

图 10：社零总额当月同比变化（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

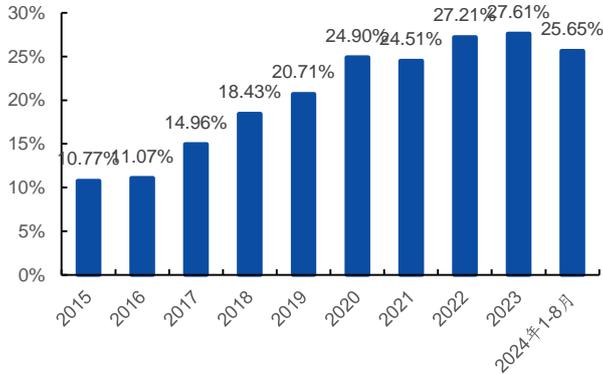
表 3：近期消费促进政策

时间	政策文件	具体内容
2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》	全面促进消费，加快消费提质升级：顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。
2023 年 3 月	《2023 年政府工作报告》	扩大国内有效需求，推进区域协调发展和新型城镇化。围绕构建新发展格局，立足超大规模市场优势，坚持实施扩大内需战略，培育更多经济增长动力源。着力扩大消费和有效投资。
2023 年 7 月	《关于恢复和扩大消费的措施》	把恢复和扩大消费摆在优先位置，优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，充分挖掘超大规模市场优势，畅通经济循环，释放消费潜力，更好满足人民群众对高品质生活的需要。
2023 年 12 月	2023 年中央经济工作会议	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。 推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。
2024 年 3 月	2024 年政府工作报告	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。促进消费稳定增长。从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。
2024 年 3 月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	实施设备更新计划，推动重点行业设备更新改造，加快建筑和市政基础设施领域设备更新，支持交通运输设备和老旧农业机械更新，提升教育文旅医疗设备水平； 实施消费品以旧换新行动，开展汽车、家电产品以旧换新，推动家装消费品换新； 实施循环利用行动，完善废旧产品设备回收网络，支持二手商品流通交易，有序推进再制造和梯次利用，推动资源高水平再生利用；实施标准提升行动；强化政策保障，加大财政政策支持力度，完善税收支持政策，优化金融支持，加强要素保障，强化创新支撑。
2024 年 7 月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。 加大设备更新支持力度，优化设备更新项目支持方式，安排超长期特别国债大规模设备更新专项资金加大对设备更新的支持力度。 加力支持消费品以旧换新，支持地方提升消费品以旧换新能力，提高汽车报废更新补贴标准，支持家电产品以旧换新，落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。 加强组织实施，明确资金渠道，强化组织领导，加强项目和资金管理，营造良好市场环境，强化宣传引导

资料来源：中国政府网，国务院，发改委，国元证券研究所

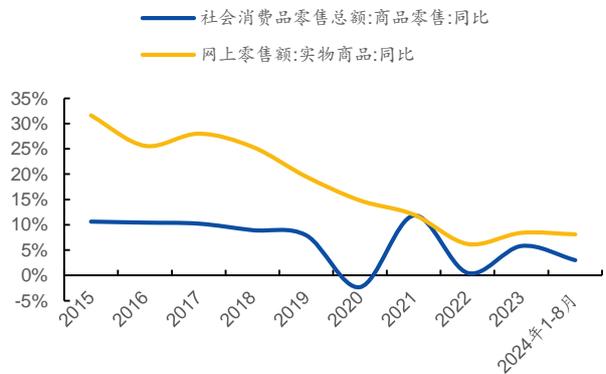
线上渠道占社零比重趋稳，对线下冲击逐渐弱化，线下业态中便利店/专业店/超市增长相对较好。2024 年 1-8 月，实物商品网上零售额 80143 亿元，增长 8.1%，占社会消费品零售总额的比重为 25.6%，较 23 年底的 27.6% 下降 2 个百分点，线上渠道对于线下冲击逐渐弱化。按零售业态分，1—8 月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长 4.9%、4.3%、2.1%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降 3.3%、1.9%。

图 11：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重 (%)



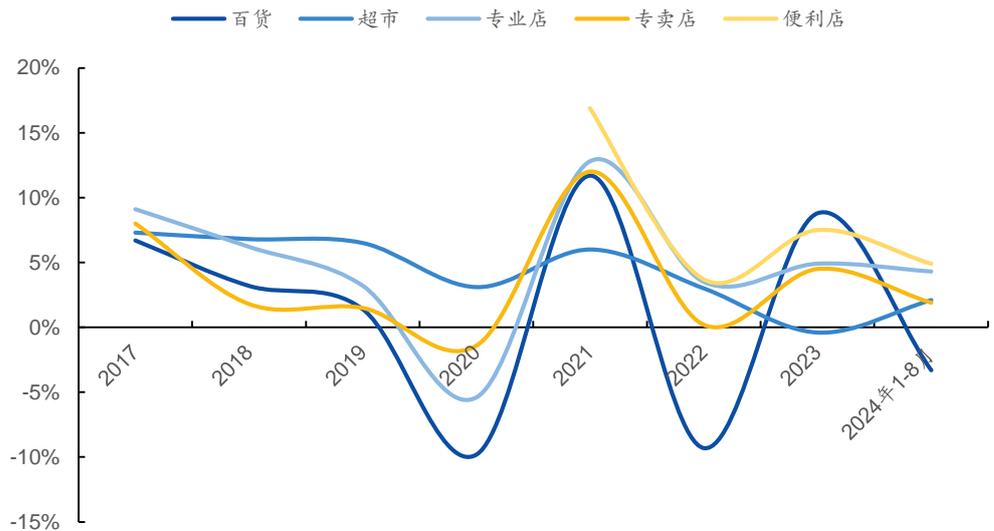
资料来源：wind，国元证券研究所

图 12：社零中商品零售同比增速与实物商品网上零售额同比增速 (%)



资料来源：wind，国元证券研究所

图 13：限额以上零售业单位中分业态零售额增长率 (%)



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

超市方面，供给端积极调改，胖东来模式引关注，同时商超企业布局硬折扣店，寻找新增长点。虽然传统线下商超近年来整体承压，但胖东来凭借高品质的服务和商品，成为了商超行业的“亮点”。随着胖东来模式的走红，步步高、永辉等传统零售龙头陆续接受胖东来帮扶调改。以永辉为例，2024年5月，胖东来开始协助永辉超市进行门店调改，主要针对卖场的商品结构、动线布局、设备设施、员工福利等方面进行全方位的优化升级，以实现更高的店效。另一方面，在消费K型分化、性价比消费崛起的大背景下，永辉、家家悦、重百等老牌零售商，布局折扣业态，寻找新的增长点。

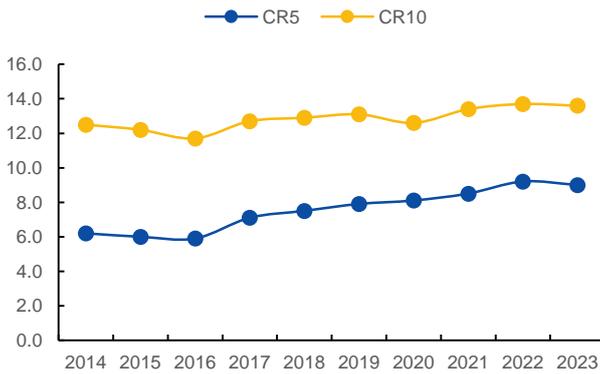
表 4：永辉超市首家胖东来调改门店的调改措施

调改方向	具体措施
商品结构	永辉重新梳理商品结构，下架单品 10841 个，占原有商品的 81.3%，并新增商品 12581 个，实现新增单品占比 80%，梳理后的商品结构达到胖东来商品结构的 90%以上。
卖场环境	对门店布局进行了重新设计，取消了强制动线、拓宽了卖场通道。在入口处取消了原有的外租区域，新增了烟酒柜、扩大烘焙、现场加工、熟食区等区域，以更流畅的卖场动线为顾客提供方便舒适的购物环境。针对顾客休息区，增加微波炉、一次性纸杯、护手霜、充电宝、公平秤等便民设备，优化消费者购物体验。
卖场设备	新增加日配冷链，并对原有设备进行全方位的维护保养和更新迭代。根据布局调整，新增了生鲜、散称杂粮、卖场端架等设备设施，整体硬件设施更新占比达到 45%。
员工福利	调改店自 6 月起已实现全员涨薪，其中基层员工涨薪超 1000 元，且对员工休假进行调整，即工作满一年可享受 10 天年假，并通过缩短门店营业时间，确保门店员工平均每日工作时间不超过 8 小时。

资料来源：永辉同道公众号，国元证券研究所

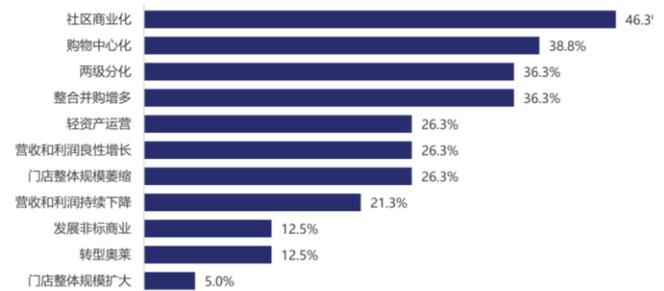
百货方面，我国百货市场集中度较低，未来具备依然较大提升空间。另一方面社区商业化、购物中心化成为趋势。我国百货行业市场集中度较低，格局较为分散，区域性特征显著，2023 年中国百货 CR5 和 CR10 分别为 9.0%和 13.6%，虽然较疫情前有所提升，但和日本（CR5 为 54%）、美国（CR5 为 77.8%）相比仍有很大的上升空间。2023 年各家百货企业加大调改力度，如合百集团实施“一店一策”、“千店千面”、“老店新开”等举措，持续优化门店调改升级。趋势上来看，社区商业化以及购物中心化趋势明显，以天虹为例，天虹将位于人口密集社区的 28 家中型百货门店升级为社区生活中心，深度融入社区生活。

图 14：中国百货行业集中度（CR5、CR10，%）



资料来源：欧睿数据，国元证券研究所

图 15：百货零售业样本企业对未来三年百货零售业发展方向的预期

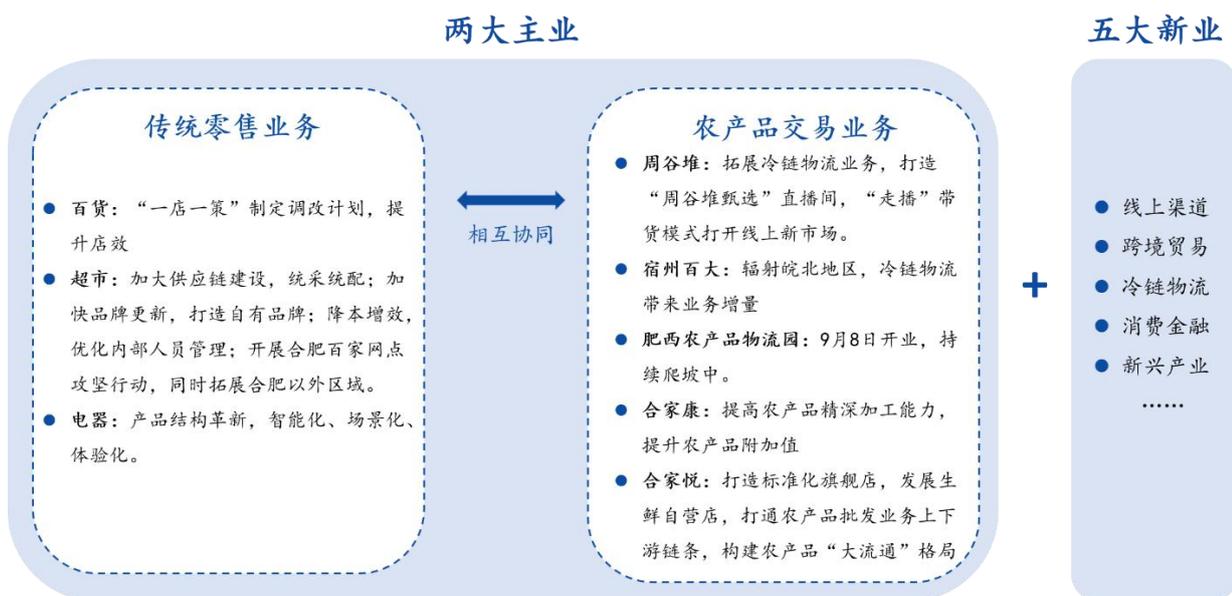


资料来源：中国百货商业协会，冯氏集团利丰研究中心问卷调查，国元证券研究所

4.公司业务：零售农批两大核心主业做大做强，新业务拓展注入活力

公司以“零售和农批”为两大主业，持续做大做强，并拓展“线上、跨境、冷链、消费金融、新兴产业”等五大新业。公司以“1125”为核心发展战略，即做大做强“零售、农批”两大主业，突破拓展“线上、跨境、冷链、消费金融、新兴产业”五大新业，以“主业+新业”融合激发新动能，促进产业转型升级。2023年公司实现销售规模633.01亿元，同比净增50亿元，创历史新高。传统零售业务方面，百货业实施调改，通过“一店一策”、“千店千面”、“老店新开”重塑门店新场景，提升商品力、深化服务力、增强体验力并提升门店店效。超市业则重视供应链建设，通过“源头直采、厂家定制、统采统配、联采联配”加快品牌更新，加大自有品牌培育，同时优化人员管理降本增效；超市拓店方面，围绕合肥主战场，加密布局，开展合肥百家超市网点攻坚行动，同步拓展合肥以外区域连锁网络。电器业态坚持产品结构革新，打造智能化、场景化、体验化的消费场景。农产品交易业务方面，拥有周谷堆、宿州百大、百大肥西三大物流园，其中周谷堆大兴物流园是国家骨干冷链物流基地，2023累计实现交易量472万吨，交易额340亿元；宿州百大物流园则是皖北地区最大的综合农产品物流集散中心，2023交易量187万吨，销售额超150亿；肥西农产品物流园9月8日开业，二期建设稳步推进。24年公司成立农产品流通运营总部，整合资源，探索农产品一体化运营管理，通过合家康、合家悦、合家兴完善产业链布局。除两大核心主业外，公司积极发展线上平台，拓展跨境贸易，加速冷链物流布局和生鲜产品的供应链体系打造，同时在产业投资领域有所布局，新业的拓展有望为公司发展注入新活力。

图 16：公司业务发展战略

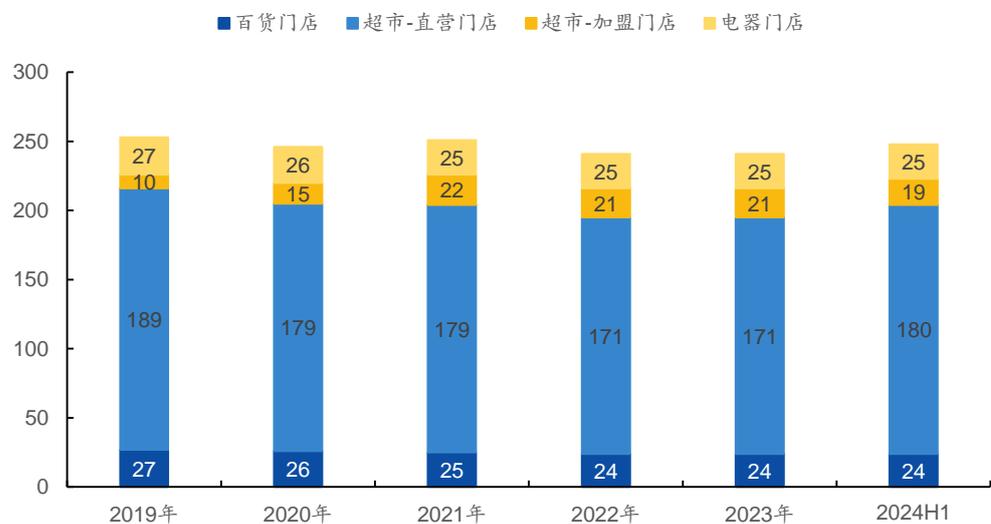


资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.1 零售业务：区域龙头地位稳固，积极改革提升效率

扎根安徽区域，掌握优质网点资源。公司自成立以来便扎根安徽区域，掌握优质的网点资源，初步形成立足省会、辐射全省的连锁网络体系。公司众多门店，占据安徽多个城市的核心商圈、次商圈的有利位置，拥有较高的自有物业比例，形成潜在“护城河”。截至 24 年三季度末，公司拥有百货、超市、电器、农批、标准化菜市场等 313 家连锁经营网点，在省内规模效应和品牌效应更加突出。合家福百货区域网点总数超百家，后续公司将加大超市业态的拓店力度，加密合肥区域的合家福超市布局，并逐渐向省内其他区域拓展，进一步完善网点建设。除安徽省内外，公司也逐步开启省外门店布局，2024 年 8 月，合百集团第一家省外区域分公司——合鑫商贸淮安分公司正式成立，业务覆盖淮安、宿迁两市，为公司跨省发展、融入长三角奠定基础。

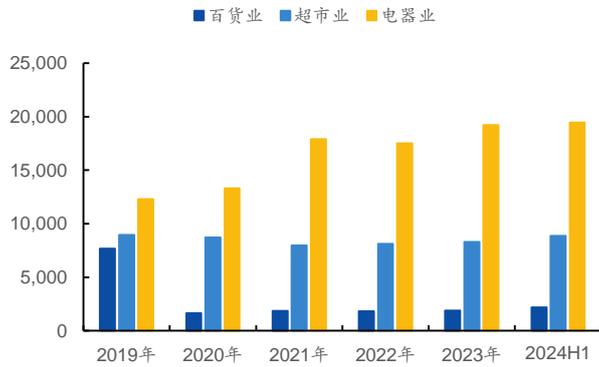
图 17：公司各业态门店数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

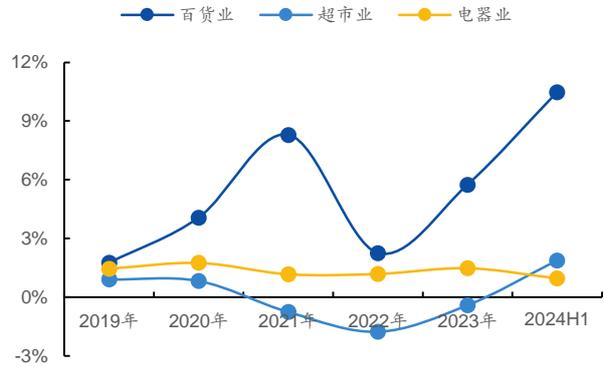
公司着力提升门店店效，超市及电器业门店坪效逐渐恢复至或超过疫前水平，百货及超市业门店净利润率提升明显。受疫情冲击，百货门店的坪效下滑较大，目前尚未恢复至疫情前水平，2024H1 公司百货业坪效为 2019 年的 28.3%。而超市直营店和电器店整体坪效提升较快，其中电器门店坪效已超过 2019 年水平，达 2019 年的 158.2%，超市门店已经恢复至 2019 年的 99.2%。另一方面，各业态门店利润率改善明显，24H1，百货/超市/电器的直营门店利润率分别为 10.47%/1.88%/0.96%，门店端均实现盈利，百货及超市业门店利润率较 19 年全年分别提升 8.71 和 0.97pct，利润率明显提升。

图 18：公司三大主要业态门店坪效（元/平米/年）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 19：公司三大主要业态直营门店净利润率（%）

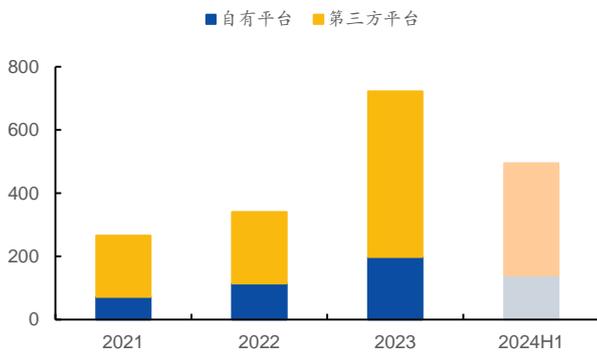


资料来源：公司公告，国元证券研究所

打造高效协同的供应链体系，加大自有品牌建设，优化产品结构。公司从采购、物流、存货管理等多环节下手，整合供应链体系。采购环节，公司打造“1+1+N”的全省统筹采购体系，强化“统采统配”“联采联配”“源头直采”“厂家定制”，加快超市品牌更新。2024年前三季度，公司新引进直采基地及供应商 125 个，推出 352 个系列单品，加码“首店经济”，百货业态新引进品牌 209 个，品牌更新率达 8%，省、市级首店品牌 21 个，锻造供应链竞争新优势。受益于公司强化供应链体系、优化产品结构、加强经营调改以及持续提升商品力等多项举措，上半年合家福净利润同比增长 93.15%。物流方面，公司拥有多个自建物流中心和租赁仓库，构建了集约化、专业化、信息化的物流平台，为公司百货、超市、电商物流提供坚实支撑；截至 24H1，公司在安徽省内共有 17 家物流仓储网点，分布在合肥、蚌埠、六安等公司业务进驻的各个城市。存货管理方面，公司制定不同业态下的库存风险机制，降低库存损失风险，提升商品周转效率。

公司积极打造线上自建平台，实现线上线下多渠道布局。公司旗下农批、百货、超市、家电、跨境等业务板块打造全员宣传和直播带货矩阵，组建传承公司特色企业文化的直播团队，2023 年全年直播 14167 场。截至 24Q3，公司上线自建的线上平台“i 百大”小程序，培育线上销售千万品牌 5 个、百万品牌 25 个，注册会员超 64 万人；旗下周谷堆农批市场以互联网思维创新自营业务，借助“周谷堆甄选”直播间，充分发挥农批市场场景优势，积极利用“走播”带货模式打开线上新市场；公司联合京东、美团、饿了么等第三方平台发力“到家业务”，进一步提高履约能力、提升用户体验、满足消费者需求。2024 年前三季度，公司实现线上销售 7.43 亿元，同比增长 22.5%。

图 20：公司线上销售 GMV（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 21：公司自建平台“i 百大”小程序



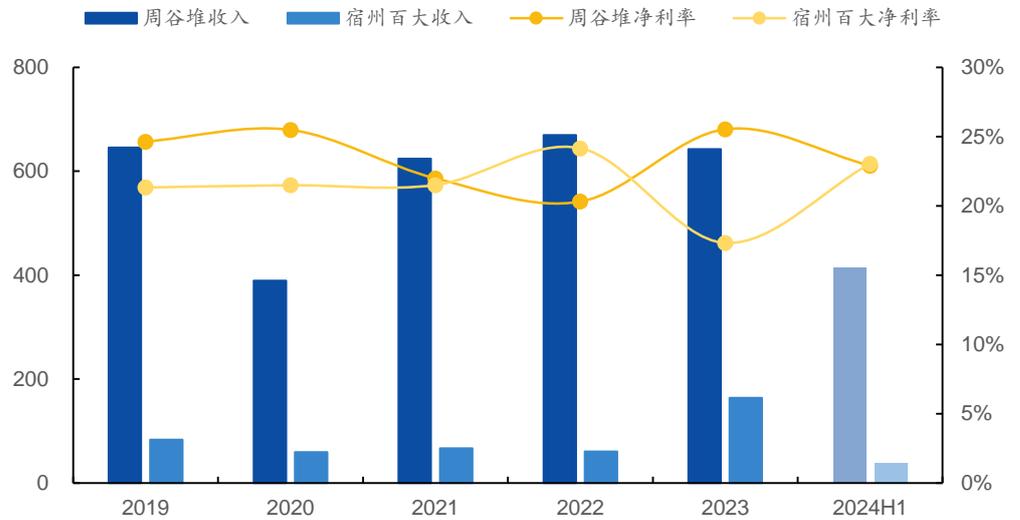
资料来源：官方小程序，国元证券研究所

布局超市新业态，探索社区商业。公司不断探索零售新业态，在超市板块，启动“阿福鲜生”“合家福优选”“阿福食堂”等新业务模式，拓展“现场加工+特色小吃+酱卤熟食”品类，积极打造“一刻钟便民生活圈”。公司在合肥区域的 4 家合家福门店启动“阿福食堂”新业态，每日推出两款不超过 20 元的自选套餐，提供不少于 10 种烹饪菜品，仅 5-8 月的累计就餐人数已超过 5 万人。另一方面，公司突破业态模式，探索社区商业，打造了百大悦街商业街等项目。

4.2 农产品交易：农产品物流园辐射全省，布局冷链物流

农产品物流园服务范围覆盖安徽全省，业务规模稳步提升，盈利水平较高。公司现阶段拥有农批市场 5 家，分别为周谷堆大兴物流园、宿州百大物流园、肥西物流园以及轻资产托管运营的太湖、庐江农批市场，服务范围覆盖全省。2023 年，公司农产品批发业务全年累计交易额突破 500 亿，同比增长达 11%，交易额稳步提升。盈利能力方面，单业务净利率维持高位，2024H1，公司子公司周谷堆及宿州百大分别实现收入 4.14 亿元和 0.38 亿元，净利率分别为 22.9%和 23.0%。

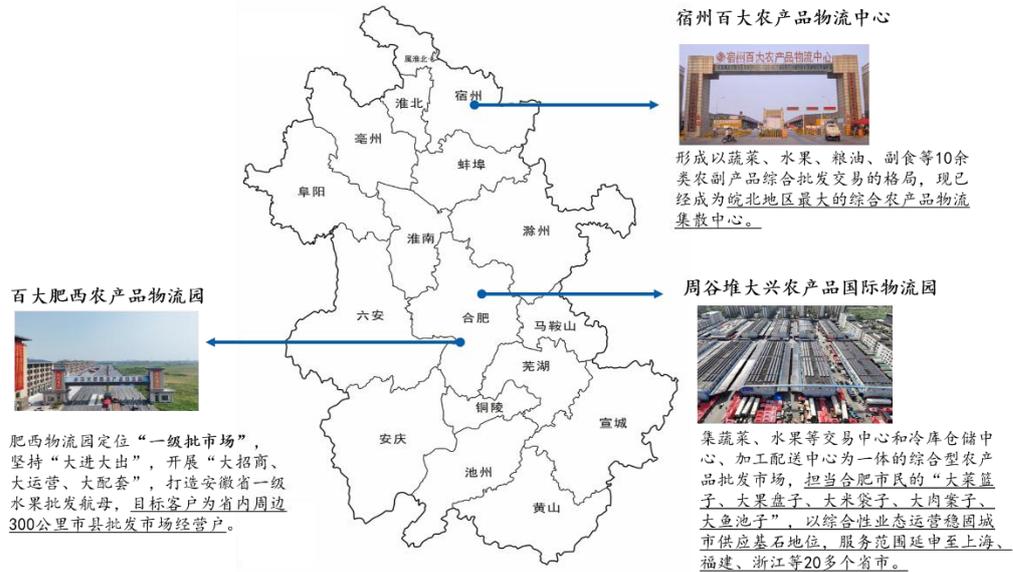
图 22：周谷堆及宿州百大收入（百万元）及净利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

周谷堆大兴及宿州物流园运营良好，肥西物流园带来业绩增量，24年公司成立农产品流通运营总部，探索农产品主业一体化运营。合肥周谷堆大兴农产品国际物流园是国家骨干冷链物流基地，总占地1262亩，总建筑面积110万平方米，集蔬菜、水果、水产品、畜禽肉类、粮油、副食品、冷冻品等交易中心和冷库仓储中心、加工配送中心为一体的综合型农产品批发市场，建立配套的农产品信息系统、检验检测系统、质量安全可追溯体系等，2024荣获“国家5A级物流企业”称号。2023年，实现累计交易量472万吨，交易额340亿元，每日在场客流量达5万人次以上，现已实现4万吨冷链基地满负荷运营，辐射合肥周边、省内各地以及周边20+省市，同时，周谷堆借助互联网思维创新自营业务，打造“周谷堆甄选”直播间，发挥农批市场场景优势，利用“走播”模式拓展线上渠道。宿州农产品物流园则是皖北最大的综合型农批市场、黄淮海区域一流大型农产品物流集散中心，市场总占地约400亩，2023年交易量187万吨，销售额超150亿，形成以蔬菜、水果、粮油、副食、鲜肉、水产、冻品、豆制品、预制菜等10余类农副产品综合批发交易的格局。百大肥西物流园9月8日正式开业，园区在试营业期间日均交易量达到3000吨，目前一期已全部建成，总占地744亩，项目二期计划建设20万吨级智慧冷库及现代化加工配送中心，进一步提升物流园综合服务能力，物流园全部建成运营后，预计年交易量450万吨，年交易额500亿元，将成为省、市极具规模的国际农产品流通平台，目前肥西物流园成交量和收入规模处于爬坡期，未来有望为公司带来业绩增量。另一方面，公司在2024年上半年成立农产品流通运营总部，进行农产品主业一体化运营管理，整合资源，形成合力。

图 23：公司三大农产品物流园



资料来源：公司官网，公司公众号，国元证券研究所

打造冷链物流基地抢抓物流发展新机遇。公司着力打造冷链物流基地，现有三大基地总库容量超30万吨。周谷堆物流园调整优化冷库储存产品结构，提升装卸服务质量，加快商品从速周转，2023年效益同比增加11.05%；上半年，宿州4万平米冷链物流基地正式投入使用，冷链效率不断提升；肥西物流园建成小冷库118间，库容约2万立方米，正在储备规划大型的冷库项目建设，提升物流运输能力，抓住冷链物流发展的机遇。

通过合家康、合家悦、合家兴完善产业链布局。公司旗下合家康主营农产品加工配送业务，近年来着力提高农产品精深加工能力，提升农产品附加值，服务B端餐饮食堂和C端终端消费者的多样化需求，截至2024Q3合家康新增自营网点81个，配送网点达685家；合家悦标准化菜市场项目依托公司资源及运营经验，聚焦统一“形象、店招、标准、采配、运营、管理、收银”，打造标准化旗舰店，发展生鲜自营店，打通农产品批发业务上下游链条，构建农产品“大流通”格局，持续发挥渠道优势。10月30日，公司公告拟于子公司百大合家福共同投资设立合家兴供应链科技有限公司，注册资金2000万，合家兴以公司周谷堆大兴物流园、肥西物流园、宿州物流园三大自有农产品物流园为基础，通过在交易区内设立自营网点、分销至交易区中小经销商、依托合家康城配体系向产业链终端延伸、辐射全省农批、超市其他市场等路径做大一级批发业务，后期有望拓展至食品等领域开展多品种经营和“产销双向合作”。

4.3 新兴业务：跨境业务带来增量空间，加大产业投资布局

公司建立跨境事业部，拓展跨境贸易新空间。2023年，公司成立跨境事业部，进一步拓展在跨境贸易领域布局。进口方面，公司优选海外的代理商和一级渠道，自跨境事业部成立以来，大宗贸易累计跨境直采泰国金枕榴莲、智利车厘子等近2200吨，

加大高化、母婴、红酒等品类的进口，提供一件到家服务；出口方面，公司启动“2+1”跨境电商渠道战略，借助亚马逊、海外拼多多等跨境电商平台开展跨境电商业务，B.DUCK 小黄鸭日销售额稳定在 1000+美元，公司在海外兴趣电商平台建联北美市场儿童类目“KOL+KOC”矩阵，目前已经成功和 3000 余位北美垂类网红建联，搭建小黄鸭红人资源库。后续也将抓住北美黑五、圣诞节等重要销售节点，提升跨境业务规模。

图 24：出口小黄鸭商品



资料来源：公司公众号，国元证券研究所

图 25：与北美 KOL 建联搭建小黄鸭红人资源库



资料来源：公司公众号，国元证券研究所

布局产业投资赛道，链接新兴产业蓝海。围绕“1125”发展战略，公司拓宽产业布局新赛道，2023 年，公司投资 7500 万元参投兴泰慧科基金、9 亿元参投国联资本创新投资基金、1 亿元参投安徽首支“S 基金”合肥市共创接力创业投资基金，以基金为载体推动创新链与产业链紧密融合，持续优化产业布局。24 年 4 月，公司完成合肥金太阳能源 5% 股权收购，成为金太阳第三大股东，后续借助农批物流园的场地优势，有望实现在光伏架发电领域的深度合作，降低农批市场的用电成本，同时金太阳作为北交所上市辅导阶段的新能源企业，产业发展前景、运营模式和财务状况良好，后续有望增厚公司投资效益。同月，公司参投的首支“S 基金”完成备案。三支基金的投资，帮助实现公司产业资源、专业投资机构资源和金融资本的良好互动，赋能公司高质量发展。

表 5：公司参投的三只基金

基金	公司参投规模	募资规模	资金投向
兴泰慧科基金	7500 万元	5 亿元	主要投向集成电路、新型显示、新材料、生物医药、新能源汽车和智能网联汽车、光伏及新能源、人工智能、量子 and 空天信息产业等重点领域内的科创企业。
国联资本创新投资基金	9 亿元	33 亿元	1. 在全国范围内挖掘投资一批具备较强资本化预期与较高投资收益预期的项目，追求投资回报； 2. 直接投资合肥市招引落地的重点项目、本土成长良好的优质企业，以及参股与合肥市区县合作设立的产业基金，助推合肥市产业强链补链延链。
合肥市共创接力创业投资基金 (安徽首支“S 基金”)	1 亿元	28 亿元	主要投向已设立的围绕战略性新兴产业及科技创新领域展开投资的私募股权投资基金份额，重点关注投向集成电路、新型显示、网络安全、生物医药、节能环保、智能家电、新能源汽车、光伏及新能源、高端装备及新材料、人工智能、量子产业等重点产业链，尤其是投早投小投硬科技的创投类基金份额，兼顾上述已设立运作的基金所持有的项目股权。亦可直接投资战略性新兴产业领域的股权项目。

资料来源：公司公告，合肥市国资委，互动易，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

基本假设：

(1) 百货业（含家电）业务：预计整体保持平稳，24-26 年营收增速分别为 +3.0%/+2.0%/+2.0%，毛利率为 29.0%/29.0%/29.0%；

(2) 超市业务：超市业态门店端保持扩店，我们预计 24-26 年业务营收增速分别为 +3.0%/+10.0%/+7.0%，毛利率为 20.5%/20.5%/20.5%；

(3) 农产品交易市场业务：24 年肥西物流园开业以及宿州 4 万方冷链物流的投入使用，有望带动农产品交易业务规模提升，同时新物流园开业增加折旧摊销成本，预计 24-26 年业务营收规模分别 +50.0%/+30.0%/+20.0%，毛利率为 62.0%/65.0%/67.0%。

表 6：公司收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,301.89	6,688.04	7036.70	7595.51	8057.49
增速（%）	-0.57%	6.13%	5.21%	7.94%	6.08%
毛利率（%）	29.33%	27.68%	27.72%	28.71%	29.54%
分业务					
百货业（含家电）					
营业收入（百万元）	2150.00	2582.63	2660.11	2713.32	2767.58
增速（%）	-7.83%	20.12%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利率（%）	35.25%	28.91%	29.00%	29.00%	29.00%
超市业					
营业收入（百万元）	3399.75	3366.43	3467.42	3814.17	4081.16
增速（%）	2.61%	-0.98%	3.00%	10.00%	7.00%
毛利率（%）	20.60%	20.39%	20.50%	20.50%	20.50%
农产品交易市场					
营业收入（百万元）	411.83	454.26	681.39	885.81	1062.97
增速（%）	4.42%	10.30%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率（%）	76.71%	77.06%	62.00%	65.00%	67.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

合百集团作为安徽省国有上市的区域零售龙头企业，拥有品牌优势和区域网点优势，公司以“1125”发展战略为引领，零售业务积极开展内部改革，打造优质供应链体系，加速门店调改，构建线上渠道，加密超市网点布局。农产品交易业务依靠公司现有周谷堆、宿州和肥西三大农产品物流园，冷链物流布局持续推进，带来业绩增量。同时，线上、跨境、冷链、消费金融、新兴产业五大新业带来新动能。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 70.37/75.96/80.57 亿元，归母净利润分别为 3.06/3.53/3.98 亿元，对应 EPS 为 0.39/0.45/0.51 元/股，对应 PE 为 13/12/10 倍，对比可比公司估值，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600729.SH	重庆百货	102.62	1239.62	1330.46	1422.92	8.28	7.71	7.21
002697.SZ	红旗连锁	71.13	573.24	602.09	633.72	12.41	11.81	11.22
600785.SH	新华百货	26.96	108.00	110.00	114.00	24.97	24.51	23.65
平均						15.08	14.53	13.87

资料来源：wind，国元证券研究所 注：采用wind一致预期，市值计算日期为2024年11月5日

6.风险提示

宏观消费情况不及预期的风险，新业态发展不及预期的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6801.87	6083.85	7387.78	8059.99	8856.15
现金	3445.09	2425.76	3300.05	3778.89	4408.74
应收账款	172.91	149.00	191.98	208.04	213.52
其他应收款	58.23	61.47	127.56	145.88	160.72
预付账款	206.49	207.89	243.10	248.81	261.54
存货	2608.06	2556.41	2843.69	2995.97	3128.58
其他流动资产	311.09	683.33	681.40	682.40	683.05
非流动资产	6269.55	7065.86	6585.42	6457.23	6267.87
长期投资	131.22	215.13	187.16	196.48	193.38
固定资产	1764.58	1651.89	1749.07	1693.13	1560.58
无形资产	1106.04	1069.31	1069.31	1069.31	1069.31
其他非流动资产	3267.71	4129.53	3579.88	3498.31	3444.60
资产总计	13071.42	13149.72	13973.20	14517.22	15124.02
流动负债	6248.23	5955.34	6265.72	6319.19	6391.74
短期借款	581.40	218.23	401.50	370.39	355.40
应付账款	856.21	1039.04	1075.36	1133.59	1197.58
其他流动负债	4810.62	4698.07	4788.86	4815.21	4838.76
非流动负债	1614.31	1607.58	1805.99	1931.44	2059.18
长期借款	581.88	702.03	833.84	971.44	1104.21
其他非流动负债	1032.43	905.55	972.15	960.00	954.97
负债合计	7862.54	7562.92	8071.71	8250.63	8450.93
少数股东权益	904.34	991.55	1085.64	1193.06	1313.35
股本	779.88	779.88	779.88	779.88	779.88
资本公积	308.99	390.26	390.26	390.26	390.26
留存收益	3215.67	3425.11	3645.70	3903.38	4189.61
归属母公司股东权益	4304.54	4595.25	4815.84	5073.52	5359.75
负债和股东权益	13071.42	13149.72	13973.20	14517.22	15124.02

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	595.77	835.35	144.76	461.24	552.68
净利润	231.77	336.73	400.48	460.69	518.67
折旧摊销	257.35	243.64	170.75	189.95	199.55
财务费用	47.48	47.36	-17.09	-28.87	-42.96
投资损失	-63.44	-58.47	-50.00	-40.00	-30.00
营运资金变动	-66.48	197.78	-221.09	-111.82	-73.66
其他经营现金流	189.08	68.32	-138.29	-8.71	-18.93
投资活动现金流	-398.33	-1220.04	465.66	-18.46	29.67
资本支出	374.80	485.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	22.50	-401.10	82.26	15.17
其他投资现金流	-23.53	-712.36	64.56	63.81	44.84
筹资活动现金流	-161.33	-604.15	263.87	36.06	47.51
短期借款	-10.12	-363.16	183.27	-31.11	-14.99
长期借款	189.87	120.14	131.82	137.60	132.76
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	81.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-341.08	-442.41	-51.22	-70.44	-70.27
现金净增加额	36.11	-988.84	874.29	478.84	629.85

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6301.89	6688.04	7036.70	7595.51	8057.49
营业成本	4453.25	4836.76	5086.43	5414.52	5676.90
营业税金及附加	119.79	108.33	126.43	144.31	153.09
营业费用	461.15	448.44	436.28	486.11	523.74
管理费用	1047.62	1037.33	971.06	1048.18	1119.99
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	47.48	47.36	-17.09	-28.87	-42.96
资产减值损失	0.09	-1.71	-0.87	-0.99	-1.07
公允价值变动收益	46.66	37.12	25.00	20.00	15.00
投资净收益	63.44	58.47	50.00	40.00	30.00
营业利润	318.68	438.15	536.76	619.33	698.94
营业外收入	15.53	13.41	14.15	14.13	14.02
营业外支出	1.54	2.90	2.32	2.38	2.45
利润总额	332.67	448.65	548.60	631.08	710.51
所得税	100.89	111.93	148.12	170.39	191.84
净利润	231.77	336.73	400.48	460.69	518.67
少数股东损益	60.77	72.70	94.10	107.42	120.28
归属母公司净利润	171.01	264.03	306.38	353.27	398.39
EBITDA	623.51	729.15	690.43	780.41	855.53
EPS (元)	0.22	0.34	0.39	0.45	0.51

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-0.57	6.13	5.21	7.94	6.08
营业利润(%)	-11.48	37.49	22.51	15.38	12.85
归属母公司净利润(%)	-5.44	54.39	16.04	15.30	12.77
获利能力					
毛利率(%)	29.33	27.68	27.72	28.71	29.54
净利率(%)	2.71	3.95	4.35	4.65	4.94
ROE(%)	3.97	5.75	6.36	6.96	7.43
ROIC(%)	6.67	9.15	9.16	10.61	12.16
偿债能力					
资产负债率(%)	60.15	57.51	57.77	56.83	55.88
净负债比率(%)	18.13	15.23	18.39	19.24	20.17
流动比率	1.09	1.02	1.18	1.28	1.39
速动比率	0.67	0.59	0.72	0.80	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.51	0.52	0.53	0.54
应收账款周转率	33.02	33.60	40.25	37.03	37.27
应付账款周转率	4.67	5.10	4.81	4.90	4.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.34	0.39	0.45	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.07	0.19	0.59	0.71
每股净资产(最新摊薄)	5.52	5.89	6.18	6.51	6.87
估值比率					
P/E	24.17	15.66	13.49	11.70	10.38
P/B	0.96	0.90	0.86	0.81	0.77
EV/EBITDA	1.61	1.38	1.46	1.29	1.18

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027