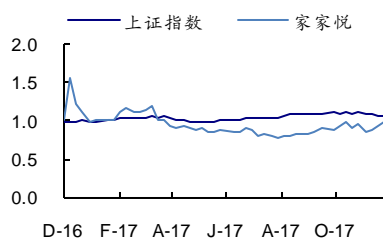


证券研究报告—点评报告
商业贸易
零售
家家悦(603708)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 21.02 元 (首次评级)

2017年12月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	468/157
总市值/流通(百万元)	9,837/3,300
上证综指/深圳成指	3,292/11,110
12个月最高/最低(元)	31.75/14.87

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

山东西部扩张加速, 收购维克再下一城

● 区域生鲜龙头地位确立, 逐步固化业态, 稳步西部扩张

公司聚焦生活生鲜超市业务, 生鲜产品收入占比超过 40%, 凭借农超对接、基地直采、差异化竞争及高效的生鲜营运体系确立了胶东地区龙头地位, 以其自有品牌的优势、厂家直供、集中采购的供应链维持其稳步扩张的态势。公司将进一步固化成熟业态, 向山东西部地区扩张。18 年公司新开门店将超过 100 家, 后续对收入撬动作用明显。

● 中西部扩张加速, 收购青岛维克再下一城

12 月 13 日晚公司公告称, 拟以自有资金 3.47 亿元受让青岛维克 51% 股权, 维克将注入两处商业地产, 双方将进行后续增资。青岛维克拥有 9 处超市门店, 并在青岛市拥两处物流配送中心。通过此次收购, 双方将形成良好的供应链协同效应, 增强公司在青岛地区的供应链优势。

● 物流配送辐射全范围, “中央厨房” 模式逐步成熟

公司积极整合供应链平台, 目前的 3 处常温物流中心、5 处生鲜物流中心, 形成了物流建设的网络化布局, 构建了跨区域的物流配送体系。烟台临港综合物流园、莱芜生鲜加工物流中心项目也在积极推动中。通过中央厨房模式, 一方面加强自有品牌产品占比, 促进盈利能力提升; 另一方面, 通过更强大的供应链管控能力提供差异化产品, 为消费者提供更高性价比产品。

● 超市业态持续升级, 创新迎接消费新理念

公司积极推动业态创新, 以做“居民的厨房、家庭的冰箱”为定位目标, 推出第二代社区综合超市“生活超市”, 目前生活超市建成 4 家, 改造前后单店效率提升明显。

● 风险提示

山东西部扩张进度不及预期, BAT 等加速实体零售资源收割。

● 给予合理估值 26.3 元, 建议买入

通过多角度估值分析, 公司股价区间位于 23.36~37.78 元, 出于审慎考虑我们给予基于 FCFF 模型的合理估值 26.3 元, 相对当前股价溢价 25.11%, 估值具有吸引力, 建议买入。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,486	10,777	11,140	12,847	14,834
(+/-%)	6.6%	2.8%	3.4%	15.3%	15.5%
净利润(百万元)	247	251	307.67	349.06	418.00
(+/-%)	8.5%	1.6%	22.5%	13.5%	19.8%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.54	0.66	0.75	0.89
EBIT Margin	3.3%	3.0%	2.9%	2.5%	2.4%
净资产收益率(ROE)	24.7%	10.8%	12.1%	12.5%	13.6%
市盈率(PE)	39.8	39.2	32.0	28.2	23.5
EV/EBITDA	23.0	29.4	23.9	26.3	25.3
市净率(PB)	9.8	4.22	3.86	3.53	3.19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司 18 年将进入高速扩张阶段，由于新增门店尚需培育，增量门店对业绩撬动将有所滞后；供应链物流、中央厨房的网络化布局为公司扩张提供有力支持。预计公司 17/18 年 EPS 分别为 0.66/0.75 元，目前股价（21.02 元）对应动态市盈率分别是 32/28.2/23.5x。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 23.36~37.78 元/股，出于审慎考虑我们给予基于 FCFF 模型的合理估值 26.3 元，目前股价为 21.02 元，安全边际较高，我们给予“买入”的评级。

核心假设或逻辑

(1) 开店计划：公司逐步进入高速异地扩张阶段，预计 17/18/19 年全年开设新店分别为 60 家、100 家、120 家；

(2) 关店进度：16-17 年是优化和调整的年度，预计 18 年、19 年闭店门店数量将减少；

(3) 单店数据：门店分为老店和新开店，新店平均成熟周期为 1-2 年，出于稳健考虑，我们假设老店平均增速为 2%，新店首年收入为 1100 万元；

(4) 毛利率：公司 16 年毛利率降低幅度较大，主要因折扣和促销力度较大，这一影响因素在 17 年逐步消除，公司更多通过品类优化来吸引客流。然而，由于 18、19 年扩张速度较快，我们仍然假设毛利率小幅下降；

(5) 费用率：预计随着扩张加速，公司的销售费用率、管理费用率将出现小幅提升。

表 1：公司业绩分拆及盈利预测（万元、个）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	10,485.58	10,776.97			
门店总数	623	631	670	755	862
开店		49	60	100	120
闭店		28	21	15	13
平均单店收入	16.83	17.08			
老店单店收入	16.83	17.08	17.42	17.68	17.95
老店单店收入增速			2%	1.50%	1.50%
新店假设					
新店单店收入			11	11.33	11.67
新店单店收入增速				3%	3%
当年新店收入（*0.5 平均运营周期）			330	1,133.00	1,400.39
老店收入			10,809.59	11,714.38	13,433.57
收入总计		10,776.97	11,139.59	12,847.38	14,833.96
yoy			3.36%	15.33%	15.46%
综合毛利率	22.14%	21.68%	21.13%	21.07%	21.02%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理及预测

股价变化的催化因素

腾讯拟投资永辉带动零售板块新零售再度崛起，在新零售标的中，生鲜大类受到高度重视。公司 18 年的高速扩张将带动营收和净利润的双双高增长，成长确定性较高，业绩增长及估值切换也将成为主要驱动力。

核心假设或逻辑的主要风险

山东西部扩张进度不及预期；

BAT 等加速实体零售资源收割。

内容目录

估值与投资建议.....	5
FCFE 法.....	5
估值的敏感性分析.....	5
相对法估值.....	5
投资建议.....	6
生鲜区域龙头，固化成熟业态，稳步西部扩张.....	7
胶东地区生鲜龙头，区域密集，业态互补.....	7
区域生鲜龙头地位确立，多业态探索.....	7
逐步固化业态，加速西部扩张.....	8
整合供应链平台，“中央厨房”模式逐步成熟.....	9
生鲜配送中心网络逐步完善，供应链强管控成为核心竞争力.....	10
以市场为导向，模式创新抢占行业先机.....	12
受让青岛维客商业连锁 51% 股权并增资，异地扩张再下一城.....	13
风险提示.....	14
附表：财务预测与估值.....	15
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺.....	16
风险提示.....	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

图表目录

图 1: 2016 年公司各类门店收入占比情况 (%)	8
图 2: 2016 年公司不同地区各类门店占比情况 (%)	8
图 3: 公司主营业态创新发展	8
图 4: 公司中央厨房立足解决家庭生活方案	8
图 5: 2017 年上半年各产品占营业收入比例 (%)	9
图 6: 2017 年上半年各地区占营业收入比例 (%)	9
图 7: 2016 年各产品占营业收入比例 (%)	9
图 8: 2016 年各地区占营业收入比例 (%)	9
图 9: 公司物流仓库示意图	11
图 10: 公司物流网络辐射示意图	11
图 11: 公司对物流货运车辆进行实时状态监控	11
图 12: 公司中央厨房示意图	11
图 13: 公司自有品牌示意图	11
图 14: 公司物流配送网络示意图	11
图 15: 公司创新升级业态-生活超市示意图	12
图 16: 公司超市门店生鲜品类示意图	12
图 17: 进口商品直购体验中心	13
图 18: 公司首创“农超对接”模式	13
表 1: 公司业绩分拆及盈利预测 (万元、个)	2
表 2: FCFF 法对公司估值的测算 (百万元、%)	5
表 3: FCFF 估值下, 公司相对于 WACC、永续增长率的敏感性分析 (横轴为贴现率, 纵轴为永续增长率)	5
表 4: 超市行业公司可比估值 (P/E)	6
表 5: 超市行业公司可比估值 (P/S)	6
表 6: 青岛维克主要财务数据一览 (单位: 万元)	13
表 7: 目标公司房屋及土地估值总额	13
表 8: 标的公司门店分布情况	14
表 9: 标的公司物流中心情况	14

估值与投资建议

我们拟采用 FCFE 法进行估值，并辅之以估值倍数法。

FCFE 法

在 WACC=12%，永续增长率为 1% 的条件下，公司每股合理估值应为 26.3 元。

表 2: FCFE 法对公司估值的测算 (百万元、%)

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	318.8	324.7	359.2	425.3	486.9	545.8	600.8	649.2	688.4	723.1	
所得税税率	31.0%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	220.0	224.0	247.9	293.5	336.0	376.6	414.6	448.0	475.0	498.9	
折旧与摊销	251.8	290.6	320.0	340.3	352.7	362.6	371.7	380.4	389.1	397.6	
营运资金的净变动	110.2	2,389.8	495.4	1,128.2	801.8	839.4	783.3	688.8	557.0	491.4	
资本性投资	(230.0)	(180.0)	(120.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	
FCFF	352.0	2,724.4	943.3	1,712.0	1,440.5	1,528.6	1,519.6	1,467.2	1,371.0	1,337.9	12,284
PV(FCFF)	314.3	2,171.9	671.5	1,088.0	817.4	774.4	687.4	592.6	494.4	430.8	3,955.3
核心企业价值	11,997.9										
减: 净债务	(312.6)										
股票价值	12,310.4										
每股价值	26.30										

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

估值的敏感性分析

双变量敏感性分析

我们分别考虑 WACC、永续增长率变化对估值的影响，通过分析可以看出：

当 WACC 在 11%-13% 的区间，永续增长率在 -0.5%-2.5% 的区间，公司股价处于 23.36 元-30.74 元区间，当前股价 21.02 元 安全边际明显。

表 3: FCFE 估值下，公司相对于 WACC、永续增长率的敏感性分析 (横轴为贴现率，纵轴为永续增长率)

1、FCFF	11.0%	11.5%	12.00%	12.5%	13.0%
26.30					
2.5%	30.74	29.18	27.78	26.52	25.37
2.0%	30.01	28.56	27.24	26.05	24.96
1.5%	29.36	27.99	26.75	25.62	24.58
1.0%	28.77	27.48	26.30	25.23	24.24
0.5%	28.24	27.02	25.90	24.87	23.92
0.0%	27.76	26.59	25.52	24.54	23.63
-0.5%	27.31	26.20	25.18	24.23	23.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

相对法估值

P/E 法

超市业态主要可比公司包括永辉超市、红旗连锁、中百集团和步步高，行业平均 17/18 年市盈率为 56.46x、50.37x。

我们预测，公司 17/18 年 EPS 分别为 0.66/0.75 元，对应行业平均，合理股价分别为 37.26 元、37.78 元。

表 4: 超市行业公司可比估值 (P/E)

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E(倍)				PS
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	TTM
000759	中百集团	10.34	0.01	0.22	0.17	0.24	1088.42	47.94	59.70	42.41	0.47
002251	步步高	17.22	0.15	0.22	0.29	0.36	112.11	76.74	59.46	47.37	0.89
002697	红旗连锁	6.38	0.11	0.13	0.15	0.17	60.13	50.24	43.02	37.01	1.27
601933	永辉超市	9.78	0.13	0.19	0.25	0.32	75.35	50.94	39.31	30.23	1.69
	平均值						334.00	56.46	50.37	39.26	1.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

P/S 法

超市业态主要可比公司包括永辉超市、红旗连锁、中百集团和步步高，行业平均 17/18 年市销为 1.04x、0.91x。

我们预测，公司 17/18 年每股销售收入分别为 23.80/27.45 元，对应行业平均，合理股价分别为 24.75 元、24.97 元。

表 5: 超市行业公司可比估值 (P/S)

股票代码	公司简称	股价 (元)	每股销售收入				P/S			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
000759	中百集团	10.34	22.56	22.65	23.76	25.22	0.46	0.46	0.44	0.41
002251	步步高	17.22	17.91	19.91	21.92	24.16	0.96	0.86	0.79	0.71
002697	红旗连锁	6.38	4.65	5.21	5.82	6.52	1.37	1.23	1.10	0.98
601933	永辉超市	9.78	5.14	6.10	7.37	8.95	1.90	1.60	1.33	1.09
	平均值						1.17	1.04	0.91	0.80

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，公司股价区间位于 23.36~37.78 元，出于审慎考虑我们给予基于 FCFF 模型的合理估值 26.3 元，相对当前股价溢价 25.11%，估值具有吸引力，建议买入。

生鲜区域龙头，固化成熟业态，稳步西部扩张

胶东地区生鲜龙头，区域密集，业态互补

家家悦集团股份有限公司是山东省区域超市龙头企业。公司以超市连锁为主业，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，并拥有 418 万高粘性会员群。线下门店分布呈现区域密集、城乡一体多业态立体布局。

截至 2017 年三季度末，公司在山东省各业态连锁门店数量 654 家，其中大卖场 83 家、社区综合超市 283 家、农村综合超市 230 家、专业店 27 家（宝宝悦 16 家）、百货店 11 家、便利店 5 家。网络覆盖山东省内 40 个市县，构建了城市、农村两个市场双向流通的网络体系。

公司未来的发展主要依托于“区域密集，业态互补”的战略：

- **区域密集：**截至 2017 年上半年，公司在山东省共有连锁门店 649 家，胶东地区门店数量 566 家，营收占比 88.79%，在胶东地区实现了“走进社区，贴近生活，打造十分钟商圈”的目标。借助区域性品牌优势，公司形成了庞大的、高粘性会员群体，区域内形成了巨大的规模优势，密集的网点不仅可充分发挥协同作用，而且在区域内建立起强大的竞争壁垒。
- **业态互补：**作为生鲜区域龙头企业，公司推行大卖场、生活超市、农村综合超市、直购店（进口商品直购体验中心）、便利店、百货店（尚悦百货）、宝宝悦及网上商城多业态并行发展，同店增速方面，2016 年底宝宝悦的收入增长同比达到 15.72%，农村综合超市、便利店、专业店同店增速都有所增长，伴随公司调整百货经营方式即部分自营、联营转为出租，百货方面的收入同比下降 16.29%，但随着调整深化，百货方面的同店收入未来有望大幅提升。

区域生鲜龙头地位确立，多业态探索

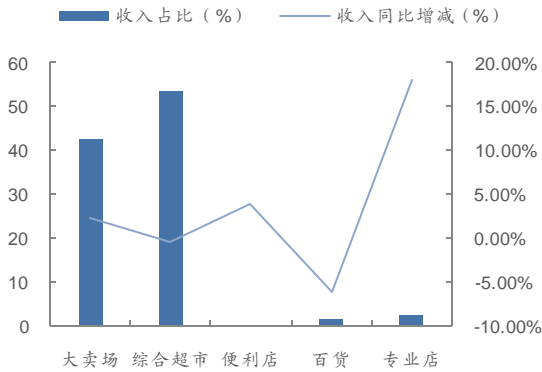
高纯度区域性生鲜龙头，生鲜纯度高达 40%：公司聚焦社区生鲜超市，生鲜销售占比高达 40%，叠加强大的区域供应链优势，生鲜业务纯度极高。公司深耕本土，会员化程度高，生鲜特色聚客能力强，未来将针对西部将根据城市特点来进行业态复制。

公司在胶东区域领先优势稳固，17 年来持续胶东地区网点加密策略，截至 2017Q3，公司已开业各类门店 654 家，其中胶东地区共计 571 家，17 年来胶东地区新增 12 家门店。

前三季度，公司胶东地区收入为 6.93 亿元，同比增长 4.6%，在收入占比高达 88.48%；胶东以外地区营收同比增长 5.5%，收入占比小幅提升至 11.5%，毛利率同比下滑 0.34%至 16.07%（VS 胶东地区同比上升 0.68%至 17.01%）。

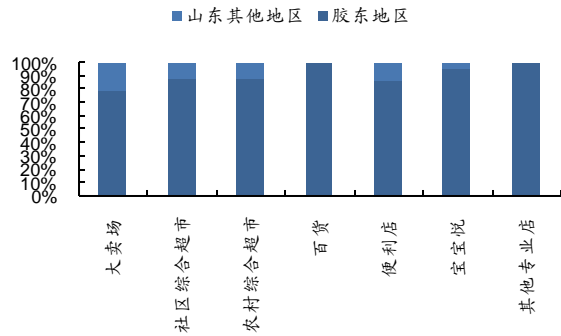
公司主要业态包括精品超市、大卖场、便利店、社区综合超市和农村综合超市。从业态来看，聚焦社区生鲜生活超市（17Q3 新开 12 家门店中 10 家为社区超市），平均单店面积由 2016 年末 2419 平米小幅下降至 2367 平米。

图 1: 2016 年公司各类门店收入占比情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2016 年公司不同地区各类门店占比情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司主营业态创新发展



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司中央厨房立足解决家庭生活方案



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

逐步固化业态，加速西部扩张

17 年苦练内功，强势区域加密+供应链建设先行: 17 年是公司内部调整、苦练内功的一年，一方面供应链建设逐步落地，一方面，在强势区域加密网点，优化调整，并持续固化业态，为异地复制积累经验。前三季度累计新开/关门门店 44/21 家（去年同期新开/关闭 29/19 家），下半年门店扩张提速，预计全年新开门店有望达到 70-80 家。2017 年前三季度，公司新开门店 14 家，其中胶东地区 12 家，山东其他地区 2 家；各业态新开门店情况：大卖场 1 家，综合超市 10 家，宝宝悦 2 家，便利店 1 家。三季度关闭门店 9 家，关闭门店面积 9,201 平方米。年初至今累计新开门店 44 家，报告期末，公司门店总数 654 家。

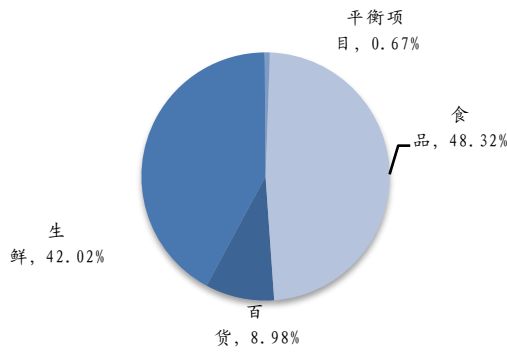
18 年将加速山东西部地区扩张，固化模式异地复制: 胶东地区生鲜超市渗透率非常高，基本完全取代传统农贸市场。然而，在济南等西部地区，“农改超”仍然具备巨大的市场空间。

- ✓ **政策扶植，农贸市场规范化和农改超大势所趋:** 16 年 11 月的《济南市农贸市场食用农产品销售监管指导意见》以及 17 年 8 月的《济南市食品安全管理规范化农贸市场创建行动方案》，高度重视农贸市场改革并加强监管。采取推进市区便民商业设施建设、推进社区便民商业体系建设以及支持社区连锁生鲜超市发展等 3 大措施，解决市民买菜难题。

生鲜特色聚客能力强，山东省属经济大省，市场成长空间大: 根据国家统计局数据，

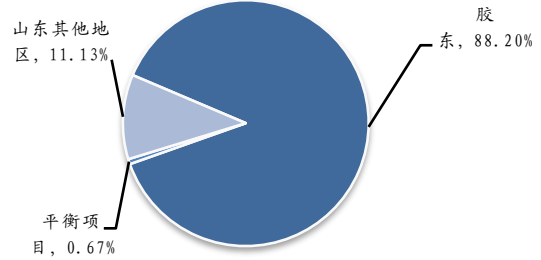
2016 年山东省 GDP 67008.19 亿元，同比增速 6.36%，总量仅次于广东和江苏，位列全国第三。2016 年山东省社会消费品零售总额 30645.8 亿元，同比增长 10.39%，良好的经济发展环境为生鲜超市的发展提供了广阔的发展空间。扎根本土、具有良好物流基础的特色超市可以拥有更好的表现，西部市场潜力巨大。

图 5: 2017 年上半年各产品占营业收入比例 (%)



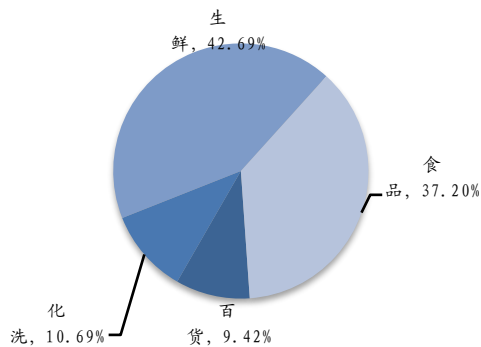
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2017 年上半年各地区占营业收入比例 (%)



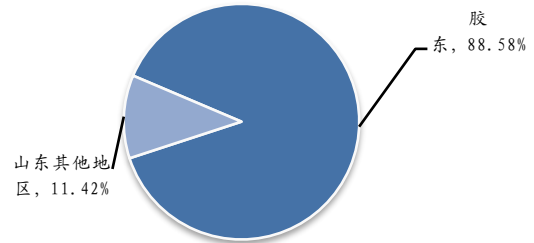
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 2016 年各产品占营业收入比例 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2016 年各地区占营业收入比例 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

作为胶东超市龙头，公司以大卖场和综合超市为主体，生鲜经营能力突出，2016 年生鲜收入占比 42.69%，2017 年上半年生鲜收入占比 42.02%，目前公司正稳步搭建生鲜食材供应链服务平台创造新的利润增长点。2017 上半年，胶东地区收入占比继续增加，公司一方面精耕细作现有成熟区域，加大农村市场开店力度；另一方面凭借强大物流配送能力加速在全省的扩张，发展前景值得期待。

整合供应链平台，“中央厨房”模式逐步成熟

生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采模式结合，生鲜直采占比搞过 80%：同时通过建设自有工厂、生鲜加工中心、中央厨房优化农产品供应链，增强农产品的后加工能力，大力发展自有品牌，提高农产品的标准化、品牌化，强化生鲜的竞争优势。公司与 2,500 多家厂商形成稳定、长期的直接合作关系，其中与宝洁、雀巢、玛氏等 500 余家知名厂商保持了十年以上的良好合作关系，2016 年公司直接采购规模达到 86.73%，比 2015 年提升了 0.57%。生鲜品类方面，超过 80% 的生鲜都采取了“直采”的模式

中央厨房开启新模式，体验升级+强化品牌影响力：公司建设了 10.82 万平方米的食

品工业园，并在生鲜物流中心配套建设了约 2 万平米的中央厨房，规模化生产加工净菜、精品果蔬、精品肉类、熟食、米油、豆制品、面包等自有品牌商品。目前公司的宋村 pc 加工中心拥有果蔬包装、肠类制品等 8 个车间，生鲜产品每年的初加工能力 3 万吨。随着物流体系日趋完善，中央厨房的优势逐步体现，将进一步提高公司盈利能力和区域影响力。另外，公司中央厨房亦在不断尝试电商业务，充分利用公司销售网络优势、物流配送优势，积极开展网上销售业务。目前公司上述业务均处于起步阶段，公司将根据市场环境、公司实际情况稳步推进电商业务。

自有品牌占比持续提升,提升产品体验+盈利能力:公司自主品牌以“悦记飘香”为主打品牌，还包括品品香、麦香苑、柔可馨等品牌，共有 1200 多个品种。2016 年公司自有品牌商品的营业收入占商业营业收入的比重为 8.58%。公司的物流中心引进先进的物流技术和管理模式，极大地提高了仓储空间的利用率；中心配备最先进的设备设施，完全实现装卸搬运的机械化，能够有效降低商品损耗，提高作业效率。

生鲜配送中心网络逐步完善，供应链强管控成为核心竞争力

物流网络加速建设，逐渐辐射山东全省:公司已经建设的 3 处常温物流中心、5 处生鲜物流中心，基本构成了覆盖山东的一体化物流网络，具备了商品 2.5 小时配送到店的能力。公司宋村生鲜物流园扩建项目基本完成并投入使用，总建筑面积约 4.7 万平米；烟台临港综合物流园、莱芜生鲜加工物流中心项目也在积极推动中。物流子公司通过北斗系统对车辆实现了实时定位及全程监控。在整个生鲜食品供应链中，公司的生鲜加工配送中心主要是通过基地采购、严格质量检测、恒温生产加工、低温储存、冷链配送为主要的物流高效物流服务体系。

表 1: 公司物流中心情况

仓型	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
常温物流中心	威海物流中心	4.10	11 万件	20 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜物流中心	威海生鲜物流中心	3.20	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜物流中心	2.12	790 吨	2,200 吨

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司物流仓库示意图



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司物流网络辐射示意图



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司对物流货运车辆进行实时状态监控



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司中央厨房示意图



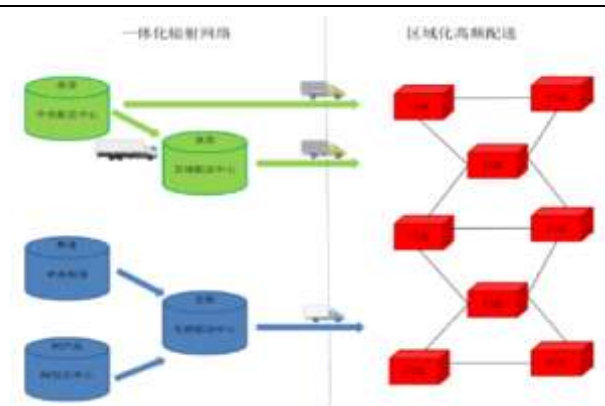
资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司自有品牌示意图



资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司物流配送网络示意图



资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

加强 SPAR 合作，搭建物流配送新网络。2010 年，公司与国际领先的曼哈特公司、欧洲 SPAR 合作，对物流中心进行了系统升级，在国内首家引进语音拣

选技术，加快了上架速度，提高了配送效率和准确率，降低了物流成本，配送差错率降到了万分之一。按照发展大物流、开拓大市场、形成大产业的思路，以温泉物流中心为平台，积极向全国的物流中心和大型企业开放，实现与全国物流网络的信息对接，利用其他物流企业的资源，以最合理的方式、最少的成本完成跨区域配送服务，形成最佳的物流配送体系。同时，公司还积极开展第三方物流，为中小工业企业提供专业化增值服务，对原材料进行整体采购、统一配送，对产成品进行统一储存、统一运输、统一拓展市场，优化业务流程，降低运营成本，提高资金利用率，增强企业的综合竞争能力。

以市场为导向，模式创新抢占行业先机

超市业态持续升级，业态创新迎接消费新理念：截止 2017 年 6 月底，公司已将 4 家社区综合超市改造升级为“生活超市”，改造后门店的业绩增长明显，生鲜销售占比进一步提高。作为公司第二轮业态创新升级的关键，未来公司将加快生活超市的复制推广，并以生活超市为契机，加快拓展山东省内其他区域市场。精品超市将贴心体会顾客的需要提供顾客心仪的产品作为首要目标，按照全球直采的理念，公司积极开发葡萄酒、牛羊肉、水果、各类食品等全球商品直采渠道，批量引进国外优势品类，丰富商品种类，精品超市迎合了消费者升级的需求。

图 15: 公司创新升级业态-生活超市示意图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司超市门店生鲜品类示意图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

公司采取以品味世界为导向的模式，注重顾客体验。公司在模式创新上，借助中韩自贸示范区建设机遇，设立进口商品直购体验中心，秉承“搜索全球，品味世界”的理念，引进母婴产品、保健品等多种进口商品，设立保税商品下单体验区，通过 PC 端和移动端手机 APP 实现“线下体验、线上直接下单”模式，通过国际采购、海外直邮，实现了进口商品最快两天配送直达。公司在供应链、自有品牌销售这方面也已形成自己独有的优势和独特的竞争力，如多种口味的馒头，这种工业化的生产使得商品的复制性很强。而面对顾客升级——消费升级——商品升级的现状，公司也致力于供应链方面的延伸并获得了税收政策（先来货、后缴税）的支持。

公司积极开拓农村市场，搭建综合服务平台。公司作为山东省超市龙头，依托生鲜直采、物流中心，聚焦胶东地区，具有单店面积小、贴近社区，用户粘性高，会员销售额占比约 72% 的优势，在三四线城市及农村市场具有广阔的市场空间。公司在农村市场开拓上，按照城乡一体的发展战略，实施超市下乡，开拓农村市场，构建农村新型流通网络，通过“一网多用”，搭建服务农村的综合平台，为在农村发展连锁经营做出了有益的探索，经验和做法得到了商务部的

充分肯定，并在全国开展“万村千乡市场工程”进行了推广。同时，公司瞄准农村市场发展电商业务，通过以店代配的方式解决农村电商配送“最后一公里”的问题。

图 17: 进口商品直购体验中心



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司首创“农超对接”模式



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

受让青岛维客商业连锁 51%股权并增资，异地扩张再下一城

2017 年 12 月 13 日晚间公告，公司拟受让青岛维客商业连锁有限公司 51% 股权并增资。公司拟以自有资金 3.47 亿元受让经营连锁超市业务的青岛维客商业连锁有限公司 51% 股权(含拟注入的两处物业)，在办理股权转让工商登记手续前，交易对方需将相关两处物业注入。股权转让完成后，公司与交易对方按持股比例共同对标的公司增资，其中公司出资 16,575 万元认缴新增注册资本 7,905 万元；维客集团出资 15,925 万元，认缴新增注册资本 7,595 万元。

维客是青岛当地知名零售品牌，在青岛连锁零售行业中居于前列。青岛维克在青岛市、高密市、以及莱阳市共计拥有 9 家超市门店，以及 2 个配送中心。财务表现方面，上半年青岛维克实现收入 4.03 亿元，净亏损 628.55 万元，同比大幅扭亏。

交易作价方面，房屋及土地估值总额为 4.3 亿元，标的公司收益法估值为 1.24 亿元，合计估值总额为 6.75 亿元，公司拟以 3.47 亿元受让 51% 的股权，估值相对合理。

表 6: 青岛维克主要财务数据一览 (单位: 万元)

	2016 年	2017 年上半年
总资产	42907.07	46,711.40
总负债	62947.06	67,434.03
净资产	-20039.99	-20,722.63
营业收入	72950.52	40,335.60
净利润	-3088.09	-628.55

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 7: 目标公司房屋及土地估值总额

评估日期	所有者	地址	面积	估值方法	总估值
评估基准日	标的公司自有	莱阳市昌山路 283 号盛世广场	证载建筑面积 9,625.07 平米	市场法	32,311.2 万元
评估基准日	标的公司自有	青岛平度市锦王广场负一层	证载建筑面积 13,881.33 平米	市场法	
股权交割日	交易对手拟注入	青岛市城阳区银河路 637 号	房产证载建筑面积 29,322.55 平方米，土地使用权证载面积 52,903 平方米	成本法	10,734.73 万元
股权交割日	交易对手拟注入	青岛市城阳区秦家小水社区	房产证载建筑面积 12,604.41 平方米，土地使用权证载面积 18,224 平方米	成本法	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

青岛在经济、政策、人口方面的优势，以及较高的人均消费能力，使得青岛地区零售企业具有更大的扩张空间和发展潜力。本次收购，有利于加速公司在青岛的连锁网络布局，其中青岛维克两个物流中心协同效应明显，打造青岛地区更强的供应链优势。

表 8: 标的公司门店分布情况

仓型	区域	面积(平方米)
金水路店	青岛李沧区	20000
沧口店	青岛李沧区	7000
沧口公园店	青岛李沧区	13881.33
平度店	青岛平度市	20000
胶南店	青岛胶南区	22011
高密店	高密市	5500
莱阳店	莱阳市	9625.07
运海城店	青岛李沧区	5500
满家圩店	青岛黄岛区	1000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 9: 标的公司物流中心情况

仓型	位置	房产证载建筑面积	土地使用权证载面积
常温物流中心	青岛市城阳区银河路 637 号	29,322.55 平方米	52,903 平方米
生鲜物流中心	青岛市城阳区泰家小水社区	12,604.41 平方米	18,224 平方米

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示

山东西部扩张进度不及预期，BAT 等加速实体零售资源收割。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2864	3211	5955	6943	营业收入	10777	11140	12847	14834
应收款项	50	49	53	61	营业成本	8441	8786	10140	11716
存货净额	1299	1319	1468	1950	营业税金及附加	55	59	68	79
其他流动资产	296	290	321	341	销售费用	1750	1766	2072	2402
流动资产合计	4509	4868	7797	9295	管理费用	209	210	242	279
固定资产	1152	1128	1022	827	财务费用	(26)	(106)	(160)	(226)
无形资产及其他	105	101	97	92	投资收益	(1)	1	1	1
投资性房地产	237	237	237	237	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6006	6336	9155	10453	营业利润	342	426	486	585
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	21	20	20	20
应付款项	1870	1946	2270	2642	利润总额	363	446	506	605
其他流动负债	1747	1786	4037	4671	所得税费用	112	138	157	188
流动负债合计	3617	3732	6306	7313	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	251	308	349	418
其他长期负债	57	57	57	57					
长期负债合计	57	57	57	57	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3674	3789	6364	7370	净利润	251	308	349	418
少数股东权益	1	1	1	1	资产减值准备	2	(0)	(1)	(1)
股东权益	2330	2546	2790	3083	折旧摊销	137	252	291	320
负债和股东权益总计	6006	6336	9155	10453	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	(26)	(106)	(160)	(226)
关键财务与估值指标					营运资本变动	112	110	2390	495
每股收益	0.54	0.66	0.75	0.89	其它	(2)	(0)	0	1
每股红利	0.15	0.20	0.22	0.27	经营活动现金流	505	670	3029	1233
每股净资产	4.98	5.44	5.96	6.59	资本开支	(158)	(230)	(180)	(120)
ROIC	14%	10%	22%	-49%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(157)	(230)	(180)	(120)
毛利率	22%	21%	21%	21%	权益性融资	1170	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	2%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(70)	(92)	(105)	(125)
收入增长	3%	3%	15%	15%	其它融资现金流	24	0	0	0
净利润增长率	2%	22%	13%	20%	融资活动现金流	1054	(92)	(105)	(125)
资产负债率	61%	60%	70%	71%	现金净变动	1401	347	2745	988
息率	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	1463	2864	3211	5955
P/E	39.2	32.0	28.2	23.5	货币资金的期末余额	2864	3211	5955	6943
P/B	4.2	3.9	3.5	3.2	企业自由现金流	313	352	2724	943
EV/EBITDA	29.4	23.9	26.3	25.3	权益自由现金流	338	425	2835	1099

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		