

公司研究/首次覆盖

2019年12月01日

商业贸易/零售 II

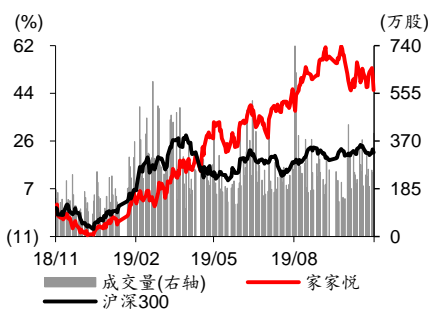
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 24.46  
合理价格区间(元): 28.13~31.04

**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**张萌** 执业证书编号: S0570519090004  
研究员 021-38476072  
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 胶东生鲜龙头，区域扩张提速

### 家家悦(603708)

#### 胶东区域生鲜龙头，内生外延齐发展，首次覆盖给予“买入”评级

公司是胶东地区生鲜龙头企业，生鲜销售占比超过40%，公司以综合超市（1000-2000平米）和大卖场（5000-8000平米）为核心业态，在胶东地区采取密集开店策略，将渠道及供应链优势做深。2011-2018年，公司营收CAGR为9.4%，归母净利润CAGR为15.6%。公司在生鲜超市领域竞争力强，深度耕耘区域市场，优秀的供应链管理能力和门店运营能力为渠道扩张打下坚实基础，2019年以来公司跨区域扩张明显提速，有望打开新的发展空间，我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.82/0.97/1.15元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 生鲜超市空间广阔，中小业态处于快速发展期

目前国内生鲜产品仍集中在农贸市场交易，但生鲜超市购买环境更好、产品品质高且稳定，更迎合年轻消费者需求，我们认为未来有望逐渐替换农贸市场。据Euromonitor数据，生鲜产品消费中，超市渠道占比已从2008年的33.7%提升至2018年的40.1%。此外，中小业态超市发展趋势更好，2012-2017年国内大型超市（2500平米以上）市占率由25.6%下降至20.4%，而小型超市（400-2500平米）市占率由37.3%提高至39.8%。

#### 深度耕耘区域市场，胶东地区综合竞争优势显著

公司施行“山东广度、胶东深度”发展战略，业务集中在威海、烟台、青岛。截至2019Q3，公司在胶东地区营收占比84.66%。区域密集开店策略使公司在胶东保持极强的竞争力，公司采用全球直采模式，与200多个合作社及养殖场直接合作，近1200多个生鲜单品与合作基地直接对接。公司投资建设5处常温物流中心和6处生鲜物流中心，实现了杂货、生鲜双线配送，实现一日两配，每个配送中心覆盖100-150家门店，且公司冷链配送车占比已达81.4%。

#### 跨区域开店进展顺利，有望打开新的增长空间

公司跨区域经营扩张顺利，2019Q1-Q3，非胶东地区收入同比增长49.7%，占主营收入比重从2018年的11.72%上升至15.34%，低基数背景下展现出较大发展潜力。省内扩张方面，公司目前重点在潍坊、济南等地区开店；省外扩张方面，2018年公司收购张家口福悦祥连锁超市67%股权，吸收其在11处门店并在当地建设综合物流项目，首次实现跨省扩张，2019年跨省扩张继续稳步推进。

#### 公司跨区域扩张提速，业绩有望稳健增长，首次覆盖给予“买入”评级

公司综合超市及大卖场业态单店收入保持较快增长，胶东以外地区门店扩张明显提速，我们预计公司2019-2021年实现归母净利润为4.98/5.87/6.97亿元。参考行业平均2020年24.1倍市盈率水平，考虑到公司跨区域扩张目前进展较为顺利，我们给予公司2020年29-32倍PE估值，对应目标价28.13-31.04元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济低迷；生鲜行业竞争加剧；跨区域扩张不及预期。

### 公司基本资料

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股)    | 608.40      |
| 流通A股(百万股)   | 204.06      |
| 52周内股价区间(元) | 20.02-29.70 |
| 总市值(百万元)    | 14,881      |
| 总资产(百万元)    | 8,271       |
| 每股净资产(元)    | 4.62        |

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

| 会计年度          | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 11,330 | 12,731 | 15,025 | 17,201 | 19,531 |
| +/-%          | 5.14   | 12.36  | 18.02  | 14.48  | 13.55  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 310.74 | 429.92 | 497.66 | 587.23 | 697.18 |
| +/-%          | 23.68  | 38.35  | 15.76  | 18.00  | 18.72  |
| EPS(元,最新摊薄)   | 0.51   | 0.71   | 0.82   | 0.97   | 1.15   |
| PE(倍)         | 47.89  | 34.61  | 29.90  | 25.34  | 21.35  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 深耕山东市场的生鲜超市龙头

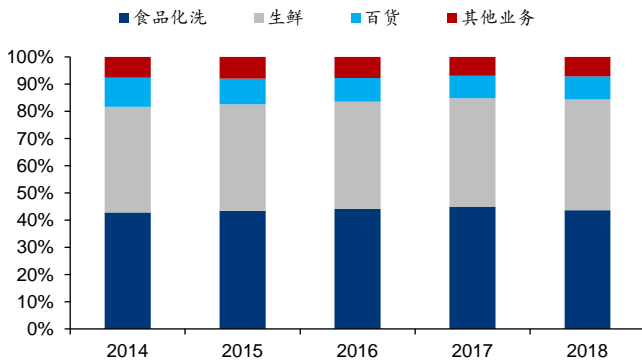
### 胶东地区生鲜龙头，多业态零售共同发展

家家悦深耕山东市场，历经四十余年已发展成为山东省超市龙头，门店数量及覆盖范围均位于省内行业前列。截至2019Q3，公司门店总数达到763家，覆盖山东省内40多个市县及张家口地区。公司以综合超市（面积1000-2000平方米）和大卖场（面积5000-8000平方米）为核心业态，同时积极探索百货店、专业店、便利店等多业态协同发展。

### 生鲜食品占比高，门店持续扩张驱动业绩稳健增长

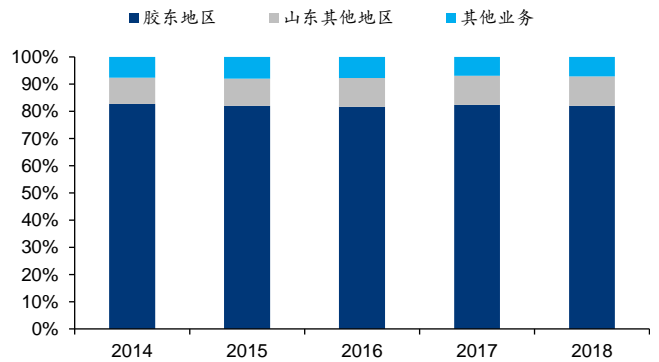
从产品分类角度看，公司主营业务主要有食品化洗、生鲜、百货及其他，其中生鲜和食品化洗为主要产品。2018年年报显示，食品化洗、生鲜、百货营收分别占比43.68%、40.65%、8.54%，毛利率分别为18.29%、15.79%、20.66%；此外，还存在其他业务营收为9.08亿元，占比7.13%，毛利率为78.54%。从区域分类角度看，2018年胶东地区、山东其他地区以及其他地区营收分别占比81.99%、10.88%，毛利率分别为17.42%、17.36%。

图表54：公司分产品营业收入结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

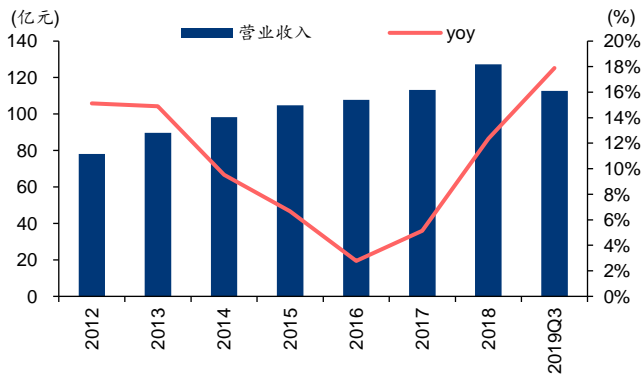
图表55：公司分区域营业收入结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

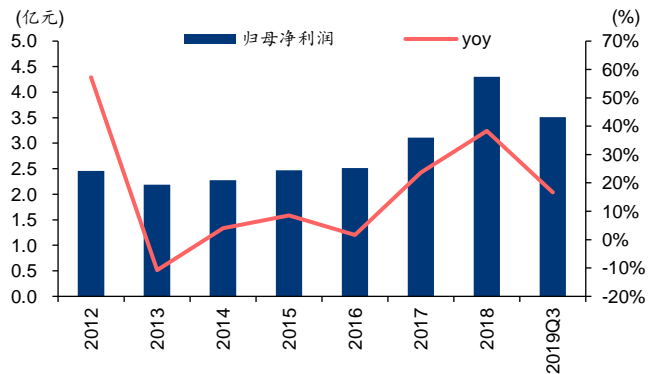
公司拥有较强的渠道拓展能力，门店连续多年保持增长态势。2013-2019Q3，公司门店数量从500家增长到763家。2018年合计新开门店85家，净增加57家，2019Q3门店新开13家，其中胶东地区7家，其他地区6家，单季度门店净增加5家。依托门店持续扩张以及单店营收增加，公司业绩稳健增长。2019Q1-Q3，公司实现营业收入112.65亿元，同比增长17.89%，实现归母净利润3.51亿元，同比增长16.70%。2011-2018年，公司营业收入从67.85亿元增长至127.31亿元，CAGR为9.41%，公司归母净利润从1.56亿元增长至4.30亿元，CAGR为15.57%。

图表56：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表57：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

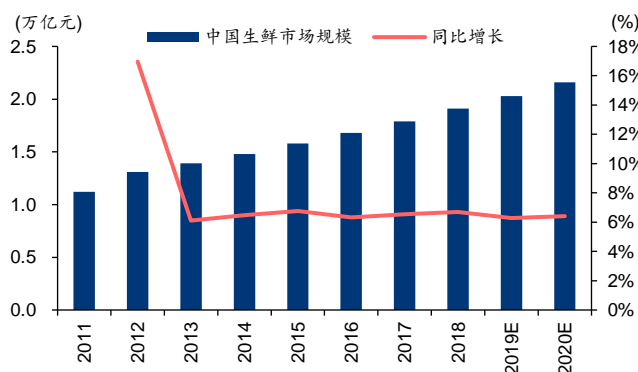
## 生鲜超市空间广阔，中小业态处于快速发展期

### 生鲜市场规模大，线下超市逐步取代农贸市场

中国生鲜消费市场保持稳健较快的增长速度，根据中国产业信息网数据，2018 年国内生鲜市场规模达到 1.91 万亿元，2011-2018 年 CAGR 达到 7.92%，且预计 2020 年可增长至 2.16 万亿元，未来具备良好的发展空间。

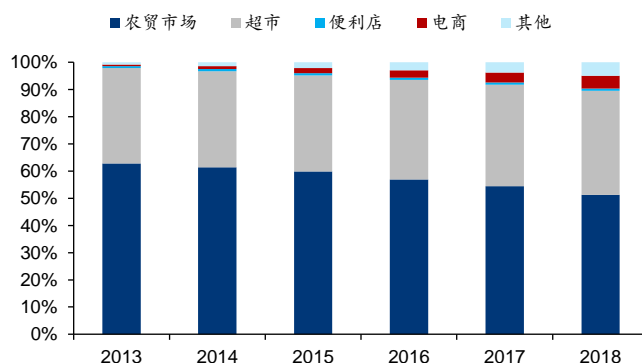
从目前来看，大部分的生鲜产品仍然是在传统的农贸市场进行交易，而生鲜超市相比于农贸市场具备购买环境更好、价格更透明，产品品质稳定安全等优点，在消费升级的背景下更能够满足对购物体验和产品品质和服务有更高要求的新型消费群体。根据 Euromonitor 数据，超市在生鲜市场中也正逐步蚕食着农贸市场的份额，2008 年占 33.7%，至 2018 年提升 6.4 pct 至 40.1%。

图表58： 中国生鲜市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

图表59： 生鲜产品销售渠道结构



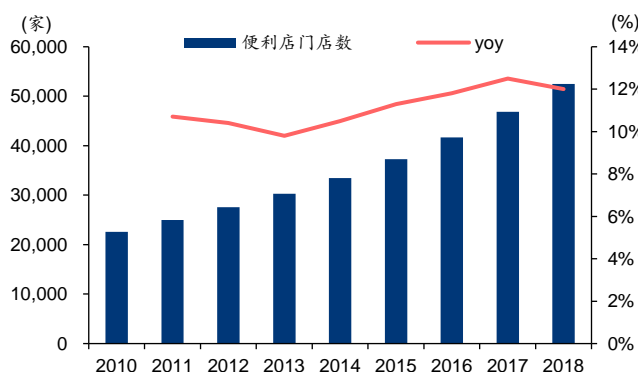
资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

### 中小业态超市迎合发展趋势

目前国内中小业态超市发展趋势更好，大型超市市场份额处于下降趋势，2012-2017 年大型超市市占率由 25.6% 下降至 20.4%，而中小业态超市中，便利店的市占率不断提升，2012-2017 年便利店市占率由 3.4% 提高至 4%，小型超市市占率由 37.3% 提高至 39.8%。

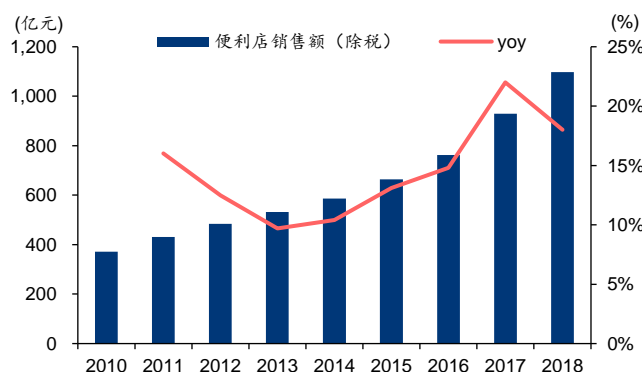
以便利店为例，根据 Euromonitor 数据，2018 年中国国内便利店门店总量超过 5.2 万家，同比增长 12.0%，2010 年至今门店数量保持超过 10% 的年均增速，2018 年国内便利店销售规模达到 1097.1 亿元，同比增长 18.0%，2010 年至今销售规模复合增速超过门店增速。

图表60： 中国便利店行业门店规模



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表61： 中国便利店行业销售规模



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

家家悦主打 3000 平方米以下的中小业态综合型超市，迎合了行业业态的发展升级趋势，2019Q1 公司 752 家门店中综合超市有 553 家，占比约 74%。

## 胶东地区规模优势显著，供应链竞争力强

### 公司业务聚焦于胶东地区，区域规模优势显著

公司以胶东地区为核心市场，施行“山东广度、胶东深度”发展战略，目前业务主要集中在胶东的威海、烟台、青岛。截至2018年，公司在胶东地区门店数量达到629家，2016-2018年期间公司在胶东分别开店41家、56家、63家，截至2019Q3，公司在胶东地区营收占比84.66%，毛利率为17.83%。密集开店使公司在优势区域内保持极强的竞争力，保障公司对供应商的议价能力；另一方面，也有利于公司形成良好的品牌效应，提高行业进入门槛，减少竞争冲击。

### 立足于生鲜产品，供应链竞争力强

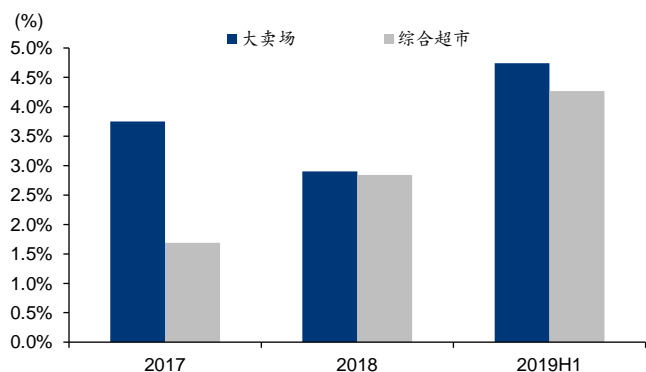
公司背靠农业大省山东，立足区域特点，贯彻“生鲜为特色”的经营理念，以生鲜和食品化洗作为主要产品。2019H1，公司生鲜营业收入为30.32亿元，占比达41.73%，处于行业领先地位。公司通过深度整合供应链加强自身在生鲜领域的竞争优势。

**商品采购方面：**公司采用“国内基地+厂家直供+国际化采购”的全球直采模式，与20多个省市200多个合作社及养殖场直接合作，近1200多个生鲜单品与合作基地直接对接，与超过2500家厂商建立稳定的合作关系，并建立全球农副产品直采渠道，批量引进国外优势生鲜商品。

**物流仓储方面：**公司投资建设5处常温物流中心和6处生鲜物流中心，总面积达19.41万平方米，杂货日均吞吐量21万件，生鲜日均吞吐量达到1734吨，实现了杂货、生鲜两套配送体系独立运作，双线配送，目前能够实现一日两配，每个配送中心覆盖100-150家门店，且公司冷链配送车占比高，2018年已达81.4%，公司具备充沛的运能。

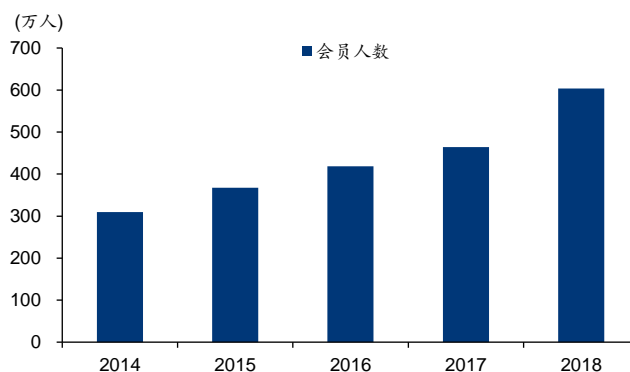
**门店经营优化方面：**2016年以来公司对开业三年以上、剩余租期大于五年的门店进行改造升级，2017年完成超100家大卖场和综合超市的改造，2018年公司再次推动门店升级改造100多处。公司结合无人收款、刷脸支付等新兴技术，优化门店产品组合，对门店进行升级改造。2017年以来，公司开业2年以上大卖场和综合超市同店数据持续好转。

图表62：家家悦同店增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表63：家家悦会员人数持续提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 加大非胶东区域扩张力度，有望打开新的增长空间

公司在巩固胶东地区领先优势后，向山东省中西部积极扩张。目前在潍坊、济南等地区开店进展顺利，在战略性进入鲁西市场的基础上，有望逐步实现规模效应。2016-2018年公司分别在山东省其他地区分别开设了7家、12家、22家，门店保持稳健扩展节奏。

此外，公司通过多种方式有望实现省外扩张。2018年，公司收购张家口福悦祥连锁超市有限公司67%股权，吸收其在河北张家口的11处门店并在当地投资建设综合物流项目，门店总面积达3.7万平方米，单店平均面积约为3000平方米，首次实现跨省扩张。根据公司公告，目前公司正在收购张家口万全区福祥物流配送有限公司（拥有13.2万平方米工业土地），拟建物流基地与生鲜加工中心，若收购计划进展顺利，公司有望进一步开拓河北市场。

2019Q1-Q3，公司非胶东地区收入同比增长49.7%，在跨区域扩张初期展示出良好的发展态势。

**图表64：张家口福悦祥连锁超市门店布局**

| 所处位置      | 门店数量 | 门店面积（平米） |
|-----------|------|----------|
| 张家口市万全区   | 3    | 7728     |
| 张家口市经济开发区 | 2    | 6157     |
| 张家口市桥东区   | 2    | 6948     |
| 张家口市桥西区   | 1    | 3345     |
| 张家口市沽源市   | 2    | 7607     |
| 张家口市高新区   | 1    | 5483     |

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测与投资评级

我们预计2019-2021年公司营收分别为150.25/172.01/195.31亿元，同比增速18.02%/14.48%/13.55%，归母净利润分别为4.98/5.87/6.97亿元，同比增速15.76%/18.00%/18.72%。考虑到综合超市及大卖场业务为公司核心业务，过去三年营收占比约90%，我们着重对以上两个业务做预测，因为综合超市及大卖场业务收入增长主要靠门店增长、成熟门店单店收入增长驱动，我们做出核心假设如下：

**1、门店数量：**2017/2018年，公司综合超市净开店分别为16/19家，大卖场净开店分别为7/10家。考虑到公司深耕胶东市场已建立起供应链优势和精细化运营能力，为未来渠道扩张打下坚实基础，根据公司区域扩张计划及门店加密计划，公司未来3年开店速度有望明显提升，2019Q1-Q3，公司门店净增加31家，全年预计保持同样开店节奏，参考综合超市是公司占比最高的渠道类型，我们预计2019-2021年，公司综合超市净开店分别为32/40/40家，大卖场净开店分别为10/10/10家。

**2、成熟门店单店收入（同店收入）：**2017/2018年，公司综合超市同店收入增速分别为1.69%/2.84%，大卖场同店收入增速分别为3.75%/2.90%。考虑到公司持续优化产品结构，对门店继续改造升级，有利于进一步推动同店增长提速，预计综合超市及大卖场成熟单店收入有望实现稳健增长，我们预计2019-2021年，公司综合超市同店收入增速分别为3.0%/3.5%/3.5%，大卖场同店收入增速分别为2.5%/3.0%/3.0%。

**3、毛利率：**2017/2018年，公司综合毛利率分别为21.58%/21.77%，考虑到公司生鲜和食品采购规模持续扩大，规模效应逐渐释放，物流仓储中心建设也将持续降低商品损耗率，并且公司商品结构持续优化，我们预计2019-2021年，公司综合毛利率分别为21.91%/22.04%/22.21%。

**4、费用率：**2017/2018年，公司销售费用率分别为16.01%/15.94%，管理费用率分别为2.17%/2.37%。我们认为未来销售费用率及管理费用率一方面受业务规模扩大影响，会存在边际下降趋势，另一方面新店拓展加速可能造成费用率上升（门店主要影响销售费用率，与管理费用支出关系很小）。根据财务预测模型，估计2019-2021年新开店营收占公司总体营收比例约为12.7%/10.0%/9.3%，其中新店销售费用率较老店约提升3.5pct（新店单店销售收入假定为成熟门店的70%，销售费用支出假定为成熟门店的85%），老店因为摊薄效应每年销售费用率分别下降约0.4pct，根据营收占比关系计算得知，效率提升带来的费用率下降和新店拓展带来的费用率提升两相冲抵，对销售费用率总体影响很小。参考公司2019年前三季度销售/管理费用率同比分别下降0.33/0.15pct，预计未来费用率保持较为平稳的状态，我们预计2019-2021年公司销售费用率分别为15.60%/15.60%/15.60%，管理费用率分别为2.25%/2.25%/2.25%。

我们预计公司2019-2021年实现归母净利润为4.98亿元、5.87亿元和6.97亿元。参考行业平均2020年24.1倍市盈率水平，并且考虑到公司跨区域扩张目前进展较为顺利，我们给予公司2020年29-32倍PE估值，对应目标价28.13-31.04元，首次覆盖给予“买入”评级

图表65：超市行业可比公司 Wind 一致预期 PE

| 可比公司        | EPS         |             |             |             | PE           |              |              |              | 2018-2021 净利润复合增速 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
|             | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                   |
| 永辉超市        | 0.15        | 0.24        | 0.31        | 0.39        | 50.88        | 31.89        | 24.79        | 19.43        | 35.99%            |
| 红旗连锁        | 0.24        | 0.35        | 0.41        | 0.47        | 21.62        | 22.5         | 18.99        | 16.54        | 25.68%            |
| 步步高         | 0.18        | 0.23        | 0.26        | 0.32        | 41.21        | 41.78        | 36.9         | 29.83        | 20.68%            |
| 百联股份        | 0.49        | 0.52        | 0.56        | 0.61        | 17.29        | 16.9         | 15.57        | 14.31        | 7.59%             |
| <b>全部平均</b> | <b>0.27</b> | <b>0.34</b> | <b>0.39</b> | <b>0.45</b> | <b>32.75</b> | <b>28.27</b> | <b>24.06</b> | <b>20.03</b> | <b>22.48%</b>     |

注：均为 Wind 一致预测、数据截至 2019/11/20

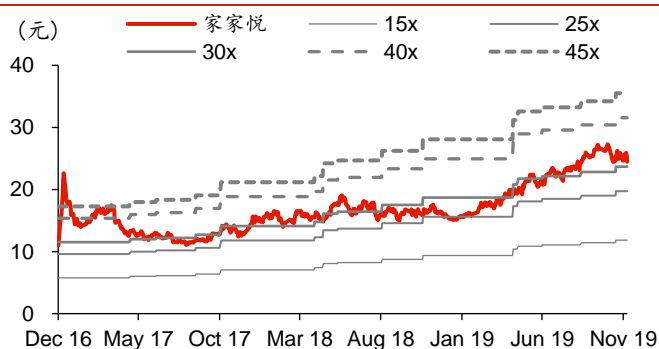
资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

- 1、宏观经济低迷。**如果经济持续低迷，则会在长期影响居民的消费能力及消费升级趋势，对于公司整体经营构成不利影响。
- 3、生鲜行业竞争加剧。**生鲜行业新进入者较多，行业竞争有加剧的可能，或对公司盈利能力以及资本投入带来压力。
- 3、跨区域扩张不及预期。**零售行业区域扩张能力非常重要，但是进入不同区域面临的终端环境及供应链基础不尽相同，公司门店集中于胶东地区，其他地区拓展如果不顺，则影响公司的成长空间。

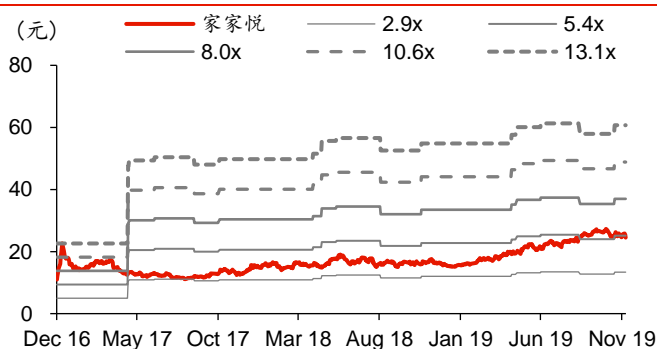
### PE/PB - Bands

图表66：家家悦历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表67：家家悦历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 4,486  | 4,096  | 4,712  | 5,565  | 6,536  |
| 现金         | 2,935  | 2,284  | 2,674  | 3,247  | 3,886  |
| 应收账款       | 15.78  | 38.33  | 27.89  | 35.88  | 45.27  |
| 其他应收账款     | 38.42  | 106.04 | 77.48  | 97.94  | 124.87 |
| 预付账款       | 209.00 | 288.54 | 324.91 | 358.42 | 422.36 |
| 存货         | 1,253  | 1,290  | 1,519  | 1,736  | 1,968  |
| 其他流动资产     | 34.82  | 89.17  | 89.17  | 89.17  | 89.17  |
| 非流动资产      | 1,787  | 3,059  | 3,117  | 3,178  | 3,199  |
| 长期投资       | 120.09 | 119.29 | 119.29 | 119.29 | 119.29 |
| 固定投资       | 1,199  | 1,778  | 1,833  | 1,831  | 1,790  |
| 无形资产       | 103.99 | 148.97 | 187.53 | 225.58 | 263.18 |
| 其他非流动资产    | 364.06 | 1,013  | 976.40 | 1,002  | 1,027  |
| 资产总计       | 6,273  | 7,155  | 7,829  | 8,743  | 9,735  |
| 流动负债       | 3,726  | 4,261  | 4,718  | 5,342  | 5,998  |
| 短期借款       | 0.00   | 140.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 应付账款       | 1,863  | 1,692  | 1,993  | 2,278  | 2,581  |
| 其他流动负债     | 1,863  | 2,429  | 2,575  | 2,914  | 3,267  |
| 非流动负债      | 63.94  | 87.09  | 73.17  | 81.54  | 80.60  |
| 长期借款       | 0.00   | 20.00  | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| 其他非流动负债    | 63.94  | 67.09  | 53.17  | 61.54  | 60.60  |
| 负债合计       | 3,790  | 4,348  | 4,791  | 5,424  | 6,078  |
| 少数股东权益     | 3.65   | 85.70  | 80.18  | 73.67  | 65.94  |
| 股本         | 468.00 | 468.00 | 608.40 | 608.40 | 608.40 |
| 资本公积       | 1,303  | 1,303  | 1,163  | 1,163  | 1,163  |
| 留存公积       | 707.33 | 950.06 | 1,186  | 1,474  | 1,819  |
| 归属母公司股东权益  | 2,479  | 2,722  | 2,957  | 3,246  | 3,591  |
| 负债和股东权益    | 6,273  | 7,155  | 7,829  | 8,743  | 9,735  |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 781.03   | 613.49   | 951.40   | 1,173    | 1,280    |
| 净利润        | 310.73   | 425.15   | 492.14   | 580.72   | 689.45   |
| 折旧摊销       | 258.81   | 285.24   | 317.89   | 344.98   | 369.52   |
| 财务费用       | (63.05)  | (59.41)  | (38.18)  | (46.44)  | (58.57)  |
| 投资损失       | (4.68)   | (7.52)   | (3.00)   | (3.00)   | (3.00)   |
| 营运资金变动     | 212.90   | (48.59)  | 176.17   | 293.52   | 272.35   |
| 其他经营现金     | 66.33    | 18.61    | 6.38     | 3.22     | 10.30    |
| 投资活动现金     | (511.15) | (1,079)  | (347.25) | (347.25) | (347.25) |
| 资本支出       | 402.65   | 764.29   | 200.00   | 200.00   | 200.00   |
| 长期投资       | 121.60   | 106.30   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金     | 13.11    | (208.31) | (147.25) | (147.25) | (147.25) |
| 筹资活动现金     | (166.95) | (230.07) | (213.99) | (252.21) | (293.71) |
| 短期借款       | 0.00     | 140.00   | 10.00    | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | 0.00     | 20.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加      | 108.00   | 0.00     | 140.40   | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | (108.00) | 0.00     | (140.40) | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (166.95) | (390.07) | (223.99) | (252.21) | (293.71) |
| 现金净增加额     | 102.53   | (695.14) | 390.16   | 573.53   | 639.09   |

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 11,330  | 12,731  | 15,025  | 17,201  | 19,531  |
| 营业成本        | 8,885   | 9,959   | 11,733  | 13,409  | 15,193  |
| 营业税金及附加     | 48.15   | 56.73   | 69.14   | 76.30   | 87.84   |
| 营业费用        | 1,814   | 2,029   | 2,344   | 2,683   | 3,047   |
| 管理费用        | 246.22  | 301.43  | 338.07  | 387.01  | 439.45  |
| 财务费用        | (63.05) | (59.41) | (38.18) | (46.44) | (58.57) |
| 资产减值损失      | 2.92    | (3.72)  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动收益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益       | 4.68    | 7.52    | 3.00    | 3.00    | 3.00    |
| 营业利润        | 414.10  | 513.04  | 587.60  | 699.26  | 830.19  |
| 营业外收入       | 6.95    | 9.69    | 15.00   | 10.00   | 10.00   |
| 营业外支出       | 11.51   | 10.79   | 10.00   | 10.00   | 10.00   |
| 利润总额        | 409.54  | 511.94  | 592.60  | 699.26  | 830.19  |
| 所得税         | 98.81   | 86.79   | 100.46  | 118.54  | 140.74  |
| 净利润         | 310.73  | 425.15  | 492.14  | 580.72  | 689.45  |
| 少数股东损益      | (0.01)  | (4.77)  | (5.52)  | (6.51)  | (7.73)  |
| 归属母公司净利润    | 310.74  | 429.92  | 497.66  | 587.23  | 697.18  |
| EBITDA      | 609.86  | 738.88  | 867.32  | 997.79  | 1,141   |
| EPS (元, 基本) | 0.66    | 0.92    | 0.82    | 0.97    | 1.15    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力          |         |        |        |        |        |
| 营业收入          | 5.14    | 12.36  | 18.02  | 14.48  | 13.55  |
| 营业利润          | 21.23   | 23.89  | 14.53  | 19.00  | 18.72  |
| 归属母公司净利润      | 23.68   | 38.35  | 15.76  | 18.00  | 18.72  |
| 获利能力 (%)      |         |        |        |        |        |
| 毛利率           | 21.58   | 21.77  | 21.91  | 22.04  | 22.21  |
| 净利率           | 2.74    | 3.38   | 3.31   | 3.41   | 3.57   |
| ROE           | 12.54   | 15.80  | 16.83  | 18.09  | 19.42  |
| ROIC          | (63.95) | 45.24  | 62.08  | 111.25 | 272.25 |
| 偿债能力          |         |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)     | 60.42   | 60.76  | 61.20  | 62.03  | 62.44  |
| 净负债比率 (%)     | 0       | 3.68   | 3.55   | 3.13   | 2.80   |
| 流动比率          | 1.20    | 0.96   | 1.00   | 1.04   | 1.09   |
| 速动比率          | 0.86    | 0.66   | 0.67   | 0.71   | 0.76   |
| 营运能力          |         |        |        |        |        |
| 总资产周转率        | 1.85    | 1.90   | 2.01   | 2.08   | 2.11   |
| 应收账款周转率       | 759.05  | 446.77 | 430.75 | 512.02 | 456.90 |
| 应付账款周转率       | 5.37    | 5.60   | 6.37   | 6.28   | 6.25   |
| 每股指标 (元)      |         |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.51    | 0.71   | 0.82   | 0.97   | 1.15   |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.28    | 1.01   | 1.56   | 1.93   | 2.10   |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 4.07    | 4.47   | 4.86   | 5.34   | 5.90   |
| 估值比率          |         |        |        |        |        |
| PE (倍)        | 47.89   | 34.61  | 29.90  | 25.34  | 21.35  |
| PB (倍)        | 6.00    | 5.47   | 5.03   | 4.58   | 4.14   |
| EV_EBITDA (倍) | 20.60   | 17.01  | 14.49  | 12.59  | 11.01  |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测