

利群股份 (601366)

证券研究报告

2020年03月20日

自有物业价值被低估,“批发+仓储配送+多业态零售”发展

自有物业重估价值高,公司价值被严重低估。从绝对估值的角度来说,截至2019年9月,公司下属86家大型零售门店中有29家是自有物业,包括10家商场、5家购物中心、13家超市、1家家电门店,门店自有物业总面积约79.81万平方米,物流自有物业总面积约34.08万平方米,自有物业重估价值约为131.52亿元,公司RNAV重估值为113.42亿元, RNAV/市值=2.10x,公司价值被严重低估。

山东省内多业态零售公司,并购乐天加速拓展华东区域。公司以中高端商业综合体为旗舰,购物广场为中心店,中型超市、家电卖场、便利店、生鲜社区店为补充的商业零售格局。截至2019年9月底,公司合计拥有86家大型零售门店、57家便利店及9家“福记农场”生鲜社区店,总经营面积超过200万平米。公司门店遍布在山东省内青岛、烟台、威海、日照、东营、淄博、潍坊、枣庄等城市以及江苏、安徽、上海等华东区域省市。同时,公司拥有批发物流子公司12家及5座物流中心,品牌代理业务涵盖食品、家电、百货、服饰等,物流中心总仓储面积达32万平米,自有运输车辆近300辆,配送区域辐射山东、江苏、浙江、安徽、上海等多个地区。

O2O & B2B 两个板块发力线上,线上线下协同发展效果显著。①利群网商是具有利群特色的全新O2O模式,依托公司现有线下门店资源和90%以上比例的自营商品,实现线上线下的有效融合,目前公司旗下所有大型零售门店均已在利群网商上线;②利群采购平台是公司利用多年自营供应链的优势,快速切入B2B领域,全新打造的线上B2B综合服务平台,为便利店和专卖店商户商品进货,酒店、食堂和餐厅日常所需生鲜食品及相关物料采购,企事业单位的办公、福利及劳保用品采购等市场需求提供一站式采购服务。截止2019年6月,利群网商实现销售3.09亿元,同比增长16.10%;利群采购平台实现销售1.18亿元,同比增长51.1%。

首次覆盖,给予“买入”评级。山东省内零售领先企业,批发+仓储配送+多业态零售,并购乐天加速拓展华东区域,原乐天亏损逐步收窄。由于公司既具有百货、购物中心业态,又具有超市业态,因此选择可比公司永辉超市、家家悦、重庆百货、王府井,取其2019年相对估值wind一致预期平均值22.825倍,作为利群股份2019年相对估值预测。2019年公司净利润预期为2.8亿,因此目标市值63.91亿元,给出目标价7.42元。综合预计2019-21年净利润分别为2.8亿、4.1亿和6.1亿,当前市值对应22/15/10xPE。

风险提示: 市场风险,经营风险,管理风险,跨区域经营风险,疫情影响超预期

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 10,553.77 | 11,413.92 | 12,537.03 | 13,488.38 | 15,334.88 |
| 增长率(%) | 2.54 | 8.15 | 9.84 | 7.59 | 13.69 |
| EBITDA(百万元) | 772.58 | 675.11 | 612.80 | 798.74 | 1,044.31 |
| 净利润(百万元) | 394.53 | 202.08 | 280.19 | 413.90 | 606.80 |
| 增长率(%) | 9.03 | (48.78) | 38.66 | 47.72 | 46.61 |
| EPS(元/股) | 0.46 | 0.23 | 0.33 | 0.48 | 0.71 |
| 市盈率(P/E) | 15.29 | 29.85 | 21.53 | 14.57 | 9.94 |
| 市净率(P/B) | 1.33 | 1.32 | 1.28 | 1.24 | 1.19 |
| 市销率(P/S) | 0.57 | 0.53 | 0.48 | 0.45 | 0.39 |
| EV/EBITDA | 11.31 | 6.43 | 11.35 | 7.20 | 4.83 |

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 商业贸易/一般零售 |
| 6个月评级 | 买入(首次评级) |
| 当前价格 | 7.01元 |
| 目标价格 | 7.42元 |

基本数据

| | |
|-------------|-----------|
| A股总股本(百万股) | 860.50 |
| 流通A股股本(百万股) | 475.03 |
| A股总市值(百万元) | 6,032.11 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,329.95 |
| 每股净资产(元) | 5.36 |
| 资产负债率(%) | 60.33 |
| 一年内最高/最低(元) | 8.29/4.81 |

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

马松 分析师
SAC执业证书编号: S1110518120001
masong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《利群股份-半年报点评:18H1 净利+35%yoy, 华东门店+省外供应链加速推进!》2018-08-19
- 《利群股份-公司点评:18H1 归母净利+35%yoy, 乐天门店改造稳步推进, 未来红利逐步释放!》2018-07-30
- 《利群股份-公司点评:1Q2018 归母净利增37.88%, 腾讯助力打造智慧零售!》2018-04-16



内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 自有物业重估价值高，公司价值严重低估 | 3 |
| 2. 山东省内零售领先企业，外延并购乐天加速发展..... | 3 |
| 2.1. 山东省内零售领先企业，公司股权稳定&管理层积极性高 | 3 |
| 2.2. 批发+仓储配送+多业态零售，供应链&物流能力突出 | 5 |
| 2.3. 收购乐天玛特华东地区门店，加速省外扩张的战略布局 | 7 |
| 3. 财务分析：内生外延推动收入增长，乐天整合导致业绩短期承压 | 9 |
| 4. 投资建议..... | 11 |
| 5. 风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程 | 4 |
| 图 2：公司股权结构 | 4 |
| 图 3：利群时代广场 | 5 |
| 图 4：利群超市 | 5 |
| 图 5：公司门店情况（家） | 6 |
| 图 6：公司分物业情况门店数量（家） | 6 |
| 图 7：公司分物业情况门店建筑面积（万平米） | 6 |
| 图 8：利群网商（O2O 模式） | 7 |
| 图 9：利群采购平台（B2B 模式） | 7 |
| 图 10：利群时代外观..... | 8 |
| 图 11：利群时代内部布置 | 8 |
| 图 12：公司营收（亿元，%） | 9 |
| 图 13：公司 2019Q1-Q3 主营业务营收结构（%） | 9 |
| 图 14：公司毛利率（%） | 9 |
| 图 15：公司分业务毛利率（%） | 9 |
| 图 16：公司期间费用率（%） | 10 |
| 图 17：公司归母净利（亿元，%） | 10 |
| 图 18：公司归母净利率（%） | 10 |
| 表 1：截至 2019Q3 末利群股份已开业自有物业 | 3 |
| 表 2：RNAV 重估 | 3 |
| 表 3：公司收购乐天 72 家门店情况..... | 8 |
| 表 4：公司收购乐天华东区的 15 处房产 | 8 |
| 表 5：可比公司 2019 年相对估值 wind 一致预期..... | 12 |

1. 自有物业重估价值高，公司价值严重低估

从绝对估值的角度来说，公司有 29 家门店是自有物业，自有物业重估值为 131.52 亿元，RNAV 重估值为 113.42 亿元，RNAV/市值=2.1x，公司价值严重低估。截至 2019 年 9 月，公司下属 86 家大型零售门店中有 29 家是自有物业，包括 10 家商场、5 家购物中心、13 家超市、1 家家电门店，门店自有物业总面积约 79.81 万平方米，物流自有物业总面积约 34.08 万平方米，自有物业重估价值约为 131.52 亿元，公司 RNAV 重估值为 113.42 亿元，RNAV/市值=2.10x，公司价值被严重低估。

表 1：截至 2019Q3 末利群股份已开业自有物业

| | 门店数量 (家) | 建筑面积 (万平米) | 重估价格 (万元/平米) | 重估值 (亿元) |
|------|----------|------------|--------------|----------|
| 百货 | | | | |
| 商场 | 10 | 28.71 | 2 | 57.42 |
| 购物中心 | 5 | 21.31 | 1 | 21.31 |
| 超市 | 13 | 28.92 | 1.2 | 34.70 |
| 家电 | 1 | 0.87 | 1.2 | 1.04 |
| 门店合计 | 29 | 79.81 | | 114.48 |
| 物流中心 | | 34.08 | 0.5 | 17.19 |
| 合计 | | | | 131.52 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：RNAV 重估

| 指标 | 数值 |
|------------------|----------|
| 已开业自有物业重估值 (亿元) | 131.52 |
| 货币资金 (亿元) | 7.45 |
| 其他流动资产：短期理财 (亿元) | |
| 短期借款 (亿元) | 19.40 |
| 一年内到期的非流动负债 (亿元) | 1.63 |
| 长期借款 (亿元) | 4.53 |
| 债券 (亿元) | |
| 有息负债小计 (亿元) | 25.56 |
| 资产重估净值 (亿元) | 113.42 |
| 股本 (万股) | 86050.05 |
| 每股重估资产净值 (元) | 13.18 |
| 股价 (元) | 6.28 |
| 最新市值 (亿元) | 54.00 |
| 重估净值/最新市值 | 2.10 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：取 2020 年 3 月 16 日市值

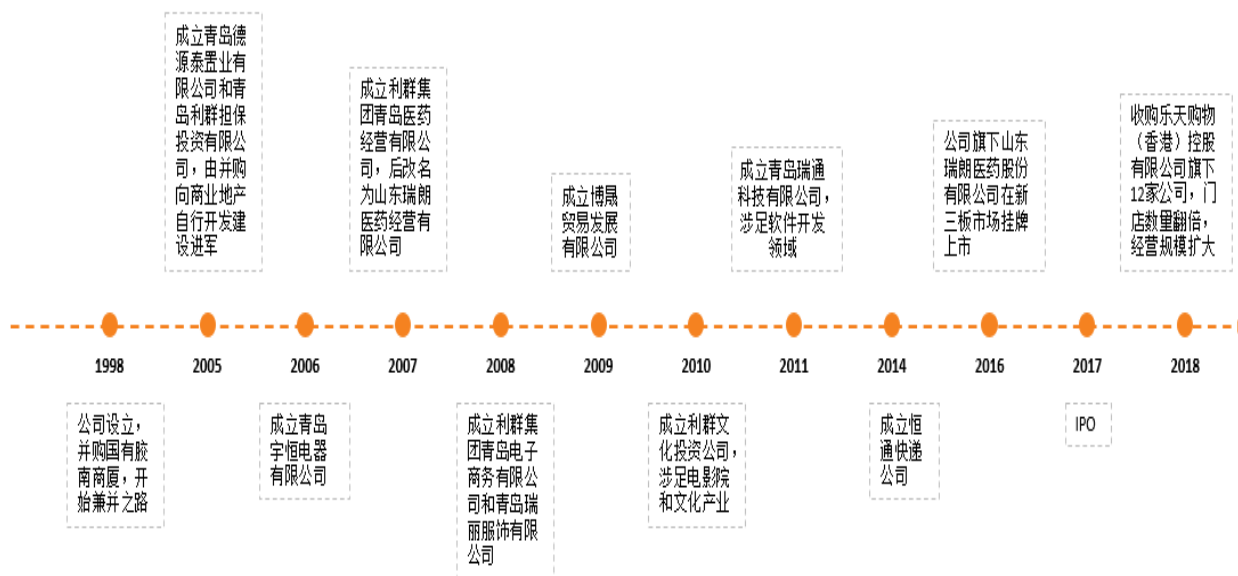
2. 山东省内零售领先企业，外延并购乐天加速发展

2.1. 山东省内零售领先企业，公司股权稳定&管理层积极性高

公司深耕零售行业多年，前身为国营德源泰百货店，2017 年在上交所主板挂牌上市，收购乐天华东区门店实现全国性发展。公司的前身是于 1933 年成立的国营德源泰百货店；1994 年，第一座万平商厦利群商厦建成开业，利群的发展掀开了新篇章；1997 年，第一

座连锁店长江商厦在开发区开业，利群迈上了连锁经营发展之路；2017年4月，青岛利群百货集团股份有限公司成功登陆上交所主板市场；2017年9月，利群省外首家大型购物中心“连云港利群广场”盛大开业，标志着利群走出山东迈向全国。2018年5月，利群集团正式收购乐天华东区域的15处房产和72家门店，真正实现从区域性商业集团到全国性商业集团的跨越。

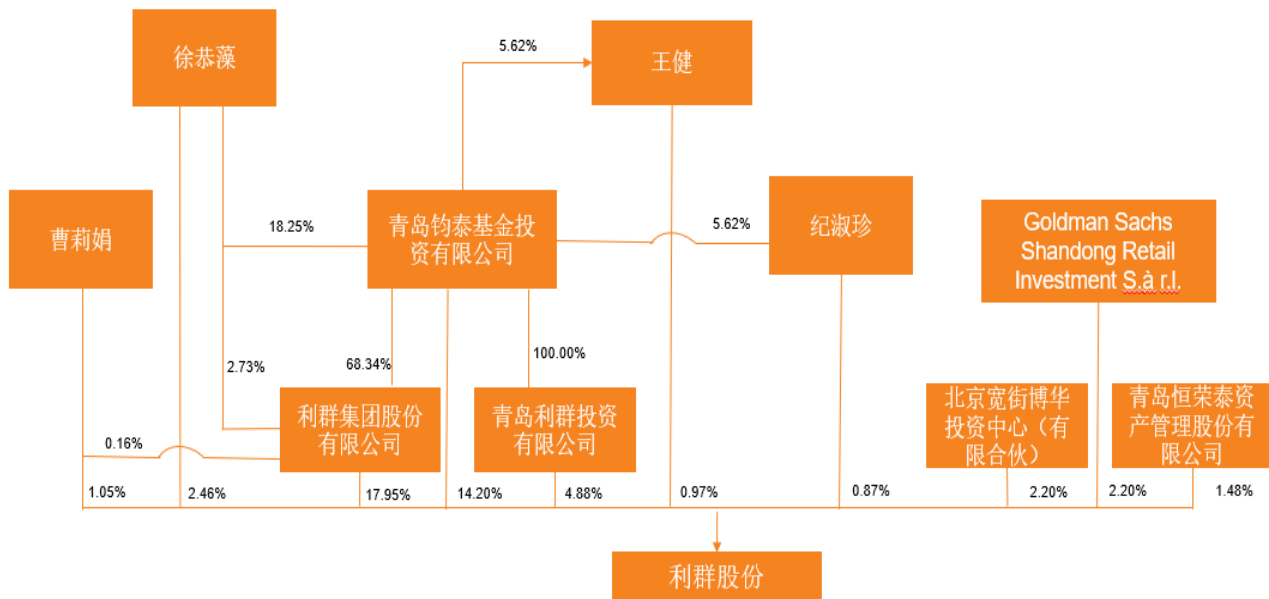
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司实际控制人为徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽合计持股 40.68%，其他管理层持股与公司发展高度绑定。目前公司实际控制人为徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽，三人为直系亲属，其中徐恭藻和赵钦霞为夫妻关系，徐恭藻和徐瑞泽为父女关系，三人合计直接持有公司 3.65%股份，并通过利群集团、钧泰投资、利群投资间接持有公司 37.03%股份，合计持股 40.68%。同时，公司其他董事、监事以及高级管理人员通过直接持股或者通过钧泰投资、利群集团间接持有公司股份，公司管理层与公司业绩长期高度绑定。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

公司确立百货、超市和电器的连锁经营模式，围绕以青岛及周边山东半岛为中心的市场精耕细作，不断实现从区域性商业集团到全国性商业集团的跨越。公司主要从事以百货、超市及电器全品类经营为核心主业的零售连锁业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理及商业物流配送业务，并形成了“供应链+自营”为核心竞争力的“供应链整合型”独特商业经营模式。公司不断增强“利群”品牌的知名度、美誉度和顾客忠诚度，积极扩大公司的品牌影响力，逐步建立并完善布局合理、高效运营的百货商店与专业卖场有机结合的零售业态；利用自身的规模和效率不断整合供应链，缩短产业链条参与环节，提高供应链效率；充分发展电子商务业务，扩大消费规模，为消费者提供品类丰富、高性价比的商品。公司将继续致力于满足多区域市场的综合消费需求，推动零售行业有序竞争并带动其良性发展。

2.2. 批发+仓储配送+多业态零售，供应链&物流能力突出

公司经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店以及生鲜社区店，并以百货、超市和电器全品类经营为主的零售连锁业务。截至 2019Q3 末，公司合计拥有 86 家大型零售门店、57 家便利店及 9 家“福记农场”生鲜社区店，总经营面积超过 200 万平米。公司门店遍布在山东省内青岛、烟台、威海、日照、东营、淄博、潍坊、枣庄等城市以及江苏、安徽、上海等华东区域省市，经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店、品类集合店等线下多种经营业态以及 O2O、B2B 线上业态，并形成了以中高端商业综合体为旗舰，购物广场为中心店，综合超市、便利店、生鲜社区店、各品类集合店为补充的集团化商业发展格局。

图 3：利群时代广场

图 4：利群超市

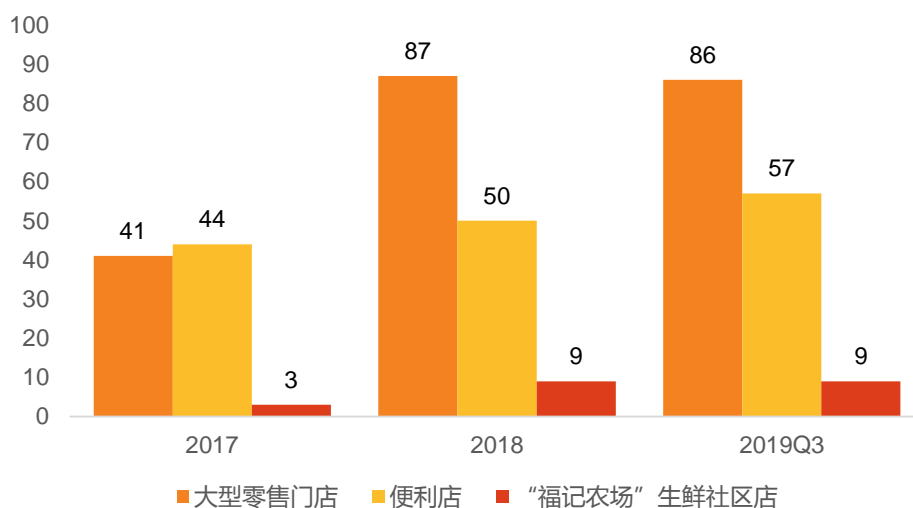


资料来源：联商网，天风证券研究所



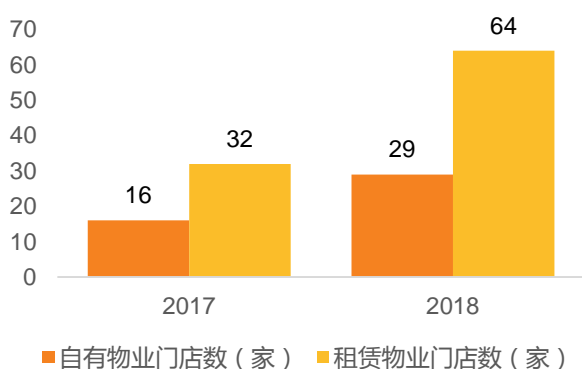
资料来源：联商网，天风证券研究所

图 5：公司门店情况（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

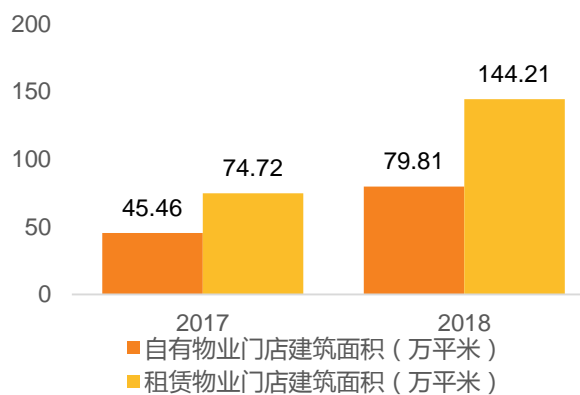
图 6：公司分物业情况门店数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2017 年 4 家门店既有自有物业，又有租赁物业；2018 年 6 家门店既有自有物业，又有租赁物业

图 7：公司分物业情况门店建筑面积（万平方米）



品牌代理方面，公司继续强化供应链优势，优化细分品类的品牌代理布局，不断提升公司

品牌运作能力。公司成立主营针织、家居百货的青岛品尚家居用品有限公司，以及主营粮油的青岛臻丰粮油贸易有限公司。截至 2019H1 末公司拥有品牌代理公司 16 家，并配备专业采购手和运营维护团队，品牌代理业务涵盖食品、家电、百货、服饰、婴童、运动、针织、化妆、珠宝、皮具等。依托供应链资源，公司继续加快品类集合店这一业态的拓展力度，截至 2019H1 末，公司旗下各品牌代理公司已累计开出 50 余家品类集合店，涉及美妆、箱包、玩具、文体、裤装衬衣、运动品牌等多个品类。

城市物流中心方面，公司在青岛市区、胶州、淮安、南通拥有 6 处大型现代化物流中心，物流中心总仓储面积超过 32 万平米，配送车辆 300 余辆，配送区域辐射山东、江苏、上海、安徽等多个地区。公司于 1997 年和 2002 年设立福兴祥配送和福兴祥物流从事品牌代理和商业物流业务，经过二十余年的积累，现已发展成为国内规模较大的商业物流企业，为国家 AAAA 级物流企业和“中国物流百强企业”。公司配送范围覆盖公司下属的所有零售门店，此外公司还为区域内的其他商业企业提供商品供应和中转配送等第三方物流服务，客户覆盖多家知名零售连锁企业。公司物流中心具有较高的现代化智能化管理水平，拥有较强的仓储能力。

线上线下业务协同发展方面，公司目前拥有 O2O 和 B2B 两个线上平台。利群网商是具有利群特色的全新 O2O 模式，依托公司现有线下门店资源和 90%以上比例的自营商品，实现线上线下的有效融合，在共享会员和库存等资源的前提下，通过微信公众号、利群网商 APP、PC 端实现网上下单，配以品类齐全的商品及快捷的配送服务，为顾客提供高效、便捷又省心的消费服务。目前公司旗下所有大型零售门店均已在利群网商上线。利群采购平台是公司利用多年自营供应链的优势，快速切入 B2B 领域，全新打造的线上 B2B 综合服务平台，为便利店和专卖店商户商品进货，酒店、食堂和餐厅日常所需生鲜食品及相关物料采购，企事业单位的办公、福利及劳保用品采购等市场需求提供一站式采购服务。截止 2019 年 6 月，利群网商实现销售 3.09 亿元，同比增长 16.10%；利群采购平台实现销售 1.18 亿元，同比增长 51.1%。

图 8：利群网商（O2O 模式）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：利群采购平台（B2B 模式）



资料来源：利群采购平台，天风证券研究所

2.3. 收购乐天玛特华东地区门店，加速省外扩张的战略布局

公司以 16.65 亿元收购乐天华东区 15 处房产和 72 家门店，加快公司华东区的布局，实现公司全国性发展战略。公司收购标的为乐天购物（香港）控股直接持有或通过其子公司间接持有的 15 处房产和 72 家门店等经营性商业资产，交易作价人民币 16.65 亿元。受 2017 年年初“萨德事件”影响，乐天玛特在中国门店大部分都已关店，此次收购标的中的部分

门店现处于停业状态，公司在收购后将其陆续恢复营业。

表 3：公司收购乐天 72 家门店情况

| 区域 | 江苏省 | 浙江省 | 安徽省 | 山东省 | 上海市 | 合计 |
|-----------|--------|-------|--------|-------|-------|---------|
| 门店数量 | 54 家 | 4 家 | 8 家 | 4 家 | 2 家 | 72 家 |
| 经营面积（平方米） | 877942 | 70763 | 146999 | 56592 | 34367 | 1186663 |

资料来源：联商网，天风证券研究所

表 4：公司收购乐天华东区的 15 处房产

| 序号 | 公司（或控股子公司）名称 | 土地面积（平米） | 房产建筑面积（平米） |
|----|--------------|----------|------------|
| 1 | 南通康丰置业有限公司 | 17,813 | 40,402 |
| 2 | 南通康丰仓储有限公司 | 40,002 | 6,454 |
| 3 | 江苏乐天玛特商业有限公司 | 4,344 | 34,635 |
| 4 | 江苏乐天玛特商业有限公司 | 712 | 1,015 |
| 5 | 连云港益祥置业有限公司 | 10,344 | 23,192 |
| 6 | 南通美林置业有限公司 | 2,495 | 11,886 |
| 7 | 诸暨德诚置业有限公司 | 1,990 | 6,674 |
| 8 | 南通耀东置业有限公司 | 10,213 | 18,673 |
| 9 | 南通耀东置业有限公司 | 7,520 | 29,708 |
| 10 | 池州市富华置业有限公司 | 7,597 | 26,420 |
| 11 | 南通金优置业有限公司 | 12,718 | 12,686 |
| 12 | 淄博奔达置业有限公司 | 15,237 | 32,071 |
| 13 | 南通富贸置业有限公司 | 5,299 | 17,021 |
| 14 | 南通春辉置业有限公司 | 5,199 | 18,931 |
| 15 | 兴化百昌置业有限公司 | 7,881 | 23,998 |
| | 合计 | 149,362 | 303,765 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过收购乐天玛特华东地区门店，公司门店数量实现翻倍增长，覆盖山东、江苏、安徽、浙江、上海五个区域市场，公司的经营规模显著扩大，同时公司议价能力增强。通过本次股权并购，利群股份新进入上海、浙江、安徽三个区域市场，并通过利用乐天玛特在江苏、山东区域原有门店进一步提高在山东、江苏市场的占有率，进一步加强和巩固区域领先地位和辐射能力，实现在全国区域迅速扩张。收购符合公司长远战略发展规划，是公司从区域经营到全国性布局的重要步骤和飞速跨越。同时，随着终端市场规模的大幅增加，公司与上游厂家的议价能力也将进一步增强，规模优势进一步显现，公司综合毛利率有进一步提升的空间。

随着公司收购乐天玛特事项落地，公司将“乐天玛特超市”改名为“利群时代”，迅速推进收购门店的调整改造工作。公司加速推进收购门店的调整改造工作，从店内动线的调整、商品品类的优化到智能化零售系统的改造等工作有条不紊的展开，确保“利群时代”将以全新的利群形象与各地消费者见面。同时，利群时代门店支持原乐天购物卡换卡再消费，顾客持原乐天玛特购物卡、销售凭证、本人身份证可到原购卡地区利群时代门店将原乐天购物卡更换为利群金卡。

图 10：利群时代外观

图 11：利群时代内部布置



资料来源：联商网，天风证券研究所

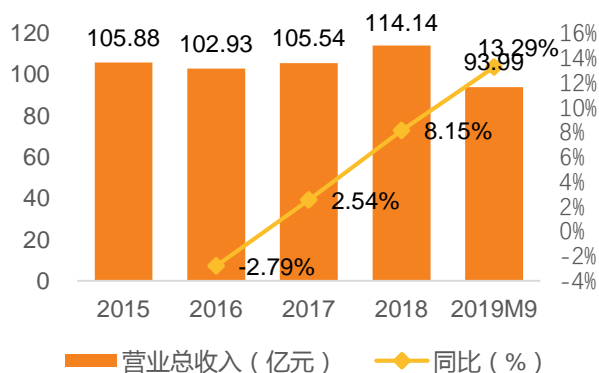


资料来源：联商网，天风证券研究所

3. 财务分析：内生外延推动收入增长，乐天整合导致业绩短期承压

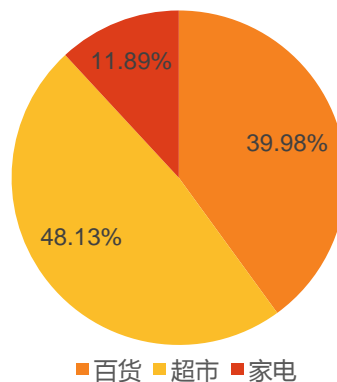
公司新开门店及原有门店销售增长，推动 2019Q1-3 营收同比增速 13.29%。公司 2019Q1-Q3 实现营业收入 93.99 亿元，同比增加 13.29%，主要系新开门店和原有门店增长所致。2019Q1-Q3 百货收入 34.80 亿元，同比增长 0.66%，占比主营收入 39.98%；超市收入 41.89 亿元，同比增长 25.67%，占比 48.13%；家电收入 10.35 亿元，同比增长 3.84%，占比 11.89%。

图 12：公司营收（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司 2019Q1-Q3 主营业务营收结构 (%)

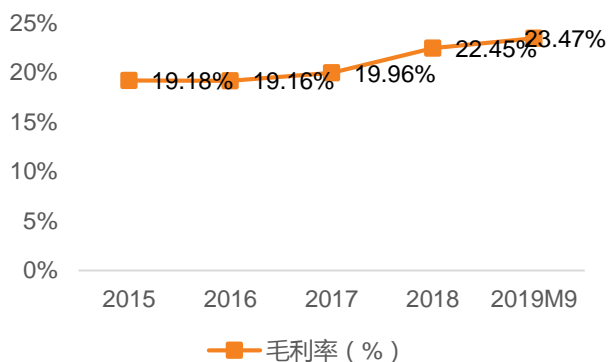


资料来源：公司公告，天风证券研究所

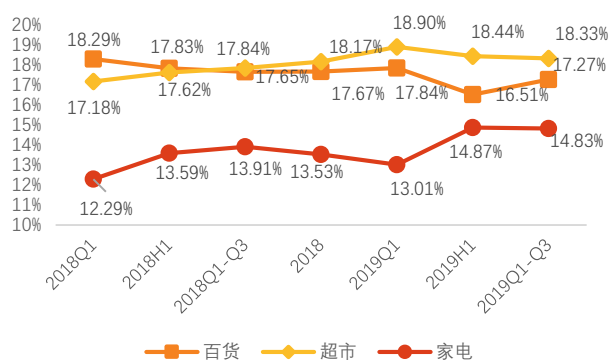
公司超市和家电业务毛利率有所上升，推动公司综合毛利率上行。公司 2019Q1-Q3 毛利率为 23.47%，同比上升 1.27pct，主要系超市和家电业务毛利率有所上升，百货业态毛利率略有下降。分业务看，2019Q1-Q3 公司百货/超市/家电毛利率分别为 17.27%/18.33%/14.83%，同比变动-0.38pct/+0.49pct/+0.91pct。

图 14：公司毛利率 (%)

图 15：公司分业务毛利率 (%)



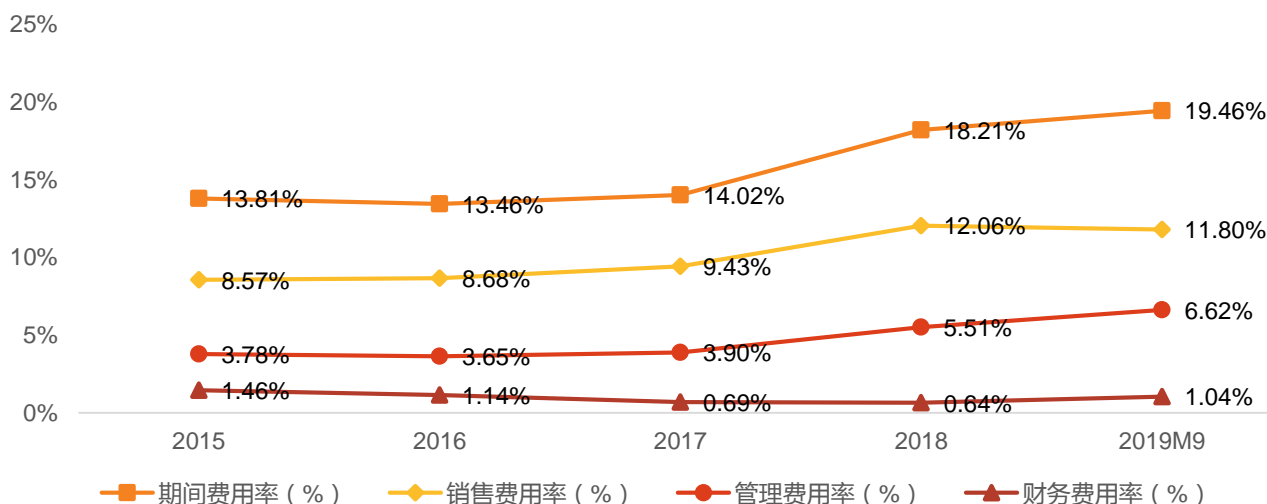
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司销售管理费用率有所上升，财务费用率略有上升，推动公司期间费用率明显上升。公司2019Q1-Q3期间费用率19.46%，同比增加3.32pct。其中，2019Q1-Q3销售费用率11.8%，同比增加0.91pct；管理费用率6.62%，同比增加1.95pct，主要系新开利群时代门店管理费用增加所致；财务费用率1.04%，同比增加0.46pct，主要系短期借款增加进而使得利息支出增加所致。

图 16：公司期间费用率 (%)

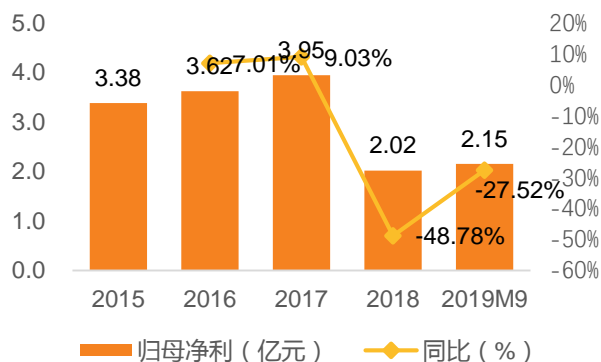


资料来源：公司公告，天风证券研究所

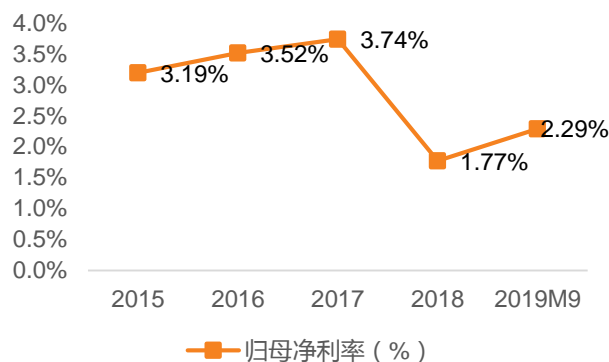
由于利群时代新开门店报表亏损，导致公司业绩同比下降，但亏损幅度相比于上半年已明显收窄。截止2019年9月，公司实现业绩2.15亿，同比下降27.52%，主要系利群时代新开门店报表亏损所致。利群时代门店由于开业时间较短，处于市场培养开拓阶段，前期费用投入较大，导致亏损，但亏损幅度相比2019年上半年已明显收窄，门店经营状况持续改善，截止目前，利群时代已有部分门店实现盈利。

图 17：公司归母净利润 (亿元, %)

图 18：公司归母净利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

假设公司 2019/2020/2021 年百货收入增速分别为 0.5%/-10%/10%；

假设公司 2019/2020/2021 年超市收入增速分别为 21%/25%/15%；

假设公司 2019/2020/2021 年家电收入增速分别为 2%/-10%/10%；

假设公司 2019/2020/2021 年其他业务收入增速分别为 25%/10%/25%。

预计公司 2019/2020/2021 年营业收入为 125.37 亿/134.88 亿/153.35 亿元，归母净利为 2.8 亿/4.1 亿/6.1 亿元。

表 5：公司营收拆分及营收业绩预测（百万元）

| 利群股份 | 2017 | 2018 | 2019Q1-3 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|--------|---------|----------|-----------|------------|-------------|
| 营业收入 | 10554 | 11414 | 9399 | 12,537.03 | 13,488.38 | 15,334.88 |
| 增长率 | | 8.15% | 13.29% | 9.84% | 7.59% | 13.69% |
| 百货收入 | 4464 | 4738 | 3480 | 4,761.24 | 4285.11732 | 4713.629052 |
| 增长率 | | 6.13% | 0.66% | 0.50% | -10% | 10% |
| 占比 | | 42% | 37% | 38% | 32% | 31% |
| 超市收入 | 4061 | 4618 | 4189 | 5,588.04 | 6,985.05 | 8,032.81 |
| 增长率 | | 13.71% | 25.67% | 21% | 25% | 15% |
| 占比 | | 40% | 45% | 45% | 52% | 52% |
| 家电收入 | 1362 | 1339 | 1035 | 1,365.37 | 1,228.83 | 1,351.72 |
| 增长率 | | -1.74% | 3.84% | 2% | -10% | 10% |
| 占比 | | 12% | 11% | 11% | 9% | 9% |
| 其他业务收入 | 566 | 720 | 695 | 899.43 | 989.38 | 1,236.72 |
| 增长率 | | 27.12% | 36.45% | 25% | 10% | 25% |
| 营业成本 | 8448 | 8852 | 7193 | 9,590.83 | 10,284.89 | 11,654.51 |
| 毛利率 | 19.96% | 22.45% | 23.47% | 23.50% | 23.75% | 24.00% |
| 归母净利 | 395 | 202 | 215 | 280.19 | 413.90 | 606.80 |
| 增长率 | | -48.78% | -27.52% | 30.10% | 47.72% | 46.61% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。山东省内零售领先企业，批发+仓储配送+多业态零售，

并购乐天加速拓展华东区域，原乐天亏损逐步收窄。由于公司既具有百货、购物中心业态，又具有超市业态，因此选择可比公司永辉超市、家家悦、重庆百货、王府井，取其 2019 年相对估值 wind 一致预期平均值 22.825 倍，作为利群股份 2019 年相对估值预测。2019 年公司净利润预期为 2.8 亿，因此目标市值 63.91 亿元，给出目标价 7.42 元。综合预计 2019-21 年净利润分别为 2.8 亿、4.1 亿和 6.1 亿，当前市值对应 22/15/10xPE。

表 6: 可比公司 2019 年相对估值 wind 一致预期

| | PE2019E |
|------|---------|
| 永辉超市 | 39.21 |
| 家家悦 | 33.15 |
| 重庆百货 | 10.41 |
| 王府井 | 8.53 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

市场风险: 宏观经济波动将影响一个国家的 GDP、居民可支配收入和年消费性支出，并影响零售市场的消费需求，因而零售行业比较容易受到宏观经济周期性波动的影响。近年来，我国的 GDP 等重要经济指标保持较快的增长速度，但是受到全球经济下滑的影响，国际贸易保护主义抬头、国内结构性失调等问题凸显，我国未来经济发展的压力逐步显现，未来经济走势的不确定性增大。

经营风险: 零售企业的发展需要依靠现有门店经营管理水平提高，购物环境的改善实现内生增长，但当区域竞争激烈，市场趋于饱和时，企业通常需要新设门店以实现外生增长。公司从事零售业务多年，拥有丰富的市场经验和选址心得，公司内部对门店选址也设有较为严格的标准，对项目进行可行性研究并进行多方论证。虽然公司选址标准严格，但如果由于地理位置而未能取得良好效益，不仅难以实现目标市场定位，还可能带来一定的经营风险。

管理风险: 根据公司的发展规划，当前及今后一段时期内，公司将处于开店数量及经营规模较快扩张的时期。随着公司门店数量和营业面积的增加、地区布点的不断拓展，资产规模将迅速扩张，公司经营管理的复杂程度将不断提高。这对公司的采购供应、销售服务、物流配送、人力资源、财务核算、信息技术等的管理提出了更高的要求，增加了公司营运和管理的难度。如果公司管理层的业务素质及管理水平不能适应公司规模快速扩大的需要，组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而做及时、相应的调整和完善，可能给公司带来一定的管理风险。

跨区域经营风险: 公司目前经营区域覆盖山东、江苏、安徽、上海等华东区域省市。由于我国零售行业区域消费习惯和市场环境差异较大，如何在跨区域经营的过程中顺利完成品牌招商以及跨区域物流配送，通过市场营销等一系列手段扩大利群品牌在山东省外其他地区的影响，对公司未来的发展形成一定机遇和挑战。

疫情影响超预期: 受疫情影响，百货行业客流量下滑。若消费者在较长时间内减少百货消费，公司营收业绩或受影响。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 543.04 | 2,220.46 | 135.59 | 1,275.24 | 2,091.10 |
| 应收票据及应收账款 | 138.64 | 152.86 | 164.94 | (201.31) | (228.87) |
| 预付账款 | 199.70 | 397.80 | 217.41 | 433.49 | 330.10 |
| 存货 | 1,275.23 | 2,059.94 | 1,306.88 | 2,313.32 | 1,796.42 |
| 其他 | 694.69 | 492.20 | 468.49 | 582.44 | 530.08 |
| 流动资产合计 | 2,851.29 | 5,323.26 | 2,293.31 | 4,403.18 | 4,518.84 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 2.84 | 2.84 | 2.84 | 2.84 |
| 固定资产 | 2,970.61 | 5,224.48 | 5,195.91 | 5,143.44 | 5,063.63 |
| 在建工程 | 813.49 | 255.69 | 189.41 | 161.65 | 126.99 |
| 无形资产 | 574.67 | 1,111.51 | 1,069.04 | 1,026.57 | 984.10 |
| 其他 | 610.51 | 945.14 | 788.54 | 720.47 | 628.55 |
| 非流动资产合计 | 4,969.28 | 7,539.65 | 7,245.74 | 7,054.97 | 6,806.11 |
| 资产总计 | 7,820.58 | 12,862.91 | 9,539.06 | 11,458.15 | 11,324.95 |
| 短期借款 | 680.00 | 1,160.00 | 1,160.00 | 1,010.00 | 1,010.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,512.79 | 2,206.05 | 1,363.20 | 2,617.56 | 2,002.69 |
| 其他 | 947.57 | 4,077.50 | 1,610.72 | 2,234.60 | 2,471.72 |
| 流动负债合计 | 3,140.37 | 7,443.56 | 4,133.92 | 5,862.16 | 5,484.42 |
| 长期借款 | 129.77 | 606.96 | 606.96 | 606.96 | 606.96 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 12.94 | 241.94 | 90.19 | 115.02 | 149.05 |
| 非流动负债合计 | 142.71 | 848.89 | 697.14 | 721.98 | 756.00 |
| 负债合计 | 3,283.08 | 8,292.45 | 4,831.07 | 6,584.14 | 6,240.42 |
| 少数股东权益 | 2.09 | 2.07 | 2.07 | 2.04 | 2.00 |
| 股本 | 860.50 | 860.50 | 860.50 | 860.50 | 860.50 |
| 资本公积 | 1,762.67 | 1,765.52 | 1,765.52 | 1,765.52 | 1,765.52 |
| 留存收益 | 3,674.91 | 3,707.73 | 3,845.43 | 4,011.48 | 4,222.03 |
| 其他 | (1,762.67) | (1,765.35) | (1,765.52) | (1,765.52) | (1,765.52) |
| 股东权益合计 | 4,537.50 | 4,570.47 | 4,707.99 | 4,874.01 | 5,084.53 |
| 负债和股东权益总 | 7,820.58 | 12,862.91 | 9,539.06 | 11,458.15 | 11,324.95 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 394.49 | 202.06 | 280.19 | 413.90 | 606.80 |
| 折旧摊销 | 214.28 | 311.12 | 197.32 | 202.70 | 206.94 |
| 财务费用 | 55.56 | 61.14 | 70.29 | 72.60 | 56.74 |
| 投资损失 | (13.51) | (14.37) | (9.29) | (9.29) | (9.29) |
| 营运资金变动 | (399.33) | (55.70) | (2,275.69) | 987.58 | 429.30 |
| 其它 | 685.89 | (482.92) | (0.01) | (0.03) | (0.04) |
| 经营活动现金流 | 937.39 | 21.32 | (1,737.20) | 1,667.46 | 1,290.45 |
| 资本支出 | 696.25 | 2,257.15 | 211.75 | 55.17 | 15.97 |
| 长期投资 | 0.00 | 2.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,971.81) | (1,693.63) | (262.45) | (125.88) | (56.68) |
| 投资活动现金流 | (1,275.56) | 566.37 | (50.71) | (70.71) | (40.71) |
| 债权融资 | 844.59 | 1,929.77 | 1,845.75 | 1,709.10 | 1,728.21 |
| 股权融资 | 1,427.29 | (70.42) | (70.45) | (72.60) | (56.74) |
| 其他 | (2,034.42) | (1,005.79) | (2,072.26) | (2,093.60) | (2,105.34) |
| 筹资活动现金流 | 237.46 | 853.57 | (296.97) | (457.10) | (433.88) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (100.71) | 1,441.26 | (2,084.87) | 1,139.65 | 815.86 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 10,553.77 | 11,413.92 | 12,537.03 | 13,488.38 | 15,334.88 |
| 营业成本 | 8,447.59 | 8,851.93 | 9,722.47 | 10,460.24 | 11,869.20 |
| 营业税金及附加 | 84.33 | 98.08 | 101.56 | 134.88 | 153.35 |
| 营业费用 | 995.55 | 1,376.53 | 1,604.74 | 1,632.09 | 1,794.18 |
| 管理费用 | 411.31 | 628.88 | 702.07 | 674.42 | 690.07 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 72.98 | 73.42 | 70.29 | 72.60 | 56.74 |
| 资产减值损失 | 34.91 | 48.16 | 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 | 13.51 | 14.37 | 9.29 | 9.29 | 9.29 |
| 其他 | (31.57) | (34.80) | (18.58) | (18.58) | (18.58) |
| 营业利润 | 525.17 | 357.35 | 345.19 | 523.44 | 780.63 |
| 营业外收入 | 29.68 | 28.39 | 28.39 | 28.39 | 28.39 |
| 营业外支出 | 2.00 | 11.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 552.84 | 374.15 | 373.58 | 551.83 | 809.02 |
| 所得税 | 158.35 | 172.09 | 93.39 | 137.96 | 202.25 |
| 净利润 | 394.49 | 202.06 | 280.18 | 413.87 | 606.76 |
| 少数股东损益 | (0.04) | (0.02) | (0.01) | (0.03) | (0.04) |
| 归属于母公司净利润 | 394.53 | 202.08 | 280.19 | 413.90 | 606.80 |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.23 | 0.33 | 0.48 | 0.71 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 2.54% | 8.15% | 9.84% | 7.59% | 13.69% |
| 营业利润 | 13.48% | -31.95% | -3.40% | 51.64% | 49.14% |
| 归属于母公司净利润 | 9.03% | -48.78% | 38.66% | 47.72% | 46.61% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 19.96% | 22.45% | 22.45% | 22.45% | 22.60% |
| 净利率 | 3.74% | 1.77% | 2.23% | 3.07% | 3.96% |
| ROE | 8.70% | 4.42% | 5.95% | 8.50% | 11.94% |
| ROIC | 12.26% | 5.50% | 9.34% | 7.94% | 13.69% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 41.98% | 64.47% | 50.65% | 57.46% | 55.10% |
| 净负债率 | 6.65% | -6.36% | 36.32% | 8.90% | -7.14% |
| 流动比率 | 0.91 | 0.72 | 0.55 | 0.75 | 0.82 |
| 速动比率 | 0.50 | 0.44 | 0.24 | 0.36 | 0.50 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 76.25 | 78.31 | 78.90 | -741.85 | -71.30 |
| 存货周转率 | 7.93 | 6.84 | 7.45 | 7.45 | 7.46 |
| 总资产周转率 | 1.42 | 1.10 | 1.12 | 1.28 | 1.35 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.46 | 0.23 | 0.33 | 0.48 | 0.71 |
| 每股经营现金流 | 1.09 | 0.02 | -2.02 | 1.94 | 1.50 |
| 每股净资产 | 5.27 | 5.31 | 5.47 | 5.66 | 5.91 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 15.29 | 29.85 | 21.53 | 14.57 | 9.94 |
| 市净率 | 1.33 | 1.32 | 1.28 | 1.24 | 1.19 |
| EV/EBITDA | 11.31 | 6.43 | 11.35 | 7.20 | 4.83 |
| EV/EBIT | 14.72 | 10.22 | 16.74 | 9.64 | 6.02 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |