

中报业绩稳健符合预期，胶东外地区毛利率提升明显

家家悦(603708)

事件

公司公布 2019 年半年报：2019H1 公司实现营业收入 72.65 亿元，同比增长 16.68%；实现归母净利润 2.26 亿，同比增长 16.85%。其中单 Q2 实现营收 34.61 亿元，同比增长 16.69%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 18.18%。

简评

中报业绩符合预期，单 Q2 业绩增速环比提升

2019H1 公司营收同增 16.68%至 72.65 亿，归母净利润同增 16.85%至 2.26 亿，业绩符合预期。其中单 Q2 归母净利润同增 18.18%，增速环比提升 2.12 pct。

H1 新开店 40 家，渠道网络优势持续增强

2019H1 公司共新开门店 40 家(包含并表河北家家悦的 11 家已开业门店)，新增门店中大卖场 18 家，综合超市 19 家，其他业态 3 家。此外，19H1 公司关闭、调整门店 14 家，上半年净增门店 26 家。截止 6 月末，公司各业态门店数量 758 家，其中大卖场 123 家、综合超市 551 家、百货店 13 家、便利店 13 家、宝宝悦等专业店 58 家，公司一方面加密胶东优势地区渠道布局，一方面积极拓展山东西部、张家口等新市场。

分地区看，胶东地区收入增速稳健，毛利率维持稳定。2019H1 公司胶东地区收入同增 12.3%至 57.7 亿，毛利同比持平为 17.29%。其中单 Q2 胶东地区收入增速约为 15.4%，环比 Q1 提升 5.9 pct，胶东优势地区收入增速有所提升。其他地区受益于福悦祥并表，收入大幅增长 49%。2019 年受益于张家口福悦祥超市并表，公司 H1 其他地区营收同比大增 49%至 9.86 亿。受鲁西门店合伙人制度有效推行，以及张家口地区门店改造升级顺利进行驱动，19H1 其他地区毛利率同比提升 0.61 pct 至 17.31%，略高于胶东地区毛利率。

分业态看，在公司开业两年以上门店中，大卖场/综超/便利店/百货/专业店收入增速分别为 4.74%/4.27%/-3.9%/-2.37%

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 08 月 26 日

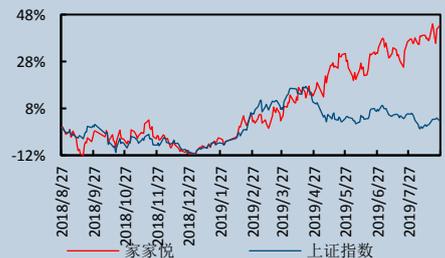
当前股价：24.43 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
6.22/8.73	9.49/9.12	48.87/43.95	
12 月最高/最低价 (元)			30.1/19.69
总股本 (万股)			60,840.0
流通 A 股 (万股)			20,406.22
总市值 (亿元)			148.63
流通市值 (亿元)			49.85
近 3 月日均成交量 (万)			258.02
主要股东			
家家悦控股集团股份有限公司			58.64%

股价表现



相关研究报告

- 19.04.30 【中信建投商业贸易】家家悦(603708): 业绩符合预期，福悦祥并表增厚收入
- 19.04.22 【中信建投商业贸易】家家悦(603708): 业绩符合预期，供应链建设加码，扩张稳步推进
- 18.12.28 【中信建投商业贸易】家家悦(603708): 胶东生鲜超市霸主，内生外延打开广阔成长空间

/6.26%，公司主力业态大卖场&综超均保持 4% 以上的同店增速，主要受益于公司门店管理不断提升、增值税改革以及上半年食品 CPI 处于高位驱动。

H1 毛利率同比有所提升，费用率小幅增长，盈利能力基本保持稳定

2019H1 公司毛利率同比+0.08 pct 至 21.55%，其中单 Q2 公司毛利率受胶东地区毛利率有所下滑影响，同比减少 0.11pct 至 21.29%。费用率方面，2019H1 公司期间费用率同比增加 0.02 pct 至 17.26%，其中销售/管理/财务费用率分别同比-0.12 pct/-0.16 pct/+0.3 pct 至 15.25%/2.09%/-0.08%，财务费用率同比提升较为明显，主要受存款收益和手续费影响。净利率方面，2019H1 公司净利率同比提升 0.02 pct 至 3.04%

H1 经营性现金流总体稳健，存货周转加快

2019H1 公司经营性现金流净额同比增长 8.52% 至 2.61 亿，整体维持稳健，其中单 Q2 经营性现金流净额-1.45 亿（18 单 Q2 为-1.18 亿），单 Q2 经营性现金流为负与备货加大、手续费同比大幅增长有关。存货周转率有所加快，2019H1 公司存货周转天数同比减少 3.63 天至 40.61 天。2019H1 公司应付账款周转天数同比持平，稳定在 53.8 天。

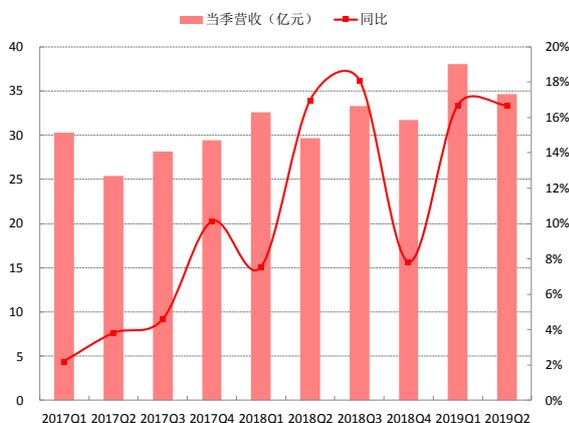
供应链能力持续提升，张家口物流项目年底前开始投产

公司在积极拓展全球直采、基地采购的同时，加快优化物流体系和生鲜加工基地的建设布局。目前主要在建的供应链基地有：①烟台临港综合物流园项目-常温物流分拨中心、办公楼主体工程即将完工，生鲜加工中心主体工程正在施工中；②济南莱芜生鲜加工中心项目-安装工程已完成 90%，预计 2019 年底将完成全部工程并分期投入使用；③张家口综合产业园项目-一期建筑面积约 4 万平米，主体建设工程即将完工，预计 2019 年底前部分投入使用；此外，H1 公司还完成对青岛维客物流中心的升级改造。

投资建议：公司系胶东地区生鲜商超龙头，深耕生鲜供应链，物流能力强劲，目前多个物流中心建设稳步推进，供应链竞争壁垒优势加强。公司对内管理机制、门店架构持续升级，对外展店提速、跨区域扩张稳步推进，张家口地区门店整合顺利，胶东外地区毛利率稳步提升。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.9、5.8、6.7 亿，对应 PE 30X、26X、22X，维持“买入”评级。

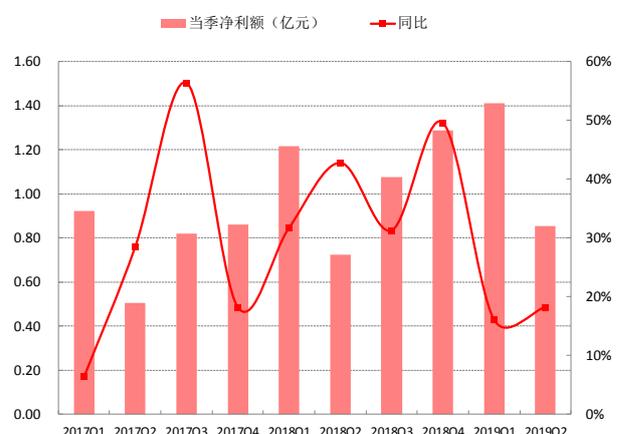
风险因素：居民消费边际倾向下降；行业竞争加剧；跨区域、全渠道业务开展不及预期

图 1：公司分季度营收与增速



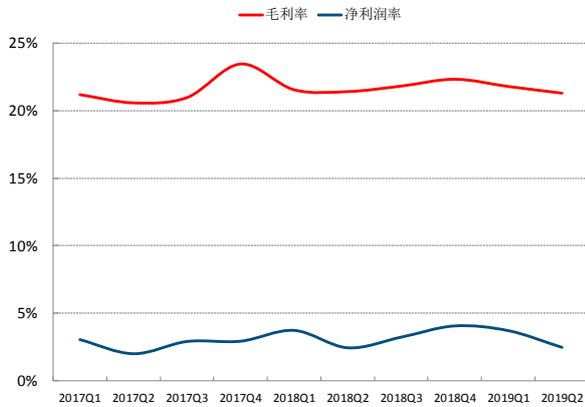
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 2：公司分季度归母净利润与增速



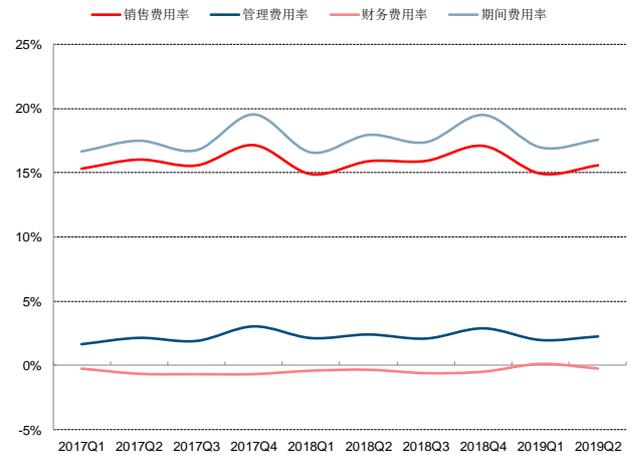
资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 3：分季度毛利率及净利率



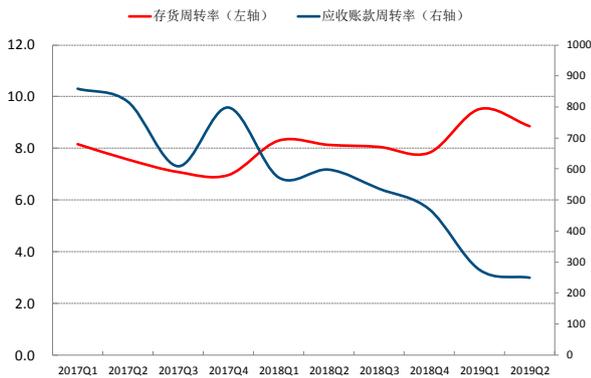
资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 4：公司分季度费用率



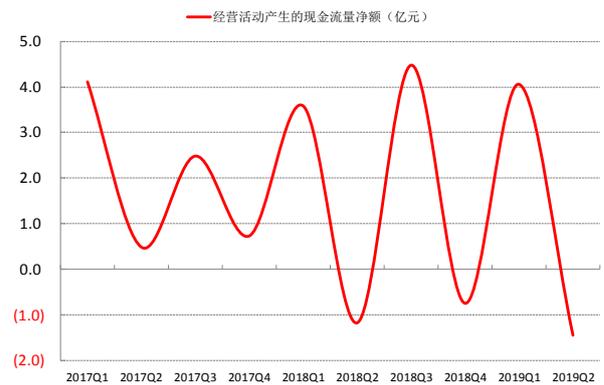
资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

图 5：公司分季度周转率



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 6：公司分季度经营活动产生的现金流



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

附表：盈利预测（百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,730.7	14,876.5	17,336.0	19,964.9	成长性				
减：营业成本	9,958.6	11,586.5	13,502.4	15,561.1	营业收入增长率	12.4%	16.9%	16.5%	15.2%
营业税费	56.7	62.5	72.8	83.9	营业利润增长率	23.9%	21.3%	17.2%	17.5%
销售费用	2,029.2	2,380.2	2,773.8	3,194.4	净利润增长率	38.4%	14.1%	17.4%	16.9%
管理费用	301.4	312.4	355.4	399.3	EBITDA 增长率	20.2%	40.4%	23.4%	17.8%
财务费用	-59.4	-86.7	-96.2	-128.9	EBIT 增长率	16.9%	35.3%	18.2%	15.0%
资产减值损失	-3.7	3.1	2.5	2.3	NOPLAT 增长率	41.4%	10.9%	18.2%	15.0%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	-119.0%	144.5%	118.8%	56.6%
投资和汇兑收益	7.5	3.7	3.7	3.7	净资产增长率	13.1%	13.9%	14.3%	14.6%
营业利润	513.0	622.3	729.1	856.6	利润率				
加：营业外净收支	-1.1	4.1	5.5	1.0	毛利率	21.8%	22.1%	22.1%	22.1%
利润总额	511.9	626.4	734.6	857.6	营业利润率	4.0%	4.2%	4.2%	4.3%
减：所得税	86.8	137.8	161.6	188.7	净利润率	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%
净利润	429.9	491	575.88	673.5	EBITDA/营业收入	4.5%	5.4%	5.8%	5.9%
资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	3.1%	3.6%	3.7%	3.6%
货币资金	2,283.7	2,401.5	2,600.4	2,994.7	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	45	43	40
应收帐款	144.4	95.3	251.4	181.2	流动营业资本周转天数	-63	-55	-43	-31
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	121	111	114	123
预付帐款	288.5	310.1	432.5	518.4	应收帐款周转天数	3	3	4	4
存货	1,290.4	2,185.5	2,465.3	3,759.1	存货周转天数	36	42	48	56
其他流动资产	89.2	104.2	166.0	290.0	总资产周转天数	190	186	179	180
可供出售金融资产	0.3	0.3	0.3	0.3	投资资本周转天数	-9	6	12	19
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	119.3	119.3	119.3	119.3	ROE	15.8%	15.8%	16.1%	16.4%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	5.9%	6.0%	6.3%	6.1%
固定资产	1,778.2	1,944.7	2,158.1	2,232.2	ROIC	-47.5%	277.6%	134.2%	70.5%
在建工程	222.6	193.6	176.1	165.7	费用率				
无形资产	149.0	138.6	128.2	117.9	销售费用率	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
其他非流动资产					管理费用率	2.4%	2.1%	2.1%	2.0%
资产总额	7,155.2	8,178.2	9,082.3	10,895.4	财务费用率	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
短期债务	140.0	-	42.3	144.9	三费/营业收入	17.8%	17.5%	17.5%	17.4%
应付帐款	1,819.6	2,100.5	2,220.3	2,690.1	偿债能力				
应付票据	384.5	400.8	431.8	501.9	资产负债率	60.8%	60.9%	59.7%	61.5%
其他流动负债					负债权益比	154.9%	155.7%	148.4%	160.0%
长期借款	20.0	-	35.1	180.3	流动比率	0.96	1.04	1.12	1.21
其他非流动负债					速动比率	0.66	0.59	0.65	0.62
负债总额	4,347.7	4,980.0	5,426.3	6,705.2	利息保障倍数	-6.66	-6.18	-6.58	-5.64
少数股东权益	85.7	84.4	81.5	77.0	分红指标				

上市公司简评报告

股本	468.0	608.4	608.4	608.4	DPS(元)	0.43	0.16	0.19	0.22
留存收益	2,253.4	2,505.4	2,966.1	3,504.9	分红比率	61.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,807.5	3,198.2	3,656.0	4,190.2	股息收益率	1.8%	0.7%	0.8%	0.9%
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	425.2	490.5	575.9	673.5	EPS(元)	0.71	0.81	0.95	1.11
加:折旧和摊销	285.2	272.9	364.4	446.8	BVPS(元)	4.47	5.12	5.88	6.76
资产减值准备	-3.7	-	-	-	PE(X)	34.6	30.3	25.8	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	5.5	4.8	4.2	3.6
财务费用	3.6	-86.7	-96.2	-128.9	P/FCF	-42.1	131.4	68.7	31.9
投资收益	-7.5	-3.7	-3.7	-3.7	P/S	1.17	1.00	0.86	0.74
少数股东损益	-4.8	-1.9	-2.9	-4.5	EV/EBITDA	11.9	15.0	12.1	10.2
营运资金的变动	-93.7	14.3	-150.8	-334.5	CAGR(%)	16.3%	24.8%	22.6%	16.3%
经营活动现金流	613.5	685.4	686.7	648.6	PEG	2.1	1.2	1.1	1.4
投资活动现金流	-1,078.9	-396.3	-546.3	-496.3	ROIC/WACC	-5.3	31.0	15.0	7.9
融资活动现金流	-230.1	-171.2	58.5	242.0	REP	-8.6	1.1	1.0	1.2

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

周博文 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859