

## 非公开发行助力未来成长，维持推荐

核心观点：

### 1. 事件摘要

公司发布非公开发行股票修订方案。未来拟在山东省及周边省份新建连锁超市 270 家，同时本着“区域密集、城乡一体、多业态互补”的网络发展战略，同步建设张家口、淮北综合产业园以及羊亭购物广场。

### 2. 我们的分析与判断

**(一) 连锁超市发展募集资金达 11.2 亿，占总募集项目 50%，未来开店增速仍将维持较快水平**

公司现有门店 874 家，2017/2018/2019/2020Q3 总门店数为 631 家/675 家/732 家/783 家/874 家，分别对应新增门店数量为 68 家/85 家/80 家/91 家，预计 2020 年全年开店将达到或超过 100 家，展店节奏呈现出加速态势，年均开店数量为 81 家。募集方案中计划连锁超市在未来三年新增门店 270 家，年均新增门店 90 家，考虑同期供应链建设进度与应用程度，我们预计未来三年公司总体的开店节奏或呈现出前低后高的走势，结合公司优秀的经营管理能力，门店培育期继续得到优化的同时将加速公司周转水平，搭配流动资金的补充，为完成开店计划提供基础保障。

**(二) 供应链建设始终是超市行业的首要考量**

超市业态的销售半径相对有限，比起大范围跨区域的无序扩张，我们认为区域加密才是重中之重，连锁品牌的品牌效应终究要靠“连锁”去实现。公司近年来通过收并购等方式主动渗透山东省周边的区域市场，目前新增覆盖河北、内蒙古、安徽、江苏等省内部分地区，并已拥有 57 家门店，山东省外门店数量虽占比较低，但从公司供应链建设方向不难看出“省外加密”的扩张路径值得期待。方案拟募集 5.7 亿（总投资约 8.1 亿）建设约 16.5 万平方米综合产业园区（张家口 11 万平方米，淮北 5.5 万平方米）。建设两个现代化的物流和农产品加工示范园区，成为区域性中央仓储物流中

## 家家悦(603708.SH)

**推荐** 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130517040001

甄唯萱

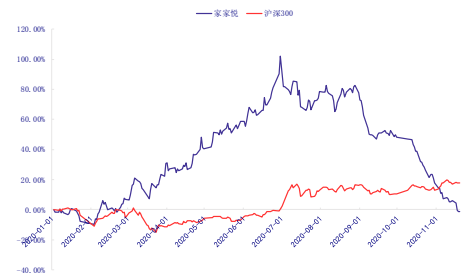
✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间 2020.11.19



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】公司 2020 半年报点评\_零售行业\_家家悦(603708.SH)\_上半年同店表现优异配合省内外展店提速延续 Q1 亮眼表现，维持推荐\_20200827

【中国银河研究院\_李昂团队】公司 2019 年年报暨 2020 一季报点评\_零售行业\_家家悦(603708.SH)\_展店加速推动 19 年规模增长，疫情驱使期间消费场景家庭化致 20Q1 表现超预期\_20200421



心，为周边门店提供新鲜、及时、安全的商品配送，并通过规模优势降低商品物流仓储成本，为周边门店的后续快速发展和稳定经营带来强有力支持。

【中国银河研究院 李强团队】公司深度报告 零售  
行业-家家悦(603708.SH)-山东地区生鲜霸主，省  
内外成长空间广阔，强烈推荐 20191202

### **(三) 建设体验感较强的综合体，继续丰富自有业态，主动挖掘市场需求**

中国消费市场近年来虽面临整体增速下滑的困境，但我们始终认为中国的消费升级趋势从未发生改变，一些潜在的需求并没有被充分挖掘，消费市场当前面临的问题时有效供给不足。公司主动投入，深挖市场需求的经营方向值得肯定。再者，公司之前已具备充分的零售多业态运营经验，我们认为公司打造的新综合体将会给消费者带来不一样的服务体验，值得期待。

## **3 . 投资建议**

我们维持公司盈利预测：2020/2021/2022 实现营收 184.56/216.06/251.80 亿元，归母净利润 5.68/6.82/7.82 亿元，对于 EPS 0.93/1.21/1.29，对应 PE 26/20/18 倍，维持“推荐评级”。

## **4 . 风险提示**

CPI 不及预期的风险；展店不及预期的风险；收购门店业绩不及预期的风险。

附：

## 1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12730.71	15263.76	18455.68	21606.23	25179.65
增长率	12.36%	19.90%	20.91%	17.07%	16.54%
归属母公司股东净利润	429.92	457.55	567.56	681.74	781.87
增长率	38.35%	6.43%	24.04%	20.12%	14.69%
EPS (元/股)	0.92	0.75	0.93	1.12	1.29
销售毛利率	21.77%	21.85%	21.36%	21.50%	21.24%
净资产收益率(ROE)	16.63%	15.68%	17.64%	19.53%	20.56%
市盈率(P/E)	48	59	26	21	19
市净率(P/B)	9.59	9.00	4.56	4.20	3.85
市销率(P/S)	2.11	1.76	0.79	0.68	0.58

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2020 年 11 月 19 日收盘价）

表 2：可比公司最新估值情况

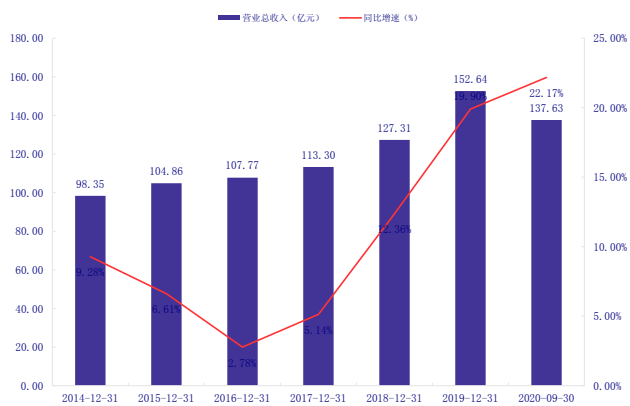
境内可比公司							
	永辉超市	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团	均值	中位数
PE	36	50	100	21	(44)	33	50
PB	3.55	1.68	1.25	3.47	1.34	2.26	1.68
PS	0.79	0.70	0.46	1.36	0.29	0.72	0.79
境外可比公司							
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	莫里森	均值	中位数
PE	24	41	(22)	13	17	15	17
PB	5.37	9.15	1.33	2.94	1.29	4.02	2.94
PS	0.69	0.96	0.16	0.22	0.32	0.47	0.32

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

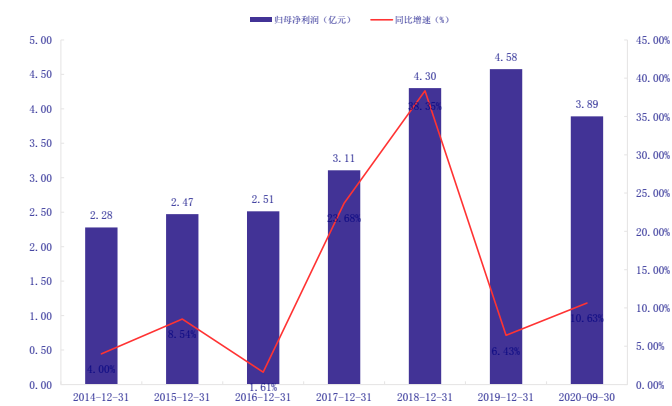
## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2020Q3 营业收入(亿元)及同比(%)

图 2：2014-2020Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



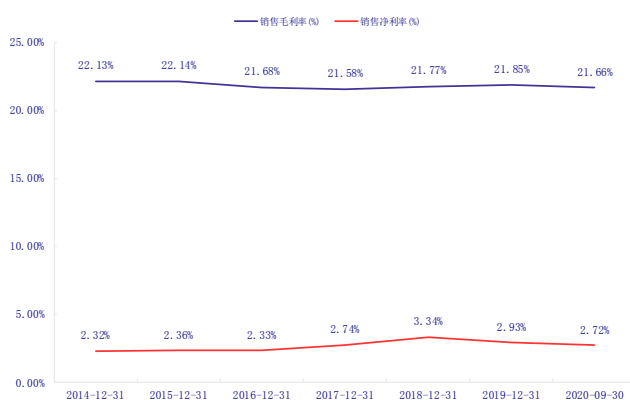
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理



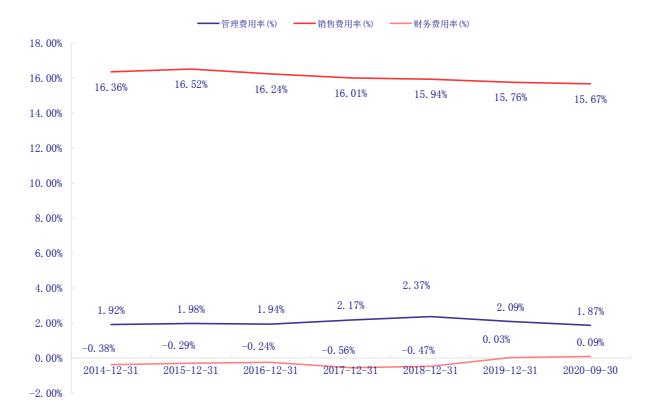
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2014-2020Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况

图 4：2014-2020Q3 期间费用率(%)变动情况

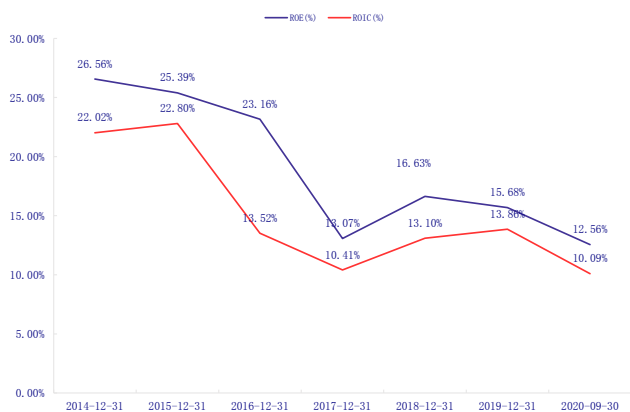


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2014-2020Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：家家悦截止 2020 年前三季度年门店变动情况 (家)

报告期末门店总数	新增门店	关闭门店	净增加门店
----------	------	------	-------

2020Q3	874	33	3	30
2020Q2	844	22	3	19
2020Q1	825	45	3	42
2019 年末	783	80	29	51

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：家家悦 2020Q3 主营业务按地区拆分（亿元）

分地区	主营业务收入（亿元）	同比变动（%）	毛利率（%）	同比变动（%）
山东省	115.39	16.95	18.39	0.63
省外地区	11.10	321.85	14.27	-3.25
总计	126.48	24.87	18.03	0.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：家家悦 2020Q3 主营业务按业态拆分（亿元）

分地区	主营业务收入（亿元）	同比变动（%）	毛利率（%）	同比变动（%）
大卖场	64.91	33.49	18.22	0.01
综合超市	59.07	19.81	18.03	0.44
百货	0.80	-27.24	11.56	-0.53
其他业态	1.70	-24.86	13.97	-0.33
总计	126.48	24.87	18.03	0.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 6：家家悦 2020 年一季度至今重大事项进展

事件类型	内容
2020 年非公开发行 A 股股票预案	<p>2020 年 9 月 16 日公司公告 2020 年非公开发行 A 股股票预案，公司拟发行不超过 1.82 亿股，募集资金不超过 22.8 亿元，其中公司控股股东“家家悦控股”拟认购不超过 5 亿元。本次募集资金项目预计投向以下 5 个项目：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、 连锁超市发展项目，计划未来 3 年内在山东省及周边省市新建门店 270 家，总投资额预计 11.24 亿元，预计使用募集资金 11.20 亿元；</li> <li>2、 张家口综合产业园项目，总投资额预计 5.70 亿元，预计使用募集资金 3.70 亿元，建设内容包括中央厨房生鲜加工车间及配套车间等；</li> <li>3、 淮北综合产业园项目（一期），总投资额预计 2.39 亿元，预计使用募集资金 2.00 亿元，建设内容包括常温仓及配套车间、检测检疫楼等；</li> <li>4、 羊亭购物广场项目，总投资额预计 2.08 亿元，预计使用募集资金 1.90 亿元，公司拟在威海市羊亭镇投资实施“羊亭购物广场项目”，该项目总建筑面积为 3.07 万平方米；</li> <li>5、 补充流动资金，预计使用募集资金 4.00 亿元。</li> </ol> <p><b>截止 2020 年 10 月 31 日，本次非公开发行股票预案已获得证监会受理。</b></p>
关于退出参与发起设立人寿保险公司的公告	<p>2020 年 10 月 31 日，公司发布公告称 2017 年 2 月 5 日，公司审议通过了《关于参与发起设立人寿保险公司的议案》，拟投资 1.1 亿元参与发起设立安然人寿保险有限公司，认购安然人寿保险 11% 的股份。然而目前，安然人寿保险仍处于申请阶</p>

段。截至本公告披露日，安然人寿保险尚未正式进入筹建和设立阶段，公司也未实际进行出资，故而公司退出参与发起设立安然人寿保险的决定不会对公司业务发展和经营管理产生影响，不存在损害公司及全体股东利益的情形。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 7: 家家悦 2018-2020 年上半年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2020 年上半年的规划	2020 年上半年对于 2020 年的规划
<b>发展战略</b>	坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略，扎实推进连锁网络建设，加快线上线下的融合，为消费者提供质量好、物有所值的商品，成为中国最优秀的零售企业；不断加强高效的生鲜食品供应链体系建设，打造社会化的服务平台。	坚持以超市为核心主业，成为区域密集、多业态、全渠道、全产业链、全国化的零售企业，为消费者提供质量好、物有所值的商品以及便利的购物体验；不断加强高效的生鲜食品供应链体系建设，打造社会化的供应链服务平台。
<b>经营计划</b>	<p>1、开店计划：继续坚持区域密集、城乡一体、多业态并举的网点战略，省内扩张和省外拓展同步推进，加快选址开店速度，扩大全省的覆盖范围，增加省外的市场占有率。2020 年上半年计划新开门店 100 家。（实际：新开 80 家）</p> <p>2、业态分级和升级：按照大卖场引领、综合超市补充的原则，抓好业态分级和精准定位，增强大卖场的竞争力、社区综超服务居民便利生活的能力和农村综超的综合服务能力，形成立体布局、功能互补的一体化网络。同时加快门店的升级改造，根据商圈客群和消费需求，从店部设计、商品配置等方面对改造店进行准确定位，增强服务功能和顾客体验，提升门店盈利能力；</p> <p>3、创新发展：抓好信息系统的引进升级，启动实施 SAP 系统项目的上线，提高业务流程的标准化，提升经营效率；要在全渠道营销上实现突破，推进线上线下的融合，既要做好到店服务，又要做好到家服务，通过成立团队或与平台合作，开展到家业务，打造线上线下一体化的全渠道模式。要整合资源，通过品牌+供应链+技术+资本的模式，开展对外合作和供应链输出服务，打造开放型的平台；</p> <p>4、深化机制改革：要加强组织架构调整，加快流程变革，建立更加扁平化、敏捷式的工作方式；分配机制要探索多元化的激励方式，进一步扩大合伙人机制试点的推广范围，最大限度发挥员工的创业激情；</p> <p>5、优化供应链体系：按照网络布局规划，对供应链体系进行战略布局，推进烟台临港综合物流园、莱芜生鲜加工物流中心项目的建设，并分期投入使用，完成维客物流中心的升级改造，启动张家口综合产业园项目的规划建设，打造更强的供应链平</p>	<p>1、新店发展：按照区域密集、城乡一体、多业态发展的网点战略，山东市场要加快速度、增强密度、全面覆盖，尤其是加快西部区域的发展速度，同时积极向省外周边地区拓展，形成更大范围的跨区域经营，通过开店和资本合作的方式，做大做强连锁规模。2020 年计划新开门店 100 家。</p> <p>2、老店提升：加快老店的升级，按照好店的标准，围绕“顾客消费、家庭生活、品质健康”的需求，加快商品结构调整和品类优化，加强门店的精细化管理，重视商品质量和环境服务，打造顾客眼中好的店部形象，为顾客提供更加精准的服务，提升顾客的粘性和忠诚度。</p> <p>3、供应链优化：加强以顾客为中心的供应链研究，提高商品的组织能力，在增强总部集采能力的同时，强化区域联动，形成总部采购与区域采购相协调的采购平台；<b>整体规划各个物流中心的功能定位，整合各区域的物流资源，实现各物流间的智能联动，提高物流综合运营效率；加快生鲜加工中心工厂模式在济南、青岛等区域的复制，形成总部总体管控、各厂生产、产品互补联动的模式，提高自有品牌的市场占有率。</b></p> <p>4、创新升级：保障 SAP 系统项目一期上线成功，<b>推进二期开发，通过流程信息化推动组织变革</b>，提高业务流程的标准化和经营效率；<b>加强新零售业务推广，推动 O2O 及社区团购业务在公司连锁网络布局区域内全覆盖，适度复制布局生活港新业态</b>，强化线上线下联动和到店到家服务，打造企业自己的线上平台，丰富顾客的购物体验。</p>

台;商品要加强全球基地直采,做大做强优势品类,通过做强品质,引进优质的特色商品,提高差异化竞争能力;工业板块要形成设计、生产、质量、营销的一体化格局,增强市场竞争能力,提高市场占有率;

6、顾客服务:以会员为抓手,整合大数据资源,加强对顾客需求和消费趋势的研究,为顾客精准画像,为采购提供依据,为门店提供指导,为会员提供精准化的商品和服务;按照好店的标准,提高营运能力和服务标准,为顾客提供专业化的服务;利用新媒体、新渠道,整合厂家、会员等资源,创新营销模式,加强与顾客的互动,加快移动互联、刷脸支付等新技术的推广应用,增强顾客的体验服务。

5、提质增效:按照“质量第一、效率优先”的原则,全面梳理公司现有资源,包括供应链、服务、经营、管理、团队等各方面,整合提升资源效率,提高精细化管理水平,实现公司的高质量发展。

**风险提示**

1、宏观经济波动的风险:

2、市场竞争的风险:

3、新区域拓展及新项目投入的风险:

1、宏观经济波动的风险:

2、市场竞争的风险:

3、新区域拓展及新项目投入的风险:

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

注:其中删除线内容为相较针对2020年上半年的业务规划,针对2020年不再提及的内容;加粗内容为针对2020年的新补充部分。

## 5.公司前十大股东情况跟踪

表8:家家悦前十大股东情况(更新自2020年三季度报)

排名	股东名称	方向	期末持股数量(万股)	报告期内持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	家家悦控股集团 股份有限公司	不变	35676.87	-	58.64	-	境内非国有法人
2	威海信悦投资管理 有限公司	不变	4756.92	-	7.82	-	境内非国有法人
3	中国工商银行股份 有限公司-中欧 消费主题股票型	增加	1839.63	1112.38	3.01	1.83	未知
4	全国社保基金四 零六组合	不变	1733.56	-	2.85	-	未知
5	香港中央结算有 限公司(陆股通)	减少	1239.09	-172.35	2.04	-0.28	未知
6	普信投资公司-客 户资金	减少	976.57	-885.04	1.61	-1.45	未知
7	上海鸿之铭创业 投资中心(有限合 伙)	减少	959.07	-36.49	1.58	-0.06	境内非国有法人
8	基本养老保险基 金-零零三组合	减少	767.46	-251.96	1.26	-0.42	未知
9	中国建设银行股	减少	744.51	-8.97	1.22	-0.02	未知

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



	份有限公司-中欧						
	新蓝筹灵活配置						
	兴业银行股份有						
10	中国建设银行股	新进	555.29	555.29	0.91	0.91	未知
	份有限公司-东方						
	红启东三年持有						
<b>合计</b>			49238.95		80.94		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：零售轻工行业首席分析师，曾覆盖社会服务行业，具备跨多行业研究经验。

甄唯萱：零售轻工行业分析师，澳大利亚悉尼大学硕士，2018年5月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn