

# 家家悦 (603708)

证券研究报告

2017年02月06日

## 1.1 亿参股设立安然寿险，协同超市主业完善资源整合！

### 1.1 亿出资设立安然寿险，整合资源立足长远发展。

公司与天益龙签订《出资协议》，拟以自有资金 1.1 亿与天益龙及其他 5-10 名法人股东共同发起设立安然人寿保险有限公司。安然寿险拟注册资金 10 亿（公司占比 11%），涉及基本寿险业务。本次参股保险公司，有助于公司整合资源，提高资产利用效率，同时增强公司整体抗风险能力，对长远发展具有积极意义。

### 安然寿险：全面覆盖寿险业务，涉及养老、医疗、住房等各项民生事业。

注册资本 10 亿，注册地位山东省威海市，范围拟涉及①个人税收递延型养老保险；②医养结合型养老保险；③住房反向抵押型养老保险；④长期护理型养老保险；⑤健康保险；⑥医疗责任保险；⑦大病保险；⑧食品安全责任保险；⑨企业年金保险；⑩经国务院保险业监督管理机构批准的其他业务。本次参与发起设立的主要合作方天益龙纳米科技开发有限公司是一家从事纳米技术研究、开发、生产、销售为一体的高新技术企业，拥有现代化的生产设备、独特的工艺、先进的科研队伍。公司与天益龙共同参股涉足寿险是公司在寿险业发展需求不断提升的背景下，对其自身业务能力的又一探索。**其一，有利于其整合资源，**不断提高资产的利用效率，从而提高企业的盈利能力；**其二，通过设立寿险公司，有利于增强公司整体的抗风险能力，**为其长远发展提供充足的先决条件；**此外，有利于公司进一步优化投资结构，**在主要的零售业务之外，拓展更多利润来源。

### 生鲜经营优势突出，业务逐步向外延发展。

**第一，精耕细作山东区域，探索农村电商下沉渠道。**公司以大卖场和综合超市为主，截至 16 年 9 月末，连锁门店数达 620 家（其中胶东地区占比 87%）。公开发行后拟募投新建 300 家连锁门店，进一步巩固区域龙头地位。此外，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“最后一公里”问题。**第二，源头直采+强大物流中心，不断巩固生鲜优势。**在采购上，作为首批农超对接企业，公司逐步建立起遍布全国的直采网络，6 大品类近 1200 多个生鲜单品与合作基地实现对接，同时积极开发全球农副产品直采渠道，有效提升盈利空间。**第三，积极发展自有品牌，向产业链上游延伸。**凭借在区域市场的影响力，公司大力推广自有品牌产品，已形成“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”等多个自有品牌，收入贡献比重保持在 8% 以上，在一定程度上提高盈利能力。**第四，拓展寿险业务，注重资源整合能力提升，不断优化投资结构。**利用生鲜市场的既有优势，公司逐步转着眼于其内部资源的优化整合和抗风险能力的提升，通过出资设立安然寿险公司涉足金融业务，公司将进一步提升其自身资产利用效率和投资能力。

**维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司为山东连锁超市龙头，生鲜经营优势突出，近 1200 多个生鲜单品超 80% 采用源头直采；适度发展自有品牌商品，收入贡献比保持在 8% 以上。伴随门店扩张与物流中心项目的逐步实施，区域龙头地位进一步巩固。另外，公司将涉足寿险业，为其长远发展奠定基础。预计 16-18 年 EPS 分别为 0.71/0.75/0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 38x/36x/34x，维持“买入”评级。**风险提示：**农村电商业务盈利能力尚待验证

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,835.17	10,485.58	10,987.29	12,217.47	13,586.93
增长率(%)	9.28	6.61	4.78	11.20	11.21
EBITDA(百万元)	455.03	449.32	395.08	400.15	397.28
净利润(百万元)	227.80	247.26	256.18	271.72	288.29
增长率(%)	4.00	8.54	3.61	6.07	6.10
EPS(元/股)	0.63	0.69	0.71	0.75	0.80
市盈率(P/E)	42.78	39.41	38.04	35.86	33.80
市净率(P/B)	10.53	9.74	7.24	6.02	5.11
市销率(P/S)	0.99	0.93	0.89	0.80	0.72
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.68	16.72	15.03

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（维持评级）
当前价格	27.07 元
目标价格	42 元
上次目标价	42 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	360.00
流通 A 股股本(百万股)	90.00
A 股总市值(百万元)	9,745.20
流通 A 股市值(百万元)	2,436.30
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	76.06
一年内最高/最低(元)	42.10/16.37

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
吴晓楠	联系人
wuxiaonan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《家家悦-首次覆盖报告:山东连锁超市龙头，生鲜经营优势突出》  
2016-12-28

**1.1 亿出资设立安然寿险，整合资源立足长远发展。**2月7日公告公司与天益龙签订《出资协议》，拟以自有资金1.1亿与天益龙及其他5-10名法人股东共同发起设立安然人寿保险有限公司(该事项已经公司董事会审议通过)。安然寿险拟注册资金10亿(公司占比11%)，涉及基本寿险业务。本次参股保险公司，有助于公司整合资源，提高资产利用效率，同时增强公司整体抗风险能力，对长远发展具有积极意义。

图表 1：安然寿险各合伙人拟出资信息

合伙人名称	出资方式	出资金额 (亿元)	认缴比例 (%)
家家悦集团股份有限公司	货币	1.1	11%
天益龙纳米科技开发有限公司	货币	2	20% (暂定)
其他股东	货币	6.9	69%
合计	-	10	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**安然寿险：全面覆盖寿险业务，涉及养老、医疗、住房等各项民生事业。**注册资本10亿，注册地位山东省威海市，范围拟涉及①个人税收递延型养老保险；②医养结合型养老保险；③住房反向抵押型养老保险；④长期护理型养老保险；⑤健康保险；⑥医疗责任保险；⑦大病保险；⑧食品安全责任保险；⑨企业年金保险；⑩经国务院保险业监督管理机构批准的其他业务。本次参与发起设立的主要合作方天益龙纳米科技开发有限公司是一家从事纳米技术研究、开发、生产、销售为一体的高新技术企业，拥有现代化的生产设备、独特的工艺、先进的科研队伍、完善的销售体系。公司与天益龙共同参股涉足寿险是公司在寿险业发展需求不断提升的背景下，以及金融市场的发展和金融改革不断推进的环境下，对其自身业务能力的又一探索。**其一，有利于其整合资源，**不断提高资产的利用效率，从而提高企业的盈利能力；**其二，通过设立寿险公司，有利于增强公司整体的抗风险能力，**为其长远发展提供充足的先决条件；**此外，有利于公司进一步优化投资结构，**在主要的零售业务之外，拓展更多利润来源。

**生鲜经营优势突出，业务逐步向外延发展。第一，精耕细作山东区域，探索农村电商下沉渠道。**公司以大卖场和综合超市为主，截至16年9月末，连锁门店数达620家(其中胶东地区占比87%)，基本实现“十分钟”商圈目标。公开发售后拟募投新建300家连锁门店，进一步巩固区域龙头地位。此外，公司瞄准农村市场发展电商业务(16年1月农村电商平台在威海区域正式上线)，通过以店代配的方式解决“最后一公里”问题。**第二，源头直采+强大物流中心，不断巩固生鲜优势。**在采购上，作为首批农超对接企业，公司逐步建立起遍布全国的直采网络，6大品类近1200多个生鲜单品与合作基地实现对接，同时积极开发全球农副产品直采渠道，超80%生鲜实现直采，有效提升盈利空间。**第三，积极发展自有品牌，向产业链上游延伸。**凭借在区域市场的影响力，公司大力推广自有品牌产品(以食用油、自制熟食、卫生用品等销量大、购买频次高的品类)，已形成“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”等多个自有品牌，收入贡献比重保持在8%以上，在一定程度上提高盈利能力。**第四，拓展寿险业务，注重资源整合能力提升，不断优化投资结构。**利用生鲜市场的既有优势，公司逐步转着眼于其内部资源的优化整合和抗风险能力的提升，通过出资设立安然寿险公司涉足金融业务，公司将进一步提升其自身资产利用效率和投资能力。

**维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司为山东连锁超市龙头，生鲜经营优势突出，近1200多个生鲜单品与合作基地对接，超80%采用源头直采；适度发展自有品牌商品，收入贡献比重保持在8%以上。未来伴随门店扩张与物流中心项目的逐步实施，公司区域龙头地位将进一步巩固。另外，公司将涉足寿险业，为其进一步整合资源、高效稳健的长远发展奠定基础。预计16-18年EPS分别为0.71/0.75/0.80元，当前股价对应PE分别为38x/36x/34x，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,398.53	1,462.55	2,165.90	2,986.66	3,724.94
应收账款	62.80	68.88	67.63	(263.60)	(293.15)
预付账款	281.61	271.27	283.75	350.57	355.59
存货	1,059.99	1,176.01	1,195.23	1,445.42	1,501.66
其他	32.38	39.11	41.01	37.56	39.21
<b>流动资产合计</b>	<b>2,835.31</b>	<b>3,017.81</b>	<b>3,753.52</b>	<b>4,556.60</b>	<b>5,328.25</b>
长期股权投资	3.21	2.80	2.80	2.80	2.80
固定资产	1,152.46	1,122.72	1,088.07	1,073.42	1,057.77
在建工程	0.00	0.44	36.27	69.76	71.86
无形资产	89.88	94.27	89.83	85.39	80.96
其他	272.02	260.15	159.92	56.94	33.34
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,517.58</b>	<b>1,480.38</b>	<b>1,376.89</b>	<b>1,288.32</b>	<b>1,246.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,352.89</b>	<b>4,498.20</b>	<b>5,173.89</b>	<b>5,859.41</b>	<b>6,594.30</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,493.92	1,514.63	1,646.05	1,886.63	2,044.34
其他	1,890.21	1,937.54	2,136.55	2,308.69	2,596.51
<b>流动负债合计</b>	<b>3,384.12</b>	<b>3,452.16</b>	<b>3,782.59</b>	<b>4,195.32</b>	<b>4,640.85</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.54	44.38	42.05	42.66	43.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>41.54</b>	<b>44.38</b>	<b>42.05</b>	<b>42.66</b>	<b>43.03</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,425.66</b>	<b>3,496.54</b>	<b>3,824.64</b>	<b>4,237.97</b>	<b>4,683.88</b>
少数股东权益	1.51	1.40	2.87	3.34	4.03
股本	270.00	270.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	352.65	352.65	352.65	352.65	352.65
留存收益	655.74	730.19	986.37	1,258.10	1,546.39
其他	(352.67)	(352.59)	(352.65)	(352.65)	(352.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>927.23</b>	<b>1,001.66</b>	<b>1,349.24</b>	<b>1,621.44</b>	<b>1,910.42</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,352.89</b>	<b>4,498.20</b>	<b>5,173.89</b>	<b>5,859.41</b>	<b>6,594.30</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	227.73	247.15	256.18	271.72	288.29
折旧摊销	218.77	237.74	63.27	65.59	67.99
财务费用	0.75	0.00	(52.12)	(74.01)	(96.41)
投资损失	0.29	0.76	0.82	0.82	0.82
营运资金变动	28.00	(70.53)	395.96	533.98	436.15
其它	(24.33)	9.40	1.55	0.48	0.71
<b>经营活动现金流</b>	<b>451.21</b>	<b>424.52</b>	<b>665.66</b>	<b>798.59</b>	<b>697.55</b>
资本支出	243.63	105.25	62.33	79.40	49.63
长期投资	1.82	(0.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(512.46)	(336.30)	(166.62)	(131.23)	(105.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(267.01)</b>	<b>(231.47)</b>	<b>(104.30)</b>	<b>(51.84)</b>	<b>(55.65)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	37.33	30.74	142.06	74.01	96.41
其他	(89.55)	(205.89)	(0.08)	(0.01)	(0.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(52.22)</b>	<b>(175.15)</b>	<b>141.98</b>	<b>74.01</b>	<b>96.39</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>131.98</b>	<b>17.90</b>	<b>703.34</b>	<b>820.76</b>	<b>738.29</b>

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>9,835.17</b>	<b>10,485.58</b>	<b>10,987.29</b>	<b>12,217.47</b>	<b>13,586.93</b>
营业成本	7,654.99	8,163.66	8,564.59	9,541.84	10,645.36
营业税金及附加	52.97	62.61	60.70	68.75	77.55
营业费用	1,608.81	1,732.34	1,807.41	2,021.99	2,252.71
管理费用	188.64	207.25	219.75	246.79	278.53
财务费用	(37.35)	(30.66)	(52.12)	(74.01)	(96.41)
资产减值损失	2.87	3.06	2.21	2.71	2.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.29)	(0.76)	(0.82)	(0.82)	(0.82)
其他	1.73	1.53	1.64	1.64	1.64
<b>营业利润</b>	<b>362.79</b>	<b>346.58</b>	<b>383.93</b>	<b>408.57</b>	<b>425.70</b>
营业外收入	32.92	30.49	28.99	30.80	30.09
营业外支出	15.29	4.42	9.39	9.70	7.83
<b>利润总额</b>	<b>380.42</b>	<b>372.65</b>	<b>403.53</b>	<b>429.67</b>	<b>447.96</b>
所得税	152.69	125.50	145.81	157.47	158.97
<b>净利润</b>	<b>227.73</b>	<b>247.15</b>	<b>257.73</b>	<b>272.20</b>	<b>289.00</b>
少数股东损益	(0.06)	(0.10)	1.55	0.48	0.71
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>227.80</b>	<b>247.26</b>	<b>256.18</b>	<b>271.72</b>	<b>288.29</b>
每股收益(元)	0.63	0.69	0.71	0.75	0.80

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.28%	6.61%	4.78%	11.20%	11.21%
营业利润	11.24%	-4.47%	10.78%	6.42%	4.19%
归属于母公司净利润	4.00%	8.54%	3.61%	6.07%	6.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.17%	22.14%	22.05%	21.90%	21.65%
净利率	2.32%	2.36%	2.33%	2.22%	2.12%
ROE	24.61%	24.72%	19.03%	16.79%	15.12%
ROIC	-27.72%	-28.19%	-29.39%	-20.78%	-14.79%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.70%	77.73%	73.92%	72.33%	71.03%
净负债率	216.71%	202.38%	150.75%	102.30%	65.50%
流动比率	0.84	0.87	0.99	1.09	1.15
速动比率	0.52	0.53	0.68	0.74	0.82
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	163.55	159.26	160.97	-124.69	-48.81
存货周转率	9.19	9.38	9.27	9.25	9.22
总资产周转率	2.32	2.37	2.27	2.21	2.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.63	0.69	0.71	0.75	0.80
每股经营现金流	1.25	1.18	1.85	2.22	1.94
每股净资产	2.57	2.78	3.74	4.49	5.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	42.78	39.41	38.04	35.86	33.80
市净率	10.53	9.74	7.24	6.02	5.11
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.68	16.72	15.03
EV/EBIT	0.00	0.00	22.24	20.00	18.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 3 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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com