

家家悦 (603708)

证券研究报告

2017年10月16日

同店改善 & 展店推进共致业绩同比+25.94%，供应链变革 & 践行合伙人机制稳固区域生鲜龙头！

营收同比增长 3.49%，归母净利润同比增长 25.94%。公司披露三季报，1-9月实现营业收入 83.86 亿，同比增长 3.49%；归母净利润 2.25 亿，同比增长 25.94%；扣非后归母净利润 2.23 亿，同比增长 29.74%；EPS 为 0.48 元/股。业绩增长系①Q3 新开门店 14 家，继续推进对原有门店卖场环境改善+商品结构升级的战略，同店改善效果初显；②继续加强费用管控，费用率同比减少 0.85%。其中财务费用为-4329 万，同比减少 55.3%，主要系利息增加所致。③CPI 上行预期利好以食品为核心的超市业态，助力公司业绩提升。此外，公司实现投资收益 280 万，同比增长 485%。公司于 8 月设立沃德家扩大进口采销渠道，成立山东悦厨打造社会化餐饮供应平台，为消费者带来更好的生鲜食材供应服务。三季度公司关店 9 家，新开店 14 家。1-9 月公司合计新开门店 44 家，目前门店总数 654 家。伴随传统门店改善及展店持续推进，公司加速变革创新，区域龙头地位进一步稳固。

毛利率减少 0.53 个百分点，费用率减少 0.85 个百分点，净利率增加 0.48 个百分点。1-9 月公司毛利率为 20.92%，同比减少 0.53 个百分点（三季度毛利率为 20.96%，同比增加 0.24 个百分点）。其中，百货毛利率为 10.38%，同比减少 1.25 个百分点，主要系门店网络布局和业态组合调整所致。

Q3 新开门店 14 家，展店持续推进加速渠道下沉。三季度新开门店 14 家，其中大卖场 1 家，综合超市 10 家，宝宝悦 2 家，便利店 1 家，总面积约 15202 平米。三季度公司新签约门店 13 家，总面积为 26746 平。另外，公司继续调整优化区域内门店的网络布局、业态组合，三季度关闭门店 9 家，关闭面积 9201 平米，其中因经营未达预期而关闭 1 家，因门店搬迁而关闭 4 家。截至 2017 年 9 月，公司各业态连锁门店数量共 654 家，总经营面积约 133 万平。

维持盈利预测，维持“买入”评级。伴随传统门店改善升级及展店速度提升，规模提升，效益优化，未来公司将在巩固生鲜经营优势的基础上，适度发展自有品牌商品，区域龙头地位将进一步巩固。此外投资新零售创新基金孵化新物种，有利于推动战略升级。综合来看，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.62/0.70/0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 28/24/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：线上零售对实体零售冲击依然存在，新项目投入和新区域扩展有不确定性。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,485.58	10,776.96	11,077.19	11,539.37	12,349.95
增长率(%)	6.61	2.78	2.79	4.17	7.02
EBITDA(百万元)	449.32	453.20	407.76	448.41	511.89
净利润(百万元)	247.26	251.25	290.09	328.91	378.15
增长率(%)	8.54	1.61	15.46	13.38	14.97
EPS(元/股)	0.53	0.54	0.62	0.70	0.81
市盈率(P/E)	32.57	32.06	27.77	24.49	21.30
市净率(P/B)	8.05	3.46	3.02	2.78	2.57
市销率(P/S)	0.77	0.75	0.73	0.70	0.65
EV/EBITDA	0.00	18.29	11.08	8.89	6.64

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	17.21 元
目标价格	19.5 元
上次目标价	19.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	468.00
流通 A 股股本(百万股)	117.00
A 股总市值(百万元)	8,054.28
流通 A 股市值(百万元)	2,013.57
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	61.37
一年内最高/最低(元)	42.10/14.87

作者

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

吴晓楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050001
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



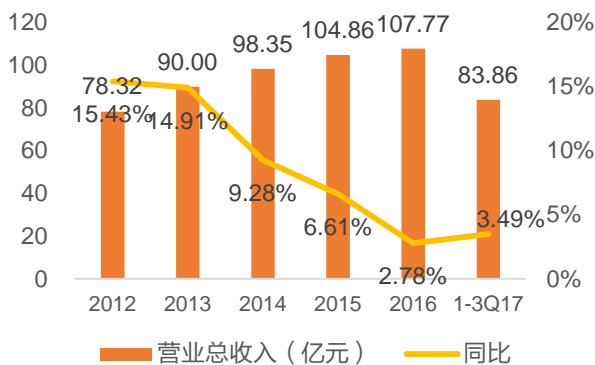
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《家家悦-公司点评:1.1 亿参股设立安然寿险，协同超市主业完善资源整合！》
2017-02-07
- 《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

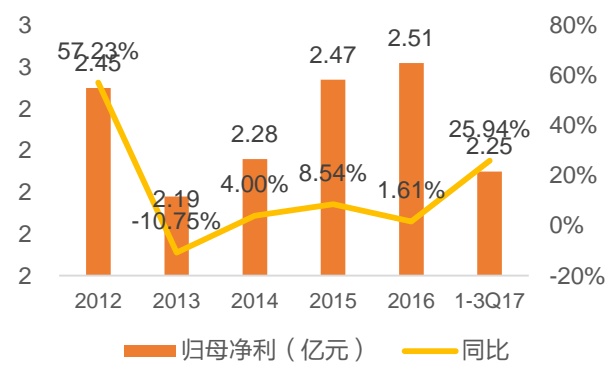
营收同比增长 3.49%，归母净利同比增长 25.94%。公司披露三季报，1-9 月实现营收 83.86 亿，同比增长 3.49%；归母净利 2.25 亿，同比增长 25.94%；扣非后归母净利 2.23 亿，同比增长 29.74%；EPS 为 0.48 元/股。分季度来看：Q1、Q2、Q3 营收及增速分别为：30.32 亿，yoy+2.22%、25.35 亿，yoy+3.81%、28.18 亿，yoy+4.59%；归母净利及增速分别为 0.92 亿，yoy+6.38%、0.51 亿，yoy+28.57%、0.82 亿，yoy+56.38%。业绩增长系①Q3 新开门店 14 家，继续推进对原有门店卖场环境改善+商品结构升级的战略，同店改善效果初显；②继续加强费用管控，费用率同比减少 0.85%。其中财务费用为-4329 万，同比减少 55.3%，主要系利息增加所致。③CPI 上行预期利好以食品为核心的超市业态，助力公司业绩提升。此外，公司实现投资收益 280 万，同比增长 485%。公司于 8 月设立沃德家扩大进口采购渠道，成立山东悦厨打造社会化餐饮供应平台，为消费者带来更好的生鲜食材供应服务。三季度公司关店 9 家，新开店 14 家。1-9 月公司合计新开门店 44 家，目前门店总数 654 家。伴随传统门店改善及展店持续推进，公司加速变革创新，区域龙头地位进一步稳固。

图 1：1-3Q17 营收同比增长 3.49%



资料来源：Wind、天风证券研究所

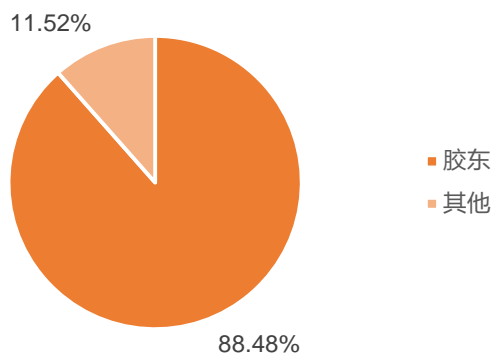
图 2：1-3Q17 归母净利同比增长 25.94%



资料来源：Wind、天风证券研究所

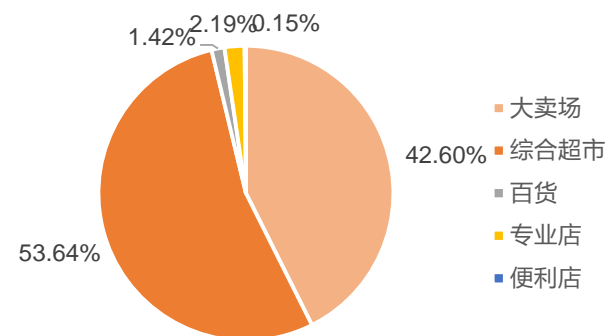
分地区来看，胶东地区实现营收 69.32 亿（占比 88.48%），同比增长 4.6%；山东其他地区实现营收 9.02 亿（占比 11.52%），同比增长 5.53%。**分业态来看**，大卖场实现营收 33.38 亿（占比 42.6%），同比增长 7.66%，Q3 新开设门店 1 家；综合超市实现营收 42.02 亿（占比 53.64%），同比增长 2.22%，主要系加强对社区综合超市的改造，Q3 新开门店 10 家进一步助力收入提升；百货实现营收 1.11 亿（占比 1.42%），同比减少 5.71%，主要系网络布局和业态调整所致；专业店实现营收 1.71 亿（占比 2.19%），同比增长 19.88%，Q3 新开设门店 2 家；便利店实现营收 0.11 亿（占比 0.15%），同比增长 21.59%，Q3 新开门店 1 家。

图 3：1-3Q17 分地区营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：1-3Q17 分业态营收占比

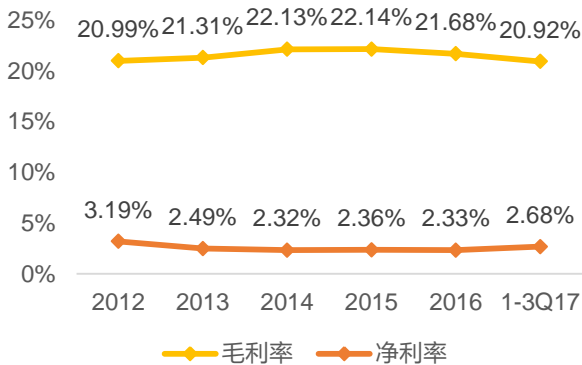


资料来源：Wind、天风证券研究所

毛利率减少 0.53 个百分点，费用率减少 0.85 个百分点，净利率增加 0.48 个百分点。1-9 月公司毛利率为 20.92%，同比减少 0.53 个百分点（三季度毛利率为 20.96%，同比增加 0.24 个百分点）。其中，百货毛利率为 10.38%，同比减少 1.25 个百分点，主要系门店网络布局

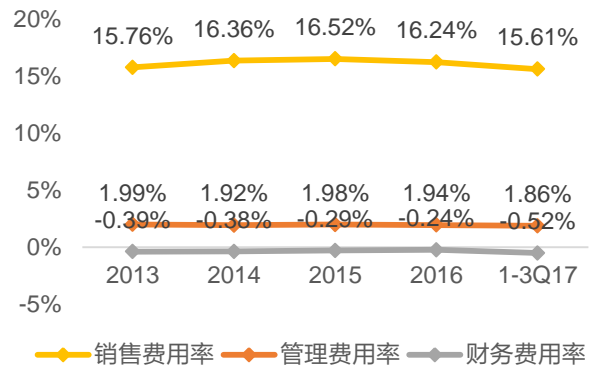
和业态组合调整所致。其他业态毛利率均有不同程度增长：大卖场毛利率为 17.47%，同比增加 0.63 个百分点；综合超市毛利率为 16.76%，同比增加 0.54 个百分点，主要系社区综合超市升级改造生活超市所致，带来销量不断提高；专业店毛利率为 13.43%，同比增加 0.64 个百分点；便利店毛利率为 21.5%，同比增加 0.08 个百分点。前三季度期间费用率为 16.96%，同比减少 0.85 个百分点。其中销售费用率为 15.61%，同比减少 0.42 个百分点，主要系租金、能源费和修理费等经营费用管控下降所致；管理费用率为 1.86%，同比减少 0.16 个百分点；财务费用率为-0.52%，同比减少 0.28 个百分点，主要系利息收入增加所致。净利率同比增加 0.48 个百分点至 2.68%。

图 5：2012 到 1-3Q17 公司毛利率&净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2012 到 1-3Q17 公司期间费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

Q3 新开门店 14 家，展店持续推进加速渠道下沉。三季度新开门店 14 家，其中大卖场 1 家，综合超市 10 家，宝宝悦 2 家，便利店 1 家，总面积约 15202 平米。三季度公司新签约门店 13 家，总面积为 26746 平。另外，公司继续调整优化区域内门店的网络布局、业态组合，三季度关闭门店 9 家，关闭面积 9201 平米，其中因经营未达预期而关闭 1 家，因门店搬迁而关闭 4 家。截至 2017 年 9 月，公司各业态连锁门店数量共 654 家，总经营面积约 133 万平。

公司是区域性生鲜超市王者：渠道下沉受益三四线消费升级+生鲜直采供应优势突出+仓储物流基础雄厚+新零售基金孵化新物种，成长价值可期。

①**山东区域龙头，渠道充分下沉。**线下门店数量进一步增加实现了“走进社区、深入乡村、贴近生活，打造十分钟”目标。2017 年预计新开 70 家，未来省内尚有 1000-2000 家门店扩张空间；传统门店升级同步推进，预计 2017 年改造约 160 家，改造后销售预计增长 10-20%。

②**主打生鲜，供应链占优：**经营品类中生鲜占比 40%+，公司为全国首批农超对接企业，拥有完善的全国直采网络，商品直采比例达 80%+，同时与全球多个供应商合作引进海外优势品种满足消费者需求。公司稳步搭建为餐饮企业、食堂、学校提供生鲜食材供应服务的综合平台，并已取得初步成效。另外，通过新设立沃德佳国际贸易，进出口商品采购渠道将进一步扩大。

③**标准化中央厨房+一体化物流配送：**中央厨房替代门店自制，专业统一规模化加工流程降本提效，快速建立家家悦自有品牌优势，同时逐步对外开放形成利润增量。完善的仓储物流中心为渠道快速扩张奠定基础，深度覆盖山东全境，实现省内 2.5 小时配送。宋村生鲜物流园扩建项目正进行设备设施的安装，扩建后总建筑面积约 4.7 万平米，预计 11 月前投入使用。公司与威海家家悦生鲜加工配送有限公司共同建立山东悦厨供应链管理有限公司，将加快供应链、PC 加工中心和中央厨房等优质资源的整合，专业化、社会化餐饮供应综合服务平台有望为消费者带来更好的生鲜食材供应服务。

④**投资新零售创新基金孵化新物种：**利用先进互联网技术对实体门店进行系统改造和运营提升，培育优质项目资源，从而推动战略升级，实现资本增值。**此外，家家悦积极试行合伙人制度，以企业利益增大、个人利益增长为目标，优化各部门运行效率，完善激励机制为长期发展利益提供保障。**

维持盈利预测，维持“买入”评级。伴随传统门店改善升级及展店速度提升，规模提升，

效益优化，未来公司将在巩固生鲜经营优势的基础上，适度发展自有品牌商品，区域龙头地位将进一步巩固。此外投资新零售创新基金孵化新物种，有利于推动战略升级。综合来看，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.62/0.71/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 28/24/21 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,462.55	2,863.57	3,406.79	4,037.59	4,627.25
应收账款	68.88	50.05	82.22	(252.20)	(269.92)
预付账款	271.27	258.14	310.53	277.44	343.21
存货	1,176.01	1,299.00	1,140.47	1,404.39	1,307.01
其他	39.11	38.37	36.64	38.09	37.76
流动资产合计	3,017.81	4,509.13	4,976.66	5,505.31	6,045.31
长期股权投资	2.80	1.74	1.74	1.74	1.74
固定资产	1,122.72	1,128.09	1,103.97	1,095.77	1,084.10
在建工程	0.44	24.28	50.57	78.34	77.00
无形资产	94.27	104.99	99.85	94.71	89.57
其他	260.15	237.31	129.21	29.64	29.23
非流动资产合计	1,480.38	1,496.41	1,385.34	1,300.19	1,281.64
资产总计	4,498.20	6,005.54	6,362.00	6,805.50	7,326.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,514.63	1,596.53	1,602.66	1,714.91	1,830.57
其他	1,937.54	2,020.19	2,044.84	2,139.54	2,310.07
流动负债合计	3,452.16	3,616.72	3,647.50	3,854.45	4,140.64
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	44.38	57.14	47.68	49.73	51.52
非流动负债合计	44.38	57.14	47.68	49.73	51.52
负债合计	3,496.54	3,673.86	3,695.19	3,904.19	4,192.16
少数股东权益	1.40	1.26	1.15	0.99	0.82
股本	270.00	360.00	468.00	468.00	468.00
资本公积	352.65	1,411.33	1,411.33	1,411.33	1,411.33
留存收益	730.19	1,969.92	2,197.66	2,432.32	2,665.98
其他	(352.59)	(1,410.84)	(1,411.33)	(1,411.33)	(1,411.33)
股东权益合计	1,001.66	2,331.68	2,666.81	2,901.31	3,134.80
负债和股东权益总	4,498.20	6,005.54	6,362.00	6,805.50	7,326.96

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	247.15	251.11	290.09	328.91	378.15
折旧摊销	237.74	256.08	62.96	65.57	68.14
财务费用	0.00	0.00	(53.99)	(64.10)	(74.61)
投资损失	0.76	1.06	0.70	0.84	0.87
营运资金变动	(70.53)	249.40	205.13	410.72	338.04
其它	9.40	2.82	(0.12)	(0.15)	(0.18)
经营活动现金流	424.52	760.48	504.77	741.79	710.40
资本支出	105.25	163.03	69.45	77.95	48.21
长期投资	(0.41)	(1.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(336.30)	(450.98)	(130.16)	(158.79)	(99.08)
投资活动现金流	(231.47)	(289.01)	(60.70)	(80.84)	(50.87)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	30.74	1,174.83	161.50	64.10	74.61
其他	(205.89)	(82.81)	(62.34)	(94.25)	(144.48)
筹资活动现金流	(175.15)	1,092.02	99.16	(30.15)	(69.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	17.90	1,563.49	543.22	630.80	589.66

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,485.58	10,776.96	11,077.19	11,539.37	12,349.95
营业成本	8,163.66	8,440.86	8,644.64	8,989.17	9,602.09
营业税金及附加	62.61	54.95	60.76	63.68	66.29
营业费用	1,732.34	1,750.19	1,805.58	1,876.30	1,998.22
管理费用	207.25	208.78	217.11	222.71	234.65
财务费用	(30.66)	(25.71)	(53.99)	(64.10)	(74.61)
资产减值损失	3.06	4.85	3.59	3.83	4.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.76)	(1.06)	(0.70)	(0.84)	(0.87)
其他	1.53	2.12	1.41	1.68	1.74
营业利润	346.58	341.98	398.79	446.94	518.36
营业外收入	30.49	29.46	30.96	30.30	30.24
营业外支出	4.42	8.83	9.51	7.58	8.64
利润总额	372.65	362.61	420.24	469.66	539.96
所得税	125.50	111.51	130.27	140.90	161.99
净利润	247.15	251.11	289.96	328.76	377.97
少数股东损益	(0.10)	(0.14)	(0.12)	(0.15)	(0.18)
归属于母公司净利润	247.26	251.25	290.09	328.91	378.15
每股收益(元)	0.53	0.54	0.62	0.70	0.81

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.61%	2.78%	2.79%	4.17%	7.02%
营业利润	-4.47%	-1.33%	16.61%	12.07%	15.98%
归属于母公司净利润	8.54%	1.61%	15.46%	13.38%	14.97%
获利能力					
毛利率	22.14%	21.68%	21.96%	22.10%	22.25%
净利率	2.36%	2.33%	2.62%	2.85%	3.06%
ROE	24.72%	10.78%	10.88%	11.34%	12.07%
ROIC	-28.19%	-30.37%	-30.93%	-30.83%	-26.64%
偿债能力					
资产负债率	77.73%	61.17%	58.08%	57.37%	57.22%
净负债率	202.38%	87.23%	30.38%	9.94%	-4.26%
流动比率	0.87	1.25	1.36	1.43	1.46
速动比率	0.53	0.89	1.05	1.06	1.14
营运能力					
应收账款周转率	159.26	181.24	167.50	-135.77	-47.31
存货周转率	9.38	8.71	9.08	9.07	9.11
总资产周转率	2.37	2.05	1.79	1.75	1.75
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.54	0.62	0.70	0.81
每股经营现金流	0.91	1.62	1.08	1.59	1.52
每股净资产	2.14	4.98	5.70	6.20	6.70
估值比率					
市盈率	32.57	32.06	27.77	24.49	21.30
市净率	8.05	3.46	3.02	2.78	2.57
EV/EBITDA	0.00	18.29	11.08	8.89	6.64
EV/EBIT	0.00	26.20	13.11	10.42	7.66

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 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 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