

# 家家悦 (603708)

证券研究报告

2017年12月26日

**受让青岛维客 51%股权并增资，强化供应链优势同时提速青岛门店落地！**

公告拟以自有资金 3.4 亿受让维客商业连锁 51% 股权 (含拟注入物业)，物业注入并完成股权转让后，公司与维客集团按持股比例向标的共同增资 3.25 亿，1.55 亿为新增注册资本，标的公司注册资本从 0.45 亿增至 2 亿，其中公司出资 1.66 亿，认缴新增注册资本 7905 万。

维客商业连锁门店及物流设施齐全，上半年经营业绩大幅改善具备较大提升空间。维客商业连锁成立于 2003 年，本次交易前系维客集团全资子公司。上半年标的公司总资产 4.7 亿，净资产 2 亿；实现营收 4 亿元，净利润 629 万，得益于综合毛利额增加和合理控费，相比于去年同期业绩大幅改善，在不断加强超市业务运营管理下，公司 2017 年经营业绩有望大幅提升。

双方资源整合，将速连锁超市业态布局和发展，同时放大公司供应链协同优势。①有利于实现公司在青岛地区连锁超市网点快速扩张，提高市场率。②整合自身采购优势及维客物流资源，强化供应链优势进一步提升盈利能力。

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，成长性确定，目前处于业绩上升期。①山东区域龙头，渠道充分下沉。截止 Q3 公司共有门店 654 家，前三季度新开 44 家。2017 年预计新开 70 家，传统门店升级同步推进，预计 2017 年改造约 100+ 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%+，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。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，专业统一规模化降本提效，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。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。此外，公司积极试行合伙人机制，完善激励促进人效进一步提升。本次公司受让维客商业连锁 51% 股权后，通过整合自身采购和标的物流资源，供应链优势将进一步增强，青岛地区连锁超市网络布局有望提速，综合竞争实力不断提高。

上调盈利预测，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 2017-19 年净利润分别为 3.1/3.9/4.5 亿，对应 EPS 分别为 0.66/0.83/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 31/24/21 倍，维持买入评级。

风险提示：鲁西地区展店不达预期；合伙人推进具有不确定性。

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	11,315.81	12,221.07	13,443.18
增长率(%)	6.61	2.78	5.00	8.00	10.00
EBITDA(百万元)	449.32	453.20	432.26	499.41	566.39
净利润(百万元)	247.26	251.25	307.53	387.41	449.64
增长率(%)	8.54	1.61	22.40	25.97	16.07
EPS(元/股)	0.53	0.54	0.66	0.83	0.96
市盈率(P/E)	38.06	37.46	30.60	24.29	20.93
市净率(P/B)	9.41	4.04	3.51	3.18	2.91
市销率(P/S)	0.90	0.87	0.83	0.77	0.70
EV/EBITDA	0.00	18.29	13.39	10.27	7.80

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	20.11 元
目标价格	24 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)	156.97
A 股总市值(百万元)	9,411.48
流通 A 股市值(百万元)	3,156.68
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	61.37
一年内最高/最低(元)	37.97/14.87

## 作者

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

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《家家悦-季报点评: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!》2017-10-16
- 《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

公告拟以自有资金 3.4 亿受让维客商业连锁 51%股权(含拟注入物业), 物业注入并完成股权转让后, 公司与维客集团按持股比例向标的共同增资 3.25 亿, 1.55 亿为新增注册资本, 标的公司注册资本从 0.45 亿增至 2 亿, 其中公司出资 1.66 亿, 认缴新增注册资本 7905 万。维客集团是青岛知名商业企业集团, 在青岛连锁零售行业居于前列, 本次维客集团与公司在连锁超市业务板块进行战略合作, 一方面实现公司在青岛地区网点快速扩张, 提高市占率; 另一方面整合自身采购优势及维客物流资源强化供应链进一步提升盈利能力。

**维客商业连锁门店及物流设施齐全, 上半年经营业绩大幅改善具备较大提升空间。**维客商业连锁成立于 2003 年, 本次交易前系维客集团全资子公司。维客集团创立于 1951 年, 60 余年的变革与发展已成为集百货、超市、物流配送等于一体的多元化大型企业集团, 在当地具备较强的市场影响力, 为维客商业连锁的品牌建设、网络布局及供应链物流资源的搭建起到强力支撑。当前维客商业连锁拥有 9 家连锁超市, 主要分布于青岛市区, 总面积约 10 万平, 是当地主要商业零售品牌。拥有自建 2.9 万平常温物流中心和 1.3 万平生鲜加工物流中心, 物流体系健全, 供应链整合后优势显著。上半年标的公司总资产 4.7 亿, 净资产-2 亿; 实现营收 4 亿元, 净利润-629 万, 得益于综合毛利额增加和合理控费, 相比于去年同期业绩大幅改善, 在不断加强超市业务运营管理下, 公司 2017 年经营业绩有望大幅提升。

图 1: 标的公司旗下资产



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 2: 标的公司门店及物流中心情况

门店名称	区域	面积(平米)
金水路店	青岛李沧区	20000
沧口店	青岛李沧区	7000
沧口公园店	青岛李沧区	20000
平度店	青岛平度市	13881.33
胶南店	青岛胶南区	22011
高密店	高密市	5500
莱阳店	莱阳市	9625.07
运海城店	青岛黄岛区	5500
满家好店	青岛李沧区	1000
合计		104517.4
物流中心	地址	房产证载面积(平米)
常温物流中心	青岛城阳区银河路	29322.55
生鲜加工物流中心	青岛城阳区	12604.41

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

双方资源整合，将速连锁超市业态布局和发展，同时放大公司供应链协同优势。①有利于实现公司在青岛地区连锁超市网点快速扩张，提高市场率。公司将充分发挥供应链优势，推进渠道下沉，深入到社区和乡镇，加快生鲜超市的网店布局，同时借助高效供应链有利于新业态的拓展和落地，方便公司实施区域密集、业态互补的网络发展战略。②整合自身采购优势及维客物流资源，强化供应链优势进一步提升盈利能力。标的公司有完善的常温物流、生鲜物流加工中心等设施，通过双方优势资源整合，打造强势供应链，提升青岛地区所有门店的营收水平和盈利能力。当前公司正大力推进标准化中央大厨房建设，利用生鲜加工中心的优势，可将食材配送服务延伸到 B 端，加快社会化供应链平台的打造，带动公司整体盈利水平的提升。

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，成长性确定，目前处于业绩上升期。①山东区域龙头，渠道充分下沉。截止 Q3 公司共有门店 654 家，前三季度新开 44 家。2017 年预计新开 70 家，当前鲁西门店相对空白，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 100+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%+，作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。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，专业统一规模化降本提效，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。建立山东悦厨供应链管理公司，进一步加快供应链、PC 加工中心和中央厨房等优质资源的整合。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。此外，公司积极试行合伙人机制，完善激励促进人效进一步提升。截至 9 月已布局 30+家门店，预计 2018 年初将推进到 100 家。本次公司受让维客商业连锁 51%股权后，通过整合自身采购和标的物流资源，供应链优势将进一步增强，青岛地区连锁超市网络布局有望提速，综合竞争实力不断提高。

上调盈利预测，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 2017-19 年净利润分别为 3.1/3.9/4.5 亿，对应 EPS 分别为 0.66/0.83/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 31/24/21 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	3,496.62	4,252.13	4,967.10
应收账款	68.88	50.05	85.07	(267.10)	(293.81)
预付账款	271.27	258.14	322.78	299.92	375.66
存货	1,176.01	1,299.00	1,193.02	1,502.18	1,449.24
其他	39.11	38.37	36.66	38.13	37.81
<b>流动资产合计</b>	<b>3,017.81</b>	<b>4,509.13</b>	<b>5,134.15</b>	<b>5,825.27</b>	<b>6,536.00</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,480.38</b>	<b>1,496.41</b>	<b>1,385.34</b>	<b>1,300.19</b>	<b>1,281.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,498.20</b>	<b>6,005.54</b>	<b>6,519.49</b>	<b>7,125.46</b>	<b>7,817.64</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,514.63	1,596.53	1,671.57	1,841.98	2,017.35
其他	1,937.54	2,020.19	2,119.74	2,277.04	2,514.45
<b>流动负债合计</b>	<b>3,452.16</b>	<b>3,616.72</b>	<b>3,791.31</b>	<b>4,119.02</b>	<b>4,531.79</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	44.38	57.14	47.68	49.73	51.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.38</b>	<b>57.14</b>	<b>47.68</b>	<b>49.73</b>	<b>51.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,496.54</b>	<b>3,673.86</b>	<b>3,838.99</b>	<b>4,168.76</b>	<b>4,583.31</b>
少数股东权益	1.40	1.26	1.14	0.96	0.75
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	2,211.35	2,487.74	2,765.58
其他	(352.59)	(1,410.84)	(1,411.33)	(1,411.33)	(1,411.33)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,001.66</b>	<b>2,331.68</b>	<b>2,680.49</b>	<b>2,956.70</b>	<b>3,234.33</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,498.20</b>	<b>6,005.54</b>	<b>6,519.49</b>	<b>7,125.46</b>	<b>7,817.64</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	247.15	251.11	307.53	387.41	449.64
折旧摊销	237.74	256.08	62.96	65.57	68.14
财务费用	0.00	0.00	(54.77)	(66.72)	(79.39)
投资损失	0.76	1.06	0.70	0.84	0.87
营运资金变动	(70.53)	249.40	281.27	493.73	419.20
其它	9.40	2.82	(0.13)	(0.18)	(0.22)
<b>经营活动现金流</b>	<b>424.52</b>	<b>760.48</b>	<b>597.57</b>	<b>880.65</b>	<b>858.25</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(231.47)</b>	<b>(289.01)</b>	<b>(60.70)</b>	<b>(80.84)</b>	<b>(50.87)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	30.74	1,174.83	162.27	66.72	79.39
其他	(205.89)	(82.81)	(66.09)	(111.02)	(171.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(175.15)</b>	<b>1,092.02</b>	<b>96.18</b>	<b>(44.29)</b>	<b>(92.42)</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>17.90</b>	<b>1,563.49</b>	<b>633.04</b>	<b>755.52</b>	<b>714.96</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>10,485.58</b>	<b>10,776.96</b>	<b>11,315.81</b>	<b>12,221.07</b>	<b>13,443.18</b>
营业成本	8,163.66	8,440.86	8,830.86	9,520.22	10,452.07
营业税金及附加	62.61	54.95	62.07	67.44	72.15
营业费用	1,732.34	1,750.19	1,833.16	1,961.48	2,157.63
管理费用	207.25	208.78	216.13	233.42	258.11
财务费用	(30.66)	(25.71)	(54.77)	(66.72)	(79.39)
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
<b>营业利润</b>	<b>346.58</b>	<b>341.98</b>	<b>424.06</b>	<b>500.56</b>	<b>577.64</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>372.65</b>	<b>362.61</b>	<b>445.51</b>	<b>523.28</b>	<b>599.24</b>
所得税	125.50	111.51	138.11	136.05	149.81
<b>净利润</b>	<b>247.15</b>	<b>251.11</b>	<b>307.40</b>	<b>387.23</b>	<b>449.43</b>
少数股东损益	(0.10)	(0.14)	(0.13)	(0.18)	(0.22)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>247.26</b>	<b>251.25</b>	<b>307.53</b>	<b>387.41</b>	<b>449.64</b>
每股收益(元)	0.53	0.54	0.66	0.83	0.96

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.61%	2.78%	5.00%	8.00%	10.00%
营业利润	-4.47%	-1.33%	24.00%	18.04%	15.40%
归属于母公司净利润	8.54%	1.61%	22.40%	25.97%	16.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.14%	21.68%	21.96%	22.10%	22.25%
净利率	2.36%	2.33%	2.72%	3.17%	3.34%
ROE	24.72%	10.78%	11.48%	13.11%	13.91%
ROIC	-28.19%	-30.37%	-33.13%	-33.96%	-28.20%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.73%	61.17%	58.88%	58.51%	58.63%
净负债率	202.38%	87.23%	30.23%	11.58%	-2.58%
流动比率	0.87	1.25	1.35	1.41	1.44
速动比率	0.53	0.89	1.04	1.05	1.12
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	159.26	181.24	167.50	-134.28	-47.93
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	1.81	1.79	1.80
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.53	0.54	0.66	0.83	0.96
每股经营现金流	0.91	1.62	1.28	1.88	1.83
每股净资产	2.14	4.98	5.73	6.32	6.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.06	37.46	30.60	24.29	20.93
市净率	9.41	4.04	3.51	3.18	2.91
EV/EBITDA	0.00	18.29	13.39	10.27	7.80
EV/EBIT	0.00	26.20	15.67	11.83	8.86

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