

# 莫道胶东池水浅，化龙只在风云间

## ——家家悦（603708）深度报告

2018年01月11日

推荐/首次

家家悦

深度报告

### 报告摘要：

家家悦是山东连锁超市龙头，目前业务集中于胶东地区，具备极强区域壁垒。我们预计公司有望在两年时间内完成山东全省覆盖的布局。公司生鲜业务的盈利能力强，且营收占比高，是其业绩增长的保证。此外，持续改造及铺设的生活超市是未来估值提升的基石。

我们认为公司主要具备**四大核心竞争力**：

- ◆ **地缘壁垒优势**：山东省内消费偏重“本土企业”，居民对于山东本地超市更具信赖感。家家悦在胶东半岛的区域优势是其业绩稳健增长的保证。
- ◆ **生鲜业务优势**：西方国家超市生鲜购买超80%，而我国仅20%多，存在较大发展空间。逐步替代农贸市场的超市生鲜驱动行业业绩增长。家家悦生鲜业务占比超40%，且生鲜业务15.3%的毛利率也位列前茅。
- ◆ **发展策略优势**：家家悦的生活超市以精细化生鲜、全实体体验为主。生活超市在食安角度优于外卖，依托后勤管理和门店布局，家家悦生活超市在未来具备与“新零售”相竞争的实力。
- ◆ **物流配送优势**：公司物流配送能力强且物流体系完善，除5个生鲜物流中心外，拥有冷链物流车0.71辆/店。除“2.5小时到店”外，胶东核心门店可实现一日双配送。

### 盈利预测与估值：

- ◆ 按照2018年新开100家店、两年覆盖山东全省推算，我们预计到**2019年**，公司总门店数有望接近**900家**。
- ◆ 预计公司17至19年营业收入增速6%，11.5%和16.4%，净利润增速22.4%，15.2%和16.9%。对应EPS为0.66元、0.76元和0.89元，对应PE为32.94倍、28.61倍和24.43倍。综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司26.5元目标价，首次覆盖给予“**推荐**”评级。

**风险提示**：门店铺设不及预期、电商冲击、消费偏好变化等。

### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,485.5	10,776.9	11,425.0	12,741.9	14,829.1
增长率(%)	6.61%	2.78%	6.01%	11.53%	16.38%
净利润(百万元)	247.15	251.11	307.52	354.27	414.22
增长率(%)	8.53%	1.60%	22.47%	15.20%	16.92%
净资产收益率(%)	24.72%	10.78%	11.56%	12.15%	12.89%
每股收益(元)	0.53	0.54	0.66	0.76	0.89
PE	39.79	39.15	31.99	27.77	23.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 研究助理：宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

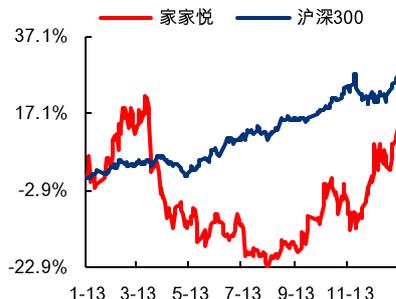
执业证书编号：

S1480116110028

### 交易数据

52周股价区间(元)	21.74-27.26
总市值(亿元)	101.74
流通市值(亿元)	34.13
总股本/流通A股(万股)	46800/15697
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.8

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

<b>1. 区域龙头受益山东省内零售市场发展</b> .....	<b>4</b>
1.1 虎踞胶东、坐拥青岛；立足济南、窥视齐鲁 .....	4
1.2 山东省快消零售市场未来增长空间大 .....	5
<b>2. 家家悦的主要优势——四大核心竞争力</b> .....	<b>6</b>
2.1 虎踞胶东树壁垒，窥视齐鲁慨而慷——地缘壁垒优势 .....	6
2.2 深耕细作起东菜，生鲜直采放眼量——生鲜业务优势 .....	7
2.2.1 生鲜是家家悦的最强音 .....	7
2.3 投鞭断流电商至，生活超市引为纲——发展策略优势 .....	8
2.3.1 生活超市是家家悦未来的拳头产品 .....	8
2.4 物流助涨管理势，区域龙头现峥嵘——物流管理优势 .....	9
2.4.1 物流实力是公司核心竞争力之一 .....	9
2.5 门店增效优势 .....	9
2.5.1 制度改革进一步优化门店经营效率 .....	9
<b>3. 核心指标同业对比</b> .....	<b>10</b>
3.1 核心财务指标对比 .....	10
3.2 存货管理对比 .....	15
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
4.1 门店及坪效分析 .....	16
4.1.1 门店数量预测 .....	16
4.1.2 社区综超发展将优于农村综超 .....	17
4.1.3 门店坪效预测 .....	18
4.2 估值分析 .....	19
4.2.1 绝对估值法 .....	19
4.2.2 相对估值法 .....	19

## 表格目录

表 1: 家家悦生鲜占比高 .....	7
表 2: 家家悦生鲜毛利较高 .....	7
表 3: 现金循环周期 .....	10
表 4: 现金循环周期 (增加应付票据项) .....	11
表 5: 其中: 存货周转天数 .....	11
表 6: 其中: 应收账款周转天数 .....	12
表 7: 其中: 应付账款周转天数 .....	12
表 8: 其中: 应付票据周转天数 .....	13
表 9: 预付款增加/主营成本 .....	13
表 10: ROA 对比 .....	14
表 11: 负债率对比 .....	14

表 12: ROE 对比 .....	15
表 13: 家家悦存货管理 .....	15
表 14: 永辉超市存货管理 .....	16
表 15: 三江购物存货管理 .....	16
表 16: 公司门店预计 .....	17
表 17: 各类门店面积预测 .....	18
表 18: 各类门店坪效预测 .....	18
表 19: DCF 估值法 .....	19
表 20: 公司盈利预测表 .....	21

## 插图目录

图 1: 家家悦股权结构 .....	4
图 2: 家家悦山东布局规划图 .....	4
图 3: 山东连锁零售毛利率 .....	5
图 4: 山东连锁零售坪效 .....	5
图 5: 山东连锁零售行业门店数 .....	6
图 6: 山东城镇化水平 .....	6
图 7: 家家悦生活超市 .....	8
图 8: 杂货物流图 .....	9
图 9: 生鲜物流图 .....	9
图 10: 山东各市人口增速对比 .....	17
图 11: 永辉超市、三江购物和家家悦 PE 对比 .....	20

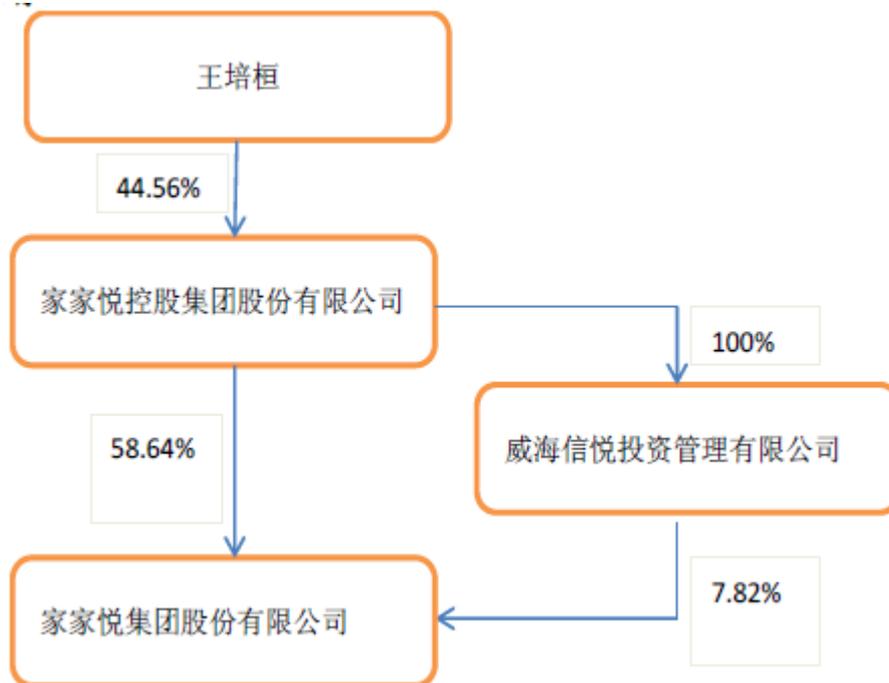
## 1. 区域龙头受益山东省内零售市场发展

### 1.1 虎踞胶东、坐拥青岛；立足济南、窥视齐鲁

公司是山东省胶东地区的连锁超市龙头。家家悦的连锁超市业务目前均在山东省内，截止三季度末，公司在全省拥有门店会员 440 万人，门店合计 654 家，其中胶东地区（威海烟台）门店合计超 530 家。在十余年耕耘之下，无论是从物流配送、门店布局还是经营管理，公司在胶东地区已树立较强竞争优势。

**公司管理层稳定。**公司实控人为董事长兼总经理王培桓，整体股权结构较为直观。董事长及两位副总经理均为公司元老。过去公司是总部强管理的模式，虽然有利于风险控制，但是会制约公司发展。在未来将从强管理转型为强控制，从条线管理变成区块管理，区块自主权将大幅提升，也有利于创造核心人才团队。

图 1:家家悦股权结构

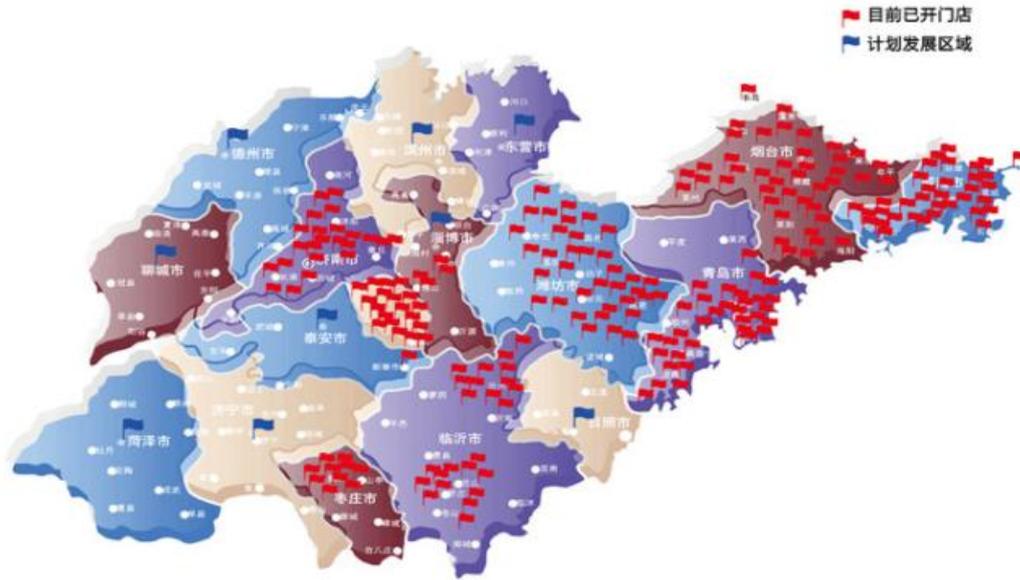


资料来源：公司年报、东兴证券研究所

我们预计，公司有望在两年时间内完成山东全省覆盖的布局。在做到立足胶东后，公司未来业务发展将以山东其他地区为主，主要为鲁西地区和青岛地区。莱芜生鲜加工物流中心、并购的青岛维客均是公司这一规划的重要环节。

图 2: 家家悦山东布局规划图

家家悦集团山东省网络发展示意图  
The Business development of Jiajiayue Group in shandong province

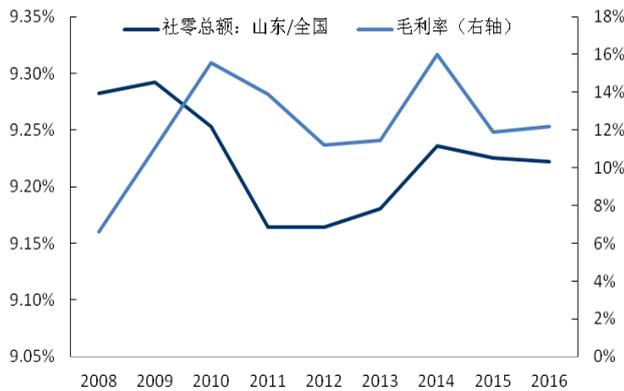


资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

### 1.2 山东省快消零售市场未来增长空间大

山东省零售业体量具备较强提升空间。2016 年末, 山东省实现社会消费品零售总额 3.06 万亿元, 占全国社零总额的 9.22%, 虽然整体体量较大, 但在沿海省份中排名相对靠后。2016 年山东连锁零售行业整体毛利率水平约 12.19%, 店均面积 1495.85 平方米, 单店坪效月 1.11 万元/平米。虽然就连锁零售行业覆盖率而言, 山东省已属于全国较高水平, 但考虑到全省经济体量居全国前列, 我们认为山东省的连锁零售行业发展仍具备较强提升空间。

图 3:山东连锁零售毛利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

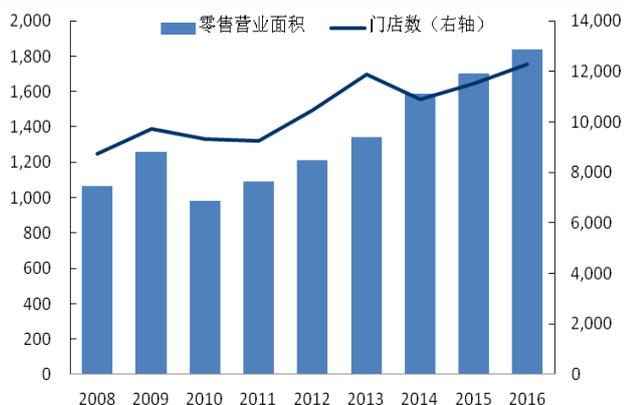
图 4:山东连锁零售坪效



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

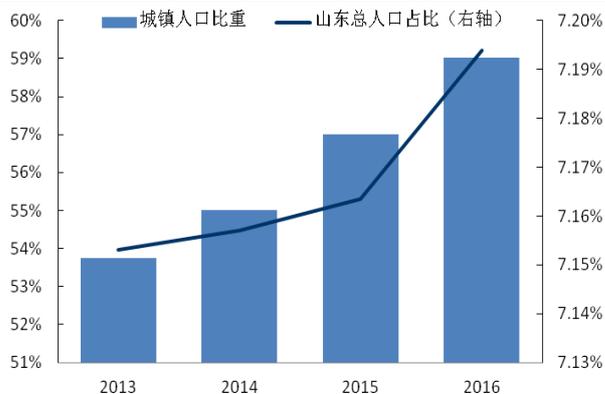
山东省在 2030 年将出现超 7000 万城市人口的消费市场。截止 2016 年末, 山东地区总人口 9947 万人, 占全国总人口的 7.19%。总人口数在全国仅次于河南省。城镇人口比重在经历数年提升后达 59.02%, 高于全国平均的 57.35%, 但在沿海省份中排名靠后。若按国务院人口规划中所述, 2030 年全国城镇化率达 70%, 山东地区预计将在 2030 年实现高于 70% 的城镇化水平。即使按照当前人口数量推算, 山东省将在 2030 年前后有望出现超过 7000 万城市人口的市场体量。

图 5: 山东连锁零售行业门店数



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 6: 山东城镇化水平



资料来源: Wind、东兴证券研究所

食安+消费支出提升, 山东快消市场有望快速发展。按山东省城镇居民消费水平, 山东居民可支配收入较全国高 4.86%。全省食品消费占整体消费支出比例为 29.93%, 略低于全国水平 (35.02%)。但同时, 家家悦深度布局的胶东半岛食品开支水平高于全省平均。2016 年烟台地区城镇居民人均支出 25737 元, 虽较全国均值 27210 元更低, 但食品支出占比 32%, 高出山东省均值。伴随居民对于日常性消费开支的提升, 以及对于食安问题的重视, 预计快消领域将面临较好的发展。

## 2. 家家悦的主要优势——四大核心竞争力

### 2.1 虎踞胶东树壁垒, 窥视齐鲁慨而慷——地缘壁垒优势

山东省内企业具备较强地缘优势。山东省农林牧渔产值常年居全国前列, 自古物产丰饶, 省内消费偏重“本土企业”, 居民对于山东本地超市品牌更具信赖感。外省品牌、乃至海外大牌的进驻都十分困难。自 1995 年放开至 2013 年, 十大外资超市在山东仅存门店 30 家, 相较江苏省的 139 家和浙江省的 86 家相去甚远。根据赢商网数据, 2016 年境内境外 16 大超市品牌新开门店 231 家, 其中山东省仅 6 家。

家家悦受益“本土品牌”身份, 具备省内地缘优势。当前山东省内超市行业“天下三分”: 鲁中鲁西银座独大、青岛利群称王、胶东家家悦为尊。而三方交界的潍坊则主

要被中百所占据。家家悦在胶东半岛的区域优势是其业绩稳健增长的最大保证, 同时省内品牌的身份及身为上市公司的集资能力是其未来完善省内布局的最强武器。

## 2.2 深耕细作起东莱, 生鲜直采放量——生鲜业务优势

### 2.2.1 生鲜是家家悦的最强音

生鲜是未来超市行业最有潜力的发展领域。考虑到居民消费结构的转型和饮食结构的优化, 生鲜在未来几年最具发展潜力。山东草根调研显示, 约八成居民倾向在家自炊, 但不愿意亲自完成下厨的全套流程。切配蔬菜与外卖均有望成为居民首选, 而考虑到食安问题, 预计更多居民相较于外卖更喜欢超市中售卖的切配蔬菜。此外, 极端依赖直采和冷链物流的生鲜类产品也是线上零售商相较传统超商最弱环节。

在山东, 未来数年超市将在生鲜领域实现对农贸市场替代。西方国家生鲜在超市的购买超 80%, 然而我国仅 20% 多, 存在较大发展空间。同时若参考日本在消费群体改变的历史中零售行业的快速扩张, 年青一代的崛起也将为超市发展提供温床。

家家悦生鲜业务占比在 A 股超市中处于次高水平, 仅略逊于永辉超市。

表 1: 家家悦生鲜占比高

生鲜占比	2013	2014	2015	2016	2017H1
新华都	25.47%	25.53%	22.57%	23.72%	23.66%
人人乐	16.57%	18.77%	17.74%	18.93%	19.88%
永辉超市	44.07%	46.40%	43.91%	44.69%	44.01%
三江购物	29.70%	32.39%	19.82%	22.81%	23.35%
家家悦	42.92%	42.08%	42.61%	42.69%	42.31%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

在公布生鲜业务占比的上市公司间, 截止 2017 年上半年家家悦产品毛利率最高, 可达 15.3%, 我们认为这主要受公司高水平冷链物流配送和精细化管理所致。在草根调研期间, 我们注意到家家悦在威海地区的高端店整体生鲜损耗仅 1-2 个百分点, 部分门店生鲜品类配送可达每日两次。因此, 其海产品毛利率在扣除损耗后高达 14-15%, 同理肉禽买利率为 13-15%, 鲜菜毛利率超 20%。强大的物流和管理能力是家家悦生鲜高毛利的保障。

表 2: 家家悦生鲜毛利较高

毛利水平	生鲜	食品 (家家悦为食品+化洗)	日用品	百货	服装
新华都	11.76%	17.88%	18.54%	16.38%	-
人人乐	12.30%	14.41%	13.07%	-	-
永辉超市	13.35%	18.28%	-	-	30.96%

三江购物	15.30%	19.79%	-	24.22%	32.85%
家家悦	15.30%	17.33%	-	21.55%	-

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 2.3 投鞭断流电商至, 生活超市引为纲——发展策略优势

### 2.3.1 生活超市是家家悦未来的拳头产品

**线上零售全面“转线下”。**按照监管部门估算,当前快消市场中,线上销售占比约13%,到2020年将达到20%,这意味着线下销售的模式在2020年仍将有约80%的市场份额,仍将是快消市场的主导模式。2016-2017年线上向线下领域并购或寻求合作屡见不鲜,新零售这一概念也伴随着阿里、腾讯、京东、苏宁等线上巨头列阵;银泰、高鑫、苏宁等传统零售商纷纷站队而愈演愈烈。

**“终端体验”成为各类电商新零售的主战场。**在借助传统零售商完善其供应链管理能力后,电商对于快消市场,尤其是生鲜领域的重视程度预计在2018年有增无减,各类方式抢占居民“最后500米”体验成为各家的主战场。

图 7: 家家悦生活超市



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

**家家悦“生活超市”vs.电商“新零售”。**家家悦所主打的生活超市是另一种抢占“最后500米”的模式。通过对居民区高密度的门店铺设,“堵门”消费者,在另一个维度实现与线上零售的竞争。不同于盒马鲜生“线下带动线上”的模式,家家悦的生活超市以精细化生鲜、全实体体验为主。**通过强大的冷链物流体系和高密度门店布局,主打切配生鲜,简化居民自炊繁琐的程序(省略洗菜和切配步骤)。**调研显示山东地区居民注重食品安全,超八成倾向在家吃饭,而家家悦生活超市从食安角度考虑优于外卖,同时能满足居民“快捷、方便”前提下的自炊需求。依托强大的后勤管理和门店布局,家家悦生活超市在未来具备了与线上零售商相竞争的实力。

## 2.4 物流助涨管理势，区域龙头现峥嵘——物流管理优势

### 2.4.1 物流实力是公司核心竞争力之一

仅在胶东半岛，公司便拥有 4 个生鲜物流中心。家家悦生鲜业务的高毛利率、精细化管理均离不开强大的物流能力的支撑。公司现有的 3 处常温物流中心，合计面积 9.79 万平方米，以及 5 处生鲜物流中心，合计面积 7.92 万平方米，这是实现公司货品“2.5 小时到店”的保障。当前公司杂货日吞吐 21 万件，生鲜日吞吐超 1400 吨。

图 8: 杂货物流图



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 9: 生鲜物流图



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

**公司物流车队覆盖能力强。**公司现有冷链物流车 468 量，其中高密车队 30 辆、莱芜车队 92 辆、配餐中心 22 辆、荣光车队 5 辆、宋村车队 107 辆、威海车队 127 辆以及烟台车队 85 辆。按照公司当前门店数 660 家计算，平均每家门店拥有冷链物流车 **0.71 辆**。**若按照车队划分，则胶东 530 多家门店可享受冷链物流车 371 辆带来的后勤保障。**我们认为这是公司能在胶东地区称霸的核心竞争力。

## 2.5 门店增效优势

### 2.5.1 制度改革进一步优化门店经营效率

**合伙人制度刺激店员积极性。**今年上半年，公司在 33 家门店试点合伙人制度，对于整体营收改善较为明显。试点政策只考虑对业绩的增量部分进行奖励，对于店员激励到位。当前 33 家试点店铺中，店长月收入平均增长数千元不等，员工月增 400-500 元，相较烟台威海地区 2000 多元的月均工资水平增长幅度较大。

**合伙人制度创造业绩潜在增长点。**从结果上看，接受制度改革的门店营业额普遍增长超 15%，利润增速超过营收增速。伴随新的事业部成立，公司在 2018 年将大幅铺开合伙人制度改革，这一部分的营收增长有望成为未来业绩的潜在增长点。

### 3. 核心指标同业对比

#### 3.1 核心财务指标对比

我们通过对 A 股上市的超市间现金循环周期、负债率、资产回报率等指标的梳理,来判断公司相较 A 股其他超市股的优势。整体而言,家家悦财务指标较 A 股同业优良。

- ◆ 在现金循环周期项,家家悦 2016 年为-6.17 天,较行业均值的 3.1 天更为优秀,与行业龙头永辉超市的-6.68 天不相上下。**家家悦优越的现金循环周期表现主要得益于优异的应付账款和应收账款表现。**特别是应付类流动负债,若将应付票据纳入现金循环周期的计量,家家悦的-24.29 天表现远好于永辉超市的-6.68 天。
- ◆ 预付款相较主营成本的增加主要用于辅助研究超市在供应链中的议价能力。在这一项中,家家悦和永辉超市均较其他上市超市难以表现出明显优势。
- ◆ 当前 A 股上市超市中,家家悦的 ROA 最高,永辉次之,两者较行业均值的 1.69% 高出甚多。这主要是前文所述的公司物流、管理、门店等核心竞争力的成果。
- ◆ 在负债率方面,得益于公司较多的应付账款和应付票据,整体 61.17%略高于行业平均。虽然公司当前无银行借贷,但杠杆运用较为充分。

受到高 ROA 和合理杠杆率的影响,公司 ROE 在 2016 年达 10.77%,不单大幅高于行业平均的 3.21%,也同样高于永辉超市的 6.31%,这主要是因为永辉超市对杠杆(应付款项类)的利用率较低。

表 3: 现金循环周期

现金循环周期	2013	2014	2015	2016
农产品	-15.04	-80.27	-95.01	-87.78
中百集团	9.70	10.18	7.58	3.23
步步高	-11.61	-11.58	-5.35	-3.71
新华都	-3.28	-3.63	-0.70	5.55
人人乐	-21.45	-22.00	-21.66	-9.21
红旗连锁	-11.65	-18.31	-20.09	-16.39
华联综超	-56.35	-60.88	-64.86	-63.54
百联股份	-16.79	-17.66	-17.54	-17.74
北京城乡	165.45	324.53	289.50	227.69
<b>永辉超市</b>	<b>-5.63</b>	<b>-10.61</b>	<b>-10.83</b>	<b>-6.68</b>
安德利	38.41	34.55	29.17	12.00
<b>家家悦</b>	<b>-10.98</b>	<b>-11.23</b>	<b>-10.14</b>	<b>-6.17</b>
<b>行业均值</b>	<b>5.06</b>	<b>11.09</b>	<b>6.67</b>	<b>3.10</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**表 4: 现金循环周期 (增加应付票据项)**

现金循环周期(考虑应付票据)	2013	2014	2015	2016
农产品	-15.04	-80.27	-95.01	-87.78
中百集团	-5.68	-5.56	-7.37	-11.03
步步高	-26.13	-27.54	-18.00	-15.98
新华都	-3.28	-3.63	-0.70	5.55
人人乐	-21.68	-22.48	-22.18	-9.94
红旗连锁	-11.65	-18.31	-20.09	-16.39
华联综超	-57.84	-62.40	-66.39	-65.95
百联股份	-16.79	-17.66	-17.54	-17.74
北京城乡	165.45	324.53	289.50	227.69
<b>永辉超市</b>	<b>-5.63</b>	<b>-10.61</b>	<b>-10.83</b>	<b>-6.68</b>
安德利	12.42	-13.32	-14.56	-29.36
<b>家家悦</b>	<b>-28.68</b>	<b>-29.93</b>	<b>-28.41</b>	<b>-24.29</b>
<b>行业均值</b>	<b>-1.21</b>	<b>2.74</b>	<b>-0.96</b>	<b>-4.32</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**表 5: 其中: 存货周转天数**

其中: 存货周转天数	2013	2014	2015	2016
农产品	14.22	0.83	104.57	128.64
中百集团	56.41	56.59	52.35	55.33
步步高	55.87	58.40	49.96	59.62
新华都	43.69	47.04	50.48	53.77
人人乐	54.80	61.31	66.77	72.05
红旗连锁	70.86	66.78	67.53	74.55
华联综超	57.02	54.70	53.25	58.20
百联股份	32.70	31.30	30.88	34.08
北京城乡	200.93	363.35	336.64	288.72
<b>永辉超市</b>	<b>45.99</b>	<b>43.59</b>	<b>42.94</b>	<b>44.72</b>
安德利	106.06	105.29	98.93	97.31
<b>家家悦</b>	<b>50.59</b>	<b>51.00</b>	<b>49.99</b>	<b>53.51</b>
<b>行业均值</b>	<b>65.76</b>	<b>78.35</b>	<b>83.69</b>	<b>85.04</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 6: 其中: 应收账款周转天数

其中: 应收账款周转天数	2013	2014	2015	2016
农产品	9.64	13.09	15.17	13.57
中百集团	1.72	1.92	1.85	1.55
步步高	2.24	2.11	2.13	2.73
新华都	0.68	0.66	0.77	5.48
人人乐	0.23	0.25	0.13	0.16
红旗连锁	0.41	0.39	0.68	1.13
华联综超	0.96	0.81	0.79	0.79
百联股份	1.67	2.25	2.74	2.89
北京城乡	1.57	1.05	1.72	4.52
<b>永辉超市</b>	<b>1.65</b>	<b>1.04</b>	<b>0.92</b>	<b>2.18</b>
安德利	0.87	1.41	1.15	0.82
<b>家家悦</b>	<b>0.88</b>	<b>0.66</b>	<b>0.42</b>	<b>0.43</b>
<b>行业均值</b>	<b>1.88</b>	<b>2.14</b>	<b>2.37</b>	<b>3.02</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 7: 其中: 应付账款周转天数

其中: 应付账款周转天数	2013	2014	2015	2016
农产品	38.90	94.19	214.75	229.99
中百集团	48.43	48.33	46.63	53.65
步步高	69.73	72.09	57.45	66.06
新华都	47.65	51.33	51.94	53.70
人人乐	76.48	83.55	88.55	81.42
红旗连锁	82.92	85.49	88.29	92.07
华联综超	114.32	116.38	118.90	122.53
百联股份	51.17	51.20	51.16	54.72
北京城乡	37.05	39.87	48.86	65.54
<b>永辉超市</b>	<b>53.27</b>	<b>55.24</b>	<b>54.69</b>	<b>53.58</b>
安德利	68.51	72.16	70.92	86.13
<b>家家悦</b>	<b>62.46</b>	<b>62.88</b>	<b>60.54</b>	<b>60.11</b>
<b>行业均值</b>	<b>62.57</b>	<b>69.39</b>	<b>79.39</b>	<b>84.96</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**表 8: 其中: 应付票据周转天数**

其中: 应付票据周转天数	2013	2014	2015	2016
农产品	0.00	0.00	0.00	0.00
中百集团	15.38	15.74	14.95	14.26
步步高	14.51	15.96	12.65	12.26
新华都	0.00	0.00	0.00	0.00
人人乐	0.23	0.48	0.52	0.74
红旗连锁	0.00	0.00	0.00	0.00
华联综超	1.49	1.52	1.54	2.42
百联股份	0.00	0.00	0.00	0.00
北京城乡	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>永辉超市</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
安德利	25.99	47.86	43.72	41.35
<b>家家悦</b>	<b>17.70</b>	<b>18.71</b>	<b>18.27</b>	<b>18.12</b>
<b>行业均值</b>	<b>6.28</b>	<b>8.36</b>	<b>7.64</b>	<b>7.43</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**表 9: 预付款增加/主营成本**

预付款增加/主营成本	2013	2014	2015	2016
农产品	3.29%	10.19%	-12.80%	-6.85%
中百集团	1.72%	-1.07%	-1.13%	-0.87%
步步高	0.78%	-0.39%	2.71%	0.30%
新华都	2.05%	-4.56%	-2.59%	-2.17%
人人乐	1.34%	-1.43%	-0.79%	0.29%
红旗连锁	0.15%	-0.11%	1.04%	1.16%
华联综超	-0.16%	-0.94%	-1.68%	0.44%
百联股份	-13.16%	-1.40%	-1.03%	0.69%
北京城乡	-1.90%	23.38%	-17.09%	12.68%
<b>永辉超市</b>	<b>0.86%</b>	<b>0.13%</b>	<b>0.76%</b>	<b>0.81%</b>
安德利	0.22%	-1.60%	-0.60%	1.54%
<b>家家悦</b>	<b>1.79%</b>	<b>0.07%</b>	<b>0.57%</b>	<b>0.85%</b>
<b>行业均值</b>	<b>-0.25%</b>	<b>1.86%</b>	<b>-2.72%</b>	<b>0.74%</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 10: ROA 对比

ROA	2013	2014	2015	2016
农产品	1.77%	0.98%	0.27%	0.54%
中百集团	1.92%	2.08%	0.04%	0.10%
步步高	4.92%	3.92%	1.75%	0.96%
新华都	-6.67%	0.54%	-11.22%	1.31%
人人乐	0.10%	-6.67%	-7.66%	1.07%
红旗连锁	5.49%	5.51%	4.91%	3.62%
华联综超	0.34%	0.88%	0.45%	-2.41%
百联股份	3.06%	2.80%	2.81%	1.68%
北京城乡	2.86%	2.43%	2.44%	2.05%
<b>永辉超市</b>	<b>5.56%</b>	<b>5.51%</b>	<b>2.96%</b>	<b>4.12%</b>
安德利	4.57%	2.93%	3.60%	3.01%
<b>家家悦</b>	<b>5.39%</b>	<b>5.23%</b>	<b>5.49%</b>	<b>4.18%</b>
行业均值	2.44%	2.18%	0.49%	1.69%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 11: 负债率对比

负债率	2013	2014	2015	2016
农产品	50.15%	55.41%	62.28%	63.78%
中百集团	66.74%	65.59%	65.43%	66.87%
步步高	60.48%	61.56%	59.30%	55.97%
新华都	73.89%	72.45%	82.31%	55.23%
人人乐	56.58%	60.61%	63.77%	59.21%
红旗连锁	37.73%	38.15%	44.11%	45.33%
华联综超	73.00%	72.96%	73.35%	76.15%
百联股份	60.92%	56.44%	54.27%	56.09%
北京城乡	35.44%	47.65%	48.37%	46.27%
<b>永辉超市</b>	<b>54.40%</b>	<b>58.24%</b>	<b>39.51%</b>	<b>34.64%</b>
安德利	78.38%	76.63%	73.71%	61.35%
<b>家家悦</b>	<b>79.28%</b>	<b>78.70%</b>	<b>77.73%</b>	<b>61.17%</b>
行业均值	60.58%	62.03%	62.01%	56.84%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**表 12: ROE 对比**

ROE	2013	2014	2015	2016
农产品	3.54%	2.20%	0.73%	1.49%
中百集团	5.76%	6.03%	0.11%	0.29%
步步高	12.46%	10.20%	4.29%	2.18%
新华都	-25.53%	1.95%	-63.41%	2.92%
人人乐	0.23%	-16.92%	-21.13%	2.62%
红旗连锁	8.81%	8.91%	8.79%	6.62%
华联综超	1.28%	3.27%	1.68%	-10.09%
百联股份	7.82%	6.43%	6.14%	3.83%
北京城乡	4.43%	4.64%	4.72%	3.81%
<b>永辉超市</b>	<b>12.20%</b>	<b>13.19%</b>	<b>4.89%</b>	<b>6.31%</b>
安德利	21.14%	12.53%	13.69%	7.79%
<b>家家悦</b>	<b>26.02%</b>	<b>24.56%</b>	<b>24.67%</b>	<b>10.77%</b>
<b>行业均值</b>	<b>6.51%</b>	<b>6.42%</b>	<b>-1.24%</b>	<b>3.21%</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.2 存货管理对比

相较永辉和三江购物, 家家悦存货跌价准备占比较高。2017 年中报显示, 家家悦存货商品跌价准备 1.67%, 永辉超市为 0.10%, 三江购物为 0.18%。家家悦的高存货跌价主要为百货及化洗类产品, 生鲜和食品的存货跌价相对较为合理。从趋势上来看, 家家悦生鲜的存货跌价正逐年下降, 或意味着公司在存货管理上的水平逐步提高。

**表 13: 家家悦存货管理**

	库存占比				存货跌价准备占比			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
食品	39.80%	36.07%	39.19%	42.82%	0.78%	0.87%	0.74%	0.79%
百货	23.04%	25.79%	22.94%	18.40%	0.83%	1.17%	1.93%	3.23%
生鲜(实地 盘存制)	17.72%	16.93%	18.53%	20.29%	0.88%	1.07%	0.87%	0.67%
化洗	13.50%	15.69%	16.16%	14.58%	0.34%	0.59%	0.63%	1.11%
加工产成品	5.95%	5.52%	3.18%	3.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	0.70%	0.89%	1.00%	1.23%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 14: 永辉超市存货管理

	库存占比				存货跌价准备占比			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
库存商品	98.01%	97.02%	97.20%	98.09%	0.49%	0.44%	0.33%	0.11%
原材料	0.14%	0.18%	0.19%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
低值易耗品	1.85%	2.75%	2.23%	1.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
发出商品	0.00%	0.04%	0.39%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	0.48%	0.42%	0.32%	0.11%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

表 15: 三江购物存货管理

	库存占比				存货跌价准备占比			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
库存商品	16.96%	11.62%	10.36%	7.06%	0.00%	0.30%	0.49%	0.37%
原材料	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0.00%	0.00%	0.00%
低值易耗品	0.02%	0.03%	0.02%	0.05%	0	0.00%	0.00%	0.00%
发出商品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0.00%	0.00%	0.00%
合计	16.99%	11.65%	10.38%	7.11%	0.00%	0.30%	0.49%	0.37%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

我们预计公司在 2017 年至 2019 年将分别实现营业收入 114.25 亿元、127.42 亿元和 148.29 亿元, 实现净利润 30.75 亿元、35.42 亿元和 41.42 亿元。

### 4.1 门店及坪效分析

#### 4.1.1 门店数量预测

截止 2017 年 9 月, 公司门店合计 654 家, **我们预计 2017 年全年门店数约 660 家。其中租赁门店占比约 92%, 胶东地区门店占比约 87%, 区域集中度极高。**按照 2018 年新开 100 家店、两年覆盖山东全省推算, 我们认为到 2019 年, 公司总门店数有望接近 900 家。其中, 最具发展潜力的将是生活超市类的社区综超、以及依托大卖场建立的连锁超市群。

表 16: 公司门店预计

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
大卖场	67	70	76	81	84	90	96
同比		4.48%	8.57%	6.58%	3.70%	7.14%	6.67%
社区综超	242	256	273	277	288	350	450
同比		5.79%	6.64%	1.47%	3.97%	21.53%	28.57%
农村综超	169	196	223	230	230	257	266
同比		15.98%	13.78%	3.14%	0.00%	11.74%	3.50%
便利店	1	4	4	5	7	7	7
同比		300.00%	0.00%	25.00%	40.00%	0.00%	0.00%
百货店	11	12	12	11	12	11	11
同比		9.09%	0.00%	-8.33%	9.09%	-8.33%	0.00%
专业店	19	23	22	27	39	45	50
同比		21.05%	-4.35%	22.73%	44.44%	15.38%	11.11%
合计	509	561	610	631	660	760	880

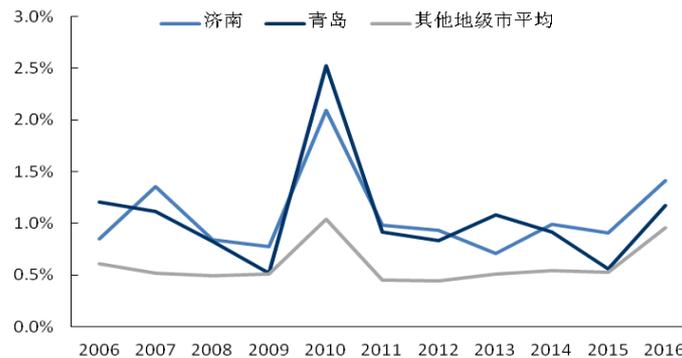
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

#### 4.1.2 社区综超发展将优于农村综超

社区综超更受益人口红利。对比山东各地级市人口增速趋势, 我们可以发现, 以济南青岛为首的“大城市”享有更高的人口红利。城镇化率的提升不单将人口从农村吸纳入城, 同时也实现了三四线城市人口向一二线转移。从人口红利的角度而言, 社区综超的市场环境将优于农村综超。

家家悦在过去已经在胶东地区打下城市及农村两处完备的基础, 在未来的省内扩张之路上, 我们认为受益城镇化率提升的社区综超将是最终方向, 而农村综超将成为铺设物流系统过程中辅助构建关键的“节点”。

图 10: 山东各市人口增速对比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 4.1.3 门店坪效预测

规模化门店在经历电商冲击的当下意味着低效的经营, 以及更高的铺设成本。因此我们认为, 未来在门店规模上, 新设门店大概率会继续向小型化、精细化和社区化发展。

表 17: 各类门店面积预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
大卖场	4542.11	4377.81	3920.42	3896.28	3865.11	3826.46	3769.06
同比		-3.62%	-10.45%	-0.62%	-0.80%	-1.00%	-1.50%
社区综超	1015.08	972.07	957.91	955.48	950.70	931.69	903.74
同比		-4.24%	-1.46%	-0.25%	-0.50%	-2.00%	-3.00%
农村综超	692.98	698.15	674.24	739.39	735.69	728.34	713.77
同比		0.75%	-3.42%	9.66%	-0.50%	-1.00%	-2.00%
便利店				120.00	168.00	168.00	168.00
同比					-0.50%	-1.00%	-2.00%
百货店	7403.80	7551.27	11126.25	11126.25	11126.25	11126.25	11126.25
同比		1.99%	47.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
专业店	2311.60	1942.35	1330.15	2093.60	2713.93	3473.84	4342.29
同比		-15.97%	-31.52%	57.40%	29.63%	28.00%	25.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**大卖场和社区综超坪效增速有望成为新亮点。**当前公司在胶东的门店铺设已相当完备。我们认为旧有片区新增门店和大规模铺开的成熟门店改造大幅拖累了公司在 2016 年门店的坪效表现, 伴随门店升级的陆续进行, 短期公司坪效仍将受到门店经营面积缩小和经营时间缩短所带来的扰动, 但改造完成的门店将为未来业绩作出更突出的贡献。**当前成熟门店的可比增速约 1.5%, 领先同业。**伴随接受改造门店数量的增多, 预计公司未来在大卖场、综超两个领域的坪效增速将更为明显。

表 18: 各类门店坪效预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
大卖场	1.31	1.32	1.47	1.30	1.3195	1.35249	1.3863
同比		0.76%	11.36%	-11.56%	1.50%	2.50%	2.50%
社区综超	1.44	1.41	1.39	1.30	1.3195	1.39207	1.48952
同比		-2.08%	-1.42%	-6.47%	1.50%	5.50%	7.00%
农村综超	1.61	1.58	1.5	1.40	1.421	1.45653	1.53663
同比		-1.86%	-5.06%	-6.67%	1.50%	2.50%	5.50%
便利店			2.10	2.09	2.12135	2.16378	2.20705
同比				-0.42%	1.50%	2.00%	2.00%
百货店	0.1	0.11	0.12	0.06	0.06	0.06	0.06
同比		10.00%	9.09%	-50.00%	0.00%	0.00%	0.00%

专业店	0.86	0.78	0.73	0.39	0.41171	0.43229	0.4539
同比		-9.30%	-6.41%	-46.29%	5%	5%	5%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4.2 估值分析

根据绝对估值法和相对估值法计算, 公司的目标价分别为 26.42 元至 26.6 元。综合考虑, 我们给予公司 26.5 元目标价。首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4.2.1 绝对估值法

我们设 wind 全 A 过去 10 年平均回报率 12.47% 为股市平均回报率  $R_m$ ,  $\beta$  为 0.97, 无风险收益为 4%, 则公司 WACC 为 12.22%, 通过 DCF 估值 (FCFF) 计算出的家家悦当前目标价为 26.42 元。

表 19: DCF 估值法

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2,179.55	23.77%
第二阶段	3,037.13	33.12%
第三阶段 (终值)	3,952.79	43.11%
企业价值 AEV	9,169.46	100.00%
+ 非核心资产价值	3,194.09	34.83%
- 少数股东权益	1.26	-0.01%
- 净债务	0.00	0.00%
总股本价值	12,362.29	134.82%
股本 (百万股)	468.00	
每股价值 (元)	26.42	

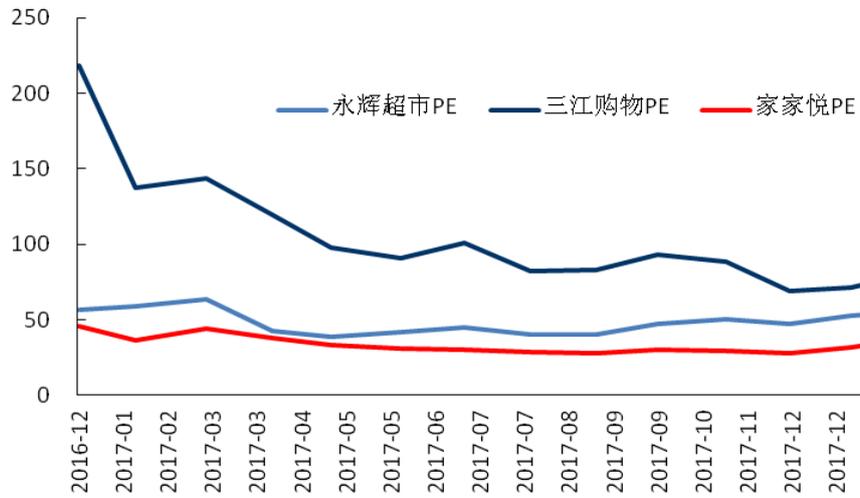
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 4.2.2 相对估值法

当前 A 股上市超市过去 1 年平均 PE 为 140.66 倍, 但考虑到业务结构, 尤其是生鲜领域的产品占比, 我们认为公司可在一定程度上对标永辉超市和三江购物等具备较强生鲜产品竞争力、且经营较为良好的公司的估值水平。考虑到公司生鲜占比超 40%, 我们认为永辉超市更具备对标价值。

2018 年永辉超市预测 PE 水平约为 40 倍。考虑到全国布局的永辉超市具备行业龙头溢价, 我们认为区域龙头家家悦的合理 PE 水平应为 35 倍左右, 按 2018 年预测 EPS (0.76 元) 推算, 则相对估值法下我们给予公司的目标价 26.6 元的目标价。

图 11: 永辉超市、三江购物和家家悦 PE 对比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 20: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	3018	4509	4895	5539	6423	<b>营业收入</b>	10486	10777	11425	12742	14829
货币资金	1463	2864	3192	3690	4326	<b>营业成本</b>	8164	8441	8884	9891	11552
应收账款	13	13	13	15	17	营业税金及附加	63	55	58	65	76
其他应收款	56	37	40	44	52	营业费用	1732	1750	1855	2069	2364
预付款项	271	258	244	229	211	管理费用	207	209	221	247	287
存货	1176	1299	1367	1522	1778	财务费用	-31	-26	-31	-35	-41
其他流动资产	39	38	38	38	38	资产减值损失	3.06	4.85	3.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1480	1496	1465	1426	1384	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	2	2	2	2	投资净收益	-0.76	-1.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	1115.50	1120.86	1071.13	1078.17	1110.96	<b>营业利润</b>	347	342	434	502	588
无形资产	94	105	99	93	88	营业外收入	30.49	29.46	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	11	22	22	22	22	营业外支出	4.42	8.83	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	4498	6006	6360	6964	7807	<b>利润总额</b>	373	363	444	512	598
<b>流动负债合计</b>	3452	3617	3643	3992	4536	所得税	126	112	137	157	184
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	247	251	308	354	414
应付账款	1373	1445	1509	1680	1962	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1232	1303	1394	1522	1700	归属母公司净利润	247	251	308	354	414
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	539	553	517	579	659
<b>非流动负债合计</b>	44	57	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	0.53	0.54	0.66	0.76	0.89
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	3497	3674	3699	4048	4591	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	1	1	1	1	营业收入增长	6.61%	2.78%	6.01%	11.53%	16.38%
实收资本(或股	270	360	468	468	468	营业利润增长	-4.47%	-1.33%	26.93%	15.55%	17.26%
资本公积	353	1411	1411	1411	1411	归属于母公司净利	22.40%	15.20%	22.40%	15.20%	16.92%
未分配利润	300	458	555	668	800	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1000	2330	2660	2915	3213	毛利率(%)	22.14%	21.68%	22.24%	22.37%	22.10%
<b>负债和所有者权</b>	4498	6006	6360	6964	7807	净利率(%)	2.36%	2.33%	2.69%	2.78%	2.79%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	425	760	398	657	801	<b>偿债能力</b>					
净利润	247	251	308	354	414	资产负债率(%)	78%	61%	58%	58%	59%
折旧摊销	223.34	237.04	0.00	103.06	103.06	流动比率	0.87	1.25	1.34	1.39	1.42
财务费用	-31	-26	-31	-35	-41	速动比率	0.53	0.89	0.97	1.01	1.02
应收账款减少	0	0	-1	-2	-2	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	91	127	178	总资产周转率	2.37	2.05	1.85	1.91	2.01
<b>投资活动现金流</b>	-231	-289	-38	-3	-3	应收账款周转率	866	857	882	903	921
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.64	7.65	7.73	7.99	8.14
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.54	0.66	0.76	0.89
<b>筹资活动现金流</b>	-175	1092	51	-64	-75	每股净现金流(最新	0.07	4.34	0.88	1.26	1.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.70	6.47	5.68	6.23	6.87
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	90	108	0	0	P/E	39.79	39.15	31.99	27.77	23.75
资本公积增加	0	1059	0	0	0	P/B	5.67	3.25	3.70	3.37	3.06
<b>现金净增加额</b>	18	1563	411	590	723	EV/EBITDA	7.81	8.50	12.85	10.62	8.37

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016 年加入东兴证券研究所，从事策略研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。