

家家悦(603708)

从永辉超市对比看家家悦成长前景，会员体系强大，展店+同店改善提振业绩，区域生鲜龙头腾飞在即

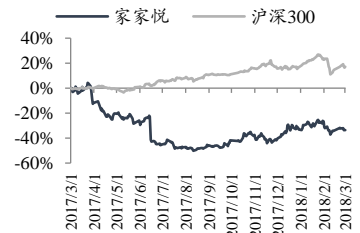
买入(首次)

2018年03月01日

证券分析师 马莉
执业证书编号：
S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
研究助理 张娴静
zhangxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,776.96	11,454.94	12,597.77	14,073.95
同比(%)	2.78%	6.29%	9.98%	11.72%
净利润(百万元)	251.25	311.32	397.18	493.46
同比(%)	1.61%	23.91%	27.58%	24.24%
毛利率(%)	21.68%	21.87%	22.54%	23.08%
ROE(%)	15.07%	12.85%	15.12%	17.10%
每股收益(元)	0.93	0.67	0.85	1.05
P/E	37.09	29.93	23.46	18.88
P/B	4.00	3.71	3.40	3.08

股价走势



投资要点

- **山东地区生鲜超市龙头，以大卖场及生活超市为特色，多业态共同发展，综合超市及专业店开店较快。**公司深耕胶东区域，约有85%以上门店在威海、烟台、青岛等地，胶东区域渗透率仍有提升趋势，同时，有望借助经营优势山东省内扩张。公司约有80%以上收入来自于生鲜及食品，与永辉超市品类结构较为接近，受电商冲击影响较小，有望迎来发展新阶段。公司13-15年平均净增店为56家，我们预计公司17-19年净增门店数将有望持续增加。
- **受益于CPI中枢上移，消费升级趋势，同店收入有望持续提升，新零售背景下，超市的入口及供应链价值逐渐彰显，值得重视。**参考东吴宏观团队预测，18年CPI约在2.2%-2.4%，中枢略有抬升，有利于拉动以必须消费品为主的生鲜超市同店收入的提升。随着城市经济发展水平提高，居民收入水平提升，消费升级，生鲜超市更符合消费者追求品质消费的需求，有望逐步取代传统农贸市场，成为城镇居民购买生鲜必需品的主要渠道。
- **公司会员体系强大，会员贡献收入超7成，远远领先同行，物流、供应链、管理优势突出，有望不断沉淀消费数据，形成正向循环。**公司会员体系成熟，消费者忠诚度较高，预付卡占比较高，ROE领跑行业。公司商业业务毛利率处于行业领先水平，18、19年仍有望提升1pct/年。公司注重源头直采，加强自有品牌建设，物流及配送有望支撑山东省内扩张，内生及外延扩张保障了收入及利润的增速。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司17-19年总营业收入分别为115亿、126亿、141亿，同增6.3%、10%、12%；归母净利润分别为3.1亿、4.0亿、4.9亿，增速分别为24%、28%、24%；当前公司市值93.18亿，对应17-19年PE分别为30、23、19倍。考虑到公司以生鲜超市为特色，较具稀缺性，经营效率处于领先水平，开店+同店改善有望驱动公司营收利润增长。新零售时代，巨头加强线下布局，超市的入口及供应链价值有望逐步彰显。对比超市类上市公司的估值水平，公司当前估值仍有提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**开店速度不及预期的风险，同店增速不及预期的风险，管

市场数据

收盘价(元)	19.91
一年最低/最高价	14.87/23.76
市净率(倍)	3.89
流通A股市值(百万元)	3125

基础数据

每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	61.37
总股本(百万股)	468
流通A股(百万)	157

目录

1 . 山东生鲜超市龙头，多业态发展	4
1.1 .山东生活超市龙头，胶东半岛密集布局，成长性良好	4
1.2 .以生鲜为特色，品类结构与永辉较为接近，有望迎来发展新阶段.....	5
1.3 .注重便利性及消费体验，中小业态综合超市发展较快	7
1.4 .平均单店面积减少拉低可比同店收入，同店收入仍有提升空间.....	9
2 . 生鲜超市：受益于通胀，符合消费潮流，线下入口流量价值凸显	11
2.1 .社会消费品零售总额增长，超市受益于居民人均收入增长，CPI 回暖及城镇化率提高	11
2.2 .生鲜超市，购物体验佳，性价比高，便利性强，更符合消费者需求潮流，有望逐步取代传统农贸市场，提升市场份额	12
2.3 .线上线下融合共通，超市入口与供应链两端价值逐渐彰显，行业并购整合加快.....	13
3 . 供应链、物流、会员体系核心优势突出，市场空间较大	14
3.1 .供应链优势突出，胶东区域密集布局，向山东西部梯形推进，充分利用供应链.....	14
3.2 .物流中心及网络建设，物流优势，配送能力强，配送频率高.....	14
3.3 .消费者忠诚度较高，会员贡献收入超 7 成，国内领先，沉淀消费数据，有望形成正向循环	16
3.4 .管理：架构及激励机制革新，合伙人制度有望持续释放红利.....	17
3.5 .经营及资本优势助力鲁西部及省外扩张	17
3.6 .山东省内扩张潜在空间尤大	18
4 . 财务分析：各项指标表现比较优秀，仍有提升空间	20
4.1 .会员黏性强，预付卡占比较高，财务杠杆高	20
4.2 .经营效率较高，毛利率及净利率处于行业较高水平	21
4.3 .ROE 领跑行业，存货及资产周转率较高	22
4.4 .现金流相对稳定，有利于公司未来扩张	23
5 . 盈利预测与估值	24
6 . 风险提示	25

图表目录

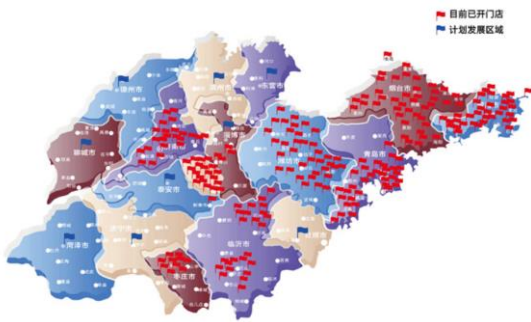
图表 1: 公司门店网点发展图.....	4
图表 2: 公司主要门店位于胶东区域, 山东其它地区仍有待发展.....	4
图表 3: 家家悦股权结构示意图.....	5
图表 4: 家家悦收入拆分及利润情况.....	5
图表 5: 家家悦、永辉及高鑫零售品类结构对比.....	6
图表 6: 家家悦与永辉零售业务品类对比.....	6
图表 7: 公司业态类型及发展策略.....	7
图表 8: 2013 年至 2017 年半年度各业态门店数量变化.....	8
图表 9: 各业态可比门店历年单店收入.....	9
图表 10: 2016 至 2017 半年度各业态可比门店营业收入占比.....	9
图表 11: 各业态可比门店 2013 至 2015 年单店收入(万元), 面积(平方米)以及坪效(万元/平方米).....	10
图表 12: 永辉超市同店营业收入增速与 CPI 趋势较为一致.....	12
图表 13: 2016 年我国农产品市场份额.....	13
图表 14: 中国生鲜超市市场规模及同比增速.....	13
图表 15: 2011-2016 中国生鲜电商交易规模及同比增速.....	13
图表 16: 生鲜产品线上渗透率远低于其他品类.....	13
图表 17: 家家悦杂物物流中心配送范围.....	15
图表 18: 家家悦生鲜物流中心配送范围.....	15
图表 19: 优化提升区域一体化物流体系.....	15
图表 20: 杂货与生鲜配送物流特点.....	16
图表 21: 家家悦与永辉会员情况对比.....	17
图表 22: 永辉超市各类型会员情况.....	17
图表 23: 山东省连锁零售企业情况对比.....	18
图表 24: 山东省各市常住人口及人均 GDP.....	19
图表 25: 零售业单用途预付卡规模(亿元)下降.....	20
图表 26: 公司单用途预付卡规模(万元)逆势增长.....	20
图表 27: 高财务杠杆随权益资本的募集回落, 但仍在行业平均水平之上.....	21
图表 28: 公司毛利率, 净利率处行业中上水平.....	21
图表 29: ROE 领跑行业水平.....	22
图表 30: 存货周转率高于行业平均水平.....	22
图表 31: 资产周转率高, 稳定在 2 次以上.....	22
图表 32: 公司经营现金流(百万元)充沛.....	23
图表 33: 公司负债以经营性负债为主.....	23
图表 34: 零售业上市公司资本支出会计处理.....	23
图表 35: 家家悦收入拆分及预测.....	24
图表 36: 超市类上市公司可比估值.....	25

1. 山东生鲜超市龙头，多业态发展

1.1. 山东生活超市龙头，胶东半岛密集布局，成长性良好

家家悦深耕胶东区域，截至 2017 年半年度，公司已在山东省开设连锁门店 649 家，其中约 85% 以上的门店布局在威海，烟台，青岛三地，充分发挥了密集网点的协同作用，建立了强大的竞争壁垒，形成区域规模优势，成为区域生活超市龙头。借助胶东地区取得的市场影响力，公司逐渐向山东省西部扩展延伸，扩大网络覆盖范围，增强市场渗透能力，目前已进入潍坊，济南，莱芜，临沂，枣庄等地市。2017 年 12 月，公司发布预案收购维客商业 51% 股权，有望加速在青岛地区的连锁网络布局，短时间内实现了跨区域发展。目前公司继续贯彻执行“山东广度，胶东深度，覆盖社区，城乡一体”的发展策略，计划进入山东省西部大部分地市，并加大农村综合超市开店力度，推进农村网络布局建设，强化城乡一体化格局。

图表 1: 公司门店网点发展图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

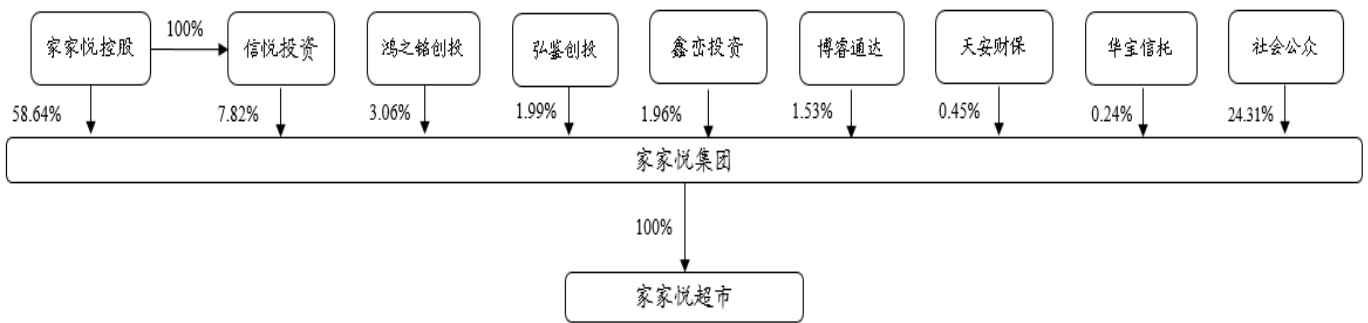
图表 2: 公司主要门店位于胶东区域，山东其它地区仍有待发展

所属区域	2013	2014	2015	2016	2017Q3
胶东地区					
门店数(家)	446	496	531	551	
YOY		11.21%	7.06%	3.77%	
山东其它地区					
门店数(家)	54	65	79	80	
YOY		20.37%	21.54%	1.27%	
合计					
门店数(家)	500	561	610	631	654
YOY		12.20%	8.73%	3.44%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 16 年底上市，经营较为稳健，收入、利润均维持了增长，上市有望开启公司发展新阶段。上市融资后，资本助力下公司有望增加供应链及物流投入，加速门店扩张速度，同时进行业态创新升级等，公司有望完善区域布局，深度挖掘胶东潜力的同时向山东其他地区进行覆盖。家家悦前身为威海糖酒站，01 年威海国资办全部退出，07 年转为有限责任公司，16 年底成功上市。家家悦控股持有公司 2.7 亿股，占公司股本总数的 58.64%，为公司的控股股东，家家悦控股通过其全资子公司信悦投资间接持有公司 7.82% 的股权，公司其余股东包括上海鸿之铭、宁波弘鉴创投等。

图表 3: 家家悦股权结构示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

参考公司 16 年报的数据，公司主要收入来源于生鲜、食品、百货等类目的零售，约占整体营业收入的 92.2%；除了零售业务外，公司还有少量生产、加工及批发业务，主要对接食品公司、餐饮公司等，占整体收入的 0.5%。公司的其它业务收入主要包括促销服务收入、配送服务收入以及租赁收入，占整体收入的 7.3%左右，但该部分业务毛利率高达 87.5%。

图表 4: 家家悦收入拆分及利润情况

(单位:百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
家家悦营业总收入	6785	7832	9000	9835	10486	10777	5567
YOY		15.4%	14.9%	9.3%	6.6%	2.8%	2.9%
商业零售业务			8378	9079	9645	9937	5194
占比			93.1%	92.3%	92.0%	92.2%	93.3%
YOY				8.4%	6.2%	3.0%	3.9%
毛利率			17.6%	17.4%	16.8%	16.5%	16.9%
工业生产加工批发业务			76	63	49	54	35
占比			0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
YOY				-17.1%	-22.2%	10.7%	33.1%
毛利率			8.9%	10.2%	13.5%	16.0%	13.5%
其它业务收入			521	688	792	786	337
占比			5.8%	7.0%	7.6%	7.3%	6.1%
YOY				32.0%	15.1%	-0.8%	2.9%
毛利率			82.2%	85.6%	87.7%	87.5%	84.0%
整体毛利率	20.4%	21.0%	21.3%	22.1%	22.1%	21.7%	20.9%
归母净利润	156	245	219	228	247	251	143
YOY		57.2%	-10.7%	4.0%	8.5%	1.6%	18.8%
净利润率	2.3%	3.1%	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%	2.6%

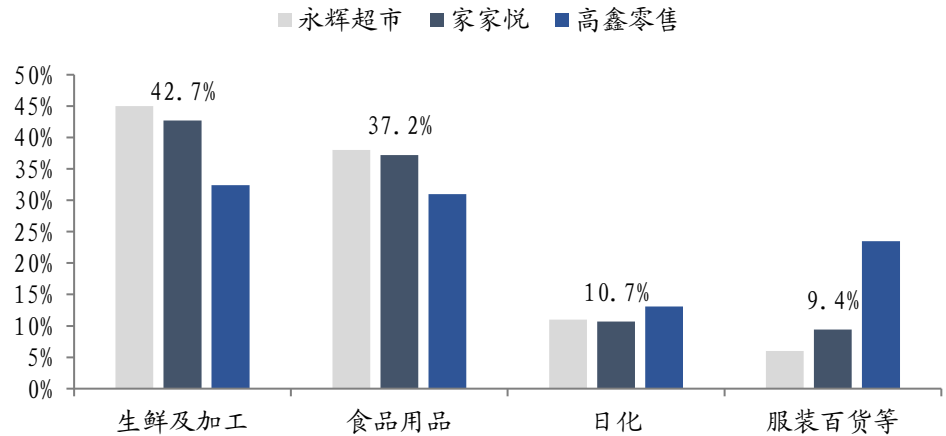
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 以生鲜为特色，品类结构与永辉较为接近，有望迎来发展新阶段

公司约 80% 商业销售收入来自于生鲜、食品用品，品类结构与永辉超市

较为接近，受电商冲击影响较小，有望迎来发展新阶段。我国的生鲜市场由于产地分散，标准化程度低，为保证新鲜、减少损耗，多数生鲜产品需要冷藏或冷冻存储，配送也需要专门的冷链物流，此外生鲜产品的单价低，物流成本占比大，配送成本比普通商品高 30%以上。在电商冲击的背景下，生鲜等地方化产品及非标供应链运营能力成为超市的核心壁垒，以生鲜为特色的超市逆势崛起，快速扩张。

图表 5: 家家悦、永辉及高鑫零售品类结构对比



资料来源: 高鑫零售、家家悦数据来源于公告, 永辉超市数据口径与家家悦略有差异, 为估算值, 均为 16 年数据, 东吴证券研究所整理,

分品类来看, 参考 16 年报数据, 家家悦生鲜销售占比零售收入为 42.7%, 毛利率约为 15%, 略高于永辉生鲜 13.3% 的毛利率。我们认为这与永辉超市奉行的生鲜低价引流策略以及二者业态的差异有关。公司食品类占比零售收入在 37.2%, 毛利率在 17% 左右, 与永辉超市较接近。除了生鲜及食品外, 公司其它品类包括百货及化洗, 占比零售收入约 20%, 有降低趋势。

图表 6: 家家悦与永辉零售业务品类对比

(单位: 百万元)	2013	2014	2015	2016	2017H1
家家悦					
商业零售业务	8378	9079	9645	9937	5195
YOY		8.4%	6.2%	3.0%	3.9%
毛利率	17.6%	17.4%	16.8%	16.5%	16.9%
生鲜	3596	3821	4110	4242	2198
占比	42.9%	42.1%	42.6%	42.7%	42.3%
毛利率	16.9%	15.5%	15.2%	15.0%	15.3%
食品化洗	3811	4207	4549	4759	2527
占比	45.5%	46.3%	47.2%	47.9%	48.7%
毛利率	17.4%	17.5%	17.0%	16.7%	17.3%
其中: 食品	2976	3253	3501	3696	
占比	35.5%	35.8%	36.3%	37.2%	

毛利率	18.0%	18.0%	17.5%	17.0%	
化洗	834	954	1049	1062	
占比	10.0%	10.5%	10.9%	10.7%	
毛利率	15.4%	16.0%	15.2%	15.7%	
百货	972	1052	986	936	470
占比	11.6%	11.6%	10.2%	9.4%	9.0%
毛利率	21.3%	23.8%	22.7%	22.1%	21.6%
永辉					
商业零售业务	29298	35130	40199	46712	26589
YOY	23.4%	19.9%	14.4%	16.2%	14.2%
毛利率	16.2%	16.5%	16.5%	16.6%	16.4%
生鲜	13461	16302	18506	22002	12462
占比	45.9%	46.4%	46.0%	47.1%	46.9%
毛利率	12.4%	12.8%	12.8%	13.3%	13.3%
食品用品	13733	16572	19461	23372	13262
占比	46.9%	47.2%	48.4%	50.0%	49.9%
毛利率	17.8%	18.3%	18.4%	18.9%	18.3%
服装	2104	2256	2232	1338	866
占比	7.2%	6.4%	5.6%	2.9%	3.3%
毛利率	30.7%	29.7%	30.2%	28.5%	31.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 注重便利性及消费体验，中小业态综合超市发展较快

公司多业态并举，兼顾网络的密集度及有效性，可根据不同物业条件做出最佳的业态定位组合，形成互补的差异化优势，满足区域不同客群的差异化需求，提高区域的市场占有率。目前公司核心业态为大卖场和综合超市，这两类零售业态的营收贡献率达95%以上，随着城镇化的推进，综合超市扩张速度较快，有望成为公司营业规模增长的重要推动力。专业店和百货店收入比重小，增长趋势较高，便利店营业时间长，面积小，更为灵活，有望逐步扩张成公司新的利润增长点。

公司积极推进业态创新与升级，利用中央厨房，配送中心和生鲜优势，提供泛餐饮服务，推出第二代社区综合超市“生活超市”，打造年轻客群“慢生活”概念，适应消费客群的结构变化，与更注重品质的消费需求变化。在巩固传统零售渠道优势的基础上，公司逐步推广网上商城，农村电商，跨境直邮等项目，推动线上线下的联动发展，目前公司线上业务处于起步阶段，规模相对较小，但增长幅度高。

图表 7: 公司业态类型及发展策略

业态	特点	发展策略
大卖场	衣、食、日用品齐全的大型超市，经营面积一般在 3000 平方米以上	持续投入原则，按募投项目的安排有序扩张，提升销售规

综合超市	以经营食品（生鲜和包装食品）和日常必需品为主的综合性超市，经营面积一般在 3000 平方米以下	模，同时根据实际需要调整门店布局。
其中：社区综合超市	开设在城市，主要面向社区居民	业态创新，改造升级成第二代“生活超市”
农村综合超市	开设在村镇，主要面向村镇居民	重点发展，渠道下沉，加快农村综合超市的网点布局
便利店	位于居民区附近，以经营即时性商品，满足便利性需求为主的小型超市，经营面积一般为 200 平方米以下	积累运营经验，逐步扩张，使之成为公司新的利润增长点
百货	采取柜台销售和开架面售百货商品的综合性商场	谨慎开店原则，以提高原有门店效益为主
专业店	专门销售电器、母婴用品或提供快速餐饮服务的专业性商店	加强市场调研，根据实际需求开设

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2013 年至 2015 年公司门店扩张较快，开店数目分别为 69、81、66 家，净增门店数分别为 57、61、49 家。2016 年 12 月公司上市，当年开店数目相对较少，为 49 家，净增门店 21 家。我们预计 17 年公司开店数目约为 70 家。门店扩张仍将是驱动公司未来营收增长的重要因素。

图表 8：2013 年至 2017 年半年度各业态门店数量变化

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H1
开店数量/家数					
大卖场	7	6	7	8	5
综合超市	51	66	56	34	15
其中：社区综合超市	24	35	26	11	9
农村综合超市	27	31	30	23	6
便利店		3	1	1	2
百货店	2	1		0	0
专业店	9	5	2	6	8
合计	69	81	66	49	30
关店数量/家数					
大卖场	2	3	1	3	3
综合超市	10	16	12	23	9
其中：社区综合超市	10	12	9	7	3
农村综合超市		4	3	16	6
便利店			1	0	0
百货店				1	0
专业店		1	3	1	0
合计	12	20	17	28	12
净增店数量/家数					
大卖场	5	3	6	5	2

综合超市	41	50	44	11	6
其中：社区综合超市	14	23	17	4	6
农村综合超市	27	27	27	7	0
便利店	0	3	0	1	2
百货店	2	1	0	-1	0
专业店	9	4	-1	5	8
合计	57	61	49	21	18
总门店数/家					
大卖场	67	70	76	81	83
综合超市	402	452	496	507	513
其中：社区综合超市	233	256	273	277	283
农村综合超市	169	196	223	230	230
便利店	1	4	4	5	7
百货店	11	12	12	11	11
专业店	19	23	22	27	35
合计	500	561	610	631	649

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 平均单店面积减少拉低可比同店收入，同店收入仍有提升空间

2013至2016年，公司各业态可比门店历年单店收入呈小幅下降态势，主要原因在于公司新开门店单店面积较小。公司重点发展两类核心业态大卖场和综合超市，两者营收占比达95%以上。

图表 9：各业态可比门店历年单店收入

单店收入（万元）	2013	2014	2015	2016
大卖场	5,950	5,779	5,763	5,711
综合超市：	1,323	1,259	1,193	1,150
社区综合超市	1,462	1,371	1,331	1,267
农村综合超市	1,116	1,103	1,011	994
便利店				251
百货店	740	831	1,335	1,154
专业店	1,988	1,515	971	906
总计	2,077	1,913	1,835	1,729

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：便利店、百货店及专业店总数较少，可比门店收入受个别门店经营状况影响较大

图表 10：2016至2017半年度各业态可比门店营业收入占比

	2016		2017H1	
	收入（万元）	占比（%）	收入（万元）	占比（%）
大卖场	382,651	42.81	204,532	42.58
综合超市	480,859	53.79	257,096	53.52
其中：社区综合超市	302,850	33.88		
农村综合超市	178,009	19.91		

便利店	502	0.06	371	0.08
百货店	12,689	1.42	7,819	1.63
专业店	17,220	1.93	10,556	2.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

单店营收与单店坪效稳定，原有门店营收增长可抵消新开门店初立投入，保持平均单店收入相对稳定。公司在扩展过程中，注重存量的运作，对原有门店，公司加强品类优化，提升门店的营运标准和客户服务水平，使得同店营业收入保持一定的增长。以 2012 年新开门门店在以后年度的表现为例，各业态新开门店在开业第一年后，增长较快，开店两年后，趋于成熟，营收增长稳定在 3%-5% 区间，因此未来随着门店存量基数与店龄不断增长，公司在快速扩张过程中，原有门店收入的增长能够抵消新门店培育的投入，降低营收波动。

分业态看，公司各业态中，核心业态大卖场和综合超市坪效较高。与同行业如永辉对比，公司坪效略低，主要原因是公司贯彻渠道下沉策略，门店网点主要布局于山东省内 2 至 4 线城市社区及农村，人流量相对较小，客户购买力居中。公司大卖场的坪效保持了提升趋势，反应了公司较强的运营能力。我们认为综合超市坪效的降低主要原因在于公司综合超市开店较多，新开店相对成熟老店仍有进一步优化空间。

图表 11: 各业态可比门店 2013 至 2015 年单店收入 (万元)，面积 (平方米) 以及坪效 (万元/平方米)

业态		2013 年	2014 年	2015 年
大卖场	单店收入	5950	5779	5763
	单店面积	4542	4378	3920
	坪效	1.31	1.32	1.47
综合超市	单店收入	1323	1259	1193
	单店面积	888	856	834
	坪效	1.49	1.47	1.43
其中：社区综合超市	单店收入	1462	1371	1331
	单店面积	1015	972	958
	坪效	1.44	1.41	1.39
农村综合超市	单店收入	1116	1103	1011
	单店面积	693	698	674
	坪效	1.61	1.58	1.50
百货店	单店收入	740	831	1335
	单店面积	7404	7551	11126
	坪效	0.10	0.11	0.12
专业店	单店收入	1988	1515	971
	单店面积	2311	1942	1330
	坪效	0.86	0.78	0.73

数据来源：家家悦招股说明书，东吴证券研究所

公司推行门店升级改造，有望提升同店收入。16 年家家悦社区综合超市成熟门店同店增速降低了 2.37pct，主要原因在于公司升级改造社区超市，推进门

店改造和社区超市升级，调整期影响了社区超市的短期收入。公司加大农村超市的开店力度，逐步构建农村网络布局。从整体来看，我们认为永辉超市所处发展阶段相较家家悦更为成熟，家家悦许多门店仍在改造升级。参考草根调研的结果，家家悦 17 年升级改造的门店有约 100 家，升级后的门店品类更为优化、运营效率有所提高，一些改造良好的门店，同店收入增幅可达 10%-15%，毛利率提升 1-1.5pct。

图表 1：永辉与家家悦成熟门店同店增速比较（2016）

业态	门店家数	单店收入（万元）	同店增速
家家悦			
大卖场	67	5711	-0.19%
综合超市：	418	1150	
社区综合超市	239	1267	-2.57%
农村综合超市	179	994	0.28%
便利店	2	251	0.42%
百货店	11	1154	-16.29%
专业店	19	906	3.04%
综合	517	1729	-1.12%
永辉			
大卖场	95	15195	2.50%
卖场	155	11331	0.00%
社区店	43	5153	1.20%
BRAVO 精致超市	26	11863	11.30%
综合	319	11693	1.90%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 生鲜超市：受益于通胀，符合消费潮流，线下入口流量价值凸显

2.1. 社会消费品零售总额增长，超市受益于居民人均收入增长，CPI 回暖及城镇化率提高

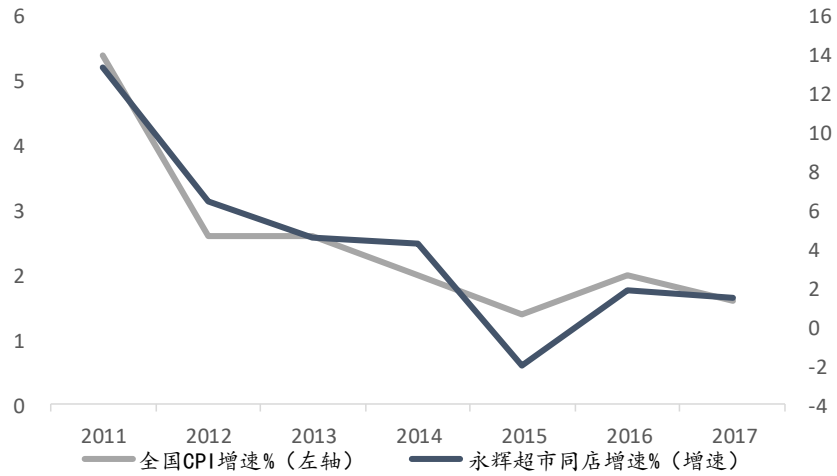
从历史数据看，超市营收增速与 CPI 同步性强，CPI 上涨期间，客单价明显增长，同店增速与盈利水平提高，此外 CPI 上涨初期，部分消费者可能有囤货等心理影响刺激消费，提升“量”，从而提升超市同店收入。

参考东吴宏观团队的预测，18 年 CPI 约在 2.2%-2.4%，CPI 中枢抬升。我们认为 CPI 上行有利于超市同店收入提升，盈利改善预期增强。

- 1) 超市多为生活必需品类，需求价格弹性较小。CPI 上行，量变化较小，商品价格上升，提升了超市同店收入。
- 2) CPI 权重中食品烟酒约为 30%，主要包括肉类、鲜菜、水果、水产品、粮食等产品；非食品烟酒占比 70%（衣着、医疗及个人用品、娱乐教育文化用品及服务、居住等）。食品烟酒类是超市产品重要组成部分。

- 3) 以永辉超市为代表的生鲜超市过往同店增速与 CPI 有较强的正相关性，未来超市同店收入增速有望持续受益于 CPI 中枢抬升。

图表 12: 永辉超市同店营业收入增速与 CPI 趋势较为一致

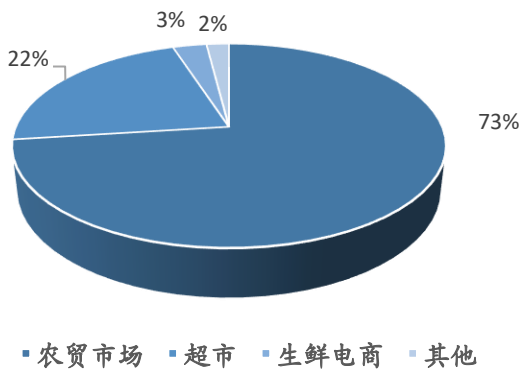


资料来源：中国国家统计局，Wind，东吴证券研究所

2.2. 生鲜超市，购物体验佳，性价比高，便利性强，更符合消费者需求潮流，有望逐步取代传统农贸市场，提升市场份额

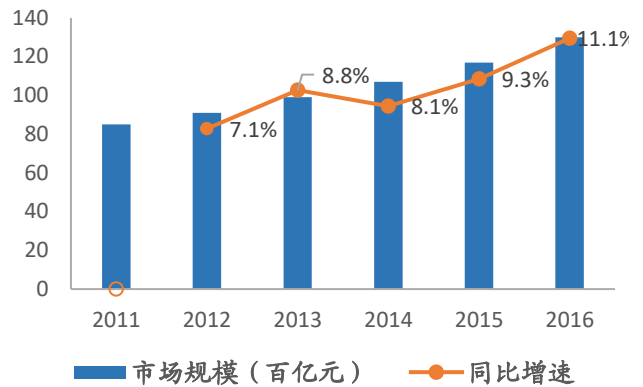
随着城市经济发展水平提高，居民收入水平提升，消费升级，生鲜超市更符合消费者追求品质消费的需求，有望逐步取代传统农贸市场，成为城镇居民购买生鲜必需品的渠道。发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店流通，该类渠道销售的农产品占比常在 70% 以上，反观 2016 年中国农产品交易活动，生鲜产品销售仍以农贸市场为主，占比 73%，超市渠道只占 22%，其渗透率提升空间大。2011 年至 2016 年，我国生鲜超市市场规模稳定增长，符合超市渠道逐渐成为生鲜品消费主流的趋势。

图表 13: 2016 年我国农产品市场份额



资料来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

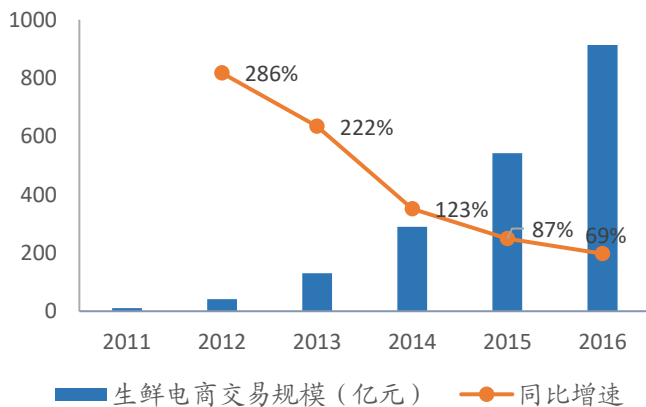
图表 14: 中国生鲜超市市场规模及同比增速



资料来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

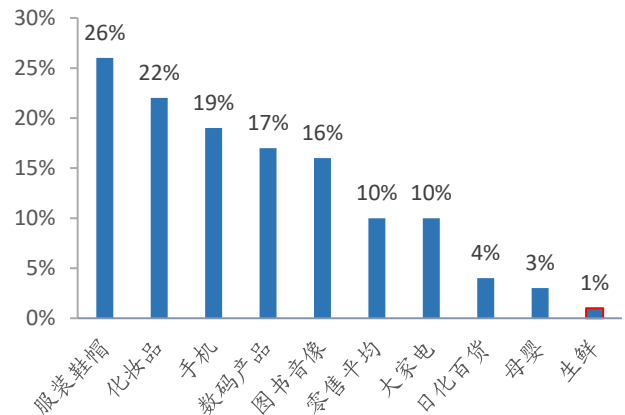
生鲜电商发展相对缓慢, 线下渠道始终为主流。生鲜高频微利, 线下销售实体农贸市场和超市为生鲜销售主要渠道, 受电商渠道冲击较小, 原因在于 1) 生鲜品类不易保存、周转率高、物流配送要求高, 对供应链要求较高, 仓储物流建设投入较大; 2) 生鲜产品标准化程度低, 供货渠道分散, 中间损耗环节多, 损耗率高, 物流成本高, 而农产品固有毛利率较低, 无法覆盖这种高昂的损耗费用。近年来, 我国生鲜电商交易规模增长迅猛, 但囿于生鲜品类自身特点, 其同比增速下降趋势明显, 生鲜产品线上渗透率远低于其他零售品类。

图表 15: 2011-2016 中国生鲜电商交易规模及同比增速



资料来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

图表 16: 生鲜产品线上渗透率远低于其他品类



资料来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

2.3. 线上线下融合共通, 超市入口与供应链两端价值逐渐彰显, 行业并购整合加快

互联网和移动终端大范围普及所带来的用户增长以及流量红利逐渐萎缩, 线上零售增长瓶颈开始显现, 互联网巨头发力线下布局, 线上巨头与线下零售企业合作成新常态。阿里入股三江购物, 高鑫零售, 银泰, 新华都等, 腾讯入股永辉超市, 易果溢价接手联华超市股权, 线上平台向线下零售实体店输出技术, 逐步提升线下经营效率, 由量变引发质变, 推进线下零售生态变革。

消费者回归对消费品质的追求，线上平台线下零售融合，构建全渠道体验场景，为纯电商发展引流，**线下超市入口价值逐渐彰显**。线下门店可做为具仓储配送价值的“前置仓”，就近配送，成本更低，效率更高，但线下门店体系搭建周期长，布局推广慢，重资产运营，占用资金多，未来线上线下融合的方式可向更深层次发展：如供应链整合、物流配送资源共享等合作，传统零售企业供应链价值凸显。未来线上平台结合现有线下门店将成为主流趋势，超市入口与供应链两端价值凸显逐渐彰显。

3. 供应链、物流、会员体系核心优势突出，市场空间较大

3.1. 供应链优势突出，胶东区域密集布局，向山东西部梯形推进，充分利用供应链

公司供应链优势突出，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色。生鲜采购主要采取基地直供的模式，完善的基地发展模式已成为生鲜产品供应的有力保障；杂货采购主要采用总部统采和厂家直采结合模式，最大限度利用公司议价能力，减少中间代理环节，降低采购成本；按照全球直采的理念，积极开发全球商品直采渠道，批量引进国外优势品类，丰富商品种类。通过子公司生产加工自有品牌，建立生鲜 PC 加工中心，中央厨房规模化生产加工生鲜产品。公司不断优化提升供应链，运用大数据，推动品类管理升级，加强库存的管控，深化与重点供应商的合作，共同研究市场变化，联合制订推广计划，开展零供联合促销，增加市场销售机会，整合供应链，发挥自身在基地、PC 加工中心、中央厨房、物流等方面优势。

农超对接，生鲜源头直采，积极扩展全球直采供应平台。目前公司与 200 多个合作社和养殖场建立农超对接关系，与 100 多处基地签订长期合同，建立了遍布全国的直采网络，超过 80% 的生鲜采取“源头直采”模式。从 2013 年起，公司积极开发国外渠道，借助“一带一路”与中新贸易发展平台，建立强大的海外直采基地，批量引进国外优势生鲜商品，采购范围涉及欧洲，美洲，大洋洲，东南亚等地区的 20 多个国家，增强了海外直采优势。

PC 中心初加工，中央厨房深加工，标准化生鲜商品，降低门店成本。公司宋村，威海两处生鲜物流中心建设了约 1.5 万平米的 PC 中心进行初加工，建立约 2 万平米集农副产品，熟食加工与配送于一体的现代化高效中央厨房体系进行深加工，配送范围内各门店可以共享加工体系，通过规模优势降低成本，标准化生产提高品质，建立生鲜竞争力。随着物流体系日趋完善，直接采购模式不断加强，中央厨房的优势逐步体现以及与农产品基地合作日益密切，将进一步提高公司盈利能力和区域影响力。

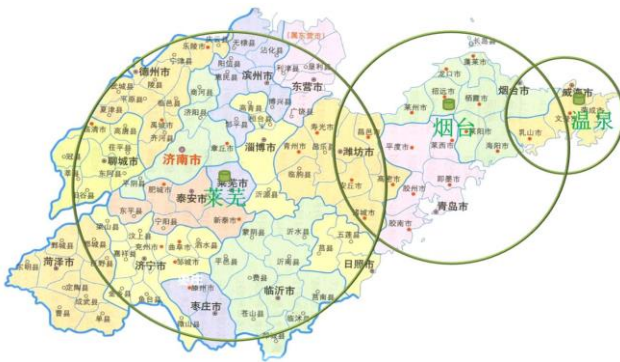
我们认为公司未来扩张路径为继续贯彻“山东广度，胶东深度，覆盖社区，城乡一体”的策略，深度挖掘胶东地区市场潜力，强化胶东地区网络密度，同时加快向山东中西部地区梯形推进，进行广度战略规划。

3.2. 物流中心及网络建设，物流优势，配送能力强，配送频率高

公司配送能力出色，区域一体化的物流优势支撑公司网络拓展到山东省内各个区域、延伸至社区、乡镇农村，高频次的配送服务，形成“最后一公里的竞争优势”。

公司先后在威海、烟台、高密、莱芜、宋村建设了 3 处常温物流中心和 5 处生鲜物流中心，预计 17 年底投入运营的物流中心总建筑面积约 19.5 万平米。生鲜配送中心已覆盖鲁东地区，鲁西生鲜配送能力尚不足，目前在建中的莱芜生鲜物流中心投产后，将大幅提高胶东以外生鲜配送能力，实现区域一体化生鲜配送体系深度覆盖山东省全境，有利于家公司在山东中西部地区进一步快速扩展。目前以威海物流中心为中央配送中心、以烟台物流中心及莱芜物流中心为区域配送中心的区域一体化杂货配送体系已经基本覆盖山东省全境。

图表 17: 家家悦杂物物流中心配送范围



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 18: 家家悦生鲜物流中心配送范围



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 19: 优化提升区域一体化物流体系

仓型	状态	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均 吞吐	日峰值 吞吐能	基础功能	新增功能
杂货仓	使用中	威海物流中心	4.1	11 万 件	20 万 件	杂货 仓储配送	
		烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万 件		
		莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件		
生鲜仓	使用中	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨	生鲜 仓储配送	中央厨房
		高密生鲜物流中心	1.2	110 吨	500 吨		PC 加工中心
		莱芜生鲜物流中心	0.4	130 吨	500 吨		中央厨房
		威海生鲜物流中心	3.2	340 吨	700 吨		食品工业园
	17 年开工 在建中	莱芜生鲜加工物流中心	3.42				生鲜加工
综合仓	17 年开工 在建中	烟台综合物流工业园	10			常温商品 仓储配送	生鲜加工

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司杂货配送包括中央、区域两级配送中心实现立体辐射，每个配送中心辐射门店数量都能达到 100 家以上，可以在较短时间通过两级配送中心送至需求门店，提升门店要货满足率，实现了杂货按需配送的区域化高效配送。生鲜配送上，公司通过生鲜配送中心对区域门店网络进行辐射，实现了生鲜按需最高一日两配的区域化高频配送标准，同时设立中央厨房与 PC 加工中心，减少了门店店内制作环节。

图表 20: 杂货与生鲜配送物流特点

类型	特点	
杂货配送	两级配送管理	中央配送中心与区域配送中心相结合，区域配送中心存放高周转商品，中央配送中心存放品类齐全，库与库之间调配，在保证配送效率的前提下，提高公司整体存货周转率，减少资金占用。
	自动补货	利用 DRP 系统自动补货，保证门店即时需求
	高频配送	每天早上与下午（按需）配送两次，迎合居民消费需求，保证新鲜度
生鲜配送	集中配送比例高	与供应商、基地、农户等建立长期稳定的合作关系，生鲜产品集中配送比例达 70% 以上。
	冷链全程监控	采用冷链配送有冷藏需求的生鲜商品，全程监控车内温度及车辆运输状态。
	简化流程实时处理	采购员与物流中心配备专用设备，订货后可即时出发货预告，配货，发货，实现即收即发，减少损耗，避免仓储损失

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 消费者忠诚度较高，会员贡献收入超 7 成，国内领先，沉淀消费数据，有望形成正向循环

公司会员体系成熟而完善，消费者粘性较强，会员收入不断增加。公司设立了完善的会员管理制度以及会员积分管理制度，借助区域性品牌优势，公司形成了庞大高粘性的会员群体。2016 年末公司会员人数约 418 万，比年初增长 13.78%，会员客流量 1.54 亿人次，单个会员日均购买频次 1.61 次。会员收入贡献率高，2016 年会员销售收入 74.23 亿元，占销售收入的比例为 74.70%，同比增长 5.46%，部分区域会员销售占比超过了 80%。会员群体粘性强，2015 年、2016 年连续两年参与换购的会员，在后续 18 个周的活动期间，每周的人均消费金额从 170 元提升到 197 元，增长了 16%，平均客单、每周访店次数也分别提升了 7.4%、8%。

图表 21: 家家悦与永辉会员情况对比

年份	永辉			家家悦		
	2015	2016	2013	2014	2015	2016
会员人数规模 (万人)	1116	1768	261	310	367	418
YOY		58.4%		18.6%	18.5%	13.8%
营业总收入规模 (亿元)	421	492	90	98	105	108
销售收入 (亿元)	402	467	84	91	96	99
会员销售占比	33.3%	39.2%	58.7%	66.5%	71.8%	74.7%
会员收入规模 (亿元)	134	183	49	60	69	74
单会员收入 (元)	1199	1035	1884	1950	1887	1777
单会员单周收入 (元)	23.05	19.90	36.23	37.50	36.29	34.17

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

对比永辉超市的数据, 16 年家家悦会员收入占比相较永辉高出了约 35 pct, 单会员收入比永辉高 72%, 体现了家家悦会员体系的成熟与优势。

图表 22: 永辉超市各类型会员情况

会员类型	2015			2016	
	会员人数规模 (万人)	会员人数 占比	会员人数规模 (万人)	会员人数 占比	会员人数 YOY
微信会员	10	0.9%	141	8.0%	1386.1%
APP 会员	66	5.9%	193	10.9%	193.3%
WEB 会员	34	3.0%	152	8.6%	349.8%
线下会员	1007	90.2%	1281	72.5%	27.3%
全部	1116	100.0%	1768	100.0%	58.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

公司通过沉淀消费数据, 获取消费者购买行为的信息反馈, 结合现有的商务智能分析系统及赠券管理系统, 深入研究消费者转变, 分析消费者的行为习惯, 挖掘消费者的潜在需求, 创造消费者的关联需求, 通过积分返利, 定向营销等手段为会员提供更具针对性的全方位服务, 开展线上线下融合的精准营销, 提高公司业绩和运营效率。

3.4. 管理: 架构及激励机制革新, 合伙人制度有望持续释放红利

公司加快变革和创新, 按照“大规模、小组织”的原则建立适应企业发展的管理模式和运行机制, 提高企业运行效率。推行合伙人制度, 以“充分授权, 事后评估”为原则建立门店绩效考核体系, 构建了企业与员工的利益共同体, 激发普通员工的主人翁精神, 实现风险共担、利益共享、收益匹配, 优化企业各部门运行效率, 增加了企业活力。目前公司已成立新事业部, 其将于 2018 年继续全面推进合伙人制度, 原有门店有望借助合伙人制度红利, 提升营收增速。

3.5. 经营及资本优势助力鲁西部及省外扩张

公司在威海及烟台的市占率及营业收入仍有提升空间。根据我们草根调研

的结果，家家悦在威海的市占率约为 70%，在烟台市占率约为 50%，公司在威海、烟台两地的渗透率仍在进一步提升。我们认为公司在威海、烟台收入仍有上升趋势，主要原因在于：存量市场上，公司的中小业态生鲜超市对农贸市场、低效率竞争者的取代以及消费升级背景下品类结构的提升；增量市场主要来自于新开购物中心、新的社区型小商圈的形成，公司不断拓展店铺。

从威海烟台向青岛扩张，内生与外延双轮驱动。2017 年 12 月 13 日，公司发布公告，拟以自有资金 3.4 亿元收购维客商业 51% 股权。维客商业是青岛市知名商业企业集团，经营领域包括百货店、地铁商业、连锁超市等。维客商业在青岛拥有 9 家超市，门店面积 10 万平米，两家物流中心分别为常温物流中心、生鲜加工物流中心。**维客商业 17 年 1-6 月份，营业收入为 4 亿，亏损 629 万元。**收购完成，公司有望通过整合、共享上市公司的采购优势及维客商业连锁的物流资源，提升青岛地区门店的营业收入、盈利能力和竞争能力，支撑门店的快速发展；同时发挥生鲜加工中心的优势，为食堂、酒店等餐饮企业提供食材配送服务，打造社会化的供应链平台。

公司有望从胶东区域向山东西部逐步扩张。公司从 95 年在威海做超市，01 年走出了威海，并在烟台开立超市；04 年加入 SPAR 体系，提升信息化管理运营能力；06 年进入莱芜；09 年进入济南市场，目前公司在济南拥有 20 余家店铺，反应了公司异地扩张的能力。公司在供应链建设及门店选址上都已经充分的准备，人才培养上，通过内部提拔、外聘人才、与山东高校合作等加强人才建设，上市后，有望通过资本与供应链的联合实现更快扩张。

与山东其它零售企业相比，家家悦有一定特色与优势。山东省境内主要零售企业有银座、振华、利群、华联、统一商超等，但家家悦在生鲜超市业态上优势明显，有望持续扩张。永辉超市在山东地区尚未开店，且二者业态具有一定差异，考虑到 3-5 年的发展，我们认为二者尚未构成直接竞争。

图表 23：山东省连锁零售企业情况对比

企业名称	2016 年营收 (亿元)	山东省内主要分布区域	14-16 年核心区域营收占比	门店数 (2017H1)	业态和网点
银座	128.45	济南，淄博，东营	90%	124	共 124 家门店，主要业态为百货商场，大型综合超市，购物商场
振华	约百亿	烟台，威海，聊城	无公示	127	共 127 家门店，主要业态为百货连锁，超市电器连锁
利群	102.93	青岛	82.35%	43	共 43 家门店，主要业态为百货连锁，超市电器连锁
家家悦	107.76	威海，烟台，青岛	82.12%	649	共 649 家门店，主要业态为大卖场，综合超市，专业店，百货店，便利店

数据来源：公司公告，CCFA,东吴证券研究所整理

3.6. 山东省内扩张潜在空间尤大

我们较为看好公司未来扩张的趋势，公司主要业态为生鲜超市，在供应链、

物流、经营管理上优势明显。公司有望持续受益于生鲜超市取代农贸市场、杂货铺的潮流，提升胶东地区渗透率，并向鲁西不断拓展。

16年家家悦所在核心城市威海、烟台人口约为282万、706万，参考招股说明书数据，截至2016Q3，公司在威海、烟台两地门店数量分别为306家、206家，占合计门店数量约为82%，预计16年两地贡献收入为92亿。相当于威海、烟台两地988万常住人口，约一半为家家悦持卡会员，每位会员每年约为家家悦贡献约1800元，对应家家悦16年威海、烟台两地超过90亿收入。山东省总人口近1亿，威海+烟台占比约为9.94%，若家家悦在山东其它城市可以达到威海、烟台30%的渗透率，则家家悦的潜在市场空间超过300亿。

参考家家悦在胶东地区（威海、烟台、青岛）的发展，胶东地区常住人口及社会消费品零售总额占比山东省约为20%，对应公司17年胶东地区收入约为100亿。若公司在山东其它地区达到胶东地区的发展水平的一半，则公司整体潜在空间超过300亿。综上，考虑到家家悦未来3-5年的发展，公司目前省内扩张离天花板尚远。

图表 24：山东省各市常住人口及人均 GDP

区域	常住人口 (万人)	人均 GDP (元)	GDP 合计 (百亿元)	社会消费品零售总额 (百亿元)
青岛市	920.4	109407	100.11	41.05
济南市	723.3	90999	65.36	37.65
淄博市	468.7	94587	44.12	15.03
枣庄市	391.6	54984	21.43	21.55
东营市	213.2	164024	34.80	8.92
烟台市	706.4	98388	69.26	7.90
潍坊市	935.7	59275	55.23	29.76
济宁市	835.4	51662	43.02	25.15
泰安市	563.7	59027	33.17	20.72
威海市	281.9	114220	32.12	14.63
日照市	290.1	62357	18.02	14.57
莱芜市	137.6	51533	7.03	3.48
临沂市	1044.3	38803	40.27	6.60
德州市	579.2	50856	29.33	13.95
聊城市	603.7	47624	28.59	24.88
滨州市	389.1	63745	24.70	11.73
菏泽市	862.3	29904	25.60	8.90
山东省	9947.0	68733	680.24	306.46
烟台与威海占比	9.94%		14.90%	7.35%
胶东地区占比	19.19%		29.62%	20.74%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（采用2016年数据）

考虑到经济水平提高、CPI上升、消费升级的趋势，公司产品品类不断优化升级、供应链整合提效，公司在威海、烟台两处核心区域收入有望进一步上升，在青岛、胶东以外其它地区市场份额仍有较大提升空间，公司在山东省内

扩张空间尤大。

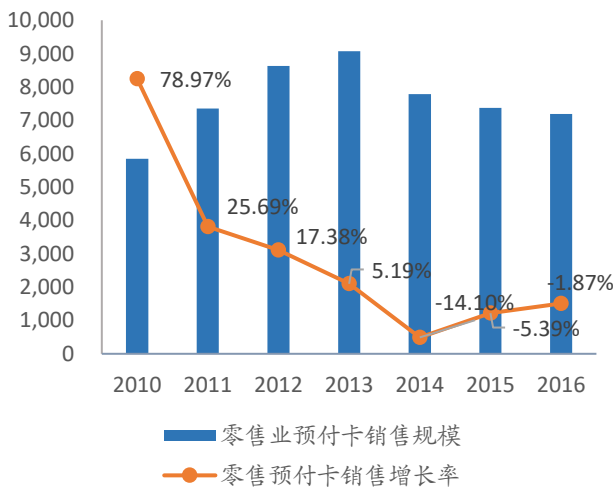
4. 财务分析：各项指标表现比较优秀，仍有提升空间

4.1. 会员黏性强，预付卡占比较高，财务杠杆高

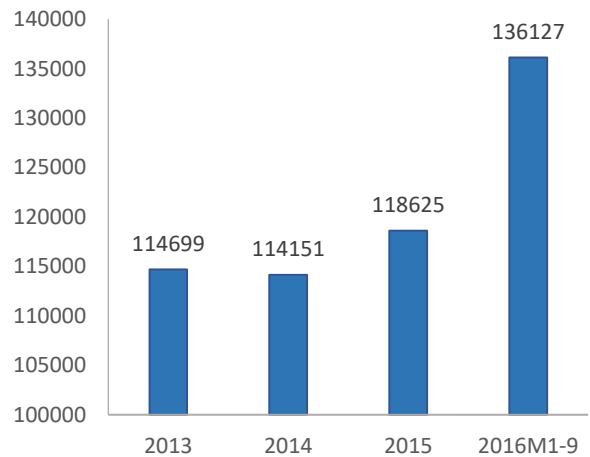
会员体系发展良好，单用途预付卡规模不断攀升，财务杠杆高于行业平均水平。零售业预付卡销售规模与增速自 2014 年至 2016 年呈下跌态势，目前仍在探底企稳当中。在行业单用途预付卡规模刚性下降的条件下，公司强化区域布局，有针对性地进行会员营销，连锁门店数量稳步增长，销售规模不断扩大，会员粘性提高，更多消费者选择购买和使用公司商业预付卡，公司预付卡规模仍保持较好的增速。预付卡规模逆势增长，体现了公司良好的商品经营能力，适应消费者消费行为变化并及时调整市场经营策略的能力。

单用途预付卡规模的不断增长可成为公司财务杠杆提高的直接驱动因素，提高净资产盈利能力，同时公司可获取巨额备付金，提前回笼现金流，沉淀丰厚资金，进行资本化运作。

图表 25: 零售业单用途预付卡规模 (亿元) 下降



图表 26: 公司单用途预付卡规模 (万元) 逆势增长

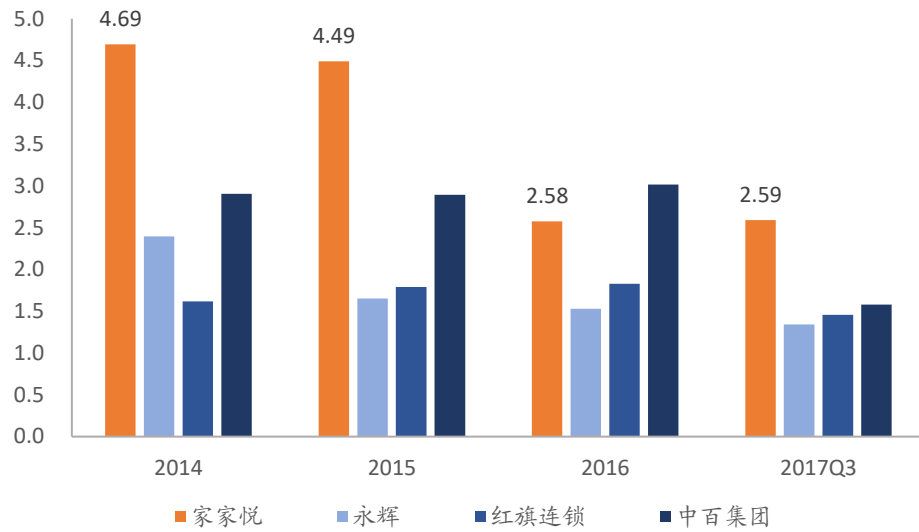


资料来源：中商联预付卡委员会，东吴证券研究所

资料来源：家家悦招股说明书，东吴证券研究所

公司的财务杠杆较高，主要源于公司会员体系强大，单用途预付卡销售规模较高，对应预收账款值较高。16 年家家悦收入为 108 亿，对应预收账款为 13 亿；相比之下永辉超市 16 年收入为 492 亿，对应预收账款为 15 亿。由于公司与各供应商之间合作关系良好稳定，会员规模不断增长，忠诚度高，公司知名度与市场影响力不断提高强化，公司具有获得供应商与会员持续的商业信用的能力。2016 年前，公司财务杠杆平均高达 4.5，公司上市，募集的资本金注入，财务杠杆开始回落，但仍高于行业平均水平，当前公司资本结构较为合理，财务杠杆运用较为充分。同时公司奉行轻资产运营理念，门店多采用租赁形式，与第三方积极合作，降低固定资产投资，经营杠杆较低，公司的财务策略与经营策略相协调，处于合理水平。

图表 27: 高财务杠杆随权益资本的募集回落, 但仍在行业平均水平之上

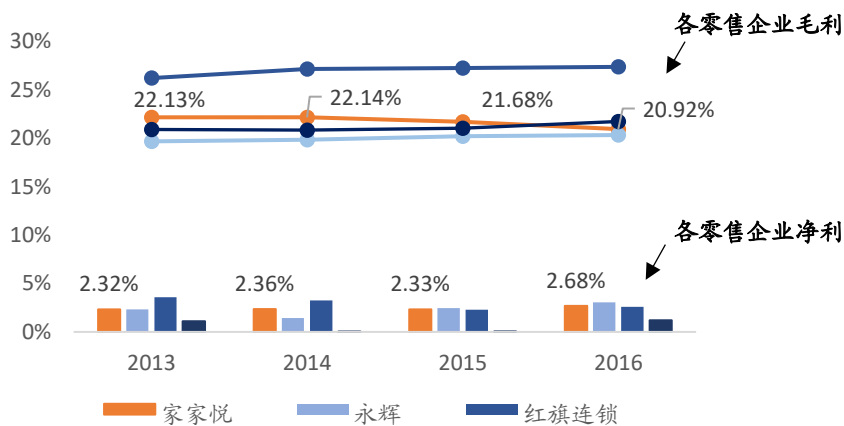


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 经营效率较高, 毛利率及净利率处于行业较高水平

参考公司 13-16 年财务数据, 公司毛利率超过 20%, 净利率超过 2.3%, 略高于行业平均水平, 有进一步提升空间。公司多业态协同发展, 门店布局合理, 销售规模较大, SKU 较多, 高达 3 万以上, 同时公司密切关注消费者需求变化, 及时调整商品结构与市场策略, 因此盈利较高且抗风险能力较强。公司费用管控能力出色, 租金, 能源费及修理费等经营费用率较低, 且各类费用占营业收入比重较稳定, 与公司扩张速度相适应, 与销售收入增长相适应。各业态中农村综合超市毛利率较高, 随着公司城乡一体化策略的贯彻推进, 农村综合超市销售规模提高, 公司综合毛利率有望提升。

图表 28: 公司毛利率、净利率处行业中上水平

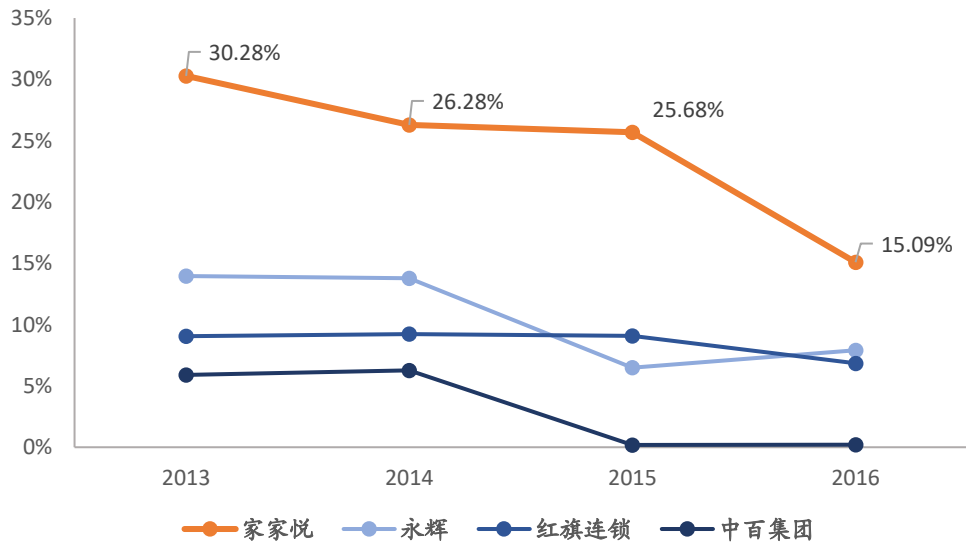


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3 . ROE 领跑行业，存货及资产周转率较高

得益于高财务杠杆、良好的盈利能力与运营能力，公司 ROE 领跑行业。2016 年公司上市，股权资本的注入导致财务杠杆降低，同时公司加快扩张连锁门店与优化物流体系，资本支出较多，短期回报较少，因此公司 ROE 呈下降态势，但未来随着新门店成熟，销售净利率的提升及资产周转的加快，ROE 有望回升。

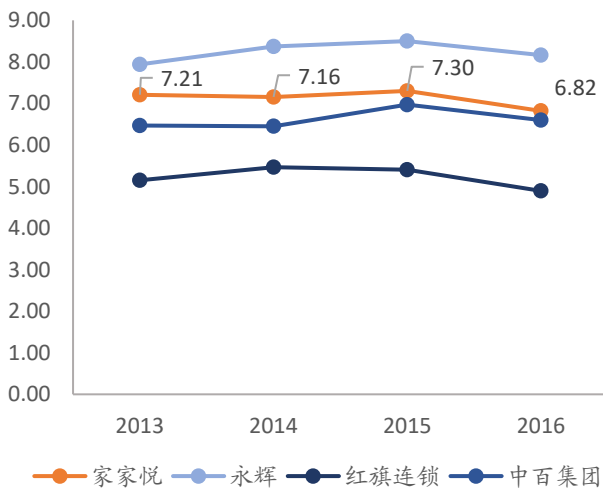
图表 29: ROE 领跑行业水平



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

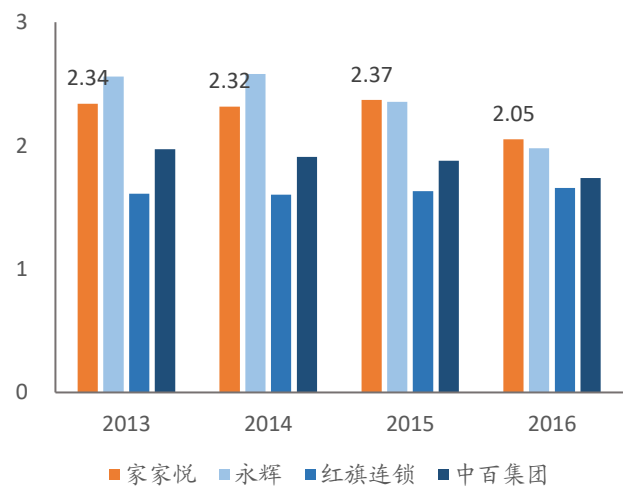
公司的存货周转率约为 7 次，略低于永辉超市，仍有提升空间，资产周转率稳定在两次以上，整体周转情况处于行业领先水平。公司出色的资产管理运营能力，合理的商品品类与构成，高频高效的区域一体化物流体系，有效地降低了门店和仓库的整体库存规模，提高了资产运营效率。

图表 30: 存货周转率高于行业平均水平



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 31: 资产周转率高，稳定在 2 次以上

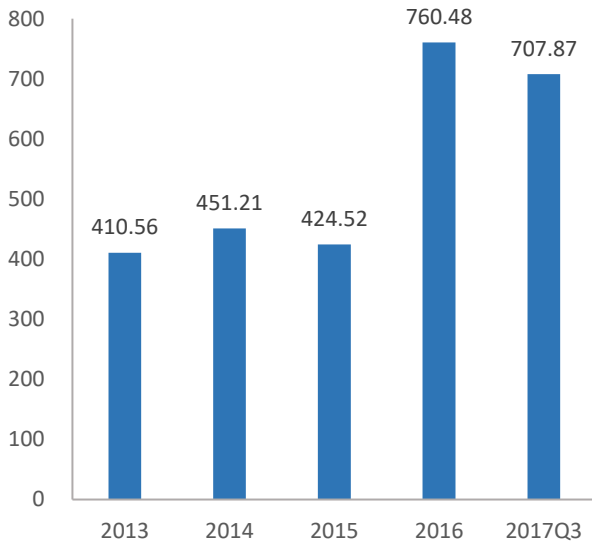


资料来源：Wind，东吴证券研究所

4.4. 现金流相对稳定，有利于公司未来扩张

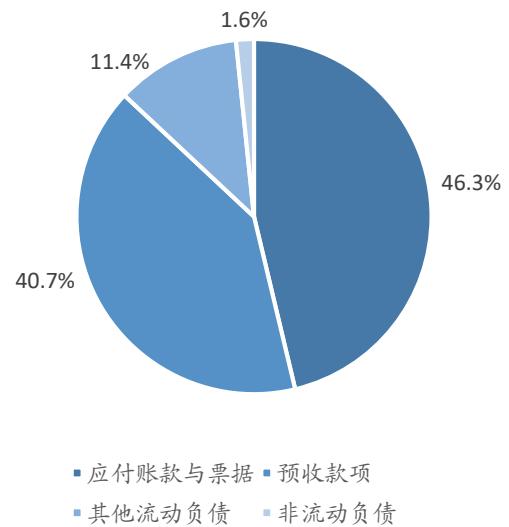
现金流充裕稳定，规划良好，助力公司扩张。公司销售商品方式基本为即时结算，经营性现金流充裕稳定，与销售规模，开店数量和速度相匹配。2017年第三季度，公司所持有的货币资金余额为 30.08 亿，同比增长约 59.51%，流动性较有保障。公司负债以应付账款，预收账款等经营性负债为主，平均占比达 86%以上，公司通过充分利用供应商与消费者提供的商业信用，可合理规划现金流，提高偿债能力。

图表 32: 公司经营现金流(百万元)充沛



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 33: 公司负债以经营性负债为主



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司处于快速发展期，资本支出水平较高，公司资本主要投向连锁门店的扩张与物流基础设施建设。截至 2017 年第三季度，公司新开门店 23 家，宋村生鲜物流园已完成扩建，莱芜生鲜加工物流项目与烟台综合物流工业园项目正积极推进中。大额资本性支出，新开门店前期市场培育风险会在短期内给公司经营业绩带来一定的压力，但随着新开门店成熟与物流能力不断提升，公司未来长期业绩增速有望增长。

公司于 17 年 5 月 1 日起实行新的会计政策，长期待摊费用摊销期延长，普通门店的装修及改良支出由 3 年直线法摊销改为 8 年直线法摊销，百货店装修及改良支出由 5 年直线法摊销改为 10 年。更改后的长期费用摊销期间能更准确反应公司资本支出的收益期，与同行业上市公司的摊销期间水平相近，对 18、19 年利润的提升有正向影响。

图表 34: 零售业上市公司资本支出会计处理

上市公司	资本支出的会计处理政策
步步高	经营性租赁租入固定资产的改良支出 5 至 6 年内平均摊销，其他项目在受益期内平均摊销。
新华都	新开门店场地装修改造支出，在租赁期内按直线法进行摊销；已开业门店的改建、扩建工程，在 5 年和剩余租赁期孰短的期限内按直线法进行摊销。

人人乐	在受益期限内平均摊销。装修费的摊销年限为 5 年，按照直线法摊销。
红旗连锁	新开大型超市装修支出预计受益期 5 年；新开的其他类型卖场、已开业卖场的二次装修及改良支出预计受益期 3 年；卖场外观翻新费用一次性计入当期损益
永辉超市	新开门店装修及改造支出在 10 年和剩余租赁期孰短的期限内按照直线法进行摊销；已开业门店二次及以上装修及改良支出在 5 年内和剩余租赁期孰短的期限内按直线法进行摊销。
三江购物	按照项目受益期、预计尚可使用年限和租赁期限孰短原则确定摊销期限平均摊销。
家家悦	超市门店装修及改良支出在 8 年和剩余租赁期孰短的期限内平均摊销；百货店装修及改良支出在 10 年和剩余租赁期孰短的期限内平均摊销。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

考虑到公司经营、管理、供应链优势突出，胶东渗透率仍有提升趋势，逐步从威海、烟台等向青岛扩张，加强山东西部地区的扩张，持续受益于消费升级趋势，展店+同店改善将提升整体业绩。

关键假设：我们预计公司 17、18、19 年净增店数分别为 50、76、95 家，新增店主要业态为综合超市及专业店。单店面积略有减少，成熟门店同店收入稳中略升，公司整体平均单店收入基本稳定略有下降。受益于经营效率的提升，商业零售业务毛利率 18、19 年提升约为 1pct。工业收入及其它业务收入基本保持稳定。

图表 35：家家悦收入拆分及预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入						
总营业	收入/百万元	10485.58	10776.96	11454.94	12597.77	14073.95
	yoy	6.67%	2.78%	6.29%	9.98%	11.72%
商业收入	收入/百万元	9597.91	9886.16	10578.29	11637.31	13023.39
	yoy	6.31%	3.00%	7.00%	10.01%	11.91%
	毛利率	16.40%	16.08%	16.83%	17.54%	18.22%
其他业务收入		791.81	785.80	825.09	907.60	998.36
门店						
	期末数	606	631	681	757	852
	净增数	49	25	50	76	95
各业态						
大卖场	收入/百万元	3892.19	4137.88	4437.24	4690.06	5052.76
	门店数	76	81	86	90	96
综合超市	收入/百万元	5367.84	5396.32	5619.59	6212.85	6953.24
	门店数	496	507	533	583	646
专业店	收入/百万元	178.77	226.08	374.45	576.04	848.88
	门店数	22	27	43	63	88
百货店	收入/百万元	152.19	117.18	134.23	140.94	147.99

	门店数	12	11	12	12	12
便利店	收入/百万元	6.93	8.70	12.79	17.43	20.52
	门店数		5	7	9	10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计公司 17-19 年总营业收入分别为 115 亿、126 亿、141 亿，同增 6.3%、10%、12%；归母净利润分别为 3.1 亿、4.0 亿、4.9 亿，增速分别为 24%、28%、24%；当前公司市值约 93.18 亿，对应 17-19 年 PE 分别为 30、23、19 倍。

考虑到公司以生鲜超市为特色，较具稀缺性，经营效率处于领先水平，开店+同店改善有望驱动公司营收利润增长，新零售时代，巨头加强线下布局，超市的入口及供应链价值有望逐步彰显，对比超市类上市公司的估值水平。公司当前估值仍有提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：超市类上市公司可比估值

股票代码	公司简称	总市值/亿元	净利润			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601933	永辉超市	983	12.42	18.44	24.15	79	53	41
002251	步步高	140	1.33	1.71	2.20	105	82	64
002697	红旗连锁	78	1.44	1.58	1.94	54	49	40
000759	中百集团	55	0.06	1.49	1.08	852	37	51
601116	三江购物	69	1.01	1.22	1.22	68	57	57
	行业中值					79	53	51

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，估值采用 wind 一致预期，市值数据为 18 年 3 月 1 日值

6. 风险提示

- 1) **开店速度不及预期的风险。**公司向新区域拓展连锁网络，消费者品牌认知度相对较低，供应链网络的覆盖深度不如胶东区域，新店需要一定的培育时间，开店速度有可能不及预期。
- 2) **同店增速不及预期的风险。**同店增速受到宏观经济环境、整体 CPI 等因素的影响，若宏观经济增速明显放缓，影响消费者需求和购买力，可能会对公司业绩产出负面影响。终端消费者需求变化较快，若公司不能有效洞察消费者需求，优化品类结构、升级门店、提升经营效率，则会对公司同店收入产生负面影响。
- 3) **管理及人才风险。**公司处于快速扩张期，对零售业高素质人才及管理要求较高，人才培育需要一定的周期，管理及人才问题有可能制约公司快速扩张。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4509.13	4839.64	5316.44	6115.61	营业收入	10776.96	11454.94	12597.77	14073.95
现金	2863.57	3214.70	3414.53	4166.18	营业成本	8440.86	8949.61	9758.80	10825.05
应收款项	12.93	18.18	13.38	22.39	营业税金及附加	54.95	62.84	69.52	75.55
存货	1299.00	1187.00	1486.64	1439.05	销售费用	1750.19	1832.79	2015.64	2251.83
其他	38.02	36.18	37.57	37.26	管理费用	208.78	217.64	239.36	267.41
非流动资产	1496.41	1597.81	1639.84	1691.31	财务费用	(25.71)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
长期股权投资	1.74	1.74	1.74	1.74	投资净收益	(1.06)	(0.70)	(0.84)	(0.87)
固定资产	1120.86	1200.00	1200.00	1200.00	其他	6.97	6.41	6.68	6.74
无形资产	104.99	110.00	110.00	110.00	营业利润	341.98	426.35	548.60	688.25
其他	21.92	17.45	16.68	18.68	营业外净收支	20.63	21.45	22.72	21.60
资产总计	6005.54	6437.45	6956.29	7806.92	利润总额	362.61	447.79	571.32	709.85
流动负债	3616.72	3902.91	4190.50	4752.90	所得税费用	111.51	136.58	174.25	216.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.14)	(0.10)	(0.12)	(0.12)
应付账款	1445.17	1657.60	1772.48	2119.26	归属母公司净利润	251.25	311.32	397.18	493.46
其他	169.69	156.24	161.88	162.60	EBIT	377.13	454.89	583.97	729.66
非流动负债	57.14	22.33	23.26	24.74	EBITDA	450.49	454.89	583.97	729.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	28.12	1.00	1.00	1.00	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	3673.86	3925.24	4213.76	4777.64	每股收益(元)	0.93	0.67	0.85	1.05
少数股东权益	1.26	1.39	1.35	1.33	每股净资产(元)	6.47	5.37	5.86	6.47
归属母公司股东权益	2330.42	2512.21	2742.53	3029.28	发行在外股份(百万股)	360	468	468	468
负债和股东权益总计	6005.54	6437.45	6956.29	7806.92	ROIC(%)	17.65%	20.50%	25.08%	30.46%
					ROE(%)	15.07%	12.85%	15.12%	17.10%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	21.68%	21.87%	22.54%	23.08%
经营活动现金流	760.48	628.70	454.05	1055.07	EBIT Margin(%)	3.50%	3.97%	4.64%	5.18%
投资活动现金流	(289.01)	(1763.48)	(626.45)	(628.93)	销售净利率(%)	2.33%	2.72%	3.15%	3.51%
筹资活动现金流	1092.02	1485.92	372.22	325.51	资产负债率(%)	61.17%	60.98%	60.57%	61.20%
现金净增加额	1563.94	351.13	199.82	751.65	收入增长率(%)	2.78%	6.29%	9.98%	11.72%
折旧与摊销	136.93	0.00	0.00	0.00	净利润增长率(%)	1.61%	23.91%	27.58%	24.24%
资本开支	289.58	15.72	20.00	20.00	P/E	37.09	29.93	23.46	18.88
营运资本变动	305.83	(198.00)	151.17	157.58	P/B	4.00	3.71	3.40	3.08
企业自由现金流	993.50	133.87	577.03	684.70	EV/EBITDA	20.68	20.48	15.96	12.77

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>