

## 证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

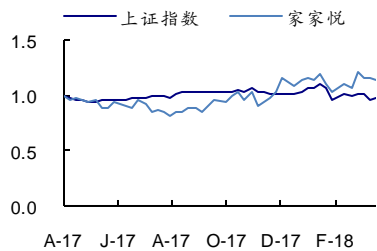
**家家悦(603708)**
**买入**

2017 年报点评

(维持评级)

2018年04月10日

## 一年该股与上证综指走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	468/157
总市值/流通(百万元)	9,795/3,285
上证综指/深圳成指	3,138/10,653
12个月最高/最低(元)	23.34/14.87

**相关研究报告:**

《家家悦-603708-山东西部扩张加速,收购维克再下一城》——2017-12-15

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

**联系人: 刘馨竹**

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

## 业绩符合预期, 18年加速展店

**● 业绩增速符合预期**

2017年,公司实现营业收入113.30亿元,同比增长5.14%;归母净利润3.11亿元,同比增长23.68%;扣非后归母净利润3.01亿元,同比增长27.21%,EPS为0.66元,业绩符合预期。公司拟每10股派发现金红利4.00元(含税),对应最新收盘价(20.93元),股息率为1.91%。

**● 费控成效显著, 盈利能力提升明显**

17年公司毛利率为21.58%,基本保持稳定。其中,生鲜产品毛利率小幅上升0.32个百分点,食品化洗类毛利率大幅上升1.27个百分点。17年公司总费用率为17.62%,同比优化了0.31个百分点。其中,销售费用率同比优化0.23个百分点;管理费用率同比上升0.24个百分点;财务费用率同比优化0.32个百分点。公司净利率优化明显,2017年为2.74%,同比上升0.41个百分点。

**● 展店加速, 同店增速高达2.80%**

截至17年底,公司共有门店675家,门店净增44家,当年新开门店68处,其中大卖场11家、社区综合超市20家、农村综合超市15家、宝宝悦18家、便利店3家、百货店1家;升级改造门店约100处。公司17年可比店单店收入同比提升2.80%,18年公司计划新开门店100+,并新开智慧微型超市200+。

**● 物流、供应链建设有序推进, 资源整合加速扩张**

公司积极整合供应链平台,目前有3处常温物流中心、5处生鲜物流中心,形成了物流建设网络化布局,构建了跨区域的物流配送体系。17年12月,公司以自有资金3.47亿元受让青岛维客51%股权,增强在青岛地区的供应链优势。

**● 风险提示**

山东西部扩张不及预期,实体零售复苏不及预期。

**● 区域生鲜龙头扩张加速, 维持“买入”评级**

公司18年将进入高速扩张阶段,由于新增门店尚需培育,增量门店对业绩撬动将有所滞后;供应链物流、中央厨房的网络化布局为公司扩张提供有力支持。预计公司18/19/20年EPS分别为0.78/0.93/1.10元,目前股价(20.93元)对应动态市盈率分别是26.9/22.5/19.1x,维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,777	11,330	12,693	14,593	16,923
(+/-%)	2.8%	5.1%	12.0%	15.0%	16.0%
净利润(百万元)	251	311	363.91	434.55	514.08
(+/-%)	1.6%	23.7%	17.1%	19.4%	18.3%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.66	0.78	0.93	1.10
EBIT Margin	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%	2.5%
净资产收益率(ROE)	10.8%	12.5%	13.7%	15.1%	16.4%
市盈率(PE)	39.0	31.5	26.9	22.5	19.1
EV/EBITDA	22.7	28.5	22.2	24.0	23.7
市净率(PB)	4.2	3.95	3.68	3.40	3.12

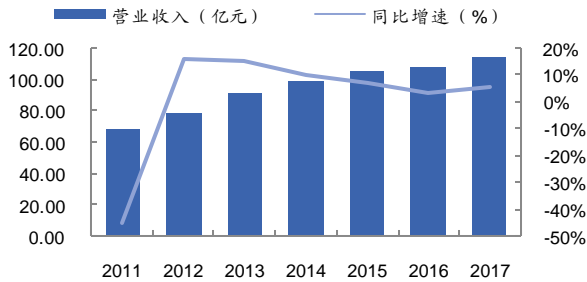
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 业绩增速符合预期

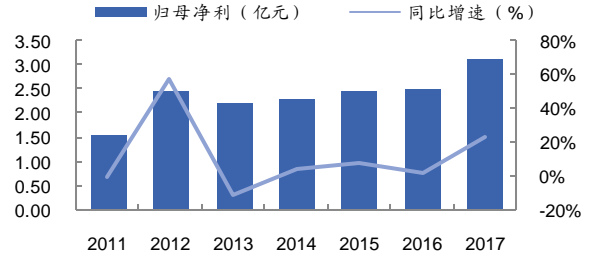
2017年，公司实现营业收入113.30亿元，同比增长5.14%；归母净利润3.11亿元，同比增长23.68%；扣非后归母净利润3.01亿元，同比增长27.21%，EPS为0.66元，业绩符合预期。其中，2017Q4收入29.44亿元，同比增长10.13%。公司拟每10股派发现金红利4.00元（含税），对应最新收盘价（20.94元），股息率为1.91%。

图 1: 公司历年营业收入及增速 (亿元、%)



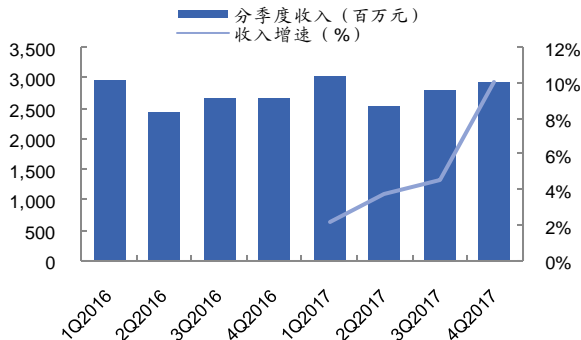
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司历年净利润及增速 (亿元、%)



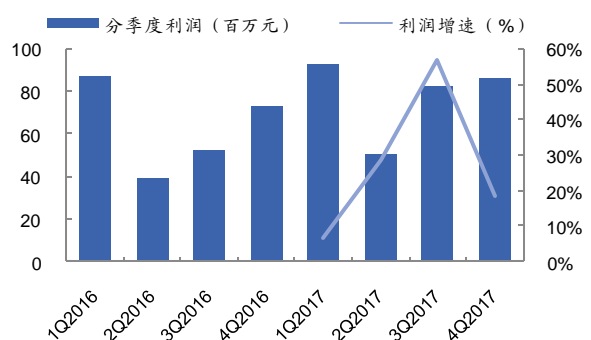
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度收入及收入增速 (百万元、%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度归母净利润及净利增速 (百万元、%)

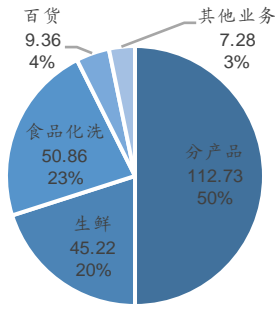


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品营收构成来看，公司各产品营收占比相对稳定。2017年，公司生鲜、食品化洗、百货、其他业务占营业总收入比重分别为39.91%、44.89%、8.26%、6.43%。其中，生鲜和食品化洗占总营收比重分别小幅上升0.56、0.73个百分点，百货收入占比略微下降0.43个百分点，其他业务收入占比下降1.37个百分点。

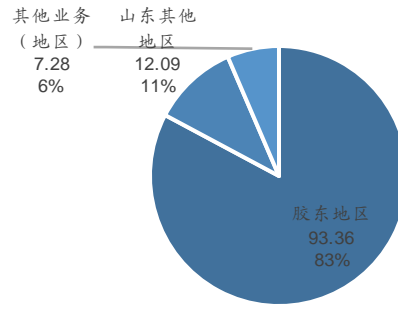
分地区来看，胶东地区仍然是公司收入最主要贡献区域，17年贡献93.36亿元收入，占比高达82.39%，收入占比较去年上升0.72个百分点。此外，山东其他地区营收占比为10.67%，同比略微提升。

图 5: 公司分产品营业收入构成 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司分地区营业收入构成 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

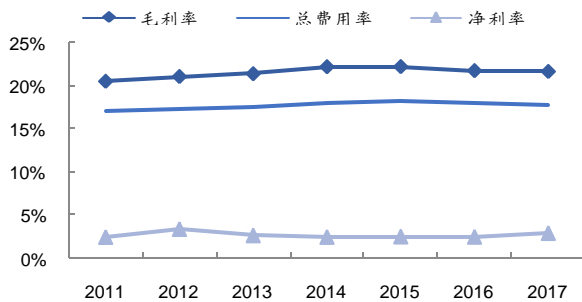
## 费控成效显著，盈利能力提升明显

盈利能力方面，17年，公司毛利率为21.58%，基本保持稳定。分产品来看，生鲜产品毛利率为15.34%，同比上升0.32个百分点，而食品化洗类毛利率为18.00%，大幅上升1.27个百分点。分地区来看，胶东地区毛利率同比上升0.63个百分点，山东其他地区毛利率同比改善1.42个百分点。

期间费用方面，17年公司期间费用为19.97亿元，总费用率为17.62%，同比优化0.31个百分点。其中，销售费用为18.14亿元，同比上升3.64%，销售费用率16.01%，同比下降0.23个百分点；管理费用为2.46亿元，同比大幅上升17.93%，管理费用率2.17%，同比上升0.24个百分点；财务费用为-0.63亿元，财务费用率为-0.56%，同比优化0.32个百分点。

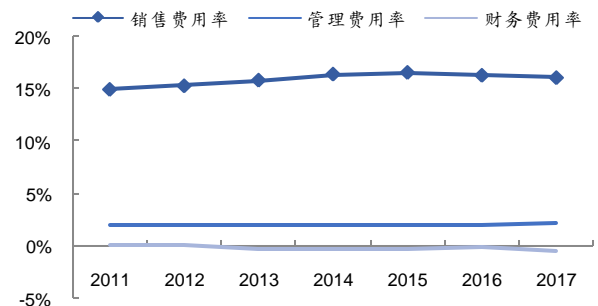
受益于公司费用管控能力提升、期间费用率优化，公司净利率优化明显，2017年净利率为2.74%，同比上升0.41个百分点。

图 7: 公司历年的毛利率、费用率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司分产品、分地区收入和毛利率变化 (亿元、%)

分产品	2017			2016			毛利率比上年增减 (%)
	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	
生鲜	45.22	39.91%	15.34%	42.42	39.36%	15.03%	0.32%
食品化洗	50.86	44.89%	18.00%	47.59	44.16%	16.73%	1.27%
百货	9.36	8.26%	22.11%	9.37	8.69%	22.05%	0.06%
其他业务	7.28	6.43%	84.98%	8.40	7.79%	82.86%	2.12%
分地区							
胶东地区	93.36	82.39%	17.24%	88.02	81.68%	16.60%	0.63%
山东其他地区	12.09	10.67%	17.16%	11.34	10.53%	15.75%	1.42%
其他业务 (地区)	7.28	6.43%	84.98%	8.40	7.79%	82.86%	2.12%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 展店加速, 同店增速高达 2.80%

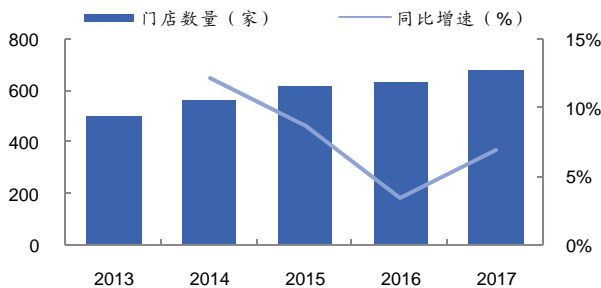
截止 17 年底, 公司共计拥有各业态连锁门店数量 675 家, 门店净增加 44 家。其中, 大卖场 88 家、社区综合超市 289 家、农村综合超市 234 家、专业店 45 家 (其中宝宝悦 34 家、其他专业店 11 家)、百货店 12 家、便利店 7 家, 其中大卖场、社区综合超市、农村综合超市的业态单店平均经营面积分别为 3,697.58 平米、944.09 平米、733.10 平米。

单店绩效来看, 17 年公司开业两年以上门店营业收入为 96.07 亿元, 平均单店收入为 1722 万元, 同比上升 2.80%。

2017 年, 公司新开门店 68 处, 其中大卖场 11 家、社区综合超市 20 家、农村综合超市 15 家、宝宝悦 18 家、便利店 3 家、百货店 1 家。同时, 公司加快门店升级改造, 17 年共改造门店约 100 处。

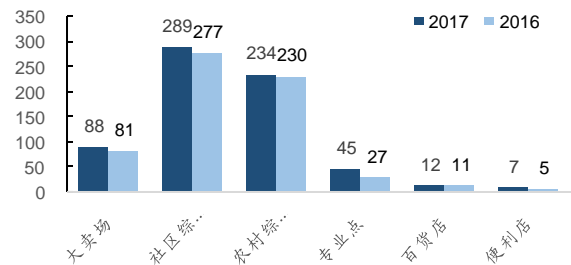
展店计划方面, 公司将继续线下网络拓展, 在强化现有网络密度的基础上加快向西部市场扩张, 从小而美向大而强转变, 利用新升级大卖场、生活超市等新型业态, 实现门店的快速复制。2018 年计划新开门店不少于 100 处, 进一步增强规模优势和竞争优势。同时, 公司将积极探索新零售, 实现从传统零售向智慧零售的转变, 2018 年计划新开以无人智能售货机为主体的智慧微型超市 200 家以上。

图 9: 公司历年门店数量及同比变化情况 (家、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司分业态门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 2: 公司开业两年以上门店经营状况 (百万元、%)**

业态	门店数量	2017		门店数量	2016		收入同比增减 (%)
		营业收入 (百万元)	收入占比 (%)		营业收入 (百万元)	收入占比 (%)	
大卖场	69	4110.03	42.78%	67	3826.51	42.81%	3.75%
社区综合超市	258	3252.99	33.86%	239	3028.5	33.88%	1.57%
农村综合超市	196	1867.73	19.44%	179	1780.09	19.91%	1.82%
便利店	3	10.3	0.11%	2	5.02	0.06%	-2.24%
百货店	11	154.89	1.61%	11	126.89	1.42%	-0.40%
专业店	21	211.37	2.20%	19	172.2	1.93%	16.95%
其中: 宝宝悦	10	82.41	0.86%	9	67.33	0.75%	15.39%
总计	558	9607.31	100.00%	517	8939.21	100.00%	<b>2.80%</b>

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 物流、供应链建设有序推进, 资源整合加速扩张

**公司供应链建设有序推进, 中央厨房强化品牌影响力。**公司与 2,500 多家厂商形成稳定、长期的直接合作关系, 其中与宝洁、雀巢、玛氏等 500 余家知名厂商保持了十年以上的良好合作关系, 并建立了全球采购的国际化供应链, 2017 年公司直接采购规模达到 86.75%。公司自建 10.82 万平米的食品工业园, 并在生鲜物流中心配套建设了约 5 万平米的生鲜 PC 加工中心、中央厨房。

**自有品牌占比持续提升, 提升产品体验+盈利能力:**公司自主品牌以“悦记飘香”为主打品牌, 还包括品品香、麦香苑、柔可馨等品牌, 共有 1200 多个品种。2017 年公司自有品牌商品的营业收入占商业营业收入的比重为 8.96%, 同比提升 0.38 个百分点。公司的物流中心引进先进的物流技术和管理模式, 极大地提高了仓储空间的利用率; 中心配备最先进的设备设施, 完全实现装卸搬运的机械化, 能够有效降低商品损耗, 提高作业效率。

**物流网络加速建设, 逐渐辐射山东全省。**截至 17 年底, 公司在威海、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, 已投入运营的自有物流中心总建筑面积约 19.41 万平米, 形成了东西互动、总部与区域物流优势互补、布局合理、智能联动的配送体系, 构建了山东省内 2.5 小时配送圈, 杂货日均吞吐量超过 21 万件、生鲜日均吞吐量超过 1,600 吨。公司高频次的配送服务形成“最后一公里”的竞争优势, 支撑公司网络拓展到省内各个区域, 并延伸至社区、乡镇农村。

**表 3: 公司物流中心情况**

仓型	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
常温物流中心	威海物流中心	4.10	11 万件	20 万件
	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
生鲜物流中心	威海生鲜物流中心	3.20	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜物流中心	2.12	790 吨	2,200 吨

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**受让青岛维客商业连锁 51% 股权并增资, 异地扩张再下一城。**2017 年 12 月 13 日晚间公告, 公司拟以 3.47 亿元受让青岛维客商业连锁有限公司 51% 股权并增资。股权转让完成后, 公司与交易对方按持股比例共同对标的公司增资, 其中公司出资 16,575 万元认缴新增注册资本 7,905 万元; 维客集团出资 15,925 万元, 认缴新增注册资本 7,595 万元。公司通过加快资本战略合作, 控股青岛维客商业连锁有限公司, 打造青岛地区更强的供应链优势, 为下一步加快青岛地区网络布局、增强市场

渗透能力奠定了良好的基础。

**深化机制改革，专注会员服务提升品牌形象。**17年公司加快组织架构调整，对33家试点门店推行合伙人机制，推行后试点门店的销售、坪效、劳效平均实现了8%以上的增长，为下一步全面推广合伙人机制打下良好的基础。此外，公司全面上线微信电子会员，打通线下会员与线上微信会员，实现全渠道的会员系统。截至17年底，公司会员总数463.92万，当年新增会员46.15万，会员销售占比75.96%，比上年提高了1.26个百分点，会员客流达到1.60亿人次，同比增长4.08%。

## 区域生鲜龙头扩张加速，维持“买入”评级

公司18年将进入高速扩张阶段，由于新增门店尚需培育，增量门店对业绩撬动将有所滞后；供应链物流、中央厨房的网络化布局为公司扩张提供有力支持。预计公司18/19/20年EPS分别为0.78/0.93/1.10元，目前股价（20.93元）对应动态市盈率分别是26.9/22.5/19.1x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2935	3443	6462	7775	营业收入	11330	12693	14593	16923
应收款项	54	56	60	70	营业成本	8885	9997	11550	13456
存货净额	1253	1341	1488	1736	营业税金及附加	48	53	61	71
其他流动资产	244	279	321	372	销售费用	1814	2012	2291	2640
<b>流动资产合计</b>	<b>4486</b>	<b>5119</b>	<b>8330</b>	<b>9953</b>	管理费用	246	264	293	329
固定资产	1223	1179	1061	853	财务费用	(63)	(112)	(173)	(249)
无形资产及其他	104	100	96	92	投资收益	5	1	1	1
投资性房地产	340	340	340	340	资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
长期股权投资	120	120	120	120	其他收入	12	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6273</b>	<b>6859</b>	<b>9947</b>	<b>11357</b>	营业利润	414	479	572	676
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(5)	0	0	0
应付款项	1863	2092	2417	2821	<b>利润总额</b>	<b>410</b>	<b>479</b>	<b>572</b>	<b>676</b>
其他流动负债	1863	2038	4584	5334	所得税费用	99	115	137	162
<b>流动负债合计</b>	<b>3726</b>	<b>4131</b>	<b>7002</b>	<b>8155</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>311</b>	<b>364</b>	<b>435</b>	<b>514</b>
其他长期负债	64	64	64	64					
<b>长期负债合计</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3790</b>	<b>4194</b>	<b>7066</b>	<b>8219</b>	净利润	311	364	435	514
少数股东权益	4	4	4	4	资产减值准备	(2)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2479	2661	2878	3135	折旧摊销	140	264	303	333
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6273</b>	<b>6859</b>	<b>9947</b>	<b>11357</b>	公允价值变动损失	3	0	0	0
					财务费用	(63)	(112)	(173)	(249)
					营运资本变动	100	292	2678	844
					其它	2	0	0	0
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	<b>554</b>	<b>920</b>	<b>3416</b>	<b>1690</b>
每股收益	0.66	0.78	0.93	1.10	资本开支	(194)	(230)	(180)	(120)
每股红利	0.35	0.39	0.46	0.55	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	5.30	5.69	6.15	6.70	<b>投资活动现金流</b>	<b>(313)</b>	<b>(230)</b>	<b>(180)</b>	<b>(120)</b>
ROIC	11%	13%	47%	-27%	权益性融资	2	0	0	0
ROE	13%	14%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	22%	21%	21%	20%	支付股利、利息	(162)	(182)	(217)	(257)
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	其它融资现金流	151	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	5%	4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(170)</b>	<b>(182)</b>	<b>(217)</b>	<b>(257)</b>
收入增长	5%	12%	15%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>71</b>	<b>508</b>	<b>3019</b>	<b>1313</b>
净利润增长率	24%	17%	19%	18%	货币资金的期初余额	2864	2935	3443	6462
资产负债率	60%	61%	71%	72%	货币资金的期末余额	2935	3443	6462	7775
息率	1.7%	1.9%	2.2%	2.6%	企业自由现金流	302	605	3104	1381
P/E	31.5	26.9	22.5	19.1	权益自由现金流	453	690	3236	1570
P/B	4.0	3.7	3.4	3.1					
EV/EBITDA	28.5	22.2	24.0	23.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032