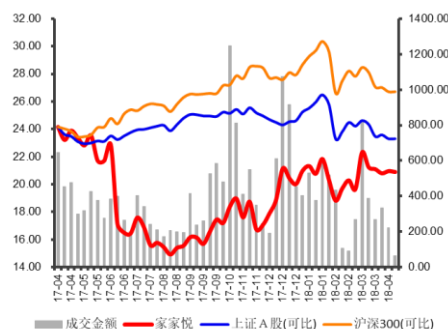


商贸零售

报告原因：年报点评

2018年4月10日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年4月10日

收盘价(元)：	20.90
年内最高/最低(元)：	23.34/14.87
流通A股/总股本(亿)：	1.57/4.68
流通A股市值(亿)：	32.81
总市值(亿)：	97.81

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益：	0.66
每股净资产(元)：	5.30
每股资本公积(元)：	2.78
净资产收益率：	12.92%

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

E-mail: zhangxu@sxzq.com

研究助理：谷茜

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

家家悦 (603708.SH)

胶东龙头地位显著，内生增长与外延拓张并重

首次

增持

公司研究/年报点评

事件描述

公司于4月10日发布2017年年报，公司实现营业总收入1,133,038.02万元，同比增长5.14%；归属于上市公司股东的合并净利润31,074.03万元，同比增长23.68%。

事件点评

➤ **区域布局更加密集，多业态互补差异化发展。**2017年，公司在山东地区门店数量达到了675家，其中589家在胶东地区，区域网络密度和市场占有率均得到了进一步的强化，在胶东区域内已经形成了强大的规模优势。1年公司新开店68家，涵盖大卖场、社区综合超市、农村综合超市和便利店等多种业态，18年公司将继续推进西部区域门店拓展，计划新开不少于100家门店，进一步巩固规模优势。老店方面，公司积极进行业态创新调整，通过调整商品结构，优化品类组合等手段，实现大卖场全面升级和综超业态转型生活超市，不同业态针对拥有不同消费习惯的客群进行差异化定位，为消费者提供家庭生活解决方案。目前已完成升级改造的店面，门店销售增长提升明显，生鲜销售占比也进一步得到了提高。公司生鲜产品采用“源头直采”的经营模式，超过80%的生鲜均采用这种模式，在保证产品质量的同时还拥有较强的价格优势。

➤ **深耕地区一体化物流，供应链优势明显。**公司在威海、烟台等地设有3处常温物流中心、5处生鲜物流中心，基本构成了覆盖山东的一体化物流网络，具备将商品在2.5小时配送到店的能力，杂货日均吞吐量超过21万件、生鲜日均吞吐量超过1,600吨。深耕地方的密集配送网络拥有支撑起公司布局社区最后一公里的能力，同时还支持公司渠道下沉至乡镇县域地区的配送网络拓展。公司拥有以经营生鲜为特色的全供应链，并且与2,500多家厂商形成稳定、长期的直接合作关系，其中包括宝洁、雀巢、玛氏等500余家知名厂商，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%。公司自建了10.82万平米的食品工业园，生鲜物流加工中心方面，宋村项目已投入使用，莱芜项目预计18年将投入使用。17年，公司与青岛维客达成股权合作，资源整合后可形成良好的供应链协同效应，增强公司在青岛地区的供应链优势。18年，公司通过建设高效的生鲜食品供应链体系，打造社会化的服务平台，以实现供应链的升级裂变。

投资建议

➤ 公司坚持区域密集、城乡一体、多业态互补的超市发展战略，持续推进区域网络拓展，18年重点推进山东西部地区，预计新增不少于100家门店。我们看好公司的区域物流一体化及供应链体系优势，及其做优存量与做大增量并重的扩张模式，预计公司2018-2020年EPS分别为0.81/0.92/1.0，对应公司4月10日收盘价20.9元，2018-2020年PE分别为25.95X/22.81X/20.90X，给予“增持”评级。

存在风险

➤ 宏观经济波动风险；市场竞争激烈；门店拓展存在不确定性。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,486	5,128	5,810	6,430	营业收入	11,330	12,675	14,603	16,597
现金	2,935	3,387	3,875	4,336	营业成本	8,885	9,951	11,477	13,053
应收账款	54	68	72	83	营业税金及附加	48	56	60	71
其他应收款	38	52	53	62	销售费用	1,814	2,024	2,326	2,650
预付账款	209	181	144	93	管理费用	246	257	299	346
存货	1,253	1,462	1,697	1,896	财务费用	(63)	(47)	(54)	(62)
其他流动资产	(4)	(21)	(31)	(41)	资产减值损失	3	6	3	(3)
非流动资产	1,787	1,777	1,879	2,038	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	120	42	54	72	投资净收益	5	1	2	2
固定资产	1,186	1,111	1,036	961	营业利润	414	429	494	544
无形资产	104	97	91	85	营业外收入	7	22	20	16
其他非流动资产	377	527	699	921	营业外支出	12	8	10	10
资产总计	6,273	6,905	7,690	8,468	利润总额	410	443	504	550
流动负债	3,726	4,143	4,636	5,135	所得税	99	66	76	83
短期借款	0	0	0	0	净利润	311	377	429	468
应付账款	1,501	1,686	1,949	2,211	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	2,226	2,457	2,687	2,924	归属母公司净利润	311	377	429	468
非流动负债	64	91	140	178	EBITDA	479	464	521	563
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.66	0.81	0.92	1.00
其他非流动负债	64	91	140	178	主要财务比率				
负债合计	3,790	4,234	4,777	5,313	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	4	4	3	3	成长能力				
股本	468	468	468	468	营业收入	5.14%	11.87%	15.21%	13.65%
资本公积	1,303	1,303	1,303	1,303	营业利润	21.09%	3.66%	15.16%	10.03%
留存收益	707	896	1,139	1,380	归属于母公司净利润	23.68%	21.30%	13.77%	9.12%
归属母公司股东权益	2,479	2,667	2,910	3,151	获利能力				
负债和股东权益	6,273	6,905	7,690	8,468	毛利率(%)	21.58%	21.49%	21.41%	21.35%
现金流量表					净利率(%)	2.74%	2.97%	2.94%	2.82%
单位:百万元					ROE(%)	12.52%	14.11%	14.72%	14.83%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	-32.35%	-42.79%	27.44%	30.57%
经营活动现金流	781	569	631	642	偿债能力				
净利润	311	377	429	468	资产负债率(%)	60.42%	61.33%	62.12%	62.75%
折旧摊销	259	82	82	81	净负债比率(%)	29.77%	15.10%	12.34%	13.95%
财务费用	0	(47)	(54)	(62)	流动比率	1.20	1.24	1.25	1.25
投资损失	(5)	(1)	(2)	(2)	速动比率	0.87	0.88	0.89	0.88
营运资金变动	127	153	174	160	营运能力				
其他经营现金流	89	6	3	(3)	总资产周转率	1.85	1.92	2.00	2.05
投资活动现金流	(511)	80	(11)	(15)	应收账款周转率	799.11	800.68	847.89	825.11
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	7.69	7.95	8.03	7.98
长期投资	(118)	79	(13)	(18)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(393)	1	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.81	0.92	1.00
筹资活动现金流	(167)	(141)	(131)	(165)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	1.22	1.35	1.37
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.70	6.22	6.73
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	108	0	0	0	P/E	31.5	25.9	22.8	20.9
资本公积增加	(108)	(0)	0	0	P/B	3.9	3.7	3.4	3.1
其他筹资现金流	(167)	(141)	(131)	(165)	EV/EBITDA	12.74	18.34	15.78	14.10
现金净增加额	103	508	488	461					

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。