

2018年04月11日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

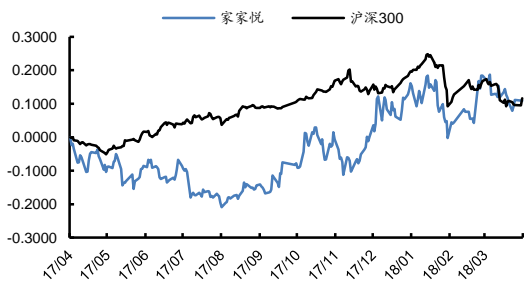
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 张媛 S0860117030021
021-20338171

营收稳定增长，盈利效率继续提升

——家家悦（603708）2017 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
家家悦	-6.4	-4.5	12.6
沪深 300	-4.4	-6.6	11.7

市场数据 2018-04-10

当前价格（元）	20.90
52 周价格区间（元）	14.87 - 23.34
总市值（百万）	9781.20
流通市值（百万）	3280.69
总股本（万股）	46800.00
流通股（万股）	15697.09
日均成交额（百万）	80.53
近一月换手（%）	38.07

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

家家悦发布年报：2017 年，公司实现营业收入 113.30 亿，增长 5.14%，其中，主营业务收入为 106.02 亿元，较上年增长 6.12%；实现归属于母公司股东的净利润 3.11 亿元，同比增长 23.68%，EPS0.66 元。

投资要点：

- **同店增长和新开门店是营收增长的主要来源。**2017 年公司实现商品销售收入 105.44 亿元，同比增长 6.11%；其他业务收入 7.86 亿元，同比下滑 6.43%。2017 年公司可比同店 558 家共实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 2.8%，比去年同期提升 3.92 个百分点；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，净增加门店 44 家，经营面积增加 5.25 万平。
- **改造升级、机制变革提升公司盈利能力。**得益于门店改造、组织架构调整和绩效考核、激励机制等的试行，2017 年公司商品销售毛利率 17.23%，比去年同期增加 0.72 个百分点，生鲜（本期 15.34%）、食品化洗（本期 18%）、百货（本期 22.11%）的毛利率全线提升，分别比去年同期增加 0.32、1.27 和 0.06 个百分点。费用控制方面，期间费用率 17.63%，比去年同期改善 0.31 个百分点；销售费用率和财务费用率分别下降 0.23 和 0.31 个百分点，管理费用率上升 0.23 个百分点。
- **区域网点多业态高度渗透，生鲜直采源头供应，一体化物流铸就核心竞争力。**公司是山东省商超龙头企业，截止 2017 年底拥有连锁门店 675 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，在山东零售市场建立起强大的竞争壁垒。借助区域性品牌优势，公司形成了庞大的、高粘度的会员群体，2017 年末公司会员人数 463.92 万，会员客流量 1.60 亿人次，会员销售收入 80.09 亿元，占销售收入的比例高达 75.96%。公司是农业部、商务部确定的首批农超对接企业，公司的商品采购主要采取生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采的模式，2017 年公司直接采购规模达到 86.75%。公司拥有成熟、覆盖各区域的生鲜物流体系，各生鲜物流建有检测中心，建立了高标准的商品检测体系和可追溯体系；拥有包括恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链仓储及运输设

施，开发了实时冷链恒温监控系统，对生鲜农产品的冷链运输进行全程控制，为消费者提供新鲜、高品质的生鲜食品。公司建设的 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，具备了商品 2.5 小时配送到店的能力。

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018-2020 年销售收入为 124.12 亿、136.64 亿、152.05 亿元，分别同比增长 10%、10%、11%；预计归属于上市公司股东净利润分别为 3.56 亿、4.16 亿和 5.01 亿，分别增长 15%、17%和 20%；预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.76 元、0.89 元和 1.07 元，对应当前股价 PE 分别为 28X、24X、20X。我们预计公司 2018 年 EPS0.76 元，参照行业可比公司永辉超市 2018 年 40X 的估值，考虑到永辉归母净利润增速更高我们给予公司 2018 年归母净利润 35XPE 的估值，目标价 26.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新开店速度低于预期；租金、人工、促销等主要成本上涨；门店培育期延长

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	11330	12412	13664	15205
增长率(%)	5%	10%	10%	11%
净利润（百万元）	311	356	416	501
增长率(%)	24%	15%	17%	20%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.76	0.89	1.07
ROE(%)	12.52%	12.56%	13.30%	14.41%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：家家悦盈利预测表

证券代码:	603708.SH				股价:	20.90	投资评级:	买入	日期:	2018-04-10
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	13%	13%	13%	14%	EPS	0.66	0.76	0.89	1.07	
毛利率	22%	22%	22%	22%	BVPS	5.30	6.05	6.67	7.42	
期间费率	18%	18%	18%	18%	估值					
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	31.48	27.47	23.52	19.52	
成长能力					P/B	3.95	3.45	3.13	2.82	
收入增长率	5%	10%	10%	11%	P/S	0.86	0.79	0.72	0.64	
利润增长率	24%	15%	17%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	1.81	1.79	1.80	1.82	营业收入	11330	12412	13664	15205	
应收账款周转率	208.44	221.06	235.31	248.11	营业成本	8885	9710	10669	11829	
存货周转率	7.09	6.96	6.83	6.58	营业税金及附加	48	53	58	65	
偿债能力					销售费用	1814	1962	2126	2350	
资产负债率	60%	59%	59%	58%	管理费用	246	257	311	353	
流动比	1.20	1.28	1.33	1.38	财务费用	(63)	(31)	(36)	(40)	
速动比	0.87	0.94	0.98	1.01	其他费用 / (-收入)	2	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	414	461	536	648	
现金及现金等价物	2935	3469	3950	4494	营业外净收支	(5)	8	12	12	
应收款项	54	56	58	61	利润总额	410	469	548	660	
存货净额	1253	1403	1571	1807	所得税费用	99	113	132	159	
其他流动资产	244	267	294	327	净利润	311	356	416	501	
流动资产合计	4486	5195	5873	6689	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	
固定资产	1186	1142	1108	1072	归属于母公司净利润	311	356	416	501	
在建工程	24	28	30	33	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	104	104	106	107	经营活动现金流	781	627	700	784	
长期股权投资	120	120	120	120	净利润	311	356	416	501	
资产总计	6273	6942	7590	8375	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	140	129	125	121	
应付款项	1863	2047	2249	2493	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	1395	1529	1683	1873	营运资金变动	330	(493)	(553)	(707)	
其他流动负债	468	468	468	468	投资活动现金流	(511)	40	32	33	
流动负债合计	3726	4043	4400	4834	资本支出	(64)	40	32	33	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(118)	0	0	0	
其他长期负债	64	64	64	64	其他	(328)	0	0	0	
长期负债合计	64	64	64	64	筹资活动现金流	264	(3)	(125)	(150)	
负债合计	3790	4107	4464	4898	债务融资	0	0	0	0	
股本	468	468	468	468	权益融资	2	0	0	0	
股东权益	2482	2835	3126	3477	其它	262	(3)	(125)	(150)	
负债和股东权益总计	6273	6942	7590	8375	现金净增加额	534	663	608	667	

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

【商贸零售组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。张媛，厦门大学管理学硕士，2年证券研究经验，从事商贸零售行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。