

区域霸主经营稳健，18年加速扩张

——家家悦（603708）事件点评

2018年04月10日

推荐/维持

家家悦 事件点评

事件：

4/9 晚公司发布 2017 年年报，营业收入 113.3 亿元，同比增 5.14%，实现归母净利润 3.11 亿元，同比增 23.68%，基本符合我们的预期。

主要观点：

1. 2017 年经营稳健，区域龙头持续领跑胶东地区

公司 2017 年整体业绩基本符合我们此前的预期，其中公司四季度营收 29.44 亿元，同比增 10.14%，大幅超全年前三季度水平。分业态来看，2017 年公司卖场同店增 3.75%、社区综超同店增 1.57%、农村综超同店增 1.82%。四季度以来公司同店增速大幅提升，调研数据显示 2018 年一季度同店增速大幅高于去年同期，公司整体经营呈加速上升态势。

2017 年公司整体经营状况良好，供应链管理日趋稳健。上游直采占比 86.75%，与 2016 年基本持平。新增 2.5 万平物流中心的营运面积，生鲜日吞吐增 100 吨至 1600 吨。同时胶东地区门店数量增至 589 家，区域超商霸主持持续领跑之路。

2、生鲜业务增速强势，公司毛利持续上行

2017 年生鲜业务实现营收 38.38 亿，同比增 6.22%，占公司营收比例提升至 43.86%。生鲜业务毛利率持续上升，达 15.34%。生鲜业务增速保持强势。A 股上市超市中，家家悦生鲜业务占比与永辉超市同处最高水平。

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吃饭（自炊），且不愿意亲自完成下厨的全套流程。切配好的蔬菜与外卖均有望成为居民首选，而考虑到食安问题，预计更多居民将倾向于生活超市总切配好的蔬菜优于外卖。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目前相较传统超商最弱环节。

在中国，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。

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）	20.93-24.6
总市值（亿元）	97.95
流通市值（亿元）	32.85
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	3.46

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《家家悦（603708）：莫道胶东池水浅 化龙只在风云间》2018-01-12

3、鲁西扩张志在必得，关注 2018 年扩张计划

2017 年新开门店 68 处，新增大卖场 11 家（合计运营 88 家）、社区综超 20 家（合计运营 289 家）、农村综超 15 家（合计运营 234 家）、专业店 18 家（合计运营 45 家）、便利店 3 家（合计运营 7 家）、百货店 1 家（合计运营 12 家）。在百家门店升级改造之余，33 家合伙人制度试点门店实现坪效增长约 8%，大幅好于其他店增速（全业态合计 2.8%），预计合伙人制度在 2018 年将推广至 200 家门店试点，大幅提升公司业绩增速。

此外，公司已公布 2018 年鲁西扩张计划。在进一步深耕胶东之余，在青岛、山东西西部地区实现更积极的拓店计划，全年新增新店不少于 100 家。同时，公司将试水智慧零售，计划 2018 年新开 200 个以上智慧微型超市。2018 年预计将成为公司扩张增速的拐点，关注家家悦全年省内拓店。

结论：

公司是一家基本面优良的区域超市龙头：家家悦是山东省内的连锁超市，门店现多集中在胶东地区。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。在不考虑青岛维客营收贡献的前提下，我们预计公司在 2018 年至 2020 年将分别实现营业收入 113.93 亿元、126.84 亿元和 147.61 亿元，实现净利润 3.59 亿元、4.27 亿元和 5 亿元，对应 EPS 为 0.77 元、0.91 元和 1.07 元，对应当前股价的 PE 为 27.18 倍、23 倍和 19.56 倍。给予公司 26 元的目标价，维持推荐评级。

风险提示：大盘下行风险、公司拓店不及预期。

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	4509	4486	4615	5212	6032	营业收入	10777	11330	11393	12684	14761
货币资金	2864	2935	3119	3617	4253	营业成本	8441	8885	8838	9886	11574
应收账款	13	16	16	18	21	营业税金及附加	55	48	48	54	63
其他应收款	37	38	39	43	50	营业费用	1750	1814	1824	1980	2260
预付款项	258	209	160	105	41	管理费用	209	246	248	250	262
存货	1299	1253	1246	1394	1632	财务费用	-26	-63	-31	-35	-40
其他流动资产	38	35	35	35	35	资产减值损失	4.85	2.92	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	1496	1787	1755	1716	1674	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	120	120	120	120	投资净收益	-1.06	4.68	0.00	0.00	0.00
固定资产	1120.86	1185.8	1136.10	1142.67	1175.02	营业利润	342	414	463	546	641
无形资产	105	104	98	92	87	营业外收入	29.46	6.95	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	22	118	118	118	118	营业外支出	8.83	11.51	0.00	0.00	0.00
资产总计	6006	6273	6370	6928	7706	利润总额	363	410	473	556	651
流动负债合计	3617	3726	3652	3999	4532	所得税	112	99	114	128	150
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	251	311	359	427	500
应付账款	1445	1501	1501	1679	1966	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1303	1395	1487	1613	1791	归属母公司净利润	251	311	359	427	500
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	553	590	552	629	718
非流动负债合计	57	64	64	64	64	EPS (元)	0.54	0.66	0.77	0.91	1.07
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3674	3790	3716	4063	4596	成长能力					
少数股东权益	1	4	4	4	4	营业收入增长	2.78%	5.14%	0.56%	11.33%	16.38%
实收资本(或股	360	468	468	468	468	营业利润增长	-1.33%	21.09%	11.82%	17.82%	17.42%
资本公积	1411	1303	1303	1303	1303	归属于母公司净利	15.50%	18.99%	15.50%	18.99%	17.11%
未分配利润	458	587	619	658	703	获利能力					
归属母公司股东	2330	2479	2650	2855	3094	毛利率(%)	21.68%	21.58%	22.43%	22.06%	21.59%
负债和所有者权	6006	6273	6370	6922	7694	净利率(%)	2.33%	2.74%	3.15%	3.37%	3.39%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.18%	4.95%	5.63%	6.16%	6.49%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.78%	12.54%	13.54%	14.96%	16.16%
经营活动现金流	760	781	461	781	946	偿债能力					
净利润	251	311	359	427	500	资产负债率(%)	61%	60%	58%	59%	60%
折旧摊销	237.04	238.75	0.00	108.87	108.87	流动比率	1.25	1.20	1.26	1.30	1.33
财务费用	-26	-63	-31	-35	-40	速动比率	0.89	0.87	0.92	0.95	0.97
应收账款减少	0	0	0	-2	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	91	127	177	总资产周转率	2.05	1.85	1.80	1.91	2.02
投资活动现金流	-289	-511	-38	-3	-3	应收账款周转率	857	799	720	757	773
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.65	7.69	7.59	7.98	8.10
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	5	0	0	0	每股收益(最新摊	0.54	0.66	0.77	0.91	1.07
筹资活动现金流	1092	-167	-156	-188	-220	每股净现金流(最新	4.34	0.22	0.57	1.26	1.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.47	5.30	5.66	6.10	6.61
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	90	108	0	0	0	P/E	38.99	31.52	27.29	22.94	19.59
资本公积增加	1059	-108	0	0	0	P/B	3.23	3.95	3.70	3.43	3.17
现金净增加额	1563	103	267	590	723	EV/EBITDA	8.44	11.63	12.10	9.82	7.72

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，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。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，从事策略及零售行业研究。

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。