

家家悦(603708)

收入增长逐季提速，夯实供应链优势，深化合伙人制度，区域密集，业态互补

2018年04月11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

买入(维持)

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11330.4	13212.3	15074.4	17391.3
同比(%)	5.1%	16.6%	14.1%	15.4%
净利润(百万元)	310.7	383.3	474.2	612.5
同比(%)	23.7%	23.4%	23.7%	29.2%
毛利率(%)	21.6%	21.4%	21.7%	22.0%
ROE(%)	12.9%	14.9%	17.0%	20.1%
每股收益(元)	0.66	0.82	1.01	1.31
P/E	31.67	25.52	20.63	15.97
P/B	3.95	3.66	3.37	3.07

事件

家家悦发布 2017 年报，公司 2017 年实现营业收入 113.3 亿元，同比增长 5.14%；利润总额 4.1 亿元，同比增长 12.94%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 23.68%，扣非净利润 3.01 亿元，同比增长 27.21%。2017 年公司利润分配方案：拟以总股本 4.68 亿股为基数，向全体股东以每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

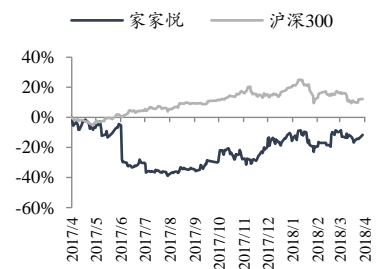
点评

收入利润增速符合预期，2017 年公司收入增长逐季提速。其中 2017 年 Q4 实现收入 29.4 亿，同比+10.13%；2017Q1/Q2/Q3 收入分别为 30.3 亿/25.4 亿/28.2 亿，同比+2.22%/+3.81%/+4.59%。2017Q4 归母净利润为 0.86 亿，同比增加 18.14%；扣非归母净利润为 0.78 亿，+20.4%。2017 年公司存货周转天数为 51.7 天，同比降低 1.08 天。

展店+同店改善提振业绩，2017 年新开门店 68 家，18 年预计新开店超 100 家，进入开店加速时期。截至 2017 年末，门店总数 675 家，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（含宝宝悦 34 家、其他专业店 11 家）、百货店 12 家、便利店 7 家；合计建筑面积 158 万平米，自有物业占比 13.5%。公司在胶东地区门店 589 家，占比约 87%；

17 年销售净利率提升 0.41pct 至 2.74%，接近永辉 17 年 2.88% 的净利率水平，毛利率降低 0.1pct。2017 年生鲜毛利率提升 0.31pct 到 15.34%；食品化洗提升 1.27pct 至 18.00%；商业零售业务毛利率提升 0.72pct 至 17.23%；其他业务收入（促销、配送、租赁业务）占比由 7.29% 下降至 6.42%，毛利率为 84.98%，下降约 2.48pct，拉低了整体毛利率。受益于租赁费、能源费的减少，整体期间费用率减少 0.31pct 至 17.62%，整体净利率略有提升。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.90
一年最低/最高价	14.87/23.34
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	3281

基础数据

每股净资产(元)	5.30
资本负债率(%)	60.42
总股本(百万股)	468
流通 A 股(百万)	157

相关研究

1. 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-20180301

夯实供应链及网络优势，深化合伙人机制改革，为后续发展提供动力，区域密集布局，业态互补，加强自有物流建设的同时整合维客物流，18年拟新开200家智慧微型超市，有望成为新增长点。公司继续强化现有区域网络密度，加快了西部区域拓展，济南、泰安、临沂等地都有新的突破，规模优势和区域竞争优势进一步提升。门店探索推行了合伙人机制，按照不同区域、不同业态，选择了33家门店试点合伙人机制，推行后试点门店的销售、平效、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。

会员体系强化，提升顾客服务质量及品牌形象。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，会员数量比年初增长11.05%，当年新增会员46.15万。会员客流量1.60亿人次，同比增长4.08%；会员销售收入80.09亿元，占销售收入的比例为75.96%，+1.26pct；会员客单价增长3.53%。

盈利预测与投资评级

公司已成功收购维客商业，18年开店数目超过100家相较17年68家有较大程度增长，有望加速开店，拉动营业收入上升，调高18-19年营业收入预计值。我们预计公司18-20年可实现营业收入132亿、151亿、174亿，同比增长17%、14%、15%。由于新开店需要一定的培育期，有利于公司的长期发展，略微下调18-19年净利润预计值。预计18-20年公司可实现归母净利润3.8亿、4.7亿、6.1亿，同比增长23%、24%、29%。当前市值97.81亿，对应18-20年估值分别为26X、21X、16X。

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，合伙人制有望逐步释放红利，看好公司长期成长前景，维持买入评级。

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

家家悦 2017 年实现营业收入 113.3 亿元，同比增长 5.14%；利润总额 4.1 亿元，同比增长 12.94%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 23.68%，扣非净利润 3.01 亿元，同比增长 27.21%。

图表 1: 家家悦营业收入拆分及利润情况

(单位: 百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦营业总收入	6785	7832	9000	9835	10486	10777	11330
YOY		15.43%	14.91%	9.28%	6.61%	2.78%	5.14%
商业零售业务			8378	9079	9645	9937	10545
占比			93.09%	92.31%	91.98%	92.21%	93.06%
YOY				8.37%	6.23%	3.03%	6.11%
毛利率			17.64%	17.40%	16.80%	16.51%	17.23%
工业生产加工批发业务			76	63	49	54	58
占比			0.84%	0.64%	0.47%	0.50%	0.51%
YOY				-17.09%	-22.23%	10.71%	6.86%
毛利率			8.93%	10.24%	13.46%	15.96%	17.12%
其它业务收入			521	688	792	786	728
占比			5.79%	7.00%	7.55%	7.29%	6.42%
YOY				32.02%	15.07%	-0.76%	5.00%
毛利率			82.19%	85.63%	87.75%	87.47%	84.98%
整体毛利率	20.44%	20.99%	21.31%	22.13%	22.14%	21.68%	21.58%
归母净利润	156	245	219	228	247	251	311
YOY		57.23%	-10.75%	4.00%	8.54%	1.61%	23.68%
净利润率	2.30%	3.14%	2.44%	2.32%	2.36%	2.33%	2.74%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2017 年公司收入增长逐季提速。其中 2017 年 Q4 实现收入 29.4 亿, 同比 +10.13%; 2017Q1/Q2/Q3 收入分别为 30.3 亿/25.4 亿/28.2 亿, 同比 +2.22%/+3.81%/+4.59%。

图表 2: 家家悦营业收入及归母净利润增速-单季度

(单位: 百万元)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
家家悦营业总收入	2966	2442	2695	2674	3032	2535	2818	2944
YOY					2.22%	3.81%	4.59%	10.13%
整体毛利率	4.09%	2.45%	2.79%	3.25%	3.94%	2.72%	3.85%	3.40%
归母净利润	86.7	39.3	52.3	72.9	92.2	50.6	81.8	86.1
YOY					6.38%	28.57%	56.38%	18.14%
净利润率	2.92%	1.61%	1.94%	2.73%	3.04%	2.00%	2.90%	2.92%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 家家悦营业收入及归母净利润增速-半年度

(单位: 百万元)	2016H1	2016H2	2016A	2017H1	2017H2	2017A
家家悦营业总收入	5409	5368	10777	5568	5763	11330
YOY			2.78%	2.94%	7.35%	5.14%
商业零售业务	5001	4936	9937	5195	5350	10545
占比	92.46%	91.95%	92.21%	93.30%	92.83%	93.06%
YOY			3.03%	3.88%	8.38%	6.11%
毛利率	16.87%	16.14%	16.51%	16.85%	17.59%	17.23%
工业生产加工批发业务	27	28	54	35	23	58
占比	0.49%	0.52%	0.50%	0.63%	0.39%	0.51%
YOY			10.71%	33.06%	21.74%	6.86%
毛利率	13.43%	18.39%	15.96%	13.53%	22.71%	17.12%
其它业务收入	381	405	786	338	390	728
占比	7.05%	7.54%	7.29%	6.06%	6.78%	6.42%
YOY			-0.76%	-16.57%	-50.31%	5.00%
毛利率	87.67%	87.28%	87.47%	83.96%	85.86%	84.98%
整体毛利率	21.82%	21.53%	21.70%	20.90%	22.28%	21.60%
归母净利润	126.0	125.2	252.0	142.8	167.9	310.0
YOY			1.60%	13.30%	34.12%	23.30%
净利润率	2.33%	2.33%	2.30%	2.57%	2.91%	2.70%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

展店提振业绩, 2017 年新开门店 68 家, 18 年预计新开店超 100 家, 进入开店加速时期。截至 2017 年末, 门店总数 675 家, 其中胶东地区门店 589 家, 占比约 87%, 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 (含宝宝悦 34 家、其他专业店 11 家)、百货店 12 家、便利店 7 家; 合计面积 158 万平米, 自有物业占比 13.5%, 87% 的门店位于胶东。

图表 4: 公司主要门店位于胶东区域, 推进西部拓展

所属区域	2013	2014	2015	2016	2017
胶东地区					
门店数 (家)	446	496	531	551	589
YOY		11.21%	7.06%	3.77%	6.90%
山东其它地区					
门店数 (家)	54	65	79	80	86
YOY		20.37%	21.54%	1.27%	7.50%
合计					
门店数 (家)	500	561	610	631	675
YOY		12.20%	8.73%	3.44%	6.97%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：2013 年至 2017 年家家悦各业态门店数量变化

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
开店数量/家数					
大卖场	7	6	7	8	11
综合超市	51	66	56	34	35
其中：社区综合超市	24	35	26	11	20
农村综合超市	27	31	30	23	15
便利店		3	1	1	3
百货店	2	1		0	1
专业店	9	5	2	6	18
合计	69	81	66	49	68
关店数量/家数					
大卖场	2	3	1	3	4
综合超市	10	16	12	23	19
其中：社区综合超市	10	12	9	7	8
农村综合超市		4	3	16	11
便利店			1	0	1
百货店				1	0
专业店		1	3	1	0
合计	12	20	17	28	24
净增店数量/家数					
大卖场	5	3	6	5	7
综合超市	41	50	44	11	16
其中：社区综合超市	14	23	17	4	12
农村综合超市	27	27	27	7	4
便利店	0	3	0	1	2
百货店	2	1	0	-1	1
专业店	9	4	-1	5	18
合计	57	61	49	21	44
总门店数/家					
大卖场	67	70	76	81	88
综合超市	402	452	496	507	523
其中：社区综合超市	233	256	273	277	289
农村综合超市	169	196	223	230	234
便利店	1	4	4	5	7
百货店	11	12	12	11	12
专业店	19	23	22	27	45
合计	500	561	610	631	675

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

17年销售净利率提升0.41pct至2.74%，接近永辉17年2.88%的净利润率水平，毛利率降低0.1pct。2017年生鲜毛利率提升0.31pct到15.34%；食品化洗提升1.27pct至18.00%；商业零售业务毛利率提升1.15pct至17.23%；其他业务收入(促销、配送、租赁业务)占比由7.29%下降至6.42%，毛利率为84.98%/-2.48%，拉低了整体毛利率。受益于租赁费、能源费的减少，整体期间费用率减少0.31pct至17.62%。

图表 6: 家家悦分品类毛利率情况

(单位: 百万元)	2013	2014	2015	2016	2017
家家悦					
商业零售业务	8378	9079	9645	9937	10545
YOY		8.4%	6.2%	3.0%	6.11%
毛利率	17.6%	17.4%	16.8%	16.5%	17.23%
生鲜	3596	3821	4110	4242	4522
占比	42.9%	42.1%	42.6%	42.7%	42.89%
毛利率	16.9%	15.5%	15.2%	15.0%	15.34%
食品化洗	3811	4207	4549	4759	5086
占比	45.5%	46.3%	47.2%	47.9%	48.24%
毛利率	17.4%	17.5%	17.0%	16.7%	18.00%
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	936
占比	11.6%	11.6%	10.2%	9.4%	8.87%
毛利率	21.3%	23.8%	22.7%	22.1%	22.11%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

会员体系强化, 提升顾客服务质量及品牌形象。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, 当年新增会员46.15万, 会员客流量1.60亿人次, 会员销售收入80.09亿元, 占销售收入的比例为75.96%, +1.26pct; , 会员客流达到1.60亿人次, 同比增长4.08%。

图表 7: 家家悦会员体系强大

家家悦					
年份	2013	2014	2015	2016	2017
会员人数规模 (万人)	261	310	367	418	464
YOY		18.6%	18.5%	13.8%	10.99%
营业总收入规模 (亿元)	90	98	105	108	113
销售收入 (亿元)	84	91	96	99	105
会员销售占比	58.7%	66.5%	71.8%	74.7%	75.96%
会员收入规模 (亿元)	49	60	69	74	80.09
单会员收入 (元)	1884	1950	1887	1777	1726
单会员单周收入 (元)	36.23	37.50	36.29	34.17	33.20

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

公司 2017 年销售费用率同比减少 0.23 个百分点至 16.01%, 主要来自租赁费、能源费的减少; 管理费用率同比增加 0.24 个百分点至 2.17%, 主因将商品损耗从营业成本重分类至管理费用列示, 2017 年商品损耗约为 3608 万元。因募资导致增加利息收入, 财务收益增加 3734 万元至 6305 万元, 整体期间费用率减少 0.31 个百分点至 17.62%。

图表 8: 家家悦期间费用拆分

	费用 (百万元)			费用率			YOY		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
销售费用	1732	1750	1814	16.52%	16.24%	16.01%	7.68%	1.03%	3.64%
其中: 职工薪酬	779	796	853	7.43%	7.39%	7.52%	6.80%	2.23%	7.09%
租金及物管费	312	309	294	2.98%	2.87%	2.59%	8.45%	-0.95%	-4.99%
能源费	191	183	176	1.82%	1.70%	1.55%	0.35%	-3.75%	-4.09%
修理费	128	150	152	1.22%	1.39%	1.34%	8.66%	17.12%	1.51%
市场宣传费	133	130	136	1.27%	1.21%	1.20%	36.44%	-2.20%	4.13%
折旧摊销费	65	64	65	0.62%	0.60%	0.58%	1.14%	-1.68%	2.11%
其他	124	117	138	1.19%	1.09%	1.22%	1.96%	-5.80%	18.03%
管理费用	207	209	246	1.98%	1.94%	2.17%	3.00%	0.74%	17.93%
其中: 职工薪酬	85	89	91	0.81%	0.82%	0.81%	25.32%	4.22%	3.05%
折旧及摊销	50	55	57	0.48%	0.51%	0.50%	14.02%	9.47%	2.73%
修理费及其他	19	18	59	0.18%	0.17%	0.53%	-47.35%	-4.06%	226.59%
咨询服务费	13	15	19	0.12%	0.14%	0.16%	-21.09%	17.07%	24.34%
其他	40	32	20	0.38%	0.30%	0.18%	8.46%	-20.53%	-36.70%
销售及管理费用	1940	1959	2060	18.50%	18.18%	18.18%	7.16%	1.00%	5.16%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理, 注: 商品损耗 17 年由营业成本重分类至管理费用

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,485.71	5,534.97	5,549.26	6,821.48	营业收入	11,330.38	13,212.28	15,074.43	17,391.35
现金	2,934.84	3,419.63	3,565.52	4,182.01	营业成本	8,885.32	10,379.19	11,809.84	13,562.96
应收款项	15.94	16.50	20.79	22.54	营业税金及附加	48.15	52.85	60.30	69.57
存货	1,252.86	1,590.76	1,601.09	2,015.70	销售费用	1,813.81	2,087.54	2,366.69	2,713.05
其他	34.66	37.07	36.58	36.10	管理费用	246.22	251.03	271.34	295.65
非流动资产	1,786.87	1,947.30	2,191.87	2,493.59	财务费用	-63.05	-50.00	-50.00	-50.00
长期股权投资	120.09	120.09	120.09	120.09	投资净收益	4.68	2.00	2.00	2.00
固定资产	1,185.83	1,382.79	1,577.68	1,820.17	其他	(18.85)	(0.00)	0.00	0.00
无形资产	103.99	110.00	110.00	110.00	营业利润	414.10	489.66	614.27	798.12
其他	117.53	50.04	63.16	76.91	营业外净收支	(4.56)	14.05	10.04	6.51
资产总计	6,272.58	7,482.27	7,741.13	9,315.07	利润总额	409.54	503.71	624.31	804.63
流动负债	3,726.24	4,769.77	4,792.78	6,085.12	所得税费用	98.81	121.39	151.08	193.11
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	(0.01)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
应付账款	1,500.68	2,198.10	2,056.42	2,937.05	归属母公司净利润	310.74	383.31	474.22	612.52
其他	171.81	167.07	169.52	169.46	EBIT	385.03	494.51	626.57	819.69
非流动负债	63.94	37.46	43.67	48.69	EBITDA	525.36	666.57	796.82	1,031.53
长期借款	-	-	-	-					
其他	-	1.00	1.00	1.00	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	3,790.18	4,807.23	4,836.46	6,133.81	每股收益(元)	0.66	0.82	1.01	1.31
少数股东权益	3.65	2.11	2.34	2.70	每股净资产(元)	5.30	5.72	6.21	6.80
归属母公司股东权益	2,478.75	2,675.04	2,904.67	3,181.26	发行在外股份(百万股)	468	468	468	468
负债和股东权益总计	6,272.58	7,482.27	7,741.13	9,315.07	ROIC(%)	18.59%	20.85%	23.63%	27.29%
					ROE(%)	12.91%	14.86%	17.00%	20.13%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	21.58%	21.44%	21.66%	22.01%
经营活动现金流	781.03	1057.92	855.29	1515.69	EBIT Margin(%)	3.40%	3.74%	4.16%	4.71%
投资活动现金流	(511.15)	(387.72)	(524.46)	(647.58)	销售净利率(%)	2.74%	2.90%	3.15%	3.52%
筹资活动现金流	(166.95)	(185.41)	(184.93)	(251.62)	资产负债率(%)	60.42%	64.25%	62.48%	65.85%
现金净增加额	102.53	484.79	145.90	616.48	收入增长率(%)	5.14%	16.61%	14.09%	15.37%
折旧与摊销	140.33	172.06	170.26	211.84	净利润增长率(%)	23.68%	23.36%	23.72%	29.16%
资本开支	402.65	370.23	365.15	454.32	P/E	31.67	25.52	20.63	15.97
营运资本变动	(192.01)	624.49	(619.32)	885.06	P/B	3.95	3.66	3.37	3.07
企业自由现金流	643.10	1542.11	391.02	2174.18	EV/EBITDA	18.62	14.67	12.28	9.48

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>