

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

家家悦(603708)

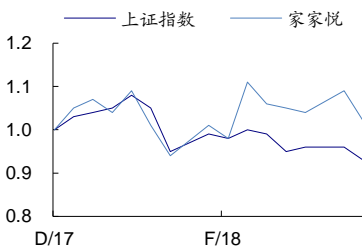
买入

2018年一季报点评

(维持评级)

2018年04月27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)	9,566/3,208
上证综指/深圳成指	3,118/10,547
12个月最高/最低(元)	23.34/14.87

相关研究报告:

《家家悦-603708-2017年报点评:业绩符合预期,18年加速展店》——2018-04-10
《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

业绩略超预期,毛利率提升明显

● 业绩增速符合预期, 同店状况良好

2018Q1, 公司实现营业收入 32.61 亿元, 同比增长 7.54%, 主要因同店增速维持较高增长; 归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 31.71%; 扣非后归母净利润 1.16 亿元, 同比增长 27.39%, EPS 为 0.26 元, 业绩略超预期。分业态来看, 除百货业态, 各大业态收入均同比增长, 百货店营业收入同比下降 3.89pct, 主要因经营方式调整, 部分自营、联营转为出租方式。

● 毛利率提升明显, 山东中西部地区明显改善

18 年 Q1 公司综合毛利率为 21.54%, 同比优化 0.36pct; 主营业务毛利率为 17.69%, 同比优化了 1.68pct, 主要受益于产品结构调整和精细化经营。分业态来看, 综超和百货店优化明显, 分别改善了 1.80/2.22pct。分区域来看, Q1 山东中西部地区盈利能力明显改善, 毛利率同比提升 2.77pct 至 17.78%, 略高于胶东地区。

18Q1 年公司总费用率为 16.60%, 同比基本维持稳定。其中, 管理费用率提升约 0.5pct 至 2.11%, 主要系并购维克影响, 销售费用率优化 0.42pct 为 14.90%, 财务费用率小幅优化。受益于毛利率提升和费用率稳定, 公司 18Q1 净利率为 3.68%, 同比上升 0.42pct。

● 山东中西部布局加速

18Q1, 公司新开门店 9 家, 闭店 5 家, 门店总数达到 688 家。其中胶东地区/山东其他地区分别为 8 家和 1 家, 大卖场/综合超市/宝宝悦业态分别开店 3 家/4 家/2 家; 18 年 3 月青岛维克并表带来新增门店 9 家。Q1 新签约门店共计 16 家, 18 年公司计划开店 100 家, 其中中西部地区开店占比有望超过一半。

● 风险提示

山东西部扩张不及预期, 实体零售复苏不及预期。

● 业绩略超预期, 精细化管理能力持续提升, 维持“买入”评级

公司 18 年将维持较高速开店, 受益于精细化管理品类调整, 公司主营业务毛利率优化明显; 后台供应链物流、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, 维持“买入”评级。

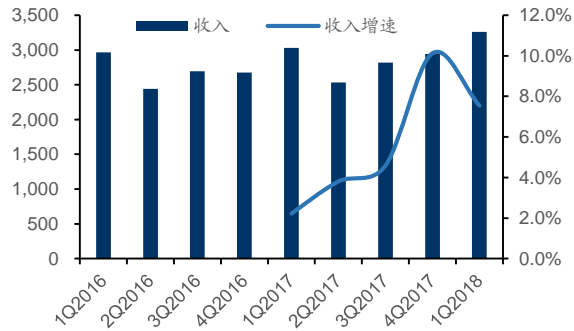
盈利预测和财务指标

	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)	41.7	33.8	28.8	24.1	20.4
EV/EBITDA	22.6	29.9	23.3	25.0	24.6
市净率(PB)	4.5	4.23	3.94	3.65	3.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

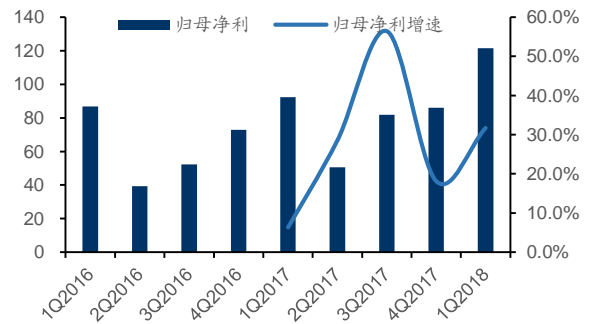
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司分季度营业收入及增速 (亿元、%)



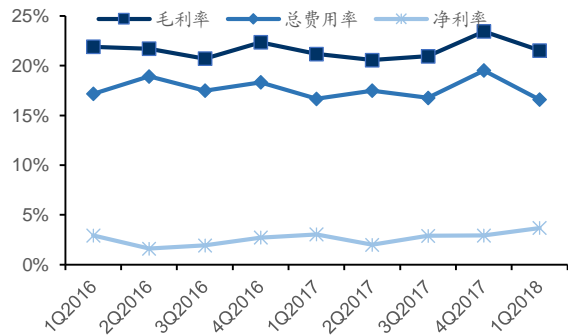
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度净利润及增速 (亿元、%)



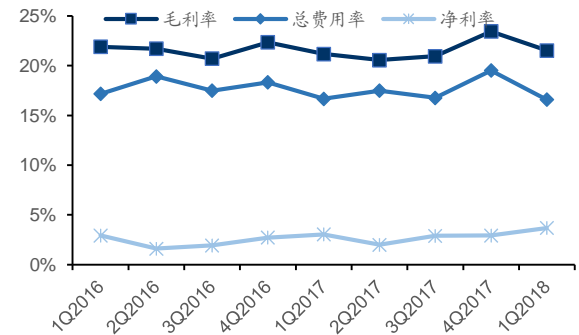
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度毛利率、费用率和净利率 (%)



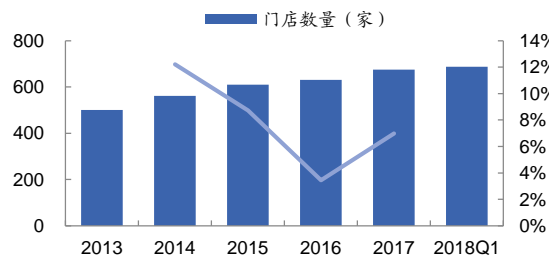
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)



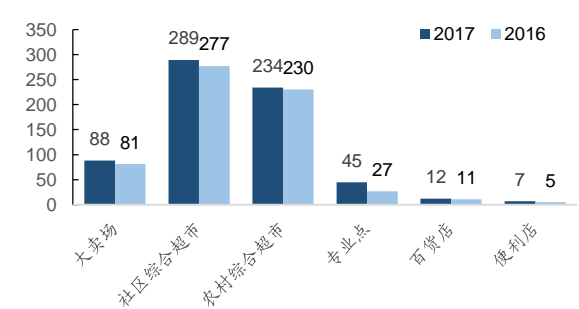
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 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 6: 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 1: 公司 2018Q1 分业态、分地区收入及毛利率 (百万元, %)

	主营业务收入	同比变动 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (%)
分业态				
大卖场	1,380.60	12.46%	18.26%	1.54%
综合超市	1,572.90	4.77%	17.53%	1.80%
百货店	39.04	-3.89%	11.01%	2.22%
专卖店	57.27	9.76%	12.34%	-0.33%
便利店	4.14	25.63%	22.09%	1.64%
分地区				
胶东地区	2,707.55	8.16%	17.67%	1.54%
山东其他地区	346.41	7.66%	17.78%	2.77%
总计	3,053.95	8.10%	17.69%	1.68%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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
流动资产合计	4486	5119	8330	9953	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
资产总计	6273	6859	9947	11357	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	利润总额	410	479	572	676
其他流动负债	1863	2038	4584	5334	所得税费用	99	115	137	162
流动负债合计	3726	4131	7002	8155	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	311	364	435	514
其他长期负债	64	64	64	64					
长期负债合计	64	64	64	64					
负债合计	3790	4194	7066	8219					
少数股东权益	4	4	4	4					
股东权益	2479	2661	2878	3135					
负债和股东权益总计	6273	6859	9947	11357					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	311	364	435	514
资产减值准备	(2)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	140	264	303	333
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
经营活动现金流	554	920	3416	1690
资本开支	(194)	(230)	(180)	(120)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(313)	(230)	(180)	(120)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(162)	(182)	(217)	(257)
其它融资现金流	151	0	0	0
融资活动现金流	(170)	(182)	(217)	(257)
现金净变动	71	508	3019	1313
货币资金的期初余额	2864	2935	3443	6462
货币资金的期末余额	2935	3443	6462	7775
企业自由现金流	302	605	3104	1381
权益自由现金流	453	690	3236	1570

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.66	0.78	0.93	1.10
每股红利	0.35	0.39	0.46	0.55
每股净资产	5.30	5.69	6.15	6.70
ROIC	11%	13%	47%	-27%
ROE	13%	14%	15%	16%
毛利率	22%	21%	21%	20%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	5%	5%	4%
收入增长	5%	12%	15%	16%
净利润增长率	24%	17%	19%	18%
资产负债率	60%	61%	71%	72%
息率	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%
P/E	33.8	28.8	24.1	20.4
P/B	4.2	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	29.9	23.3	25.0	24.6

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