

扩张+提效，巩固区域强者地位

2018年07月03日

【投资要点】

- ◆ 公司是区域龙头超市，深耕胶东布局山东，公司以生鲜为特色，力图打造当地居民的“厨房、冰箱”。配合消费升级的趋势，公司通过升级大卖场，改造综合超市为“生活超市”，开设“智慧门店”等方式，满足消费者对更多消费场景，更高商品品质的需求。
- ◆ 公司未来两年预计新开 100、120 家门店，并逐渐向山东西部拓展。山东省经济发展水平和居民收入水平高，连锁零售门店相较于其他省份略显不足，零售市场仍有较大发展空间。山东省内外资超市面临“水土不服”，内资品牌分散，公司的扩张基本不受阻碍。
- ◆ 公司通过四个“标准化”，提升管理和周转效率，保证商品质量。公司在基地直采方面，采取“标准前移”，保证产品质量和较低的成本。在物流运输方面，公司对仓储、运输、载具进行标准化，减少生鲜损耗，提高运营效率。在自有品牌方面，公司自建中央厨房、农产品加工中心等，对各门店的熟食、初加工农产品统一加工配送，提高效率，打造差异化的 SKU。在追溯体系方面，公司打造产品质量可追溯体系和会员的跟踪、精准营销体系，提高消费者粘性和复购率。

【投资建议】

- ◆ 预计家家悦 2018/2019/2020 年营业收入分别为 131.24/149.70/164.84 亿元，归母净利润分别为 3.76/4.55/5.20 亿元，EPS 分别为 0.80/0.97/1.11 元，对应 PE 分别为 27.50/22.75/19.90 倍。我们持续看好公司的未来发展，公司门店的扩张推动公司营收稳定增长，供应链和管理效率的提升将进一步降低费用，提高盈利水平。给予 18 年 35 倍 PE，六个月目标价：28.00 元，上调评级至“买入”。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11330.38	13124.04	14969.84	16483.51
增长率(%)	5.14	15.83	14.06	10.11
EBITDA(百万元)	605.30	623.46	718.75	799.47
归母净利润(百万元)	310.74	376.28	454.84	520.06
增长率(%)	23.68	21.09	20.88	14.34
EPS(元/股)	0.66	0.80	0.97	1.11
市盈率(P/E)	33.30	27.50	22.75	19.90
市净率(P/B)	4.17	3.84	3.49	3.12
EV/EBITDA	12.25	10.72	8.31	6.58

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 宏观经济环境不景气;
- ◆ 公司展店速度、质量不及预期。

买入 (上调)

目标价: 28.00 元

东方财富证券研究所

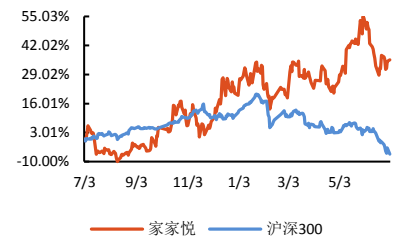
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 孙诗萌

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值(百万元)	10347.48
流通市值(百万元)	3470.63
52周最高/最低(元)	26.40/14.87
52周最高/最低(PE)	35.20/26.33
52周最高/最低(PB)	4.77/3.00
52周涨幅(%)	35.64
52周换手率(%)	698.44

相关研究

《门店密集布局，营收稳定增长》

2018.04.10

正文目录

1. 胶东区域超市龙头，打造当地居民的“大厨房”	4
1.1. 公司以连锁超市为主要业态，布局山东，深耕胶东	4
1.2. 公司以生鲜食品为特色，不断升级创新门店业态	5
1.3. 公司营收增长稳定，费控良好	7
2. 山东零售市场广阔，公司门店扩张空间大	8
2.1. 山东省经济发展水平较高，仍有较大市场空间	8
2.2. 省内的外资超市“水土不服”，内资超市格局较分散	9
2.3. 对比国外类似模式连锁超市，公司发展前景广阔	10
3. 四个“标准化”，提效率，保质量，降费用	11
3.1. 基地标准化，从源头保证商品质量和成本	11
3.2. 物流标准化，构建强大的供应链壁垒	12
3.3. 加工标准化，打造自有品牌提高毛利	14
3.4. 追溯标准化：商品安全可追溯，会员动态可跟踪	15
3.5. “合伙人制”，提高人效	16
4. 盈利预测	17
5. 估值和投资建议	18
6. 区域龙头插上“新零售”翅膀，驱动公司估值上升	19
7. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司股权结构	4
图表 3: 公司各业态门店数	4
图表 4: 公司各业态简介	4
图表 5: 公司门店分布示意图	5
图表 6: 2018 年一季度门店所在地区占比情况	5
图表 7: 公司各品类营收占比情况	5
图表 8: 可比公司生鲜产品营收占比情况	5
图表 9: 公司各类熟食	6
图表 10: 公司各类地方特色食品	6
图表 11: “生活超市”内部陈设及商品	6
图表 12: 公司历年营收情况	7
图表 13: 公司历年归母净利润情况	7
图表 14: 公司期间费用率情况	7
图表 15: 可比公司期间费用率情况	7
图表 16: 公司毛利率情况	8
图表 17: 2017 年各省人均 GDP 前十名	8
图表 18: 2017 年各省人均社零总额前十名	8
图表 19: 各省每十万人拥有的连锁零售门店数	9
图表 20: 外资超市在山东省关店情况	9
图表 21: 各省份沃尔玛、家乐福门店数	10
图表 22: 山东省主要连锁超市及覆盖区域	10
图表 23: Biedronka 门店示意图	11
图表 24: Biedronka 门店分布	11
图表 25: Biedronka 历年门店数量	11
图表 26: Biedronka 历年营业收入	11

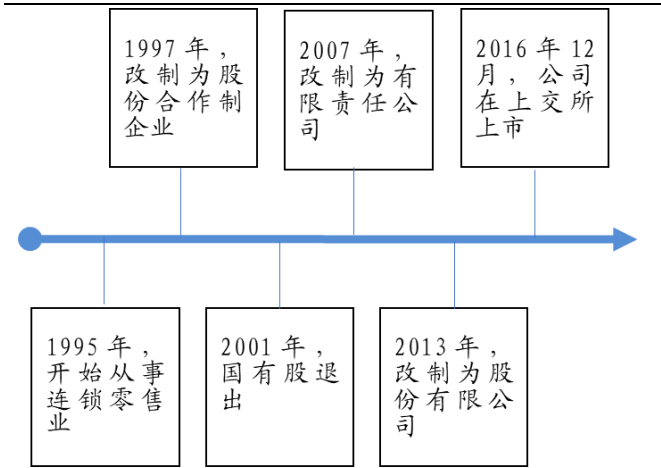
图表 27: 公司的源头直采.....	12
图表 28: 公司的全球直采.....	12
图表 29: 杂货物流中心配送范围.....	12
图表 30: 杂货物流配送模式.....	12
图表 31: 生鲜物流中心配送范围.....	13
图表 32: 生鲜物流配送模式.....	13
图表 33: 公司物流监控示意图.....	13
图表 34: 门店冷柜温度监控示意图.....	13
图表 35: 公司标准化周转筐和托盘.....	14
图表 36: 可比公司存货周转率情况.....	14
图表 37: 威海中央厨房面点车间.....	14
图表 38: 宋村农产品加工中心净菜车间.....	14
图表 39: 公司拥有多个自有品牌.....	15
图表 40: 自有品牌的陈列策略.....	15
图表 41: 世界各地自有品牌销售占比情况.....	15
图表 42: 公司会员数量.....	16
图表 43: 自有品牌的陈列策略.....	16
图表 44: 可比公司人效情况(元/人/年).....	17
图表 45: 盈利预测关键财务数据.....	18
图表 46: 同行业估值比较.....	18
图表 47: 历史 PE (TTM) 区间.....	18
图表 48: 历史 PB 区间.....	18
图表 49: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设.....	19

1. 胶东区域超市龙头，打造当地居民的“大厨房”

1.1. 公司以连锁超市为主要业态，布局山东，深耕胶东

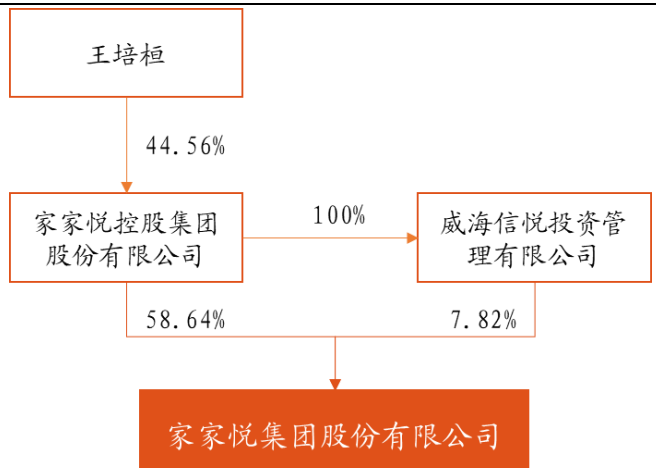
公司是山东省以生鲜为特色的区域龙头超市，经营历史悠久，前身是威海市一家经营副食品的地方国企，1995年开始从事连锁零售业，之后经过多次改制，2016年12月在上交所上市。公司的实际控制人王培桓，自1988年就调入公司的前身威海糖酒站担任总经理，并带领公司由原来全省糖酒行业最小的二级批发企业发展成为一个现代连锁企业集团，目前王培桓间接持有公司29.61%的股份。

图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

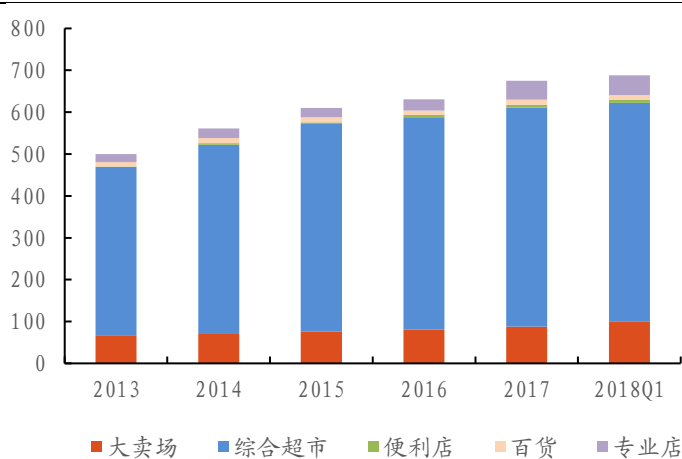
图表 2: 公司股权结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司以连锁超市为主要业态，兼有百货、购物中心、专业店（宝宝悦、电器城）、便利店等多种业态，截至2018年一季度末，公司共拥有门店688家。其中大卖场和综合超市合计占比超过90%，门店覆盖了山东省的威海、烟台、青岛、潍坊、莱芜、临沂、枣庄、淄博、济南等地，共40余个市县。其中胶东地区（威海、烟台、青岛）的门店数总和约600家，占全部门店数的87%。威海是公司发源地和总部所在地，门店数量最多（约330家），其次是烟台（约230家）。公司未来计划继续奠定自身在胶东地区的优势地位，同时向山东的西部城市扩张。

图表 3: 公司各业态门店数



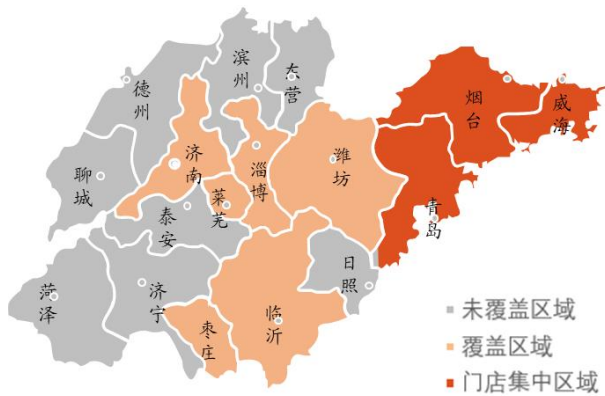
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 4: 公司各业态简介

业态	特点
大卖场	大型超市，经营面积在3000平方米以上
综合超市	开设在城市或村镇，经营面积在3000平方米以下
便利店	位于居民区附近，经营面积在200平方米以下
百货	销售百货商品的综合性商场
专业店	包括销售母婴用品的宝宝悦，销售家用电器的电器城等。

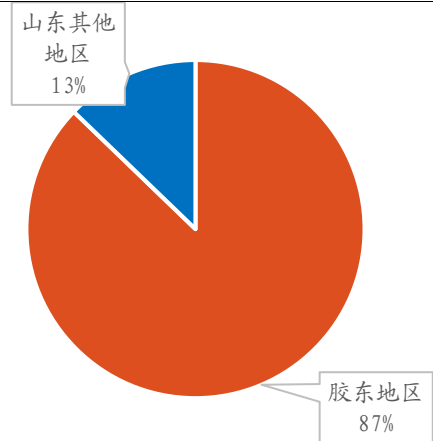
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 5: 公司门店分布示意图



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 6: 2018 年一季度门店所在地区占比情况

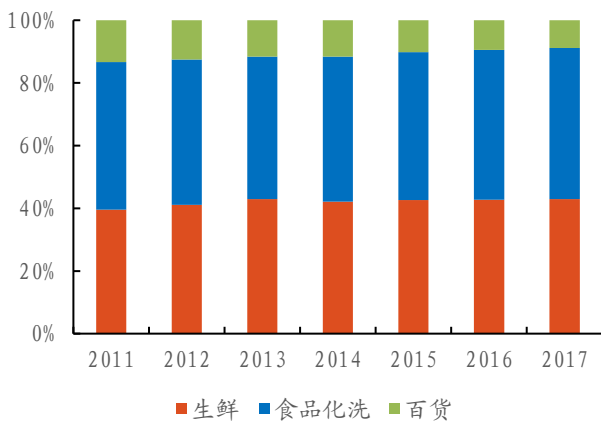


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

1.2. 公司以生鲜食品为特色, 不断升级创新门店业态

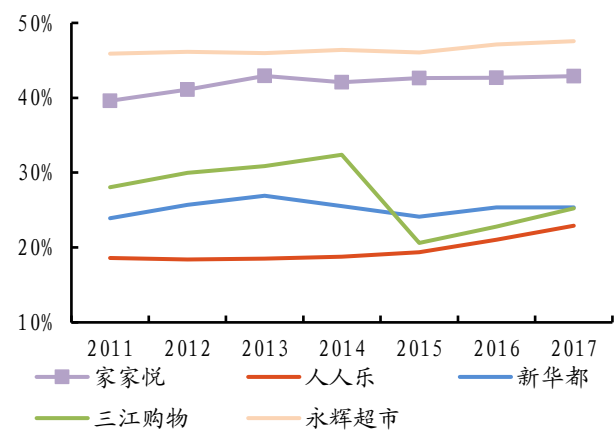
公司以生鲜和食品为特色聚集客流。生鲜、食品作为消费者日常生活的刚需, 购买频率高, 客户粘性强, 占公司营业收入比重非常稳定。2017 年公司的生鲜占主营业务收入的比重为 42.89%, 在 A 股超市之中处于较高水平。

图表 7: 公司各品类营收占比情况



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 8: 可比公司生鲜产品营收占比情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

公司力图将卖场打造成顾客家庭的“厨房、冰箱”, 作为山东本土企业, 公司充分了解当地消费者的饮食习惯和生活习惯, SKU 中多品类的熟食和当地特色的产品是吸引消费者的一大利器。山东人日常主食喜欢面食, 然而相比于米饭, 面食的制作难度较大, 费时更长, 随着生活节奏的加快, 消费者更倾向在超市购买主食。公司通过自建的熟食中央厨房统一将各类中西式面点、米饭快餐、酱卤制品等制作配送到各个门店, 满足消费者便捷、健康的饮食需求。此外, 公司门店中极具地方特色的美食, 如胶东花饽饽, 威海大桃酥, 青岛鲅鱼水饺等, 也很受当地消费者的喜爱。

图表 9: 公司各类熟食



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 10: 公司各类地方特色食品



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

配合消费升级的趋势,截至 2017 年底,公司已将 5 家大卖场进行了升级,将 8 家社区综合超市改造为“生活超市”,加大了进口、高端商品的比重,店面标识、陈列布局和采光照明等都由专业团队重新设计。升级后的超市加大了生鲜产品线的宽度和深度,给消费者更大的选择空间。例如,仅鲜肉的柜台就有 25 米长,猪肉的分割品种数达到了 63 个。同新零售物种“盒马”相似,升级门店还开设了即选即做即食的海鲜加工坊,鉴于零售巨头“超市+餐饮”的新业态截止目前都没有进驻山东,公司在此种业态上并无与之匹敌的对手。改造后的门店业绩喜人,客流增长超 15%,毛利增长超 20%,部分门店坪效达到传统坪效的 2 倍,公司于 2017 年 11 月、2018 年 5 月分别获得“2017 业态创新奖”和“商业模式先锋奖”。

在“新零售”的背景下,公司还积极打造“智慧微型门店”,除了普通自助售货柜售卖的零食饮料,还卖水果拼盘、生鲜,自助售货柜主要分布在离公司超市门店很近的地方,方便高频补货,满足消费者的即时性需求。

图表 11: “生活超市”内部陈设及商品

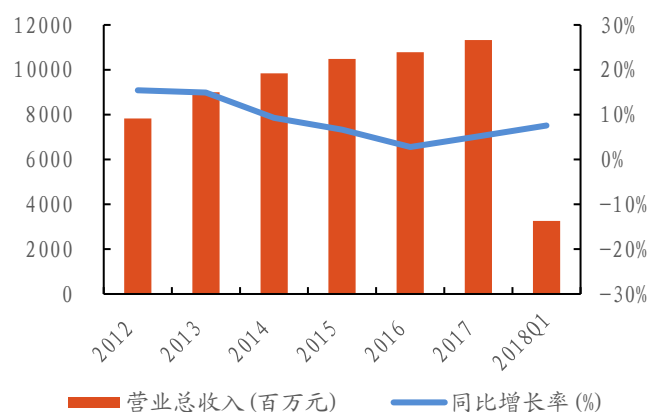


资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

1.3. 公司营收增长稳定，费控良好

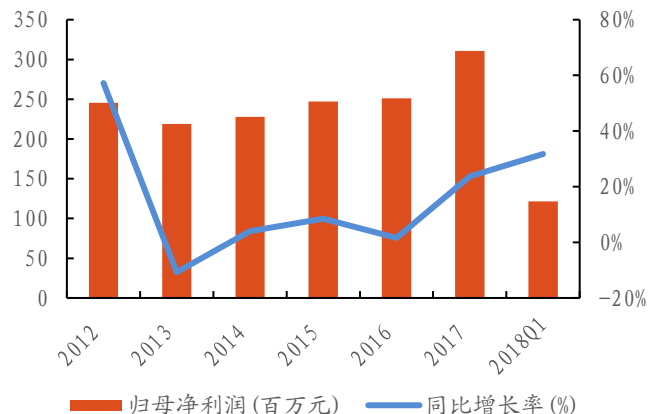
公司财务状况良好，营业收入稳定增长，2017 年营业总收入 113.30 亿元，同比增长 5.14%，2018 年一季度营收 32.61 亿元，同比增长 7.54%。从利润情况来看，2017 年公司归母净利 3.11 亿元，增幅达 23.68%，2018 年一季度归母净利 1.21 亿元，同比大增 31.71%，扣非后归母净利 1.16 亿元，同比增长 27.39%，超过营收增速，这主要得益于公司期间费用率的有效控制。2017 年公司期间费用率 17.63%，同比减少 0.31 个百分点，其中，除管理费用略有上升以外，其他费用率均得到优化。与行业内其他上市公司相比，公司的费控能力很强。

图表 12: 公司历年营收情况



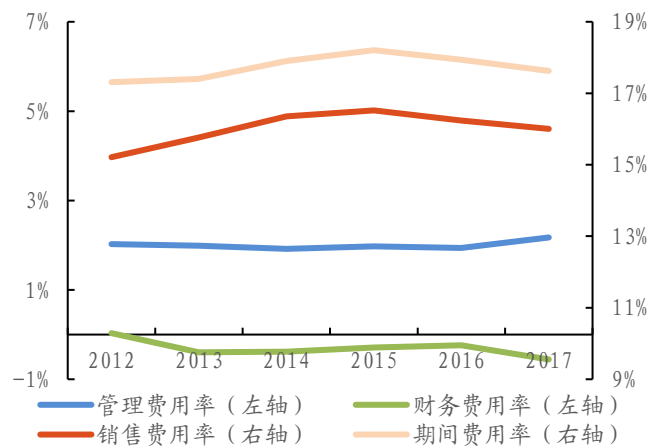
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 公司历年归母净利润情况



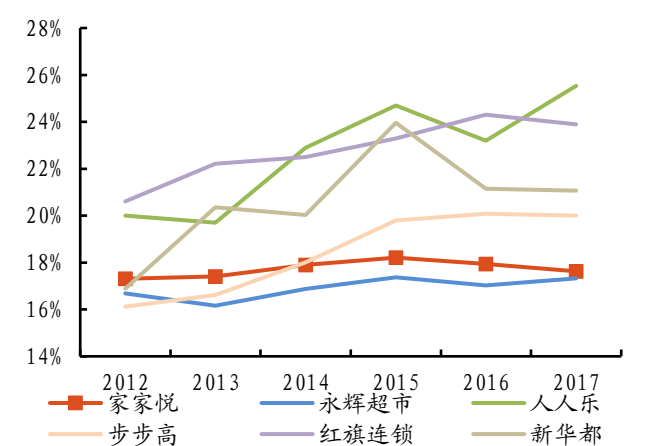
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 公司期间费用率情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

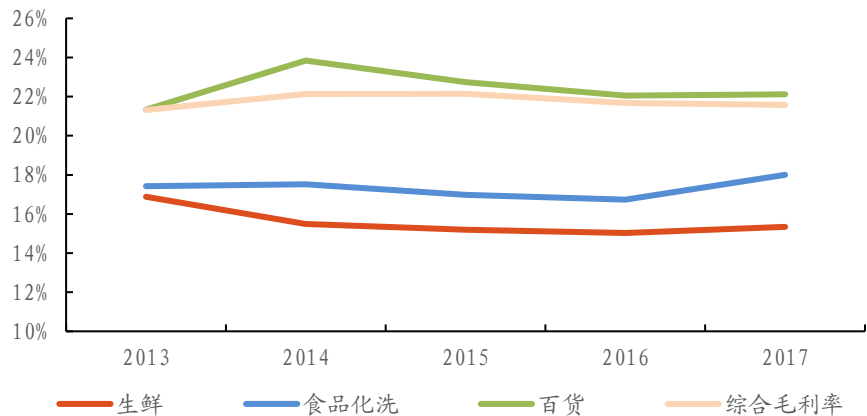
图表 15: 可比公司期间费用率情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

从毛利率来看，公司毛利率整体处于平稳发展态势，2017 年公司主营业务毛利率为 17.23%，相较上年增加 0.72 个百分点，其中食品化洗类产品毛利率增加最多，为 1.27 个百分点，生鲜类毛利率也有所上升，增加 0.32 个百分点至 15.34%，分地区来看，公司在非胶东地区的门店毛利率同比增加 1.42 个百分点，与胶东地区的毛利率差距缩小至 0.08 个百分点。公司整体毛利率同比略降主要是由于公司的其他业务（促销、租赁等）毛利率的下降。

图表 16: 公司毛利率情况



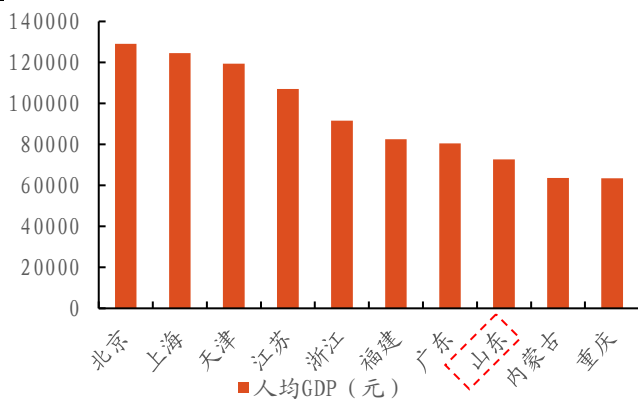
资料来源: choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

2. 山东零售市场广阔, 公司门店扩张空间大

2.1. 山东省经济发展水平较高, 仍有较大市场空间

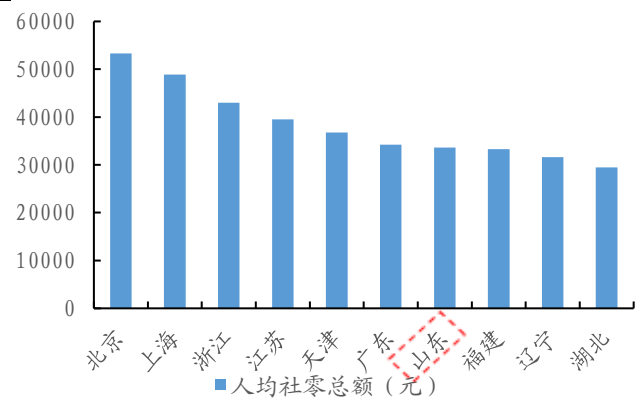
公司所在的山东省是经济大省, 2017 年山东省 GDP 7.27 万亿, 总量仅次于广东和江苏省, 位列全国第三位。2017 年山东省社零总额 3.36 万亿, 位列全国第二位, 占全国社零总额的 9.19%。山东省也是人口大省, 2017 年常住人口突破 1 亿, 人口数仅次于广东省, 约占全国人口的 7.2%。从人均情况来看。2016 年山东省的人均 GDP 在各省之中排名第 8, 人均社零总额排名第 7。其中, 人均 GDP 达到 7.3 万元, 超过 1 万美元大关 (一般来说, 人均 GDP 达到 1 万美元代表着经济社会整体达到中等发达国家水平)。无论是从整体的体量还是人均的情况, 山东省的经济和人民的收入水平都能够为零售市场提供一个稳定、广阔的发展空间。

图表 17: 2017 年各省人均 GDP 前十名



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

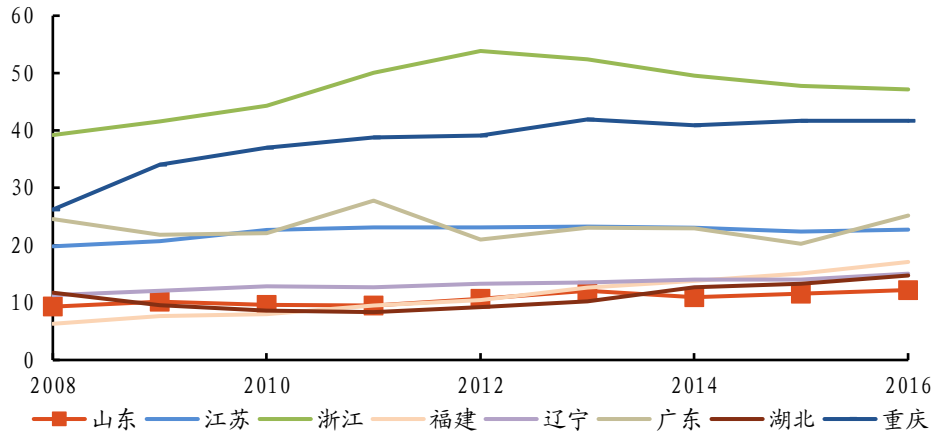
图表 18: 2017 年各省人均社零总额前十名



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

如果按照上图选取与山东省人均经济发展水平相近的几个省份, 比较它们的人均连锁零售门店数, 可以看出山东省的人均零售门店数在这八个省份中数量最少, 2016 年山东省每 10 万人拥有 12.19 个连锁零售门店。而人均社零总额排名落后于山东省的湖北省, 每 10 万人还拥有 15 个门店。如果仅以湖北省作为参照, 山东省内还可以再开 3000 家左右。如果以福建省作为参照, 还可以再开 5000 家, 因此, 山东地区的连锁零售市场仍有很大的扩张空间。

图表 19: 各省每十万人拥有的连锁零售门店数



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

2.2. 省内的外资超市“水土不服”，内资超市格局较分散

2005-2010 年前后许多著名外资品牌超市为了抢占中国市场，扩张过于迅速，而过度扩张的后遗症从 2013 年就开始显现，2016 年知名外资超市在全国范围内共关闭 25 家连锁超市的门店，2017 年又关闭了 39 家。外资超市的关店潮风波在山东较为明显，乐购退出山东省，永旺、沃尔玛等在山东也纷纷经历门店歇业。而在与图 19 中其他省份外资品牌的门店数量对比中也可看出山东省沃尔玛、家乐福的店数较少，在山东地区外来零售商的生存空间不是很大。原因可能主要有几点，首先是本土超市的先入优势，进入时间越早越能养成消费者的品牌认知度和忠诚度，也能占据较好的核心地段。家家悦从 1995 年便开始经营超市业态，其他本土超市也在 2000 年前相继兴起，而外资品牌进军山东的时间较晚，已不具备时间上的优势。第二是本土超市能够充分了解当地人群的消费习惯和偏好，产品具有差异化和特色化。外资品牌不能十分精准地把握消费习惯和心理，这也是丧失客源的主要原因。

图表 20: 外资超市在山东省关店情况

名称	总部	入驻中国时间	入驻山东时间	开设门店数 (山东)	关店情况 (山东)	现存门店数 (山东)
永旺	日本	1996	1996	10	2015年潍坊店关闭; 2016年淄博店、青岛延吉路店关闭	6 (青岛3, 烟台2, 济宁)
沃尔玛	美国	1996	2003	9	2014年青岛城阳店关闭; 2016年退出烟台, 济南1店关闭	5 (济南, 淄博, 潍坊, 济宁, 青岛)
家乐福	法国	1995	2004	4	2012年以后未开设新店; 2016年在济南大型商超公开评价活动中评分垫底; 2017年青岛辽阳路店关闭	3 (济南, 青岛2)
卜蜂莲花	泰国	1997	2005	3	2010年退出济南	2 (青岛, 泰安)
乐天玛特	韩国	2007	2009	11	2011年青岛城阳店关闭; 2013年东营西城店关闭; 2015年潍坊店、威海两家店、青岛的两家店关闭	0
乐购	英国	2004	2009	6	2013年潍坊, 东营, 青岛, 济南店关闭, 全面退出山东	0

资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 21: 各省份沃尔玛、家乐福门店数

省份	广东	福建	浙江	湖北	江苏	辽宁	山东
沃尔玛门店数	96	32	31	30	18	11	5
家乐福门店数	10	5	4	7	19	10	3

资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

相比于外资超市, 山东省内区域本土超市更受本地居民的欢迎。从竞争格局来看, 除了公司布局全省, 大多数都为市级连锁企业, 竞争格局较为分散。从业态上来看, 佳乐家、银座、日百旗下超市等主要是 1 万平米以上的大超市, 菏泽的三信主要是 300 平米左右的小超市, 与公司 1000 平米左右的综合超市不完全形成竞争关系。从数量上看, 除了枣庄的贵诚拥有约 300 家加盟店外, 其他超市均未在门店数量上超过百家, 例如临沂本土的九州超市, 约有 30 家门店, 佳乐家在山东拥有 40 家门店, 其中潍坊有 30 家, 均未能在某一地区形成规模优势, 这对公司向西扩张战略不造成实质性的阻碍。

而在公司处于强势地位的胶东地区, 尽管在威海和烟台地区公司门店数量众多, 但是结合两市的商业网点发展规划文件来看, 我们通过对 3000 平米的超市在市区的覆盖半径和在乡镇的覆盖人口进行估算, 威海至少具备新开 400 个超市的容量, 而烟台地区新超市容量至少约 500 个。综上, 山东省内市场空间很大, 竞争格局分散, 公司计划 2018 年、2019 年新开 100、120 家门店 (胶东地区占比 55%) 的计划完全可行, 通过门店扩张, 公司可以继续强化自身在胶东地区的规模优势, 同时将自身优秀的供应链和管理模式推广到省内的西部城市。

图表 22: 山东省主要连锁超市及覆盖区域

企业	主要覆盖区域	企业	主要覆盖区域
家家悦	威海、烟台、青岛等	贵诚	枣庄
利群	青岛 (主要)、日照、潍坊等	九州	临沂
利客来	青岛	三信	菏泽
佳乐家	潍坊 (主要)、莱芜、泰安等	胜大	东营
银座	济南 (主要)	爱客多	济宁
振华	烟台 (主要)、济南、淄博、滨州	日百超市	日照

资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

2.3. 对比国外类似模式连锁超市, 公司发展前景广阔

我们选取波兰最大的连锁超市 Biedronka 作为参照, 将其与家家悦进行对比, 可以发现许多相似之处。首先从门店的数量和密度上看, 截至 2017 财年末, Biedronka 在波兰共拥有 2823 家门店, 大约每 1.35 万波兰人就有一家 Biedronka 门店。如果将家家悦门店密集的烟台、威海人口数与其门店数进行

对比，大约每 1.6 万人就有一个家家悦门店，因此即使在威海和烟台公司门店依然可以继续提升密度。从门店面积上看，Biedronka 门店平均经营面积为 670 平方米，与公司的社区综超经营面积相近（800 平米左右），二者都是定位于服务周边社区消费者的日常生活需求。在服务升级上，2017 年，Biedronka 改造了 226 家门店，通过升级设备、灯光、陈列等手段维持消费者的粘性。家家悦在 2017 年也升级改造了 100 家门店，满足顾客日益升级的消费需求。

图表 23: Biedronka 门店示意图



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

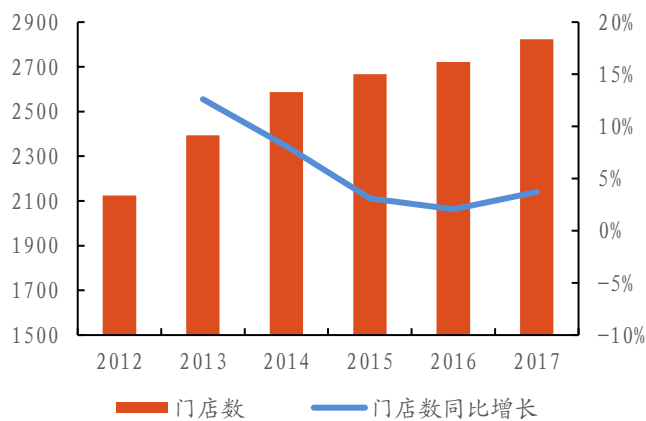
图表 24: Biedronka 门店分布



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

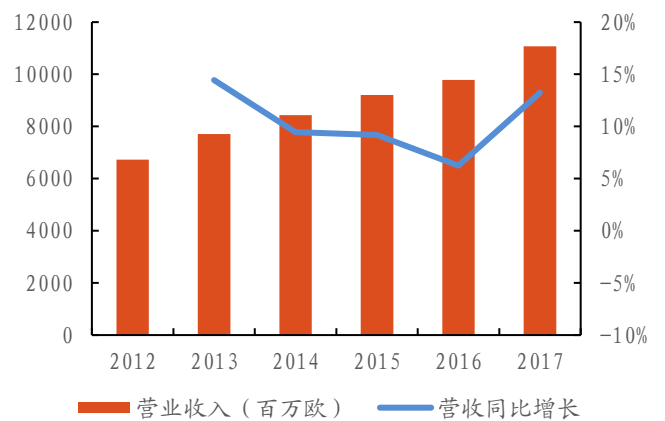
Biedronka 在 2013 年达到家家悦在威海和烟台的门店“密度”（一个门店覆盖 1.6 万人口），在此后四年，Biedronka 依然保持着年均增加 100 家门店的速度进行扩张，且从营收增长来看，2017 年营收增速 13.23%，远高于门店数同比增速（3.71%），增加门店密度不仅不会造成单店营收的下降，反而会通过规模效应加深消费者的印象和认知，目前 Biedronka 在波兰的市占率超过 40%，处于绝对优势。参照 Biedronka 的发展路径，可进一步证明家家悦随着门店的扩张，有望进一步增大市场份额和在山东地区的影响力，公司前景广阔。

图表 25: Biedronka 历年门店数量



资料来源：Biedronka 母公司年报，东方财富证券研究所

图表 26: Biedronka 历年营业收入



资料来源：Biedronka 母公司年报，东方财富证券研究所

3. 四个“标准化”，提效率，保质量，降费用

3.1. 基地标准化，从源头保证商品质量和成本

公司的生鲜采购主要采取基地直供的模式，约有 130 名专业的采购人员分

布在各个生鲜产品的源头进行基地采购，基地实行电子地图信息化管理，生鲜产品的基地面积，产量，位置等等都可以在电子地图上一目了然，目前有超过80%的生鲜都来自产地直采。直采模式不仅能够减少各级流通环节的损耗和加价，而且公司通过为基地合作社建立农产品生产、运输的全过程标准，可以进一步保证产品的质量。全球直采方面，家家悦在2013年提出“买世界、品世界”的全球直采的理念，依托自有的进出口公司，积极开发国外渠道，与美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系，并在新西兰购置了9000亩的牧场，批量引进国外优势生鲜商品，打造差异化的SKU。

图表 27: 公司的源头直采



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 28: 公司的全球直采

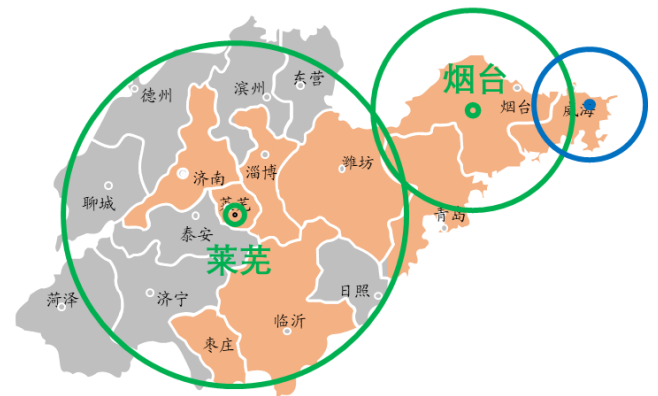


资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

3.2. 物流标准化, 构建强大的供应链壁垒

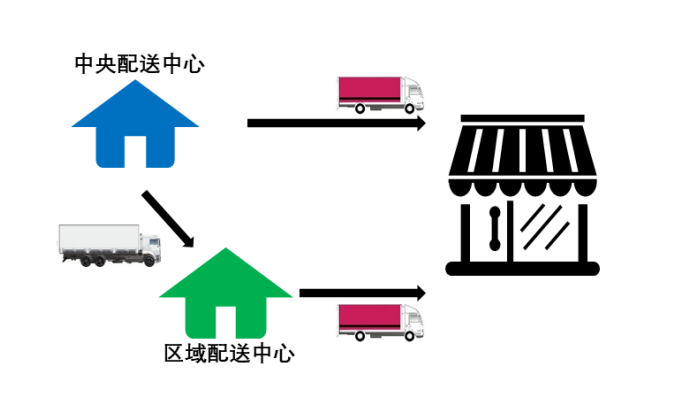
在物流仓储方面, 公司目前拥有3处现代化杂货配送中心及5处生鲜物流配送中心。杂货配送包括中央(威海)、区域(烟台、莱芜)两级配送, 中央配送中心储存商品品类齐全, 而区域配送中心主要是贮存出货量、周转率高的品类。通过库与库之间调配, 在保证配送效率的前提下, 提高公司整体存货周转率。

图表 29: 杂货物流中心配送范围



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 30: 杂货物流配送模式

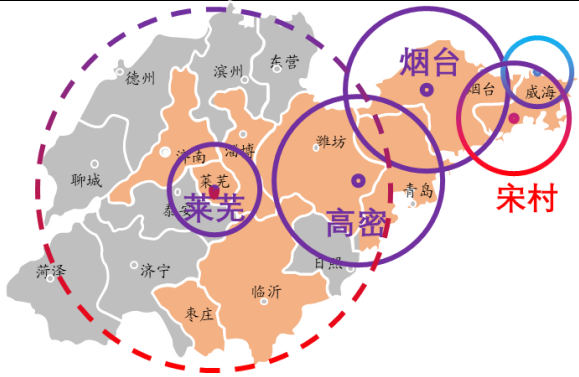


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

生鲜配送方面, 公司目前设立了威海、烟台、高密、莱芜、宋村5个生鲜物流中心, 生鲜日均吞吐量1600吨。其中烟台、高密、莱芜生鲜物流中心只具备水果、蔬菜类农产品的分拣、配送功能, 而威海物流中心还兼有中央厨房功能, 宋村物流中心还兼有农产品初加工功能, 加工功能将在后文3.3进行详

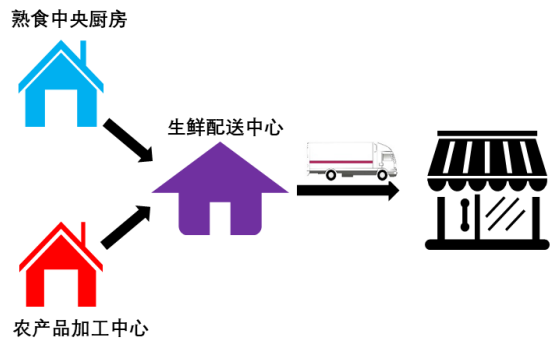
细介绍。

图表 31: 生鲜物流中心配送范围



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 32: 生鲜物流配送模式



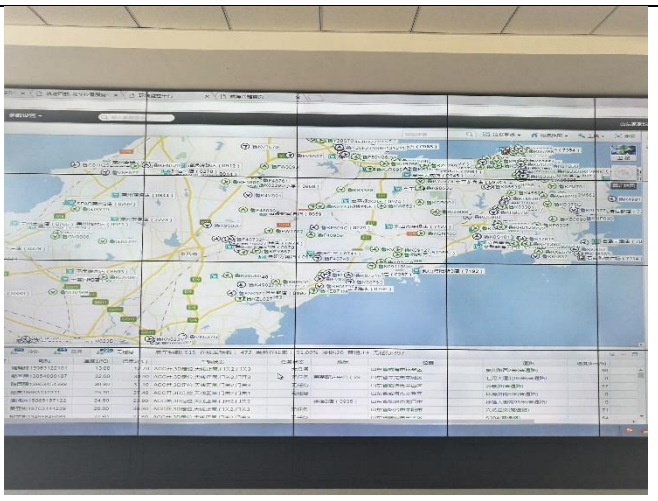
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

商品运输方面, 公司的配送车队拥有 500 多辆常温及冷链车, 对于冷链运输的配菜和生鲜采取不同温度标准。为解决配送过程中的安全问题, 公司旗下物流公司云通科技利用先进的北斗系统和 TMS 系统实时监控运输车辆的速度、温度、开关门情况、任务状态、所在位置等, 保证商品在运输过程中的安全可控, 公司还研发了全程温度追溯系统, 不仅可以对生鲜产品的生产端和仓储端的温度进行追踪控制, 生鲜产品进入卖场后的各个冷柜, 也可由中央调控室或者门店管理者进行远程或 APP 的控制和监督。

标准载具方面, 公司在整个物流运输过程中推广标准化托盘、笼车和生鲜周转筐等载具, 在采购时就要求农户或者合作社将生鲜商品放入标准化的周转筐中, 再将周转筐摆在标准化的托盘或笼车上, 直接将笼车推上配送车辆进行运输直至送进门店带筐上架, 这样一方面生鲜产品全程不更换载具, 降低了损耗率(据统计, 此法将损耗降低 23%), 另一方面, 避免了配送人员一件一件进行装卸, 提升效率, 降低物流成本 27%。公司以其标准化的冷链设施和完善的冷链物流监控体系被商务部认定为 2018 年农产品冷链流通标准化示范企业。

公司通过加强物流标准化的建设, 构筑核心壁垒, 2017 年公司存货周转率 6.96%, 比上年上升 0.14 个百分点, 在同行业中处于领先地位。

图表 33: 公司物流监控示意图



资料来源: 公司调研, 东方财富证券研究所

图表 34: 门店冷柜温度监控示意图



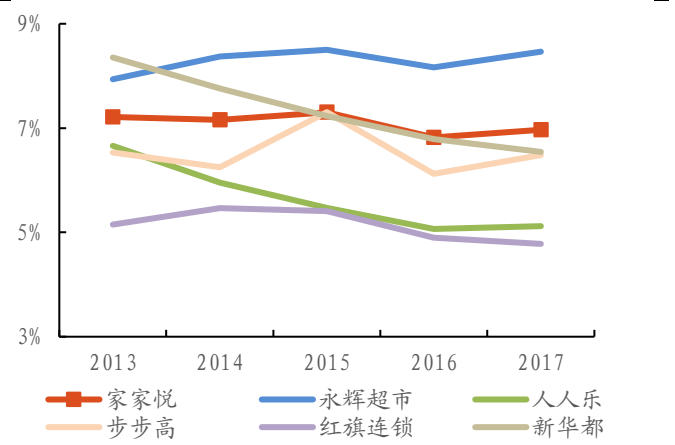
资料来源: 公司调研, 东方财富证券研究所

图表 35: 公司标准化周转筐和托盘



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 36: 可比公司存货周转率情况



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.3. 加工标准化, 打造自有品牌提高毛利

随着连锁超市竞争日趋激烈, 商品销售利差空间缩小, 越来越多的超市企业选择通过开发自有品牌提升利润空间。对消费者来说, 自有品牌产品性价比更高; 对超市企业来讲, 一来可以丰富商品种类, 打造差异化的 SKU, 二来可以省去品牌使用费和中间供应环节, 保证较高的利润。

公司的自有品牌覆盖初级农产品、熟食、干货、日用品等多个品类。生鲜相关的品类加工主要在威海物流中心(兼具中央厨房功能)和宋村物流中心(兼具农产品初加工功能)。设立熟食中央厨房主要是由于, 一般的超市中售卖的熟食都是单店厨师现场制作, 对于连锁品牌来讲, 第一不能保证各个门店品质、口感、卫生的一致性, 第二是效率不够高。威海的熟食中央厨房, 有酱卤制品、中西面点、米饭快餐等多个经典系列产品, SKU 超过 1000 种, 年产能 2 万吨, 实现了在配送区域内统一品质和统一配送, 通过规模优势降低成本。宋村的农产品初加工中心, 则是负责将采收的农产品集中进行挑选、洗涤、沥干、切分、包装等, 制成更加方便消费者处理使用的产品, 目前宋村加工中心拥有净菜、面食、水产、调理、畜产 5 个车间, 年加工能力有 50 万吨。公司通过设立中央厨房与农产品加工中心, 减少门店店内制作环节, 实现了生鲜最高一日两配的区域高频配送标准, 随着公司的募投项目之一——升级版的莱芜生鲜加工及配送中心在 2018 年下半年投入使用, 公司的生鲜配送体系将会深度覆盖山东全境, 为公司在山东西部地区的门店扩张, 以及减少损耗和库存奠定了坚实的基础。

图表 37: 威海中央厨房面点车间



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 38: 宋村农产品加工中心净菜车间



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

公司也在积极开发非生鲜品牌的自有品牌商品，为了避免与品牌制造商形成正面竞争，公司一般选取市场品牌影响力较弱、销售量大、购买频率高的商品比如食用油、干货食品、自制熟食、卫生用品等来打造自有品牌。在产品定位上，产品质量向行业领导品牌看齐，价格上比领导品牌低，且在陈列上突出摆放，吸引消费者的注意。招股书显示，2016 年前三季度公司自有品牌产销率接近 100%且存在产能富余情况，根据市场需求变化，如果未来公司扩大销售规模，自有工厂也可以迅速的扩产。2017 年公司自有品牌商品营收占商业营业收入的比重为 8.96%，同比上升 0.38 个百分点。

图表 39: 公司拥有多个自有品牌

合作模式	生产商	品牌	品类
自有工厂	荣光实业	荣光	食用油
		品品香	大米
		悦记飘香	杂粮、干果
	半月湾	塑料制品	
	荣成麦香苑	麦香苑	面包、糕点
	海悦纺织	纺织品	佳飞悦
联营工厂	奇爽食品	奇爽	豆干
	威海蜡笔小新	蜡笔小新	烘烤类糕点
	威海一叮食品	一叮	面条
	晟堡食品	名门本家	酱肉制品

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

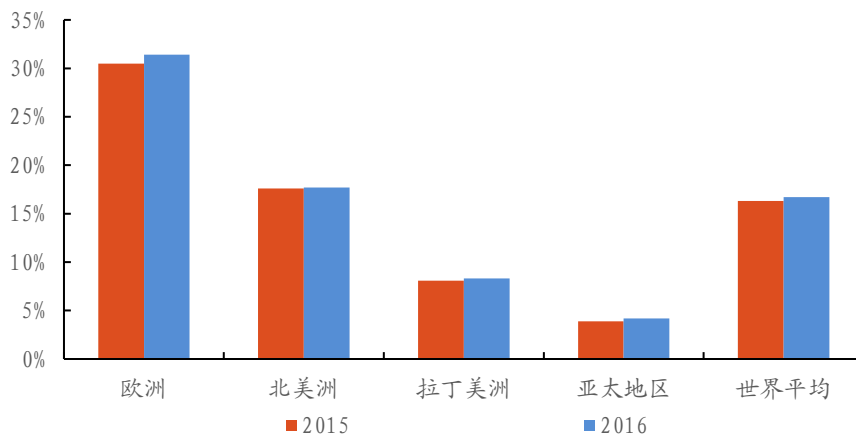
图表 40: 自有品牌的陈列策略



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

据测算，2016 年欧洲自有品牌的零售额占比为 31.4%，全球平均自有品牌商品占比 16.7%，而亚太地区仅有 4.2%，据上海自有品牌专业委员会统计，我国的自有品牌占比约在 5%左右，仍有非常大的提升空间。沃尔玛、麦德龙等全球连锁品牌很看好自有品牌在中国市场的增长，它们都提出了未来自有品牌在中国门店销售占比 20%的目标。由此看来，公司在自有品牌体量的增长上有很大的发挥余地，公司也提出将会在自有品牌升级、品类创新方面有突破性发展。

图表 41: 世界各地自有品牌销售占比情况



资料来源: 尼尔森, 东方财富证券研究所

3.4. 追溯标准化: 商品安全可追溯, 会员动态可跟踪

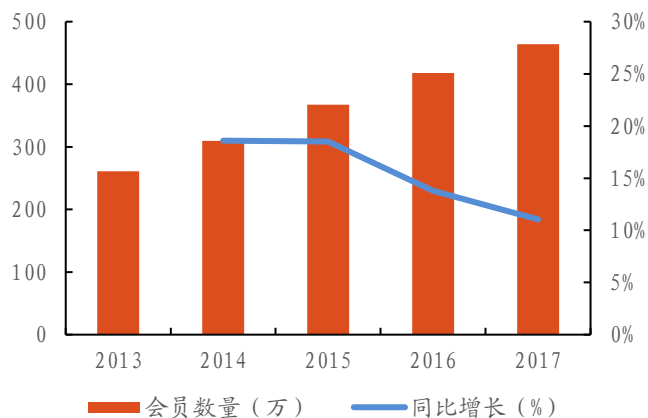
公司采购的生鲜商品, 运到物流中心的第一步就是检测环节, 公司设立 7

个实验室，34 个区域检测室，对每一批次产品进行多点取样，然后对药残、农残等进行检测，且公司标准高于国家制定的食品安全标准，遇到不合格的商品则拒绝收货，决不允许其流入门店。公司建立了生鲜商品流通追溯体系，顾客通过手机扫码就可以了解其产地、运输过程、检验检疫等一系列信息，随着消费者食品安全意识的不断加强，可追溯全程的商品才能让顾客买得放心，才能真正提高顾客的粘性和复购率。

公司还建立了门店的动态跟踪系统，能够实时跟踪顾客门店动线，以及会员大数据系统能够通过分析后台数据对客群的品类偏好有一定的了解，有效的促销，锁定消费群体。例如，公司会分析不同年龄段的会员对于奶制品品类的消费偏好（盒奶、奶片、奶饮料、奶油等的消费占比），据此进行更为精准的推荐，再比如，通过数据后台记录发现有一部分群体对含花青素的蔬果（比如紫薯、蓝莓、桑葚、黑豆等）有比较强烈的偏好，可以推断这部分群体可能对健康比较重视，对抗衰老或者保护视力有强烈需求，据此可以定向营销相关的其他产品。2017 年公司全面上线微信电子会员，并且打通线下会员与线上微信会员的连结，实现全渠道的会员系统。

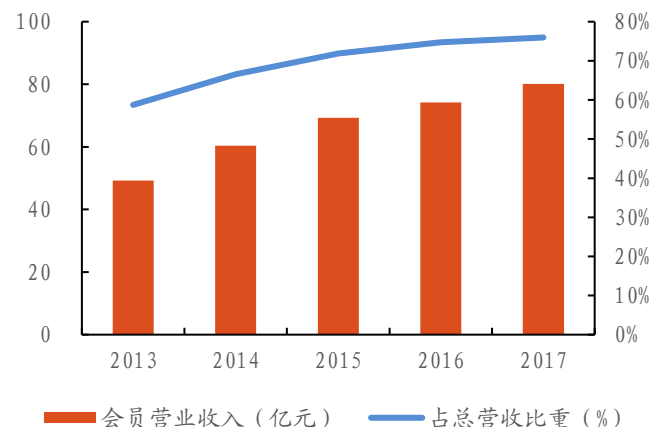
公司会员数量在逐年提高，从 2013 年末 261 万增至 2017 年末的 464 万，年复合增长率 15.4%。结合公司门店覆盖的 9 个地级市的常住人口数来看，如果按每一户家庭有三口人，每一户拥有一张家家悦会员卡来计算，2017 年覆盖区域内每 3.5 户家庭就有一户是家家悦会员。2017 年会员客流量为 1.60 亿人次，如果假设 70%的会员是活跃会员，可以算得每个会员家庭每周都要来家家悦购物。

图表 42: 公司会员数量



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 43: 自有品牌的陈列策略



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

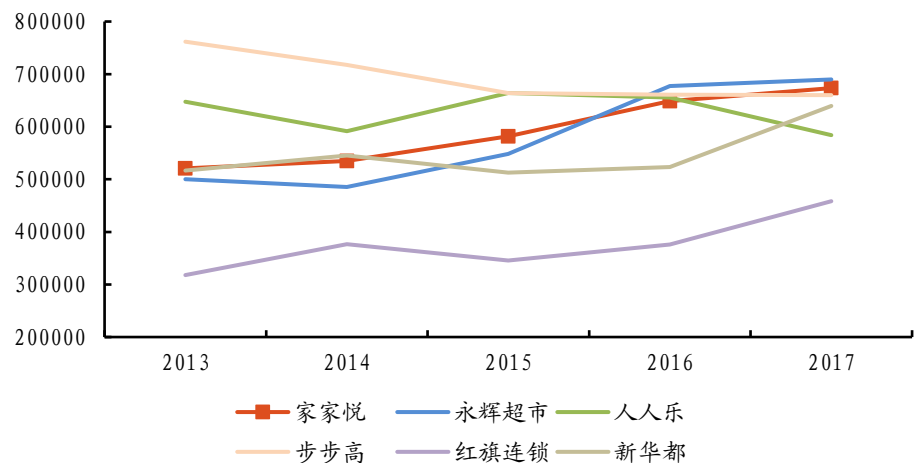
会员对销售收入的贡献也是不断提高，从 2013 年的 58.73% 增至 2017 年的 75.96%。家家悦通过构建会员体系，一是增强客户的忠诚度和粘性，二是获取用户消费数据，为线上业务的开展奠定数据基础。

3.5. “合伙人制”，提高人效

为提高运营效率，公司于 2016 年开始探索“合伙人制”，至 2017 年底，共试点了 33 家门店，取得了门店销售、人效均提升 8% 的成绩，至 2018 年 5 月底，公司已将“合伙人制”推广至九十家门店，其中约 60 家门店都集中在西部战区。具体制度上，先为员工设定一个业绩目标，最后超出利润目标的部分的 30% 拿来激励员工，门店的所有工种的员工都会参与进来。公司的人效近年来提高迅速，由 2013 年的 52 万每人上升至 2016 年的 67 万每人，随着“合伙

人制”在其他门店的继续推进，公司的人效有望进一步提高。

图表 44：可比公司人效情况（元/人/年）



资料来源：choice，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

关键假设：

大卖场：

门店数量：预计公司 2018、2019、2020 年大卖场的数量新增 5、7、5 家。

门店平均经营面积保持稳定。

坪效：预计成熟门店店效较 2017 年稳中有升，到 2020 年达到 6075 万元/年。对于新增门店，按照公司招股说明书，新店第一年坪效为成熟门店坪效的 70%，且经营时间估算为半年，第二年坪效在第一年的基础上增加 14%，第三年再增加 10%，第四年再增加 8%。

综合超市：

门店数量：预计公司 2018、2019、2020 年综合超市的数量新增 95、113、105 家。门店平均经营面积保持稳定。

坪效：预计成熟门店店效较 2017 年稳中有升，到 2020 年达到 1159 万元/年。对于新增门店，按照公司招股说明书，新店第一年坪效为成熟门店坪效的 70%，且经营时间估算为半年，第二年坪效在第一年的基础上增加 18%，第三年再增加 15%，第四年再增加 10%。

其他业态：公司除大卖场和综合超市，还有便利店、百货店、专业店（宝宝悦、电器城）等业态，这些业态营收占主营业务收入比重较小，我们预计未来公司这些业态的收入会随着宝宝悦等门店的增长而继续平稳增加，至 2020 年其他业态整体收入约占主营收入的 4.3%。

毛利率及三费情况：预计公司在胶东地区的规模优势会进一步显现，在山东西部地区的门店会逐渐成熟，公司的毛利率有望稳步上升，到 2020 年达到 22.39%。我们预计公司管理费用会随着合伙人制的有效推进和供应链的加强而略低于 2017 年的水平，其他费用维持稳定。

预计家家悦 2018/2019/2020 年营业收入分别为 131.24/149.70/164.84 亿元，归母净利润分别为 3.76/4.55/5.20 亿元，EPS 分别为 0.80/0.97/1.11 元，对应 PE 分别为 27.50/22.75/19.90 倍。

图表 45: 盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11330.38	13124.04	14969.84	16483.51
增长率(%)	5.14	15.83	14.06	10.11
EBITDA(百万元)	605.30	623.46	718.75	799.47
归母净利润(百万元)	310.74	376.28	454.84	520.06
增长率(%)	23.68	21.09	20.88	14.34
EPS(元/股)	0.66	0.80	0.97	1.11
市盈率(P/E)	33.30	27.50	22.75	19.90
市净率(P/B)	4.17	3.84	3.49	3.12
EV/EBITDA	12.25	10.72	8.31	6.58

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5. 估值和投资建议

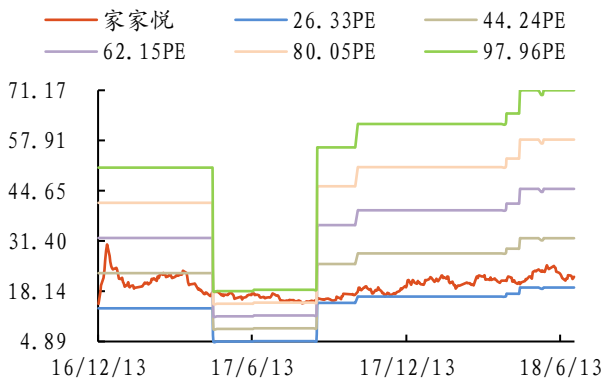
相对估值:

图表 46: 同行业估值比较

股票代码	简称	市值(亿元)	一致预期 PE (倍)			
			TTM	2018	2019	2020
601933.SH	永辉超市	692.90	38.05	31.97	23.57	18.33
002251.SZ	步步高	97.53	60.15	47.57	37.31	29.55
601116.SH	三江购物	63.67	59.62	51.82	46.92	41.78
603031.SH	安德利	14.25	39.10	33.92	32.38	30.31
	平均		40.84	34.23	25.67	20.15
603708.SH	家家悦	100.62	33.30	27.50	22.75	19.90

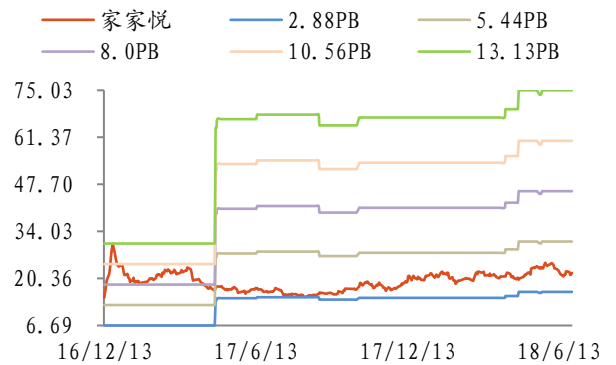
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 48: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

绝对估值:

图表 49: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	1.25	股票 Beta	0.85
无风险利率 Rf	3.55%	TV 增长率	2.00%
市场收益 Rm	12.02%	实际税率	27.93%
风险溢价	8.47%	WACC	10.72%
资产贴现率 Ka	14.13%	股票价值	12240.7 百万
债务利率 Kd	5.00%	每股价值	26.16 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我们持续看好公司的未来发展, 公司门店的扩张推动公司营收稳定增长, 供应链和管理效率的提升会进一步降低费用, 提高盈利水平。2018 年可比公司平均 PE 为 34.30, 基于公司在行业中优异的存货周转和毛利、费用水平, 给予 18 年 35 倍 PE, 六个月目标价: 28.00 元, 上调评级至“买入”。

6. 区域龙头插上“新零售”翅膀, 驱动公司估值上升

公司所在的山东省经济体量巨大, 发展水平较高, 如果将 2017 年全省 GDP 放在世界 GDP 排行榜中亦能排到第 16 位, 与墨西哥全国 (1.15 万亿美元) 相近。如果公司能将威烟地区近乎垄断的综超地位推至整个山东省, 其高密度的门店形成的连锁网络和集群效应以及抢占的优势物业资源和整体的供应链效率将会让其他尚未形成规模优势的竞争对手们望尘莫及, 公司的价值和话语权也会进一步得到彰显。公司的募投项目之一——莱芜生鲜加工中心二期预计今年下半年开始投入使用, 届时公司的生鲜加工产品会覆盖整个山东地区, 对公司的西部扩店起到强有力的支撑。

公司加快“新零售”的步伐, 线下业务方面, 公司加速业态的升级改造和智慧门店的推进, 而未来线上业务方面或将与互联网巨头展开合作, 从而发展成线上线下互相引流的“新零售”区域霸主, 对比在“新零售”之路上步伐较快的 A 股公司, 家家悦的价值有望进一步得到释放。

7. 风险提示

宏观经济环境不景气;
公司展店速度、质量不及预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4485.71	5514.02	6473.27	7381.80
货币资金	2934.84	3662.24	4375.62	5086.38
应收及预付	263.35	349.59	386.46	421.19
存货	1252.86	1467.53	1676.54	1839.56
其他流动资产	34.66	34.66	34.66	34.66
非流动资产	1786.87	1682.55	1579.91	1474.65
长期股权投资	120.09	120.09	120.09	120.09
固定资产	1185.83	1074.72	967.46	857.86
在建工程	23.79	31.57	39.26	45.62
无形资产	320.16	102.41	100.42	97.96
其他长期资产	137.00	353.76	352.67	353.11
资产总计	6272.58	7196.57	8053.18	8856.44
流动负债	3726.24	4437.89	5019.21	5478.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	3554.43	4266.08	4847.41	5306.26
其他流动负债	171.81	171.81	171.81	171.81
非流动负债	63.94	63.94	63.94	63.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	63.94	63.94	63.94	63.94
负债合计	3790.18	4501.83	5083.15	5542.01
股本	468.00	468.00	468.00	468.00
资本公积	1303.33	1303.33	1303.33	1303.33
留存收益	707.33	919.81	1195.25	1539.81
归属母公司股东权益	2478.75	2691.23	2966.67	3311.23
少数股东权益	3.65	3.51	3.36	3.21
负债和股东权益	6272.58	7196.57	8053.18	8856.44

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11330.38	13124.04	14969.84	16483.51
营业成本	8885.32	10227.10	11638.69	12793.48
营业税金及附加	48.15	63.25	70.00	76.70
销售费用	1813.81	2099.85	2395.17	2637.36
管理费用	246.22	272.98	312.87	346.15
财务费用	-63.05	-44.02	-54.93	-65.63
资产减值损失	2.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.68	1.86	2.32	2.56
资产处置收益	-2.93	-1.46	-1.71	-1.83
其他收益	15.34	7.67	8.95	9.59
营业利润	414.10	512.94	617.59	705.76
营业外收入	6.95	18.37	16.41	15.49
营业外支出	11.51	9.43	10.02	10.07
利润总额	409.54	521.88	623.98	711.18
所得税	98.81	145.74	169.29	191.27
净利润	310.73	376.14	454.69	519.90
少数股东损益	-0.01	-0.14	-0.15	-0.15
归属母公司净利润	310.74	376.28	454.84	520.06
EBITDA	605.30	623.46	718.75	799.47

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	781.03	757.87	915.54	930.86
净利润	310.73	376.14	454.69	519.90
折旧摊销	258.81	145.59	149.71	153.93
营运资金变动	212.90	246.94	319.85	265.00
其它	-1.40	-10.80	-8.70	-7.97
投资活动现金流	-511.15	-30.48	-38.36	-40.69
资本支出	-400.63	-32.34	-40.67	-43.25
投资变动	-110.51	1.86	2.32	2.56
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-166.95	0.00	-163.80	-179.40
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.40	0.00	0.00	0.00
其他	-169.35	0.00	-163.80	-179.40
现金净增加额	102.94	727.40	713.38	710.77
期初现金余额	2863.57	2934.84	3662.24	4375.62
期末现金余额	2966.10	3662.24	4375.62	5086.38

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	5.14	15.83	14.06	10.11
营业利润增长	21.09	23.87	20.40	14.28
归属母公司净利润增长	23.68	21.09	20.88	14.34
获利能力 (%)				
毛利率	21.58	22.07	22.25	22.39
净利率	2.74	2.87	3.04	3.16
ROE	12.54	13.98	15.33	15.71
ROIC	6.66	7.34	7.84	8.10
偿债能力				
资产负债率 (%)	60.42	62.56	63.12	62.58
净负债比率	-1.18	-1.36	-1.47	-1.53
流动比率	1.20	1.24	1.29	1.35
速动比率	0.87	0.91	0.96	1.01
营运能力				
总资产周转率	1.85	1.95	1.96	1.95
应收账款周转率	799.11	828.31	822.81	820.57
存货周转率	6.96	6.97	6.94	6.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.80	0.97	1.11
每股经营现金流	1.67	1.62	1.96	1.99
每股净资产	5.30	5.75	6.34	7.08
估值比率				
P/E	33.30	27.50	22.75	19.90
P/B	4.17	3.84	3.49	3.12
EV/EBITDA	12.25	10.72	8.31	6.58

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。