

## 东部更显稳健利润 西部贡献更优增速

——家家悦2018年中报披露

半年报点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

### ● 2018年上半年营收稳健净利强劲:

家家悦8月14日晚间公布2018年中报,公司实现营业收入62.27亿元,同比增长11.84%;利润总额完成2.43亿元,同比增长29.23%;归属于上市公司股东的净利润1.94亿元,同比增长35.63%;实现归属扣非净利润1.85亿元,较上年同期增长29.20%。对应每股收益0.41元,同比增长35.63%。

### ● 上半年主力胶东地区开店为主,下半年将迎来开店高峰:

截止2018年上半年,公司新增门店37家,剔除3月份并报的青岛维客9家(2017年收购青岛维客9家门店,两处物业),本期新开门店28家。其中胶东地区21家仍是主力开店地区,山东其他地区7家。报告期内关闭门店10家,报告期末,公司门店总数702家。公司上半年签约门店32处,仍以胶东地区为主,公司不断巩固传统优势区域密度,增强区域规模优势,提升效率。考虑全年开店目标,下半年开店需进一步加快,在强化现有区域网络密度的同时,进一步加快了新区域的网络布局。

### ● 扩大合伙人制度在西部区域执行,公司坪效继续提升:

公司2017年在33家门店推行合伙人制度,坪效、劳效等提升明显。2018年7月公司合计在90家门店实行了合伙人制度,从上半年可比店数据来看各业态坪效增长近4%。此次推行合伙人制度门店主要集中在西部战区,除了当年新开店基本全部都推广。在西部大范围推广,有助对新店发挥积极作用。同时公司物流项目陆续投入使用,有望进一步提高公司运营效率。

### ● 下半年新开店加速 合伙人制度激励效率提升:

公司2018年继续强化大本营威海烟台门店经营能力,同时加速山东省内西部布局,未来两年计划实现山东省全覆盖。通过组织管理、物流配送、供应链等环节提高西部收入贡献。省内扩张步伐开启,配以合伙人制度激励,我们预计快速扩张期公司收入有望提速,预计公司2018-2020年EPS至0.77/0.92/1.09元,当前股价21.6元对应PE分别为28/23/20,维持公司“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示:消费需求回落,省内扩张不达预期。

#### 财务摘要和估值指标

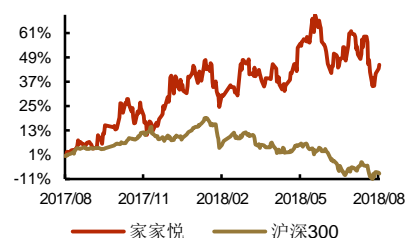
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10777	11,330	12,870	14,884	17,254
增长率(%)	2.8	5.1	13.6	15.7	15.9
净利润(百万元)	251.2	311	361	430	512
增长率(%)	1.6	23.7	16.3	19.0	19.0
毛利率(%)	21.7	21.6	21.5	21.6	21.7
净利率(%)	2.3	2.7	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	10.8	12.5	13.6	14.8	15.9
EPS(摊薄/元)	0.54	0.66	0.77	0.92	1.09
P/E(倍)	39.69	32.1	27.6	23.2	19.5
P/B(倍)	4.28	4.0	3.8	3.4	3.1

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据 时间 2018.08.14

收盘价(元):	21.6
一年最低/最高(元):	14.87/26.4
总股本(亿股):	4.68
总市值(亿元):	101.09
流通股本(亿股):	1.57
流通市值(亿元):	33.91
近3月换手率:	157.16%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.54	13.37	50.03
绝对	-11.47	0.91	42.98

### 相关报告

《门店优化增收 巩固东部扩张西部区域优势持续加强》2018-04-18

《收购青岛维客 51% 加速省内扩张步伐》2017-12-21

《门店优化增收 合伙人制度提质增效》2017-07-19

## 1、家家悦 2018 年中报披露 营收净利稳健增长

### 1.1、上半年营收增长 11.84%，净利增长 35.63%，表现稳健

家家悦 8 月 14 日晚间公布 2018 年中报，公司实现营业收入 62.27 亿元，同比增长 11.84%；利润总额完成 2.43 亿元，同比增长 29.23%；归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元，同比增长 35.63%；实现归属扣非净利润 1.85 亿元，较上年同期增长 29.20%。对应每股收益 0.41 元，同比增长 35.63%。

### 1.2、上半年主力胶东地区开店为主，下半年迎来开店高峰

2017 年年报中家家悦提出 2018 年计划新开门店不少于 100 处，进一步增强规模优势和竞争优势。截止 2018 年上半年，公司新增门店 37 家，其中剔除 3 月份纳入合并报表范围的青岛维客 9 家（2017 年收购青岛维客 9 家门店，两处物业），本期新开门店 28 家。分地区新开门店情况：胶东地区 21 家（其中烟台 9 家，威海 8 家），山东其他地区 7 家；各业态新开门店情况：大卖场 5 家，综合超市 13 家，宝宝悦 8 家，便利店 2 家。报告期内关闭门店 10 家。报告期末，公司门店总数 702 家。

上半年开店仍主要集中在公司传统主力地区烟台和威海，公司上半年签约门店 32 处，仍以胶东地区为主，公司不断巩固传统优势区域密度，增强区域规模优势，提升效率。考虑全年开店目标，下半年开店需进一步加快，在强化现有区域网络密度的同时，进一步加快了新区域的网络布局。

### 1.3、按区域划分：省内其他区域收入毛利率增速优于胶东

从区域来看上半年胶东地区营收 51.39 亿元，同比增长 11.40%，毛利率 17.29%，同比提高 0.33%；山东其他地区实现营收 6.61 亿元，同比增长 13.52%，毛利率 16.71%，同比增长 0.66%。公司秉持东部贡献利润、西部贡献增长模式，保持和不断巩固区域规模优势贡献稳健利润，有助公司收入净利双双保持稳健增长。

### 1.4、按产品划分：公司生鲜、食品化洗营收毛利率双增长

按产品划分，生鲜营收达 24.76 亿元，同比增速为 17.21%，毛利率达 15.47%，较上年增长 0.17%；食品化洗营收达 27.52 亿元，同比增速 8.9%，毛利率达 18.17%，较上年增长 0.84%；百货营收达 4.71 亿元，同比增速 0.32%，毛利率达 21.23%，同比略降 0.33%。其中生鲜及食品化洗为公司主要业务，营收占主营业务收入比例 91.88%，营收增速及毛利率呈持续增长态势，两者营收占比也持续提高，其中生鲜业务营收增长突出，主要系报告期内公司进行门店改造升级为生活超市，改造后门店的销售增长明显提升，生鲜销售增长明显；同时公司持续加强供应链建设，坚持源头采购，基地直采，降低采购成本以及流通损耗，随着区域规模优势不断提高优化，毛利率水平持续提升。其次百货业务营业收入同比企稳略有回升。

### 1.5、物流项目陆续投入使用有望进一步提高效率

烟台综合物流工业园项目，预计 2018 年年底前一期约 5.8 万平米的物流中心完工初步投入使用，二期生鲜加工中心及综合楼预计 2019 年下半年完工投入使用；莱芜生鲜加工中心项目预计 2018 年年底前部分投入使用，2019 年下半年整体完工投入使用；以上项目投入使用有利于提升公司的供应链能力和效率。

### 1.6、扩大合伙人制度，公司坪效继续提升

公司 2017 年在 33 家门店推行合伙人制度，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。2018 年 7 月公司合计 90 家门店实行了合伙人制度，从上半年可比店数据来看各业态坪效增长仅 4%。此次推行合伙人制度门店主要集中在西部战区，除了当年新开店基本全部都推广。在西部大范围推广，有助对新店发挥积极作用。

## 2、盈利预测与估值建议

公司 2018 年继续强化大本营威海烟台门店经营能力，同时加速山东省内西部布局，未来两年计划实现山东省全覆盖。通过组织管理、物流配送、供应链等环节提高西部收入贡献。省内扩张步伐开启，配以合伙人制度激励，我们预计快速扩张期公司收入有望提速，预计公司 2018-2020 年 EPS 至 0.77/0.92/1.09 元，当前股价 21.6 元对应 PE 分别为 28/23/20。维持公司“强烈推荐”评级。

## 3、风险提示：消费需求回落，省内扩张不达预期

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	4509	4486	5420	5941	7107	<b>营业收入</b>	10777	11330	12870	14884	17254
现金	2864	2935	3250	3842	4287	营业成本	8441	8885	10100	11665	13515
应收账款	13	16	15	21	21	营业税金及附加	55	48	51	58	67
其他应收款	37	38	59	47	80	营业费用	1750	1814	2037	2352	2719
预付账款	258	209	413	294	506	管理费用	209	246	277	317	364
存货	1299	1253	1648	1702	2179	财务费用	-26	-63	-63	-72	-82
其他流动资产	38	35	35	35	35	资产减值损失	5	3	4	4	5
<b>非流动资产</b>	1496	1787	1850	1937	2135	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	2	120	237	353	470	投资净收益	-1	5	5	5	5
固定资产	1128	1199	1243	1318	1407	<b>营业利润</b>	342	414	469	565	671
无形资产	105	104	97	91	84	营业外收入	29	7	18	13	15
其他非流动资产	262	364	273	176	173	营业外支出	9	12	11	11	12
<b>资产总计</b>	6006	6273	7270	7878	9242	<b>利润总额</b>	363	410	476	567	675
<b>流动负债</b>	3617	3726	4550	4915	5954	所得税	112	99	115	137	163
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	251	311	361	430	512
应付账款	1445	1501	1848	2020	2461	少数股东损益	-0	-0	0	0	0
其他流动负债	2172	2226	2702	2895	3493	<b>归属母公司净利润</b>	251	311	361	430	512
<b>非流动负债</b>	57	64	64	64	64	EBITDA	533	580	608	704	725
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.54	0.66	0.77	0.92	1.09
其他非流动负债	57	64	64	64	64						
<b>负债合计</b>	3674	3790	4614	4979	6018	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1	4	4	4	4	<b>成长能力</b>					
股本	360	468	468	468	468	营业收入(%)	2.8	5.1	13.6	15.7	15.9
资本公积	1411	1303	1303	1303	1303	营业利润(%)	(1.3)	21.1	13.3	20.5	18.8
留存收益	559	707	851	1022	1225	归属于母公司净利润(%)	1.6	23.7	16.3	19.0	19.0
归属母公司股东权益	2330	2479	2653	2896	3220	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	6006	6273	7270	7878	9242	毛利率(%)	21.7	21.6	21.5	21.6	21.7
						净利率(%)	2.3	2.7	2.8	2.9	3.0
						ROE(%)	10.8	12.5	13.6	14.8	15.9
						ROIC(%)	8.0	9.6	10.7	11.8	12.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	61.2	60.4	63.5	63.2	65.1
						净负债比率(%)	-122.8	(118.2)	(122.3)	(132.5)	-133.0
						流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0
						应收账款周转率	856.6	799.1	827.8	813.5	820.7
						应付账款周转率	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.54	0.66	0.77	0.92	1.09
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.50	1.55	2.21	1.95
						每股净资产(最新摊薄)	4.98	5.30	5.67	6.19	6.88
						<b>估值比率</b>					
						P/E	39.69	32.09	27.60	23.19	19.48
						P/B	4.28	4.02	3.76	3.44	3.10
						EV/EBITDA	13.45	12.2	11.2	8.8	7.9

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	760	781	723	1032	914
净利润	251	311	361	430	512
折旧摊销	256	259	225	244	172
财务费用	-26	-63	-63	-72	-82
投资损失	1	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	231	213	204	437	318
其他经营现金流	47	66	1	-1	0
<b>投资活动现金流</b>	-289	-511	-284	-326	-364
资本支出	290	403	-52	-30	81
长期投资	0	-122	-117	-117	-117
其他投资现金流	1	-230	-453	-472	-400
<b>筹资活动现金流</b>	1092	-167	-124	-115	-105
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	90	108	0	0	0
资本公积增加	1059	-108	0	0	0
其他筹资现金流	-57	-167	-124	-115	-105
<b>现金净增加额</b>	1564	103	315	592	445

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

<b>北京</b>	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
<b>上海</b>	<b>吕苒琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
<b>深圳</b>	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>