

强化区域密集布局，经营效率持续提升

投资要点

- **事件：2018 年上半年公司经营超预期**，1-6 月实现营业收入 62.3 亿元，同比增长 11.8%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比增长 35.6%；扣非归母净利润为 1.85 亿元，同比增长 29.2%；基本每股收益 0.4 元，同比增长 35.6%。
- **强化东部提升，加速西部崛起，展店速度加快**。坚持区域密集、城乡一体、多业态并举的网点战略，继续抓好线下网络拓展，强化现有网络密度，提高市场控制能力，增强区域整体优势，同时加快推进西部崛起，抓好西部区域有质量的扩张速度，从重深度向重广度转变，从小而美向大而强转变。2018 年上半年，公司，在并购青岛维客商业连锁有限公司 9 家门店的基础上，新开门店 28 家，其中青岛、济南及西部区域新开门店 9 家。
- **深化机制变革**：4 月份开始在西地区新增 56 家门店进一步推广合伙人机制，目前公司合伙人试点门店总数为 89 家，有利于释放内部创业激情，形成企业与员工的事业共同体和利益共同体，推动企业的持续健康发展。
- **加强创新合作，拓展智慧微型超市**：运用新技术、新手段，整合提升工作效率和服务水平，实现从传统零售向智慧零售转变；抓好以无人智能售货机为主体的智慧微型超市的拓展；加快线上线下的融合，探索与线上专业平台的合作。
- **打造高效、优势、开放的支撑平台，强化供应链优势**：加大对供应链的建设投入，加快烟台综合物流工业园、莱芜生鲜加工中心项目的建设；优化国内基地采购、源头采购。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 年底部分投入使用，2019 年下半年整体完工投入使用。
- **盈利预测与投资建议**：预计家家悦 2018-2020 年归母净利润分别同比增长 31%、21.1%、14.5%，EPS 分别为 0.87 元、1.05 元、1.21 元；给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价 26.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济波动或不及预期；市场竞争或不及预期；新区域扩展及新增项目投入或不及预期。

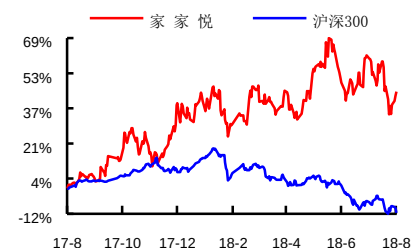
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11330.38	12920.90	14123.20	15179.80
增长率	5.14%	14.04%	9.31%	7.48%
归属母公司净利润 (百万元)	310.74	407.20	493.06	564.41
增长率	23.68%	31.04%	21.09%	14.47%
每股收益 EPS (元)	0.66	0.87	1.05	1.21
净资产收益率 ROE	12.52%	14.93%	15.71%	15.66%
PE	33	25	21	18
PB	4.08	3.71	3.22	2.81

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn
 联系人：嵇文欣
 电话：021-58351812
 邮箱：jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.68
流通 A 股(亿股)	1.57
52 周内股价区间(元)	15.2-25.27
总市值(亿元)	101.23
总资产(亿元)	67.13
每股净资产(元)	5.31

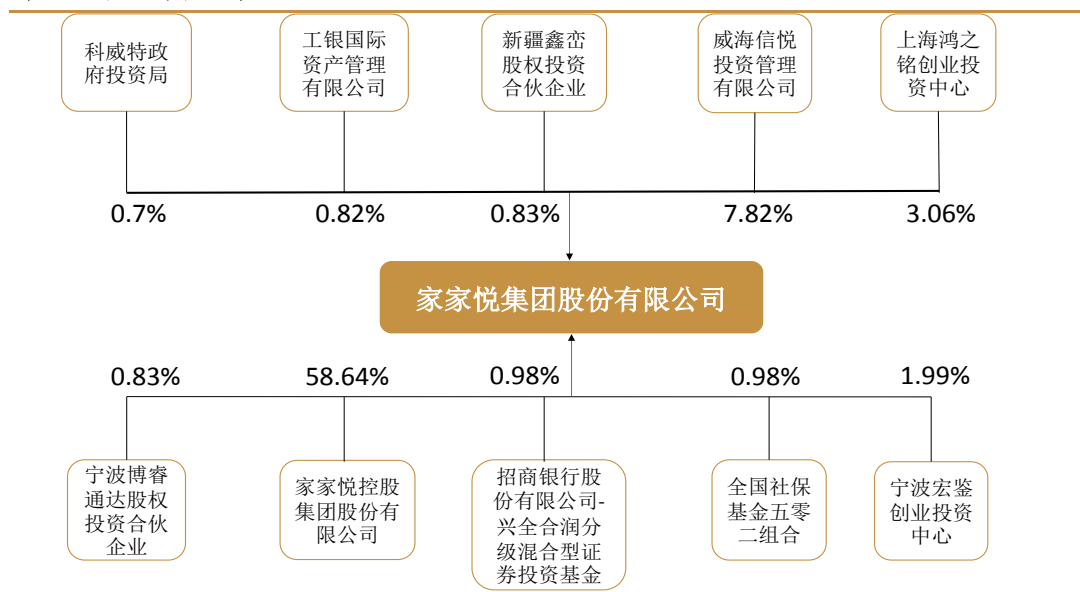
相关研究

1 公司简介

家家悦集团股份有限公司是以超市连锁为主业，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售渠道商。现有直营连锁门店 700 多处，网络覆盖山东省内 40 多个市县，经营商品品种三万多个，形成了大卖场、综合超市、百货店、购物中心、精品超市、社区店、农村店、便利店等多业态并举的格局。

公司股权结构集中。公司实际控制人为王培桓，第一大股东为家家悦控股集团股份有限公司，持有公司股份 58.6%，其中王培桓持有家家悦控股集团股份有限公司股份 44.6%。

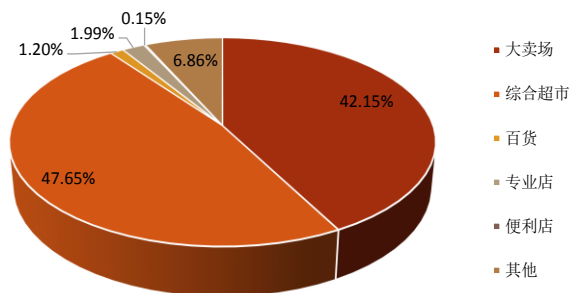
图 1：股权结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

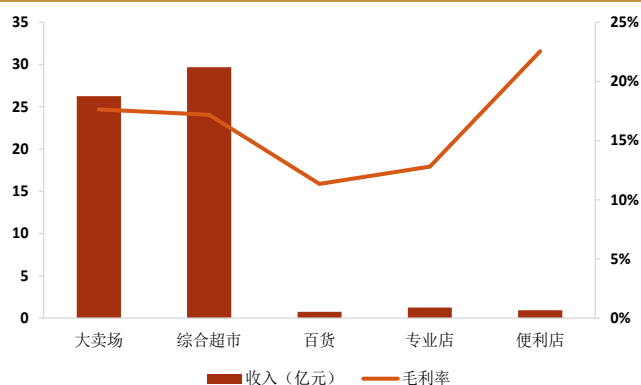
公司以经营生鲜为主，生鲜占主营业务收入达到 40%，保持稳定增长。公司各业态连锁门店数量 702 家，其中大卖场 99 家、社区综合超市 295 家、农村综合超市 236 家、百货 12 家、便利店 8 家、宝宝悦等专业店 52 家，实现了“走进社区，深入乡村、贴近生活，打造十分钟商圈”的目标。

图 2：2018H1 公司主营业务构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 H1 主营业务营业收入及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

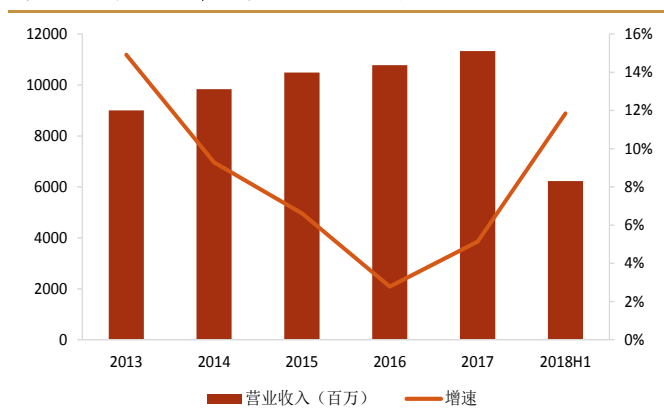
公司的商品采购主要采取生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采的模式，同时通过建设自有工厂、生鲜加工中心、中央厨房优化农产品供应链，增强农产品的后加工能力，大力发展自有品牌，提高农产品的标准化、品牌化，强化生鲜的竞争优势；公司建设的 3 处常温物流中心、5 处生鲜物流中心，基本构成了覆盖山东的一体化物流网络，具备了商品 2.5 小时配送到店的能力；公司门店的商品销售模式以自营为主，自营商品销售收入占商业主营业务收入的比重 91.6%

2 公司经营情况

2017 年公司营业收入和归母净利润出现双反弹。2013-2016 年公司营业收入基本趋于稳定，2013-2015 年归母净利润持续增长，2016 年略有下滑；公司在 2017 年营业收入和归母净利润出现反弹，2017 年公司实现营业收入 113.3 亿元，同比增速 5.1%，归母净利润 3.1 亿元，同比增速 23.7%，主要得益于门店优化管理和新零售复苏。

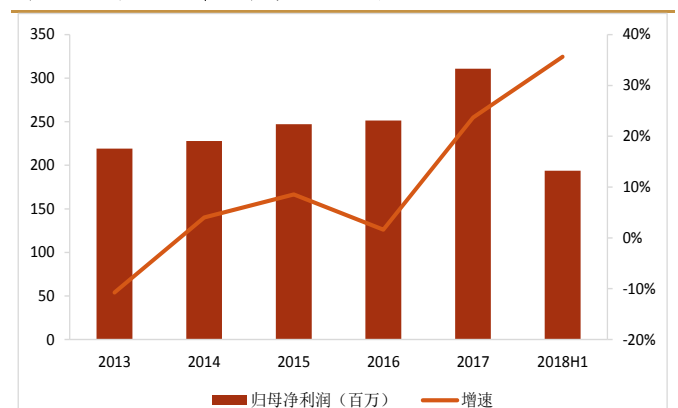
2018 年上半年公司经营超预期。2018 年上半年实现营业总收入 62.3 亿元，同比增长 11.8%；归属于上市公司股东的合并净利润 1.9 亿元，同比增长 35.6%，主要是公司经营门店同比增长、新店发展及青岛维客商业合并报表和销售增长带动成本对应增长所致。其中同店营收增速为 3.87%；毛利率为 21.5%，与 17 年同期上升了 0.6 个百分点；销售费用 9.6 亿元，销售费用率为 15.4%，17 年同期销售费用率为 15.6%，主要是职工薪酬、新店拓展相应租金等经营费用同比增长所致；管理费用 1.4 亿元，管理费用率 2.3%，17 年同期管理费用率为 1.9%，主要是商品损耗核算口径调整以及职工薪酬同比增长影响所致；财务费用 -0.2 亿元，财务费用率为 -0.38%，17 年同期财务费用率为 -0.43%。整体来看期间费用率比去年同期上升了 0.2 个百分点。

图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2013 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

加强线下网络拓展，并购青岛维客。公司为继续加强线下网络的拓展，3 月份完成并购青岛维客商业连锁有限公司 9 家门店。上半年公司青岛区域门店在上合峰会期间，发挥区域一体化的物流优势、供应链优势、生鲜特色优势，高效保障了商品供应，树立了良好的品牌形象。

表 1：青岛维客门店明细

业态	店部名称	面积 (平米)
大卖场	青岛维客金水路店	20000
	青岛维客沧口超市店	8777
	青岛维客沧口公园店	20000
	青岛维客平度店	13881
	青岛维客胶南店	37337
	青岛维客高密店	5462
	青岛维客莱阳店	12000
	青岛维客运海城店	5808
社区综合超市	青岛维客满家好店	1468

数据来源：公司公告，西南证券整理

做实线下网络，扩大规模优势。按照“区域密集、城乡一体”的战略，公司强化现有区域网络密度，加快西部区域拓展，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。公司 2017 年净增加门店 43 家，2017 年底共有 680 家门店，门店较为集中在胶东地区。2018 年上半年新增门店 37 家，其中 3 月份纳入合并报表范围的青岛维客商业连锁有限公司门店数量 9 家；本期新开门店 28 家，其中大卖场 5 家，综合超市 13 家，宝宝悦 8 家，便利店 2 家；同时调整优化区域内门店的网络布局，关闭或搬迁了经营业绩不达标、布局不合理的门店 10 家，报告期末门店总数 702 家。2018 年公司计划新开门店不少于 100 家，由于第二季度门店储备速度加快，预计全年开店计划能够兑现，其中新增门店主要以大卖场和标超为主。

公司加快了门店的升级改造，调整门店布局，优化购物环境，增强服务功能，为消费者创造更好的购物体验，报告期内改造了门店约 100 处。同时，公司加快了对无人智能售货机、人脸识别等新技术的应用，上半年试点新开以无人智能售货机为主体的智慧微型超市 38 个，在门店中进一步推广移动支付、自助收款、人脸识别等新的技术手段，提升顾客的消费体验，为顾客提供更加高效便捷的服务。

表 2：2017 年以来公司新开店明细

业态	2017		2018H1	
	门店数	面积 (平米)	门店数	面积 (平米)
大卖场	11	39249	5	29037
社区综合超市	20	25935	9	11633
农村综合超市	15	12647	4	3958
便利店	3	369	2	326
宝宝悦	18	12681	8	6170
百货	1	19210		
合计	68	110091	28	51124

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：家家悦 2018H1 分业态营收及毛利

业态	主营收入 (万元)	同比增速 (%)	毛利率 (%)	同比增速 (%)
大卖场	262462.62	19.26	17.63	-0.09
综合超市	296707.97	6.19	17.17	0.71
便利店	916.25	25.62	22.55	1.70
专业店	12392.97	8.02	12.79	-0.53
百货	7463.36	-4.02	11.33	0.28
合计	579943.17	11.64	17.22	0.37

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

假设 1：公司扩张加速，2018-2020 年净增加门店不低于 80、55、40 家；

假设 2：公司各细分业态毛利率稳步提升，2018-2020 年综合毛利率分别为 22.03%、22.17%、22.34%。

表 4：主营业务分业态收入拆分 (单位：百万元)

业态	指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
大卖场	营业收入	3892.19	4151.44	4509.66	5273.60	5911.00	6322.20
	营业成本	--	--	3721.82	4313.80	4805.64	5108.34
	毛利率	--	--	17.47%	18.20%	18.70%	19.20%
	门店数量	76	81	88	103	115	123
	店效	51.21	51.25	51.25	51.2	51.4	51.4
综合超市	营业收入	5367.84	5388.42	5678.17	6336.00	6802.60	7398.60
	营业成本	--	--	4726.51	5246.21	5598.54	6066.85
	毛利率	--	--	16.76%	17.20%	17.70%	18.00%
	门店数量	496	507	523	576	602	627
	店销	10.82	10.63	10.86	11	11.3	11.8
百货	营业收入	178.77	156.91	149.99	168.00	174.00	180.00
	营业成本	--	--	134.42	148.68	153.12	158.40
	毛利率	--	--	10.38%	11.50%	12.00%	12.00%
	门店数量	12	11	12	12	12	12
	店效	14.90	14.26	12.50	14	14.5	15
专业店	营业收入	178.77	190.65	231.63	318.00	402.00	444.00
	营业成本	--	--	200.52	273.48	344.92	379.62
	毛利率	--	--	13.43%	14.00%	14.20%	14.50%
	门店数量	22	27	45	53	67	74
	店效	8.13	7.06	5.15	6	6	6
便利店	营业收入	6.93	12.41	15.54	25.30	33.60	35.00
	营业成本	--	--	12.20	19.73	26.04	26.95

业态	指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
	毛利率	--	--	21.50%	22.00%	22.50%	23.00%
	门店数量	4	5	7	11	14	14
	店效	1.73	2.48	2.22	2.3	2.4	2.5
其他收入	营业收入	868.01	889.55	745.38	800.00	800	800
	营业成本	--	--	89.84	72.00	64.00	48.00
	毛利率			87.95%	91.00%	92.00%	94.00%
总计	营业收入	10485.58	10776.96	11330.38	12920.90	14123.20	15179.80
	营业成本	--	--	8885.32	10073.91	10992.26	11788.16
	毛利率	--	--	21.58%	22.03%	22.17%	22.34%
	门店总数	610	631	675	755	810	850

数据来源：公司公告，西南证券（2016、2017 年数据由三季度年报数据估算所得）

预计家家悦 2018-2020 年归母净利润分别同比增长 31%、21.1%、14.5%；EPS 分别为 0.87 元、1.05 元、1.21 元，给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价 26.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值比较

代码	证券简称	所属申万行业	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
					TTM	18E	19E
601933.SH	永辉超市	日用品	701.51	701.51	-	34.05	24.76
600827.SH	步步高	日用品	86.82	86.82	-	41.70	32.47
900923.SZ	红旗连锁	日用品	65.82	65.82	29.76	30.27	24.51
平均值					-	35.34	27.25
603708.SH	家家悦	日用品	99.73	99.73	-	27.02	22.51

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

宏观经济波动或不及预期；市场竞争或不及预期；新区域扩展及新增项目投入或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11330.38	12920.90	14123.20	15179.80	净利润	310.73	407.18	493.05	564.39
营业成本	8885.32	10073.91	10992.26	11788.16	折旧与摊销	258.81	119.11	139.69	149.19
营业税金及附加	48.15	54.91	60.02	64.51	财务费用	-63.05	-29.48	-34.14	-40.74
销售费用	1813.81	2028.58	2189.10	2352.87	资产减值损失	2.92	2.90	2.80	2.90
管理费用	246.22	258.42	268.34	273.24	经营营运资本变动	200.17	297.91	227.01	198.48
财务费用	-63.05	-29.48	-34.14	-40.74	其他	71.45	-11.90	-9.80	-9.90
资产减值损失	2.92	2.90	2.80	2.90	经营活动现金流净额	781.03	785.72	818.60	864.32
投资收益	4.68	9.00	7.00	7.00	资本支出	-80.08	-800.00	-500.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-431.06	102.61	7.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-511.15	-697.39	-493.00	-93.00
营业利润	414.10	540.66	651.83	745.86	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.56	-4.00	-2.00	-2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	409.54	536.66	649.83	743.86	股权融资	0.00	-100.00	0.00	0.00
所得税	98.81	129.48	156.78	179.47	支付股利	-162.00	-62.15	-81.44	-98.61
净利润	310.73	407.18	493.05	564.39	其他	-4.95	29.39	34.14	40.74
少数股东损益	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	筹资活动现金流净额	-166.95	-132.76	-47.29	-57.87
归属母公司股东净利润	310.74	407.20	493.06	564.41	现金流量净额	102.53	-44.43	278.31	713.45
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2934.84	2890.41	3168.72	3882.16	成长能力				
应收和预付款项	263.35	298.94	326.31	350.10	销售收入增长率	5.14%	14.04%	9.31%	7.48%
存货	1252.86	1422.45	1553.49	1667.06	营业利润增长率	21.09%	30.56%	20.56%	14.43%
其他流动资产	34.66	39.53	43.20	46.44	净利润增长率	23.74%	31.04%	21.09%	14.47%
长期股权投资	120.09	120.09	120.09	120.09	EBITDA 增长率	6.55%	3.35%	20.16%	12.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1209.62	1926.60	2322.99	2309.89	毛利率	21.58%	22.03%	22.17%	22.34%
无形资产和开发支出	103.99	89.52	75.06	60.59	三费率	17.62%	17.47%	17.16%	17.03%
其他非流动资产	353.17	237.94	216.32	194.71	净利率	2.74%	3.15%	3.49%	3.72%
资产总计	6272.58	7025.48	7826.18	8631.03	ROE	12.52%	14.93%	15.71%	15.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.95%	5.80%	6.30%	6.54%
应付和预收款项	3389.97	3852.94	4207.28	4516.23	ROIC	57.01%	54.99%	41.67%	44.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.38%	4.88%	5.36%	5.63%
其他负债	400.21	445.19	479.95	510.07	营运能力				
负债合计	3790.18	4298.13	4687.23	5026.29	总资产周转率	1.85	1.94	1.90	1.84
股本	468.00	468.00	468.00	468.00	固定资产周转率	9.82	8.37	6.72	6.62
资本公积	1303.33	1203.33	1203.33	1203.33	应收账款周转率	799.11	765.29	750.12	744.09
留存收益	707.33	1052.38	1464.00	1929.80	存货周转率	6.88	7.45	7.31	7.25
归属母公司股东权益	2478.75	2723.71	3135.34	3601.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.22%	—	—	—
少数股东权益	3.65	3.64	3.62	3.60	资本结构				
股东权益合计	2482.40	2727.35	3138.96	3604.74	资产负债率	60.42%	61.18%	59.89%	58.24%
负债和股东权益合计	6272.58	7025.48	7826.18	8631.03	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.20	1.10	1.10	1.20
					速动比率	0.87	0.76	0.77	0.86
					股利支付率	52.13%	15.26%	16.52%	17.47%
					每股指标				
					每股收益	0.66	0.87	1.05	1.21
					每股净资产	5.30	5.82	6.70	7.69
					每股经营现金	1.67	1.68	1.75	1.85
					每股股利	0.35	0.13	0.17	0.21
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	609.86	630.29	757.38	854.32					
PE	32.53	24.83	20.50	17.91					
PB	4.08	3.71	3.22	2.81					
PS	0.89	0.78	0.72	0.67					
EV/EBITDA	11.54	11.38	9.11	7.24					
股息率	1.60%	0.61%	0.81%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn