



上半年经营表现超预期,下半年开店预计将大幅提速

——家家悦 (603708) 半年报点评

2018年08月14日

推荐/维持

家家悦

事件点评

事件:

8/14 晚公司发布 2018 年中报,报告期内,公司实现营业总收入 622,652.54 万元,同比增长 11.84%; 归属于上市公司股东合并净利润 19,369.15 万元,同比增长 35.63%。

主要观点:

1. 经营超预期: 横向拓展合伙人, 纵向优化管理机制

4 月份开始,公司在西部地区新增 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。合伙人制度的推进是公司坪效增长的重要因素之一。此外,战区架构的实施加速公司的运营效率,且增强门店前端在管理和运营中的竞争优势。

在合伙人制度横向铺开,公司管理机制纵向优化的背景下,公司坪效在今年上半年得到大幅优化:可比店中,75 家大卖场坪效提升 3.6%,482 家综超合计提升 4.53%,公司各类业态合计坪效增长 3.87%。直接带动公司营收 11.84% 增长,净利润大增 35.63%,双双超预期。

2. 省内扩张持续发力,区域龙头做大规模优势

报告期内公司新开门店 37 家,其中维客并表 9 家,新增大卖场 5 家,综超 13 家。其中烟威地区外开店 9 家(剔除维客)。同时公司闭店 10 家,持续优化存量门店结构。公司省内扩张步伐持续加速,配合下半年烟台物流园区和莱芜生鲜基地的投入运营,公司在山东地区的物流配送能力将大幅增强,区域龙头持续做大规模优势。

对于山东地区的超市市场空间,我们认为并不应该通过超市覆盖人口/总人口来计算,而应该使用单位社区超市覆盖率达到统计。首先前者忽略实际到店客流(分区域)的不同,以及不同区域采购需求的差异;其次按照前者方式统计,当前山东地区超市总量 1.4 万余家(Wind 数据),已超过饱和值,不单与实际经营感受存在差异,也将超市业这一成长期行业错误定位成成熟期行业。在这一前提下,超市业的扩张演变成存量间的博弈,过分夸大了超市行业的竞争格局。

分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

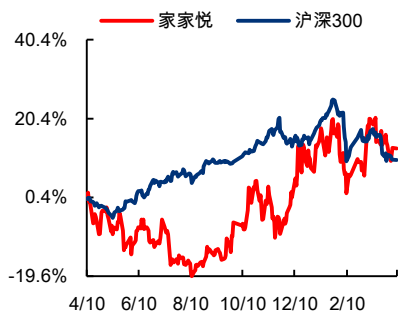
执业证书编号:

S1480116110028

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.93-24.6
总市值 (亿元)	97.95
流通市值 (亿元)	32.85
总股本/流通 A 股 (万股)	46800/15697
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.46

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《家家悦 (603708): 莫道胶东池水浅 化龙只在风云间》2018-01-12

而使用单位社区超市覆盖率计算的话, 我们发现银座等超市百货综合体存在“高商圈覆盖率、低社区覆盖率”的特点, 山东其他地区存在较大的社区超市需求空白, 家家悦在当地的拓店, 直接竞争对手为大润发和家乐福等超市, 而不是山东地头蛇企业。而考虑到大润发和家乐福等超市的规模, 家家悦所力推的社区生活超市实际上在鲁西的推广并不存在直接竞争对手。

3、下半年开店预计大幅提速, 关注省内供应链的持续优化

伴随着下半年销售和店庆旺季的到来, 我们预计公司在山东省内, 尤其是鲁西和青岛地区的开店速度将进一步提升。供应链的优化将伴随莱芜、烟台基地的运营而出现阶段式提升。我们认为公司在山东非烟威地区的生鲜直采能力提升将是下半年的关注重点。

结论:

家家悦不只是一只伴随通胀的超市配置标的, 而是行业与公司经营出现双击的优质标的:

超市行业对于菜市场等同类生鲜渠道的挤占, 叠加居民消费升级是行业增长的核心因素。我们认为, 不能因为适应了超市行业的长期高增长而忽略其成长性。同时, 家家悦在区域做到的快速扩张与行业趋势性向好形成双击。在买方角度而言, 不应只将其作为通胀配置标的, 而应该结合成长性、高现金价值而重视公司的长期投资价值。

当前情况下, 维持我们对于公司 2018 年每股收益 (EPS) 0.81 元的预期 (22%YoY), 2019 年 0.94 元, 2020 年 1.05 元; 对应今日收盘价 21.6 元的 PE 依次为 26.67、22.98 和 20.57 倍。按照 FCF 折现的绝对估值法计算, 公司股价 34.48 元。(Rf=4.5%、8.8%二阶段增速、0%长期增长率、 $\beta=0.97$ 、Rm=12.47%、WACC=12.23%)。综合相对估值法和绝对估值法, 我们给予公司目标价 31 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 大盘下行风险、公司拓店不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	4509	4486	4893	5640	6521	营业收入	10777	11330	12816	14902	17144
货币资金	2864	2935	3237	3797	4479	营业成本	8441	8885	9970	11691	13556
应收账款	13	16	18	21	24	营业税金及附加	55	48	54	63	73
其他应收款	37	38	43	51	58	营业费用	1750	1814	2052	2326	2625
预付款项	258	209	154	89	14	管理费用	209	246	279	294	304
存货	1299	1253	1406	1648	1911	财务费用	-26	-63	-31	-35	-42
其他流动资产	38	35	35	35	35	资产减值损失	4.85	2.92	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	1496	1787	1755	1716	1674	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	120	120	120	120	投资净收益	-1.06	4.68	0.00	0.00	0.00
固定资产	1120.86	1185.8	1136.10	1142.67	1175.02	营业利润	342	414	489	560	626
无形资产	105	104	98	92	87	营业外收入	29.46	6.95	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	22	118	118	118	118	营业外支出	8.83	11.51	0.00	0.00	0.00
资产总计	6006	6273	6648	7356	8195	利润总额	363	410	499	570	636
流动负债合计	3617	3726	3920	4413	5011	所得税	112	99	121	132	147
短期借款	0	0	19	0	0	净利润	251	311	379	438	489
应付账款	1445	1501	1693	1986	2303	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1303	1395	1498	1647	1853	归属母公司净利润	251	311	379	438	489
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	553	590	578	643	701
非流动负债合计	57	64	64	64	64	BPS (元)	0.54	0.66	0.81	0.94	1.04
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3674	3790	3984	4477	5075	成长能力					
少数股东权益	1	4	4	4	4	营业收入增长	2.78%	5.14%	13.11%	16.27%	15.05%
实收资本 (或股	360	468	468	468	468	营业利润增长	-1.33%	21.09%	18.20%	14.46%	11.76%
资本公积	1411	1303	1303	1303	1303	归属于母公司净利	21.95%	15.68%	21.95%	15.68%	11.55%
未分配利润	458	587	621	661	705	获利能力					
归属母公司股东	2330	2479	2660	2870	3104	毛利率 (%)	21.68%	21.58%	22.21%	21.55%	20.93%
负债和所有者权	6006	6273	6648	7350	8183	净利率 (%)	2.33%	2.74%	2.96%	2.94%	2.85%
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.18%	4.18%	4.95%	5.70%	5.96%
						ROE (%)	10.78%	12.54%	14.25%	15.27%	15.75%
经营活动现金流	760	781	571	867	984	偿债能力					
净利润	251	311	379	438	489	资产负债率 (%)	61%	60%	60%	61%	62%
折旧摊销	237.04	238.75	0.00	108.87	108.87	流动比率	1.25	1.20	1.25	1.28	1.30
财务费用	-26	-63	-31	-35	-42	速动比率	0.89	0.87	0.89	0.90	0.92
应收账款减少	0	0	-2	-3	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	103	149	206	总资产周转率	2.05	1.85	1.98	2.13	2.21
投资活动现金流	-289	-511	-38	-3	-3	应收账款周转率	857	799	762	772	768
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.65	7.69	8.02	8.10	8.00
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-1	5	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.54	0.66	0.81	0.94	1.04
筹资活动现金流	1092	-167	-148	-212	-213	每股净现金流 (最新	4.34	0.22	0.82	1.39	1.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.47	5.30	5.68	6.13	6.63
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	90	108	0	0	0	P/E	40.23	32.53	26.68	23.06	20.67
资本公积增加	1059	-108	0	0	0	P/B	3.34	4.08	3.80	3.52	3.26
现金净增加额	1563	103	385	652	769	EV/EBITDA	8.88	12.16	11.92	9.82	8.03

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016年加入东兴证券研究所，从事策略及零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和責任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。