

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

家家悦(603708)

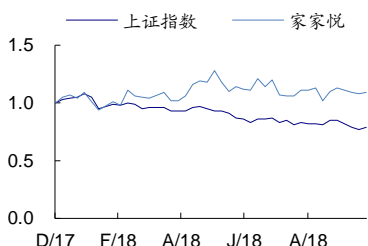
买入

2018年三季度点评

(维持评级)

2018年10月31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)	9,959/3,340
上证综指/深圳成指	2,568/7,375
12个月最高/最低(元)	26.40/16.25

相关研究报告:

《家家悦-603708-2018年中报点评: 同店增速靓丽, 净利润率突破3%》——2018-08-15
 《家家悦-603708-2018年一季报点评: 业绩略超预期, 毛利率提升明显》——2018-04-27
 《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

电话:
 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

展店提速, 精细化推动盈利能力提升

● 开店提速, 收入增长提速

2018年前三季度, 公司营业收入 95.56 亿元, 同比增长 13.95%; 归母净利润 3.01 亿元, 同比 34.03%; 扣非后归母净利润 2.87 亿元, 同比增长 28.89%, EPS 为 0.64 元, 业绩符合预期。2018Q3 收入 33.29 亿元, 同比增长 18.13%, 归母净利润 1.07 亿元, 同比增 31.25%。

● 毛利率持续改善, 盈利能力稳步提升

前三季度公司毛利率 21.59%, 同比提升 0.67pct; 费用率方面, 前三季度总费用率基本维持稳定, 其中销售费用率为 15.56%, 同比下降 0.05pct; 管理费用率 2.19%, 同比提升 0.25pct, 主要系商品损耗核算口径调整以及青岛维客商业影响; 财务费用率-0.46%, 同比提升 0.06pct。18Q3 毛利率 21.82%, 同比提升 0.86pct。前三季度净利率为 3.10%, 同比上升 0.42pct; Q3 净利率 3.27%, 同比提升 0.37pct。

● Q3 展店提速, 门店达 719 家

18 年 Q3 公司新开门店 26 家, 今年 Q1/Q2 新开门店数分别为 18 家/19 家, Q3 展店提速明显, 下半年是公司传统开店旺季, 我们预计 Q4 仍将保持较快开店节奏。新增门店分地区看, 胶东地区 19 家, 山东其他地区 7 家; 分业态看, 包括大卖场 2 家, 综合超市 11 家, 宝宝悦 4 家, 便利店 8 家, 无人超市 1 家; 关店 9 家, 新签约门店 20 家。截止 9 月底, 公司门店总数达到 719 家。

● 风险提示

山东西部扩张不及预期, 社零增速持续下行。

● 展店提速, 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。公司展店进入较高速轨道, 随着门店趋于成熟, 盈利能力仍有较大提升空间。预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 0.86/1.00/1.04 元, 维持“买入”评级。

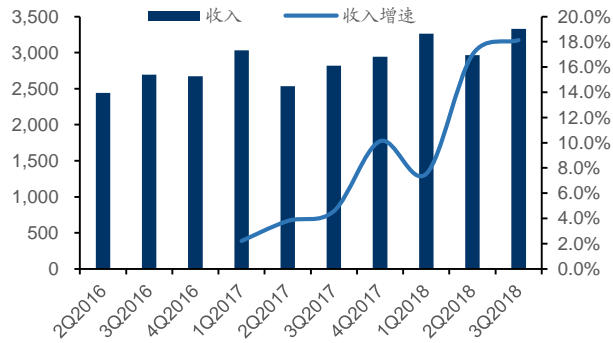
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,777	11,330	13,145	15,559	18,700
(+/-%)	2.8%	5.1%	16.0%	18.4%	20.2%
净利润(百万元)	251	311	400.83	470.01	532.58
(+/-%)	1.6%	23.7%	29.0%	17.3%	13.3%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.66	0.86	1.00	1.14
EBIT Margin	2.9%	2.9%	3.4%	3.3%	3.1%
净资产收益率(ROE)	10.8%	12.5%	15.0%	16.2%	16.9%
市盈率(PE)	30.5	32.0	24.8	21.2	18.7
EV/EBITDA	19.8	23.2	20.5	19.2	18.5
市净率(PB)	3.29	4.02	3.73	3.44	3.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

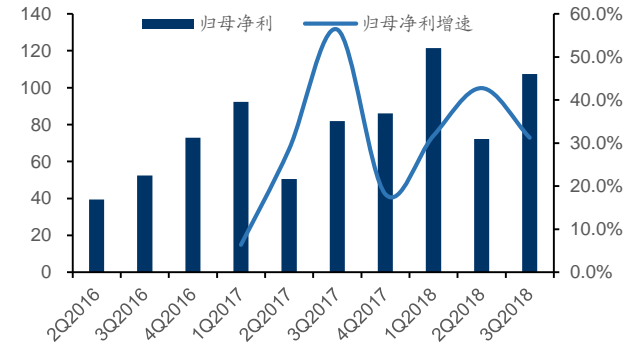
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司分季度收入及收入增速 (百万元, %)



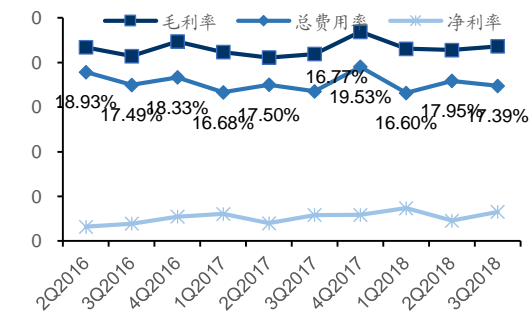
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度归母净利润及净利增速 (百万元, %)



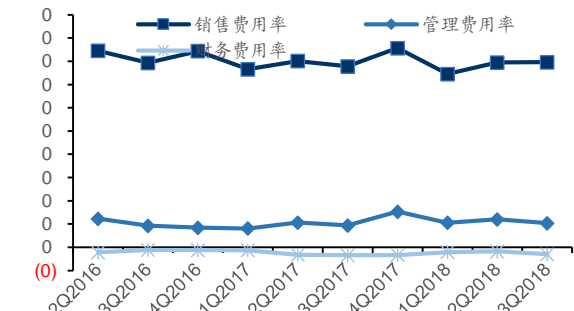
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度的毛利率、费用率和净利率 (%)



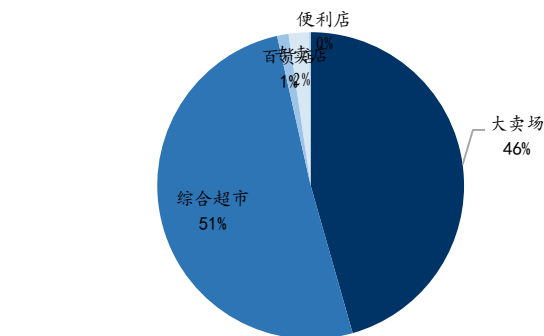
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)



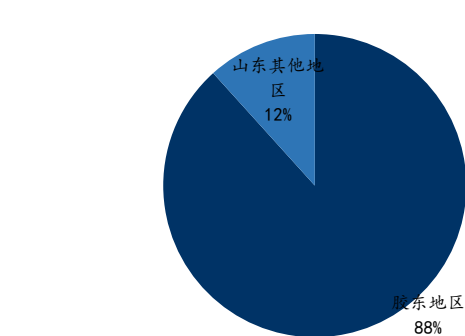
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司前三季度分业态营业收入构成 (%)



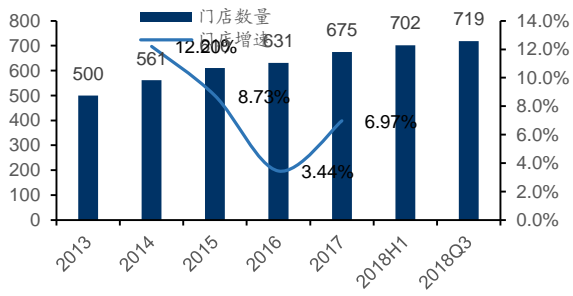
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司前三季度分地区营业收入构成 (%)



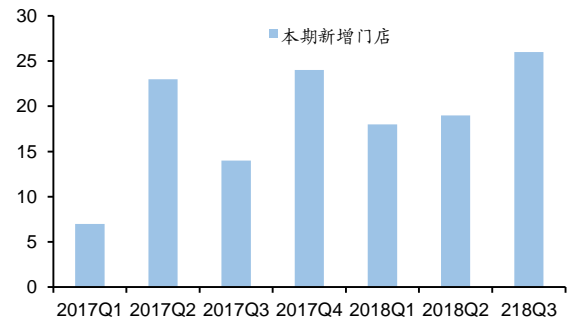
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 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 8: 公司各季度新增门店数 (家)



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	3524	4309	5298	营业收入	11330	13145	15559	18700
应收款项	54	65	77	92	营业成本	8885	10265	12189	14712
存货净额	1253	1424	1692	2045	营业税金及附加	48	55	65	79
其他流动资产	244	289	342	411	销售费用	1814	2090	2443	2917
流动资产合计	4486	5302	6421	7846	管理费用	118	121	124	136
固定资产	1223	1310	1350	1380	财务费用	(63)	(81)	(98)	(120)
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	(115)	(168)	(219)	(275)
资产总计	6273	7173	8326	9778	营业利润	414	527	618	701
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	2150	2555	3087	利润总额	410	527	618	701
其他流动负债	1863	2162	2562	3090	所得税费用	99	127	148	168
流动负债合计	3726	4313	5117	6177	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	401	470	533
其他长期负债	64	64	64	64					
长期负债合计	64	64	64	64	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3790	4377	5181	6241	净利润	311	401	470	533
少数股东权益	4	4	4	4	资产减值准备	(2)	0	0	0
股东权益	2479	2671	2897	3152	折旧摊销	259	252	270	297
负债和股东权益总计	6273	7051	8082	9397	公允价值变动损失	3	0	0	0
					财务费用	(63)	(81)	(98)	(120)
关键财务与估值指标					营运资本变动	100	372	472	622
					其它	2	(0)	(0)	(0)
每股收益	0.66	0.86	1.00	1.14	经营活动现金流	673	1025	1212	1452
每股红利	0.35	0.45	0.52	0.59	资本开支	(194)	(228)	(182)	(187)
每股净资产	5.30	5.71	6.19	6.74	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	11%	15%	21%	31%	投资活动现金流	(313)	(228)	(182)	(187)
ROE	13%	15%	16%	17%	权益性融资	2	0	0	0
毛利率	22%	22%	22%	21%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	支付股利、利息	(162)	(208)	(244)	(277)
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	其它融资现金流	33	0	0	0
收入增长	5%	16%	18%	20%	融资活动现金流	(289)	(208)	(244)	(277)
净利润增长率	24%	29%	17%	13%	现金净变动	71	589	786	988
资产负债率	60%	62%	64%	66%	货币资金的期初余额	2864	2935	3524	4309
息率	1.6%	2.1%	2.5%	2.8%	货币资金的期末余额	2935	3524	4309	5298
P/E	32.0	24.8	21.2	18.7	企业自由现金流	418	735	955	1174
P/B	4.0	3.7	3.4	3.2	权益自由现金流	451	797	1030	1265
EV/EBITDA	23.2	20.5	19.2	18.5					

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