

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**商业贸易**
**零售**
**家家悦 (603708)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2018年11月27日

# 收购张家口福悦祥，全国扩张第一步

**证券分析师：王念春**

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

**联系人：刘馨竹**

liuxinz@guosen.com.cn

公司于11月25日晚间公告，拟以自有资金投资1.56亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司67%股权。我们认为

- 1) 此次收购作价公允，公司同时获得张家口市的11家超市门店（其中7家为自有）以及约200亩的土地；
- 2) 本次收购是公司迈出全国性战略布局的第一步，通过并购快速获取外省优质超市资产，有利于公司加快连锁网络的扩张。

## 评论：

### ■ 交易概况：作价公允，同时获得11家门店资产+200亩物流+中央厨房用地

公司与陈国成先生、张家口万全区福祥购物广场有限公司（以下简称“福祥购物广场”）及张家口福祥投资集团有限公司（以下简称“福祥投资集团”）签署了《关于张家口福悦祥连锁超市有限公司之投资协议书》，公司以1.56亿元投资福悦祥67%股权，其中受让股权投资8637.48万元，对标的公司增资7,000万元；福祥购物广场已经与标的公司签订《增资协议书》，以不动产对标的公司增资，增加注册资本2,000万元。投资完成后，标的公司注册资本由6,800万元变更为15,800万元，标的公司投后估值约为2.33亿元。

标的公司于2018年8月30日成立，主要资产包括子公司福祥物流100%股权（拥有的约200亩土地）以及11家连锁超市的经营性资产（含相关的经营性负债），其中7家门店为自有门店。

**标的公司资产优质，作价相对公允：**参照净资产价值、注入不动产评估价值、福祥物流土地使用权评估增值价值，确定基准日的评估值总额为1.63亿元，公司以8637.48万元受让67%的股权，约合投前估值1.29亿元；作价相对公允。

**200亩土地拟用于综合物流及中央厨房建设：**标的公司全资子公司福祥物流，拥有约200亩土地，拟投资建设张家口综合物流项目，功能集常温物流、生鲜加工及中央厨房于一体，增强当地的供应链优势，打造社会化的供应链服务平台。

**获得11家连锁经营门店，快速进入省外市场：**标的公司拥有11家超市门店，其中7家为自有门店，自有门店、总门店的面积分别为36818、19658平方米；2018年9月份超市营业收入1,540.10万元，我们线性推移，则推测全年销售收入1.84亿。

**表1：标的公司主要财务数据一览（单位：万元）**

项目	2018年1-9月	2017年1-12月
总资产（万元）	9,334.95	5,218.07
总负债（万元）	10,688.53	5,682.96
净资产（万元）	-1,353.57	-464.89
营业收入（万元）	8,531.28	3,638.24
净利润（万元）	-888.68	-964.89

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：标的公司的超市业务自2018年9月开始产生营业收入，其他本期及同期营业收入为合并子公司福祥物流的配送收入。

**表 2: 交易对方注入标的公司的不动产清单**

序号	物业名称	证载建筑面积 (M <sup>2</sup> )	证载用途
1	沽源县桥西人民中街天元福祥购物广场地下一层商业楼	3,803.19	商业
2	张家口沽源县桥西人民中街天元福祥购物广场 1 号楼 14 号	33.24	商业
3	张家口市桥西区西苑中路 21 号远大盛和苑小区	2,879.06	商业
4	万全县孔家庄镇民主东街福祥世纪城	5,193.48	商业
5	万全县孔家庄镇民主街南福祥世纪城购物广场负一层	2,594.86	商业
6	万全县孔家庄镇民主街南福祥世纪城购物广场负一层	2,562.26	商业
7	沽源县桥西人民中街天元福祥购物广场一层	2,592.28	商业
<b>合计</b>		<b>19,658.37</b>	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 3: 标的公司连锁超市门店分布**

区域	超市数量 (个)	面积 (M <sup>2</sup> )
张家口市万全区	3	7,278.12
张家口市经济开发区	2	6,157.06
张家口市桥东区	2	6,948.31
张家口市桥西区	1	3,345.42
张家口市沽源县	2	7,606.66
张家口市高新区	1	5,483.00
<b>总计</b>	<b>11</b>	<b>36,818.57</b>

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 4: 交易完成后, 标的公司的股权结构 (万元, %)**

股东名称/姓名	出资金额 (万元)	出资比例 (%)
家家悦集团股份有限公司	10,586	67
陈国成	3,214	20.34
张家口万全区福祥购物广场有限公司	2,000	12.66
<b>合计</b>	<b>15,800</b>	<b>100</b>

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 快速进入省外市场, 全国扩张迈出第一步

张家口市位于河北省西北部, 处于京、冀、晋、蒙交界处, 有较优越的地理位置和区位优势; 标的公司目前在张家口拥有 11 处超市门店, 在当地有一定的市场基础, 业务与公司产生较大协同。交易完成后, 公司将加快在张家口及周边地区的连锁网络布局, 通过供应链优势对接提升标的公司的盈利能力, 并积极启动张家口综合物流项目的建设, 搭建社会化供应链服务平台。交易完成后, 福悦祥将纳入公司合并财务报表范围。

### ■ 风险提示

跨省经营风险增加; 社零增速持续下滑。

### ■ 精细化管理能力持续提升, 全国扩张迈出第一步, 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。公司山东省内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, 同时收购张家口福悦祥, 迈出全国扩张第一步。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。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2935	3524	4309	5298
应收款项	54	65	77	92
存货净额	1253	1424	1692	2045
其他流动资产	244	289	342	411
<b>流动资产合计</b>	<b>4486</b>	<b>5302</b>	<b>6421</b>	<b>7846</b>
固定资产	1223	1310	1350	1380
无形资产及其他	104	100	96	92
投资性房地产	340	340	340	340
长期股权投资	120	120	120	120
<b>资产总计</b>	<b>6273</b>	<b>7173</b>	<b>8326</b>	<b>9778</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1863	2150	2555	3087
其他流动负债	1863	2162	2562	3090
<b>流动负债合计</b>	<b>3726</b>	<b>4313</b>	<b>5117</b>	<b>6177</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64
<b>长期负债合计</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>64</b>
<b>负债合计</b>	<b>3790</b>	<b>4377</b>	<b>5181</b>	<b>6241</b>
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益	2479	2671	2897	3152
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6273</b>	<b>7051</b>	<b>8082</b>	<b>9397</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.66	0.86	1.00	1.14
每股红利	0.35	0.45	0.52	0.59
每股净资产	5.30	5.71	6.19	6.74
ROIC	11%	15%	21%	31%
ROE	13%	15%	16%	17%
毛利率	22%	22%	22%	21%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%
收入增长	5%	16%	18%	20%
净利润增长率	24%	29%	17%	13%
资产负债率	60%	62%	64%	66%
息率	1.6%	2.1%	2.4%	2.8%
P/E	32.4	25.1	21.4	18.9
P/B	4.1	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	23.4	20.7	19.3	18.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>11330</b>	<b>13145</b>	<b>15559</b>	<b>18700</b>
营业成本	8885	10265	12189	14712
营业税金及附加	48	55	65	79
销售费用	1814	2090	2443	2917
管理费用	118	121	124	136
财务费用	(63)	(81)	(98)	(120)
投资收益	5	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	(115)	(168)	(219)	(275)
营业利润	414	527	618	701
营业外净收支	(5)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>410</b>	<b>527</b>	<b>618</b>	<b>701</b>
所得税费用	99	127	148	168
少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>311</b>	<b>401</b>	<b>470</b>	<b>533</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>401</b>	<b>470</b>	<b>533</b>
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	259	252	270	297
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	(63)	(81)	(98)	(120)
营运资本变动	100	372	472	622
其它	2	(0)	(0)	(0)
<b>经营活动现金流</b>	<b>673</b>	<b>1025</b>	<b>1212</b>	<b>1452</b>
资本开支	(194)	(228)	(182)	(187)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(313)</b>	<b>(228)</b>	<b>(182)</b>	<b>(187)</b>
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(162)	(208)	(244)	(277)
其它融资现金流	33	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(289)</b>	<b>(208)</b>	<b>(244)</b>	<b>(277)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>71</b>	<b>589</b>	<b>786</b>	<b>988</b>
货币资金的期初余额	2864	2935	3524	4309
货币资金的期末余额	2935	3524	4309	5298
企业自由现金流	418	735	955	1174
权益自由现金流	451	797	1030	1265

## 相关研究报告

- 《家家悦-603708-2018 年三季报点评：展店提速，精细化推动盈利能力提升》 ——2018-10-31
- 《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

## 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