商贸零售　家家悦（603708.SH）　维持评级

报告原因：年报点评　业态分级功能互补，省内省外同步拓展　买入

2019 年 4 月 23 日　公司研究/点评报告

公司近一年市场表现

市场数据：2019 年 4 月 22 日

收盘价(元)：	26.55
年内最高/最低（元）：	26.95/18.98
流通 A 股/总股本（亿）：	1.57/4.68
流通 A 股市值(亿)：	41.68
总市值（亿）：	124

基础数据：2018 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.92
摊薄每股收益：	0.92
每股净资产(元)：	5.82
净资产收益率：	16.53%

分析师：谷茜
执业证书编号：S0760518060001
Tel: 0351-8686775
Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 4 月 19 日发布 2018 年年报，实现营业总收入 1,273,071.18 万元，同比增长 12.36%；归属于上市公司股东的净利润 42,992.37 万元，同比增长 38.35%。

事件点评

- **新店拓展纵深网络布局，业态升级加快改造进程。**公司按照大卖场引领、综合超市补充的原则，通过业态分级和精准定位，调整优化了区域内门店的网络布局和业态组合，关闭、搬迁了经营业绩不达标、布局不合理的门店，并于 2018 年 3 月将维客连锁纳入合并报表范围；同时借鉴升级大卖场、生活超市的成熟经验，推动现有门店的升级改造，全年共改造门店 100 多处。公司通过聚焦商品结构调整和优化门店品类组合来提升门店的盈利能力，并积极推广无人收款、刷脸支付等新技术手段，为消费者提供更加便捷的消费体验。2018 年公司新增门店 85 家，其中综合超市 40 家，大卖场 19 家，大卖场和综合超市是公司的主要业态，还有 14 家专业店和 12 家便利店；11 月公司与福悦祥合作拓展华北市场，通过股权投资的方式迈出全国性战略布局的第一步。截止 2018 年末公司连锁门店数量共 732 家，既形成区域密集布局、多业态联动的优势，同时加快新区域的拓展，扩大全省覆盖范围，积极打造面向全国发展的平台。公司主营业务毛利率 17.42%，与去年同期相比提升 0.19pct，其中生鲜毛利率 15.79%（+0.45pct）和食品化洗 18.29%（+0.29pct）保持稳步增长态势，百货毛利率 20.66%（-1.45pct）则小幅回落。期间费用率方面 2018 年为 17.84%，较去年同期上涨 0.21pct，主要受到职工薪酬增长及非同一控制下合并维客连锁费用增加所致。
- **大数据整合异业资源，专注会员精准营销。**2018 年，公司利用大数据整合不同业态的资源，依托新媒体借势造节，实现全渠道、全覆盖的立体式营销。通过大数据技术强化公司对会员消费行为分析，利用假日营销、目标营销、专项营销，为顾客提供精准化、专业化的会员服务，增强了聚客能力和客户忠诚度，创造了新的销售机会点。同时，公司将线下会员与线上微信会员全面打通，通过家家悦电子会员积分商城发放电子优惠券，且实际用券率平均达到 75%以上，有效强化了与顾客的线上线下互动，提升了会员价值，实现了全渠道会员系统的打造。2018 年

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

末公司整体会员数量 603.49 万，其中电子会员 87.70 万，当年新增会员 139.57 万，会员数量比年初增长 30.08%，会员对门店销售的贡献率达到 75.73%，会员客流量 1.68 亿人次，同比增长 5.03%，会员客单价增长 5.17%，会员人数增长较快，会员销售占比相对稳定。

- **持续优化供应链体系建设，加强基地直采拓宽采购渠道。**公司通过多业态、城乡一体的网络布局以及立体化的物流网络和高效的供应链支撑，拥有 12 万平的常温物流中心和 4 万平的生鲜物流中心，具备将商品 2.5 小时配送到店的能力，实现“走进社区、深入乡村、贴近生活、打造十分钟商圈”的目标。2018 年公司加快了烟台临港综合物流园项目和莱芜生鲜加工物流中心项目的建设，预计 2019 年这两个项目均可部分投入使用；同时公司通过整合维客连锁的连锁超市、常温物流和生鲜物流，改造维客青岛物流中心，增强了公司在青岛区域的供应链优势，提升了青岛地区市占率；公司还启动了张家口综合产业园项目的规划建设，以打造更强的供应链平台。公司商品采购主要采取“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的模式，2018 年公司加快推进全球直采战略，通过拓宽国际采购渠道提升差异化竞争力。公司通过生鲜加工中心、中央厨房、食品工业园等发展提升自有品牌产品的竞争力，2018 年公司自有品牌的营收占主营业务的收入比例为 9.83%，比 2017 年提升 0.87pct。

投资建议

- 2019 年公司在山东地区坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略，进一步促进连锁网络铺展，同时加强高效的生鲜食品供应链体系建设，省内扩张和省外拓展同步推进，外延扩张和内涵提升双轮驱动。我们看好公司通过新店拓展、改造升级、机制变革、优化供应链等措施推动营收稳步增长的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.04/1.21/1.33 元，对应公司 4 月 22 日收盘价 26.55 元，2019-2021 年 PE 分别为 25.64X/21.91X/19.95X，给予“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；新区拓展及新项目投入的不确定性风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,096	5,404	6,368	7,654
现金	2,284	3,243	3,843	4,630
应收账款	144	104	138	183
其他应收款	106	76	100	134
预付账款	289	292	305	356
存货	1,290	1,666	1,939	2,271
其他流动资产	(17)	24	42	79
非流动资产	3,059	2,785	2,989	3,106
长期投资	119	80	107	102
固定资产	1,778	1,666	1,553	1,440
无形资产	149	139	130	121
其他非流动资产	1,013	900	1,200	1,443
资产总计	7,155	8,189	9,357	10,760
流动负债	4,261	4,899	5,618	6,477
短期借款	140	139	138	136
应付账款	1,692	1,985	2,378	2,818
其他流动负债	2,429	2,775	3,102	3,523
非流动负债	87	130	164	199
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	67	110	144	179
负债合计	4,348	5,029	5,781	6,676
少数股东权益	86	84	81	77
股本	468	468	468	468
资本公积	1,303	1,303	1,303	1,303
留存收益	950	1,305	1,723	2,236
归属母公司股东权益	2,722	3,076	3,494	4,007
负债和股东权益	7,155	8,189	9,357	10,760

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	613	826	726	833
净利润	425	485	567	623
折旧摊销	285	123	122	121
财务费用	4	(33)	(45)	(56)
投资损失	(8)	(4)	(5)	(6)
营运资金变动	(119)	244	91	156
其他经营现金流	26	11	(3)	(6)
投资活动现金流	(1,079)	43	(21)	10
资本支出	0	0	0	0
长期投资	1	39	(26)	5
其他投资现金流	(1,080)	4	5	6
筹资活动现金流	(230)	(98)	(105)	(57)
短期借款	140	(1)	(1)	(2)
长期借款	20	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	(0)	0	0
其他筹资现金流	(390)	(96)	(104)	(54)
现金净增加额	(695)	771	600	787

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,731	14,971	17,952	21,205
营业成本	9,959	11,679	14,021	16,597
营业税金及附加	57	60	74	93
销售费用	2,029	2,370	2,844	3,369
管理费用	301	323	401	481
财务费用	(59)	(33)	(45)	(56)
资产减值损失	(4)	13	(0)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	4	5	6
营业利润	513	563	664	727
营业外收入	10	15	11	12
营业外支出	11	10	11	11
利润总额	512	568	664	728
所得税	87	85	100	109
净利润	425	483	564	619
少数股东损益	(5)	(2)	(3)	(4)
归属母公司净利润	430	485	567	623
EBITDA	576	652	741	792
EPS（元）	0.92	1.04	1.21	1.33

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	12.36%	17.60%	19.91%	18.12%
营业利润	23.89%	9.71%	18.00%	9.39%
归属于母公司净利润	38.35%	12.71%	17.05%	9.80%
获利能力				
毛利率(%)	21.77%	21.99%	21.90%	21.73%
净利率(%)	3.38%	3.24%	3.16%	2.94%
ROE(%)	15.14%	15.27%	15.78%	15.15%
ROIC(%)	-46.51%	288.39%	21.32%	22.16%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.76%	61.41%	61.79%	62.05%
净负债比率(%)	53.66%	29.91%	28.74%	24.34%
流动比率	0.96	1.10	1.13	1.18
速动比率	0.66	0.76	0.79	0.83
营运能力				
总资产周转率	1.90	1.95	2.05	2.11
应收账款周转率	470.59	452.79	550.17	489.63
应付账款周转率	7.98	8.14	8.23	8.16
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.04	1.21	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.76	1.55	1.78
每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.57	7.47	8.56
估值比率				
P/E	28.9	25.6	21.9	20.0
P/B	4.6	4.0	3.6	3.1
EV/EBITDA	11.87	18.12	15.53	14.04

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。