

一季度业绩略超预期，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2019年第一季度公司实现营业收入38.05亿元，同比增长16.68%；实现归属于上市公司股东的净利润1.41亿元，同比增长16.06%；实现归属扣非净利润1.32亿元，较上年同期增长14.14%。经营现金流量净额为4.06亿元，较上年同期增长13.30%。

2. 我们的分析与判断

（一）大卖场与综超业态贡献稳定，规模业绩实现双增长

2019年一季度公司主营业务收入34.86亿元，较上年同期增加4.32亿元，同比增长14.15%；归属扣非净利较2018年一季度增厚0.16亿元。报告期内公司实现总营业收入、净利的稳定双增长。

从经营业态角度来看，大卖场/综合超市/百货店/便利店/专业店及其他分别实现营业收入16.96/16.76/0.40/0.08/0.66亿元，分别实现YOY 22.84%/6.53%/3.69%/85.91%/15.80%，对应分别贡献营收增量3.15/1.03/0.01/0.04/0.09亿元，总体保持稳定增长。其中便利店实现高速增长，大卖场和综合超市依旧占比主营收入的较高比例，分别达到48.65%/48.07%，同时贡献营收增量单季超过亿元，表现较为突出，分别对应72.99%/23.76%的营收增量。

从地区角度来看，胶东地区和山东其他地区分别实现营业收入29.65/5.21亿元，分别实现YOY 9.5%/50.43%，对应营收增量2.57/1.75亿元；其中山东其他地区营业收入由于基数较小增速较快，胶东地区营收贡献主营业务收入的85.05%，并贡献59.56%的主营业务增量，占比较为稳定。

（二）综合毛利率上升0.24pct，期间费用率上升0.39pct

公司2019年一季度综合毛利率为21.78%，相比于2018年一季度增加0.24个百分点。从经营业态角度来看，大卖场/综合超市/百货店/便利店/专业店及其他分别实现毛利率18.42%/17.64%/13.37%/21.53%/13.29%，YOY分别为0.15%/0.11%/2.36%/-0.57%/0.95%。分地区来看，山东其他地区/胶东地区分别实现毛利率17.98%/17.42%，YOY 0.30%/-0.37%，毛利率小幅上升主要系除便利店之外的其他业态毛利的提高以及山东其他地区毛利的提高。

家家悦 (603708.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

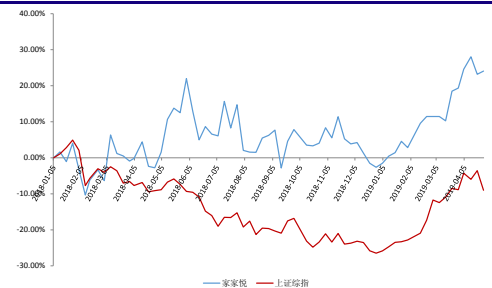
特此鸣谢：

甄唯萱

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.04.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

- 家家悦(603708.SH)2018 半年报跟踪点评_半年度表现符合预期，下半年继续看好展店加速和存量优化共振 2018.08.15
- 家家悦(603708.SH)2018 三季度报跟踪点评_前三季度业绩符合预期，维持推荐 2018.10.30
- 家家悦(603708.SH)2018 年报跟踪点评_一八年业绩符合预期，维持推荐 2019.04.19

公司 2019 年一季度期间综合费用率为 16.99%，相比 2018 年一季度增加 0.39 个百分点，销售/管理/财务费用率同比变动分别为+0.04%/-0.16%/+0.51%，其中管理费用率的下降主要与公司改革重塑组织架构，减少管理层次，合伙人机制试点进一步推广取得成效相关，财务费用增加是由于存款收益及手续费影响。

（三）推进网络布局扩大，专注优化顾客服务

2019 年第一季度公司继续加强线下网络的拓展，新开门店 12 家，其中大卖场 6 家，综合超市 3 家，百货店 1 家，宝宝悦等其他专业店 2 家，报告期内合并日张家口福悦祥连锁超市有限公司纳入合并报表的已开业门店 11 家，报告期末，公司门店总数 752 家。在强化现有区域网络密度的同时，进一步加快了新区域的网络布局。同时公司顾客详细画像，提供精准化、专业化的会员服务，增强了顾客信任度和忠诚度；加快了对无人智能售货机、人脸识别等新技术的应用，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。

（四）建设标准化物流网络体系，强化供应链壁垒

公司坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的采购模式，在山东全省形成了全覆盖式的物流网络体系，形成了商品 2.5 小时到店的配送能力，同时生鲜加工中心、中央厨房、自有工厂等的建设进一步提升了供应链能力和生鲜核心竞争优势，供应链平台优势显著。未来随着烟台综合物流工业园项目、莱芜生鲜加工中心维客青岛物流中心项目的陆续投入使用以及张家口综合产业园项目的规划建设启动，公司农产品的标准化加工能力将显著提升，连锁网点有望快速拓展。公司的供应链能力和物流标准化建设两大核心竞争力被持续看好。

3. 投资建议

我们认为公司在继续在扩大线下实体规模的同时继续深度优化存量，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，建设中央与区域互补、常温与生鲜结合，智能联动的立体化物流体系，形成“最后一公里”的竞争优势，我们结合公司在 18 年年报中提出的 2019 年展店计划（2019 年计划新开门店 100 家）、启动实施 SAP 系统项目的上线打造线上线下一体化的全渠道模式，以及公司整体供应链平台体系（烟台综合物流工业园、莱芜生鲜加工中心，维客青岛物流中心）加速成型，启动张家口综合产业园项目的规划建设，我们预测公司 2019/2020/2021 实现营收 147.12/167.60/187.08 亿元，净利润 4.46/5.34/6.45 亿元，对应 PE 27/22/19 倍，对应 PS 0.81/0.71/0.64 倍，给予“推荐评级”。

4. 风险提示

业态升级不达预期，市场竞争加剧，新区域拓展及新项目投入的风险等。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1 盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 百万元)	11330.38	12730.71	14712.29	16759.53	18707.59
增长率(%)	5.14%	12.36%	15.57%	13.92%	11.62%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	310.74	429.92	445.59	534.29	645.11
增长率(%)	23.68%	38.35%	3.65%	19.91%	20.74%
EPS (元/股)	0.66	0.920	0.952	1.142	1.378
销售毛利率	21.58%	21.77%	21.85%	21.98%	22.27%
净资产收益率(ROE)	13.07%	16.63%	14.92%	16.70%	18.66%
市盈率(P/E)	39	28	27	22	19
市净率(P/B)	4.83	4.27	4.01	3.74	3.47
市销率(P/S)	1.06	0.94	0.81	0.71	0.64

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2019 年 4 月 26 日收盘价)

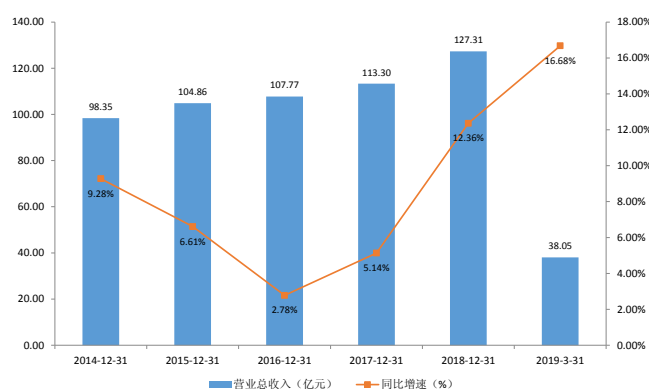
表 2 可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	永辉超市	百联股份	步步高	红旗连锁	中百集团	均值	中位数
PE	77.06	27.05	64.82	23.59	179.84	74.47	64.82
PB	4.32	1.10	1.02	2.89	1.56	2.18	1.56
PS	1.20	0.37	0.41	1.07	0.35	0.68	0.41
境外可比公司							
	沃尔玛	好市多	家乐福	克罗格	全食	均值	中位数
PE	44.54	31.32	-69.87	15.49	0.00	4.30	15.49
PB	4.10	7.80	1.36	2.61	0.00	3.17	2.61
PS	0.58	0.73	0.17	0.17	0.00	0.33	0.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

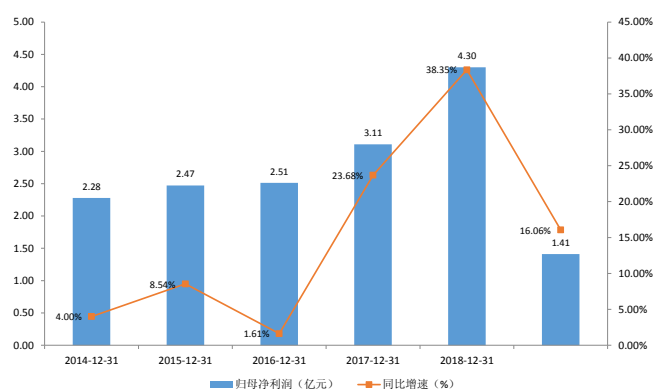
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2014-2019Q1 营业收入(亿元)及同比(%)

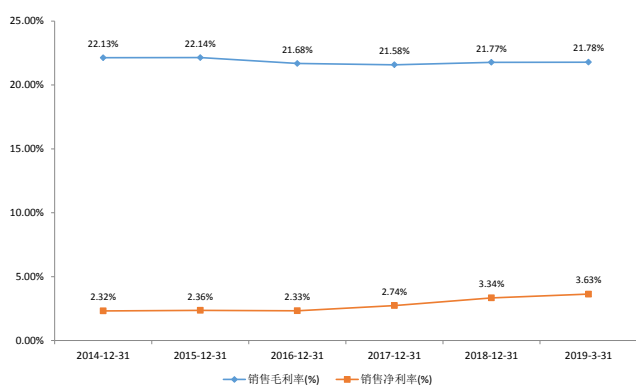


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

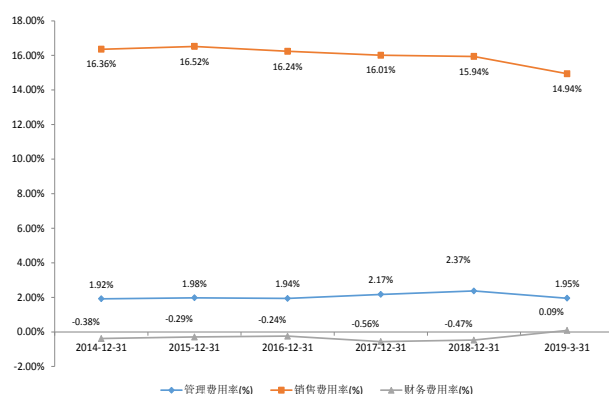
图 2: 2014-2019Q1 归母净利润(亿元)及同比(%)



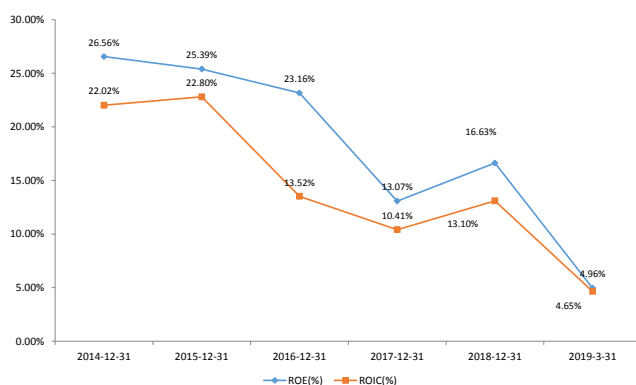
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2014-2019Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2014-2019Q1 费用率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2014-2019Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3 2019 年一季度分业态主营业务收入情况

分业态	主营业务收入(元)	同比变动(%)	毛利率(%)	同比变动(%)
大卖场	1,695,918,652.29	22.84	18.42	0.15
综合超市	1,675,543,269.62	6.53	17.64	0.11
百货	40,475,389.31	3.69	13.37	2.36
便利店	7,695,464.49	85.91	21.53	-0.57
专业店	66,323,075.97	15.8	13.29	0.95
总计	3,485,955,851.67	14.15	17.89	0.21

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4 2019 年一季度分地区主营业务收入情况

分地区	主营业务收入(元)	同比变动(%)	毛利率(%)	同比变动(%)
胶东地区	2,964,852,303.30	9.5	17.98	0.3
其他地区	521,103,548.37	50.43	17.42	-0.37
总计	3,485,955,851.67	14.15	17.89	0.21

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5 家家悦 2019 年第一季度重大事项进展

对外股权投资	公司拟以自有资金 1.56 亿元投资持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权，2019 年 2 月 26 日，公司投资张家口福悦祥连锁超市有限公司工商变更登记手续完成。张家口福悦祥连锁超市有限公司注册资本由 0.68 亿元增加至 1.58 亿元。家家悦集团股份有限公司认缴出资额 1.06 亿元，占注册资本比例 67%；陈国成认缴出资额 0.32 亿元，占注册资本比例 20.34%；张家口万全区福祥购物广场有限公司认缴出资额 0.2 亿元，占注册资本比例 12.66%。
融资	公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 10 亿元（含本数）发行证券的种类为可转换为公司人民币普通股（A 股）股票的可转换公司债券。募集资金扣除发行费用后，将用于连锁超市改造项目、威海物流改扩建项目、烟台临港综合物流园项目、回购股份与补充流动资金。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 6 家家悦前十大股东情况（更新自公司最新报告）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变动 (万股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	家家悦控股集团股份有限公司		27443.74		58.64		境内非国有法人
2	威海信悦投资管理有限公司		3659.17		7.82		境内非国有法人
3	上海鸿之铭创业投资中心（有限合伙）	比上期减少	1394.86	-37.8	2.98	-0.08	境内非国有法人
4	中国工商银行股份有限公司-景顺长城沪港深精选股票型证券投资基金	比上期增加	739.11	147.74	1.58	0.32	未知
5	基本养老保险基金一零零三组合	新进	729.89		1.56		未知
6	中国农业银行股份有限公司-景顺长城能源基建混合型证券投资基金	比上期增加	653.16	16.71	1.4	0.04	未知
7	全国社保基金五零二组合	不变	645.84		1.38		未知
8	中国农业银行股份有限公司-长信内需成长混合型证券投资基金	比上期减少	389.88	-188.02	0.83	-0.40	未知
9	中国工商银行股份有限公司-广发多策略灵活配置混合型证券投资基金	新进	301.98		0.65		未知
10	宁波弘鉴创业投资中心（有限合伙）	减少	301.22	-451.05	0.64	-0.97	未知
合计			36258.85		77.48		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn