



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

未来已来，以生鲜直采和食品加工为成长驱动力的超市龙头

——家家悦（603708.sh）深度报告

2019年6月5日

李丹

行业分析师

燕楠

行业分析师

未来已来，以生鲜直采和食品加工为成长驱动力的超市龙头

2019 年 6 月 5 日

本期内容提要：

◆ **战略层面：深耕生鲜品类，规模和供应链协同发展。**在标品较易经营的行业繁荣期家家悦就开始深耕生鲜行业，不断打造生鲜品类供应链，商品端实现生鲜产品丰富多样，成本端实现源头采购降低采购成本。直采和强生鲜加工带来强壁垒，公司生鲜直采比例 80%以上、生鲜毛利率在 15%以上，都位居行业之首。开店策略方面，公司本着“规模和供应链协同发展”的原则，新开门店一定要有供应链赋能。更完善的供应链确保门店经营高效、更大规模的门店数量支撑完备供应链的运营，如此正向循环获得高质量的增长。

◆ **供应链：直采和强生鲜加工带来强壁垒。**传统生鲜供应链痛点：环节冗余、加价多；运输条件简陋、运输过程高损耗；流通环节缺少监控，产品安全有隐患。**家家悦生鲜供应链：**源头直采基地直供，消除中间环节溢价。采用“农超对接”的生鲜采购模式，家家悦直接跳过了中间 2-3 道批发商，采购成本得到有效降低，生鲜品类毛利率在行业内位居前列。**家家悦食品供应链：**厂家直供，无代理商环节溢价。承接原威海糖酒站的供应链，家家悦的食品类供应链都是厂家直供。采购成本更低同时随着规模扩张议价能力持续不断提升。**中央大厨房：**助力生鲜深加工，极大提高熟食品类丰富度。集农副产品生、熟加工与配送的高效率中央大厨房，打造家庭厨房、主妇帮手和生活方案解决平台。

◆ **跨区发展：强能力匹配大空间。**潜在拓展空间测算：山东省商超市场规模在 2846 亿元，仅以 30000 人/店的开店密度测算（家家悦在威海 9000 人/店），家家悦在济南和青岛分别能开出 290 家门店和 320 家门店，远高于现在的存量门店数。2018 年收购的青岛维客下半年大幅扭亏实现盈利，家家悦对收购门店的强有力整合能力得到验证。规模和供应链相辅相成，拓张区域门店持续优化。

◆ **股价催化剂：**消费数据转暖、公司业绩超预期。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.81 亿元、5.51 亿元、6.35 亿元；根据公司目前 4.68 亿股总股本计算，摊薄每股收益分别为 1.03 元、1.18 元、1.36 元。维持“增持”评级。

◆ **风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

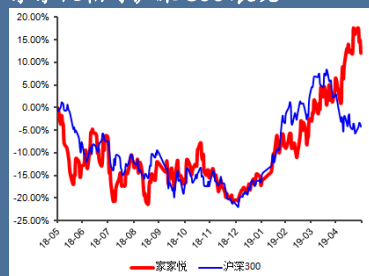
证券研究报告

公司研究——深度报告

家家悦（603708.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.4.30
家家悦相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2019.6.4）

收盘价（元）	27.11
52 周内股价波动区间（元）	30.1—19.66
最近一月涨跌幅（%）	7.52
总股本（亿股）	4.68
流通 A 股比例（%）	33.54
总市值（亿元）	131

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

燕楠 分析师

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

相关研究

《家家悦（603708）非胶东地区营收增长迅猛，费用管控得当》2019.4.30
《家家悦（603708）拓店有序进行，毛利率稳中有升》2019.4.23
《家家悦（603708）求深求广，走向跨区发展的胶东生鲜龙头》2019.3.19

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	11,330.38	12,730.71	14,576.92	16,531.05	18,688.63
增长率 YoY %	5.14%	12.36%	14.50%	13.41%	13.05%
归属母公司净利润(百万元)	310.74	429.92	481.56	551.17	635.05
增长率 YoY%	23.68%	38.35%	12.01%	14.46%	15.22%
毛利率%	21.58%	21.77%	22.17%	22.17%	22.19%
净资产收益率 ROE%	12.92%	16.53%	17.01%	17.13%	16.67%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.92	1.03	1.18	1.36
市盈率 P/E(倍)	41	30	26	23	20
市净率 P/B(倍)	5.12	4.66	4.31	3.63	3.07

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年06月04日收盘价

目 录

投资聚焦	1
战略层面：深耕生鲜品类，规模和供应链协同发展	2
行业繁荣期另类坚守生鲜品类	2
规模和供应链协同发展	4
强总部策略，店长重在执行而非决策	4
谋求长期发展，仅在新区推行合伙人门店	5
战略的执行：新零售冲击下超强定力坚守线下零售本业	5
供应链：直采和强生鲜加工带来强壁垒	7
传统生鲜供应链痛点	7
家家悦生鲜供应链：源头直采基地直供，消除中间环节溢价	10
家家悦食品供应链：厂家直供，无代理商环节溢价	12
中央大厨房：助力生鲜深加工，极大提高熟食品类丰富度	13
跨区发展：强能力匹配大空间	16
潜在拓展空间测算	16
收购门店业绩持续提升，整合能力得到验证	20
规模和供应链相辅相成，拓张区域门店持续优化	21
盈利预测与评级	24
基本假设和盈利预测	24
投资评级	24
风险因素	24

表 目 录

表 1：线上线下各大巨头全渠道布局	6
表 2：随机调研食品类及日化洗护类产品在家家悦和天猫超市的价格对比	13
表 3：2017 年我国 GDP、人口、社零排名前五的省份	17
表 4：农林牧渔产值排名前十的省份（单位：亿元）	17
表 5：山东省各地级市社会消费品零售总额（单位：亿元）	19
表 6：家家悦在济南、青岛两个城市的不同开店密度下开店空间测算	20
表 7：公司现有物流配送中心	21
表 8：公司建设中的物流配送中心	22
表 9：家家悦主营业务收入增长率预测	24
表 10：家家悦三费假设	24

图 目 录

图 1：公司生鲜品类占比仅次于永辉超市	3
图 2：一日两配确保生鲜丰富度	4
图 3：一日两配确保生鲜新鲜度	4
图 4：生鲜农产品传统层层批发供应链模式	8
图 5：生鲜农产品超市供应链模式	8
图 6：我国生鲜损耗率和发达国家对比	9
图 7：我国生鲜保鲜率和发达国家对比	9
图 8：1998 年公司率先开展生鲜食品经营，探索出“超市+基地”模式	10
图 9：家家悦农超对接蘑菇采购	10
图 10：家家悦生鲜采购网络	10
图 11：家家悦生鲜价格	10
图 12：家家悦和永辉超市生鲜品类毛利率对比	11
图 13：家家悦、永辉超市、中百集团生鲜直采比例	11
图 14：家家悦威海门店内的电子监控屏实施公示农残检测	11
图 15：荔枝刚上市时家家悦妃子笑售价 19.98 元/斤 VS 百果园妃子笑团购价 26.9 元/斤 3 人团	11
图 16：威海常温物流中心实景图	12
图 17：威海常温物流中心配货区	12
图 18：中央大厨房馒头制作中心	14
图 19：中央大厨房配料调配中心	14
图 20：中央大厨房制作的卤制品	14
图 21：中央大厨房制作的山东大馒头、大枣饅饅	14
图 22：家家悦丰富多元的熟食品类	15
图 23：家家悦在山东省内布局	16
图 24：欧睿测算的中国综超市场规模	18
图 25：家家悦现有常温及生鲜配送中心、配送辐射区域	22

投资聚焦

核心观点

我们认为未来的超市行业趋势在于卖场内生鲜品类占比持续提升，生鲜品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。未来生鲜品类的经营趋势是：

- **1、生鲜品类多、产品丰富多元、且要有本地特色符合当地消费者习惯（中国幅员辽阔，消费者饮食习惯差异较大）。生鲜产品丰富度需要高 SKU 来支撑，例如黄瓜品类下细分有刺黄瓜、百草黄瓜、小园黄瓜等细分品种来适应凉拌、炒菜煮汤等不同烹饪需求。采购人员需要足够了解消费者口味习惯同时熟悉生鲜产品信息（产地、上季时间、采购价格区间等）。随着人们对便利的需求，除了买生鲜产品回去烹饪，消费者也越来越多买半成品（卤制品、拌菜、面点等）回去简易加工即可就餐。熟食的品种丰富性极大依赖中央大厨房的供应。**
- **2、生鲜新鲜度高，任何时候去门店都能买到新鲜供应的食材。**我们认为只有一日两配的配送密度才能保证门店生鲜产品的新鲜度。而只有足够多的门店密度才可支撑一日两配的物流模式。
- **3、生鲜产品有价格优势，能持续获得现有农贸市场的市场份额。**生鲜产品从农民至消费者手上加价率在 40-50%之间，源头直采可以跳过中间的加价环节确保低采购价格。

以上生鲜品类的三种趋势的实现需要三个条件：生鲜采购经验及中央大厨房的配合、能够有效摊薄一日两配物流成本的高密度门店群、跳过中间批发环节的源头直采。我们推荐家家悦在于公司通过数十年的积累，已具备以上三个条件，并能基于此实现跨区增长。

公司早于行业十多年就深耕生鲜品类，一直不断修炼内功打造生鲜品类供应链，商品端实现生鲜产品丰富多样，成本端实现源头采购获得低价采购。直采和强生鲜加工带来强壁垒，公司生鲜直采比例 80%以上、生鲜毛利率在 15%以上，都位居行业之首。

市场表现催化剂

消费数据转暖、公司业绩超预期。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.81 亿元、5.51 亿元、6.35 亿元；根据公司目前 4.68 亿股总股本计算，摊薄每股收益分别为 1.03 元、1.18 元、1.36 元。维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

战略层面：深耕生鲜品类，规模和供应链协同发展

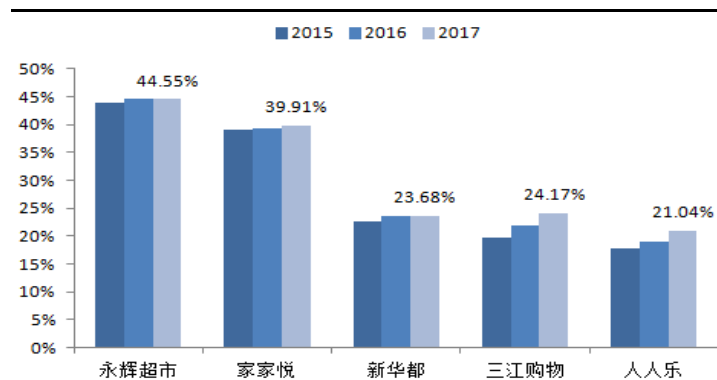
行业繁荣期另类坚守生鲜品类

我国超市行业起源于 80 年代早期，发展历程主要分为四个阶段：

- **第一阶段行业起步**，80 年代早期—2003 年。随着改革开放商品市场的全面放开，80 年代早期我国有了第一家超市。这期间的超市作为主要日常生活用品零售渠道多为地方国资主导。
- **第二阶段大卖场业态主导**，2004—2011 年。随着我国在 2001 年加入 WTO，零售市场于 2004 年全面对外资放开，外资连锁超市品牌凭借“一站式购物”的大卖场业态优势赢得了消费者喜爱，同时凭借标品管理、成本管控优势实现了高速增长。这一阶段国企超市凭借地段优势（国资较外企及民企更能拿到好地段物业）以及政策支持，也实现了快速发展。
- **第三阶段线上对标品挤压，大卖场业态下滑，新零售成为热点**，2012 年 2018 年。随着电商的崛起，各大电商网站都能以较低获客成本取得自然流量，在低价驱动下，标品消费开始从线下大量向线上转移，以标品为主的大卖场业态受到电商挤压业绩下滑。现有商业模式受到挑战，新零售成为探索方向。
- **第四阶段电商红利减退，行业回归线下生鲜品类的经营**，2019 年之后。电商进入成熟期，新零售未能成功提升企业盈利能力，向生鲜寻求收入和利润成为行业出路。民营超市获得全新成长空间。

生鲜品类涉及民生，毛利率一般在 10-15%之间，远低于标品品类（20%左右）。不光毛利率低，由于生鲜易腐、非标的特性，对仓储、物流、现场品质管控等环节要求都较标品更严格，是个典型的“吃力不讨好”的品类。在超市行业发展的第一和第二阶段，生鲜品类都没有得到外资和国资超市的足够重视。主要原因有二：1、消费者对生鲜品类的采购还停留在较原始的农贸市场渠道，消费习惯没有培养起来；2、2011 年之前还是“渠道为王”的时代，对于消费者而言，日常生活用品的采购渠道较单一，多依赖超市；对供应商而言，只有进入超市渠道，才能使产品触达消费者。渠道对于两头的供应商和消费者都处于较强势的地位，标品有着较高毛利率同时又相对易于管理，受到了超市渠道的重视。而“费力挣钱少”的生鲜品类和标品相比需要投入更多的管理的同时利润率又不如标品，不受重视。

图 1：公司生鲜品类占比仅次于永辉超市



资料来源：永辉超市、家家悦、新华都、三江购物、人人乐年报、信达证券研发中心整理

家家悦 1995 年 5 月在威海开出第一家门店，1999 年 8 月即在全国超市行业率先开展生鲜食品经营，探索出超市+基地的农超对接模式。我们认为家家悦早于行业十多年就开始深耕生鲜品类主要原因有二：全球超市行业调研产生的行业趋势判断，以及出身于小城市在标品上成长空间的有限性导致的生鲜品类拓展的必然性。

第一、行业趋势判断来自于，公司高管在 20 世纪初去日本学习商超经营时就发现日本超市区别于国内超市标品一统天下的格局，生鲜品类占比很多，高管团队判断这应该是国内超市行业的发展趋势。2004 年在公司加入 SPAR 后，高管团队在欧洲南非的 SPAR 超市门店看到产品多是围绕每日高频消费食品生鲜品类，这些品类也都做的非常丰富多元，便坚定了把生鲜做好做扎实的战略，并没有因为在行业高速发展期生鲜是个不受重视的品类而放弃。而同期外资超市生鲜品类的经营多采用租赁形式承包出去，并没有亲自参与经营。

第二、生鲜品类拓展的必然性来自于，家家悦出身威海，是一个人口 200 多万的小型城市。这样体量城市里的超市企业，和出身于省会城市的超市企业相比（例如中百集团所在的武汉市人口 1100 万、红旗连锁所在的成都市人口 1600 万）标品提升空间有限。这种营收增长的压力使得家家悦必须抓住生鲜这一高频消费的品类。

基于战略上的远见和标品增长的制约，家家悦早于竞争对手十年的时间开始深耕生鲜行业，不断打磨生鲜供应链体系，源头直采保证生鲜产品的丰富性多样性以及低成本，高效的物流体系一日两配保证威海门店生鲜产品的新鲜度。中央大厨房保证熟食半成品的新鲜度和丰富度。完善的生鲜供应链使得店内生鲜品类经营的有声有色，使得生鲜品类的经营成为公司核心竞争力。

规模和供应链协同发展

开店策略方面，公司本着“规模和供应链协同发展”的原则，新开门店一定要有供应链赋能，没有家家悦供应链赋能的店面不会盲目进入。收购门店方面，要么是自身带有供应链物流仓储的，待家家悦介入改造后提升供应链效率（青岛维客）；要么是未来能建成相应体量的物流仓储的（张家口福悦祥）。

在这样的战略指导下，家家悦威海的门店生鲜产品丰富多元，密集门店支撑的一日两配保证生鲜产品的新鲜度。济南和青岛的门店在莱芜生鲜加工物流中心建成后也能实现生鲜产品的优化。

图 2：一日两配确保生鲜丰富度



资料来源：信达证券研发中心整理

图 3：一日两配确保生鲜新鲜度



资料来源：信达证券研发中心整理

更完善的供应链确保门店经营高效、更大规模的门店数量支撑完备供应链的运营，如此往复。家家悦在这样的战略指导下不断获得高质增长。

强总部策略，店长重在执行而非决策

在门店经营管理方面，家家悦的战略是“强总部、强区域”，对店长的要求更多是执行层面，并不需要参与很多决策。

采购方面是公司总部统一在做，什么时候该卖什么商品后台会提前通知店长，后台数据也会自动推送给店长哪些商品好卖哪些不好卖；店长层面需要关注是不是有缺货需要及时补足，或者根据门店情况进行一些微调，整体采购决策不需要店长过多参与。促销方面，也是总部根据节日安排来进行方案策划、活动细则的制定，下通知给店长由店长执行。

将决策重心上提至总部和区域后，公司对店长的要求侧重在执行，例如现场商品库存的管理、门店陈设运营管理、员工管理、顾客服务等。

我们认为对于传统零售业来讲，店长需要在一线全面把控销售和成本，店长的素质是对门店经营表现的关键性因素。同时店长培养期较长，超市店长的培养一般都需要经历店员—主管—店长这样培养路径（家家悦现在的大学委培项目可以让委培的大学生一毕业就去门店做店长），耗时至少在五年以上。因此门店业绩过度依赖店长的企业，在大规模扩张阶段，内生培育的店长数量无法应对新开门店的店长需求（外聘店长在文化上容易水土不服，对同店业绩贡献不确定性较大），店长会成为高质量扩张的制约因素。而家家悦的战略将以前更多依赖店长完成的采购（特别是品类搭配、产品优化迭代）决策提升到总部完成，更多依据过往销售数据的分析而不是个人智力来决策，更精准的做出采购决策的同时减少了对前台店长的依赖，使得店长的培育并不构成高速扩张期的制约因素。

谋求长期发展，仅在新区推行合伙人门店

零售行业非常依赖前台人员，因此合伙人制度或者超额利润分享制度被很多业界的公司采用来提升前台员工积极性，用“多干多得”的奖励机制来鞭策前台员工以最少成本提质增效。目前家家悦仅在非胶东地区的新扩张区域的门店推行“合伙人制度”，在胶东地区的威海和烟台门店暂未大力推行该制度。

暂未全面开展的原因主要有二：第一，是胶东地区门店比较成熟，很多开了十年以上的老店进入成熟期，门店质地和效率来讲已经是非常优秀的超市门店，但是边际提升能力不如新店，继续保持高速增长是较困难的。如果对这样的门店进行“合伙人制度”，这些成熟门店的员工收入可能还不及新店的员工收入，会带来收入不平衡带来落差，不利于这些老店的持续经营。第二，合伙人制度确实能激励员工，但是在短期三五年内效果明显，待门店进入成熟期，可能带来员工收入的下滑，员工动力的持续性存在不确定性。因此“合伙人制度”只在胶东试点了几家，主要在非胶东地区（急需大力拓展地区）推广。

战略的执行：新零售冲击下超强定力坚守线下零售本业

2016 年是新零售元年，随着阿里巴巴董事局主席马云在当年云栖大会上首次提出新零售概念，各大零售商纷纷进行新零售布局，线上电商极力开展对传统线下零售商的收购和整合，传统线下零售商纷纷开始试水线上业务。线下连锁超市品牌里，永辉是新零售试验排头兵。

永辉超市推出超级物种试水新零售，超级物种是高端超市、高端餐饮和永辉生活 App 的综合体，以生鲜售卖和烹饪为主，80% 的生鲜和商品来自于进口，店面的装修也更符合年轻一代的审美，同时上线到家业务。2017 年 1 月 1 日永辉超市在福州推出了首家超级物种，截止至 2018 年底全国共有 73 家超级物种，主要分布在北京、上海、深圳一线城市及福州、厦门、成都等地。

无论是阿里主导的盒马鲜生还是永辉超市主要的超级物种，目前均未实现盈利。永辉超市旗下共有云超、云创、云商、云金

四个板块，“云超”板块涉及红标店、绿标店；“云创”包含永辉生活店、超级物种、永辉生活 app 等业务；“云商”重组原有总部职能部门及事业部；“云金”即永辉金融业务。云创业务 2017 年全年亏损 2.67 亿元，2018 年上半年亏损 3.89 亿元，2018 年 12 月份，永辉超市将云创 20% 的股权转让给张轩宁，云创业务出表。

在新零售呼声最高的时候，由于线上业务的盈利不确定性很高，家家悦战略重心还是放在优化自身供应链、提升产品力上。虽然在新零售风起云涌的两年时间里不够吸睛，但是却防范了新零售业务的亏损对上市公司利润的侵蚀。对行业的深度理解让家家悦在新零售冲击下以超强定力坚守住零售本业。

表 1：线上线下各大巨头全渠道布局

公司	合作标的	事项
线上向 线下发 展	银泰商业	2014 年 3 月，阿里集团以 53.7 亿港元对银泰商业进行战略投资。交易完成后，阿里集团将持有银泰商业 9.9% 股份及总额约 37.1 亿港元的可转换债券，持股比例不低于 25%。
	苏宁云商	2015 年 8 月，阿里巴巴 8 月 10 日宣布将以约 283 亿元人民币战略投资苏宁，成为第二大股东；苏宁将以 140 亿元人民币认购不超过 2780 万股的阿里新发行股份。双方将打通线上线下全面提升效率。
	盒马鲜生	2016 年 1 月，阿里巴巴 1.5 亿美元领投盒马鲜生，打造线上线下全渠道商业模式。盒马鲜生创始人是原东京高管侯毅，首店于 2016 年 1 月在上海浦东金桥开店，面积 4500 平。
	三江购物	2016 年 11 月，阿里巴巴子公司以 21.5 亿元人民币收购总部位于浙江的上市公司三江购物 32% 股份成为战略投资者。
	银泰商业	2017 年 5 月，银泰商业被私有化，在港股退市。阿里持股 73.73% 成为银泰控股股东。
	联华超市	2017 年 5 月，阿里巴巴集团与易果生鲜签订《股权转让合同》，阿里巴巴集团向易果生鲜购入联华超市 18% 股权，成为联华二股东。
	易果生鲜	2017 年 8 月，天猫注资 3 亿美元。第四次参与易果生鲜的第四轮融资。
	新华都	2017 年 9 月，通过阿里巴巴成都及一致行动人入股新华都 10% 并达成战略合作。
	永辉超市	2015 年京东以每股人民币 9 元的价格认购永辉超市新发行的普通股，交易总金额为人民币 43.1 亿元。该交易完成后，京东将持有永辉超市 10% 的股权。
	天天果园	2016 年 3 月，京东以 1 亿美元领投天天果园第四轮融资。
线下向 线上发 展	沃尔玛	2016 年 6 月京东与沃尔玛宣布达成战略合作，双方宣布在电商、跨境电商、O2O 等领域进行合作。 2017 年 4 月，京东宣布未来五年将在全国开设 100 万家京东便利店。
	一号店	2015 年，沃尔玛全资控股 1 号店，加速电商发展。
	飞牛网	2014 年大润发开通线上电商平台飞牛网，打通线上线下 O2O 业务。
	苏宁易购	2010 年苏宁上线了苏宁易购，2013 年更名为苏宁云商，实施线上线下全渠道发展。

资料来源：信达证券研发中心整理

供应链：直采和强生鲜加工带来强壁垒

传统生鲜供应链痛点

一、生鲜农产品特点

生鲜农产品一般指果蔬、肉类、以及鲜活水产品，其主要特点是含水量高、保质期短、极易腐烂。根据《中国生鲜农产品物流供应链模式研究》，农产品一般有三个特点：

- **易腐烂、难标品，对运输要求高。**农产品包含动物性和植物性产品，蔬菜瓜果易腐烂的特性使得农产品容易产生价值损失。生鲜农产品能否实现保值增值在很大程度上取决于物流过程中对农产品的保鲜工作。农产品大多价格低体积大，运输储存成本高。同时初级农产品形状、规格、质量差别较大，物流包装过程中标准化程度较低。
- **生产上市有季节性。**生鲜农产品的生产受气候、土壤、温度等自然条件影响，生产活动有明显时间性、季节性特点，生产周期长，供需矛盾调解时间跨度大。现在农业可以在一定程度上缩短农产品生产周期，但还是无法像工业化产品一样在短期内大批量生产。不同的农产品有各自的生长周期和丰收季节，在成熟季大量上市，其他季节则明显供应不足。但是居民对生鲜的消费需求是连贯的，生鲜农产品供给的季节性和集中性与消费者需求的连贯性存在矛盾，因此需要大规模的异地调配来平和供给和需求。因此现代化生鲜农产品的物流建设就十分有必要。
- **生产有地域性。**气候、土壤、水质条件都会影响农产品的生长和质量，一些农产品只能在几个特定产区生产，不同区域生产的质量会差别较大。

二、我国生鲜农产品供应链发展现状

目前我国已初步形成了以农产品批发市场为中心，以集贸市场和零售市场为基础的农产品市场体系。

- **上游生产端：小而散**

中国农户生产规模很小而农户数量庞大，户均耕地面积不足 0.6 公顷。土地市场发展之后，又缺乏有力的农民组织来统一生产和销售，很多都是依据往年销售经验来指导下一年种植，收入具有不稳定性。农民单一面对批发商，较被动没有什么定价权。

- **中间流通环节：以农产品批发市场为主**

目前我国生鲜农产品的销售主要依靠各地农产品市场。我国农副产品批发市场起步于 20 世纪 80 年代，1983 年国务院颁

布了“大中城市逐步建设农产品批发市场”的 21 号文件，当年全国即设立了 200 余个农产品批发市场。这之后我国农产品批发市场数量以每年 5% 以上的速度增长。目前仍然是生鲜农产品的主要流通渠道。

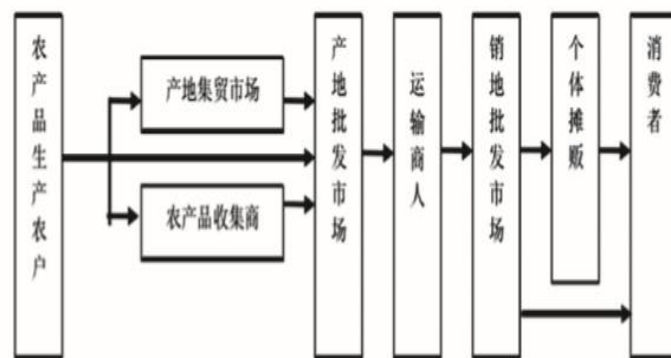
● 下游零售环节：农贸市场为主，超市占比逐渐上升

农产品在到达消费区域后，从当地农产品批发市场再进入农贸市场或者超市渠道。农贸市场因为品种全、产品新鲜、离家近等优势一直是我国消费者购买生鲜农产品的主要渠道。90 年代中期以来超市得到迅速的发展，尤其是近年来一线城市农贸市场的拆迁整治等原因使得城市里农贸市场逐渐减少，超市渠道在生鲜销售份额中占比越来越大。1996 年超市在我国农产品销售所占市场份额几乎为零，2017 年达到 22%。超市龙头企业永辉超市和家家悦的生鲜品类在销售占比都超过 40%。

三、我国生鲜农产品供应链存在的问题

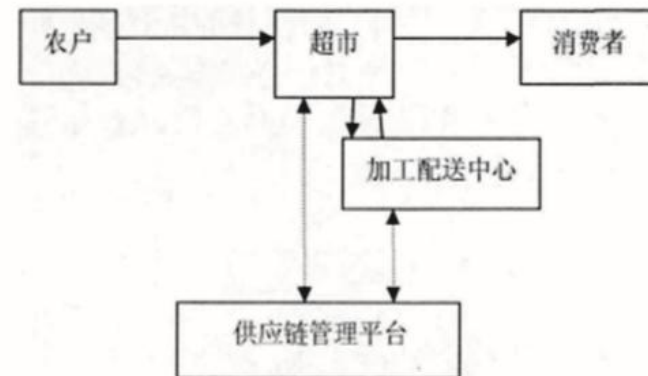
● 环节冗余，加价多

图 4：生鲜农产品传统层层批发供应链模式



资料来源：《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》，信达证券研发中心

图 5：生鲜农产品超市供应链模式



资料来源：《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》，信达证券研发中心

传统生鲜农产品流通环节从生产者到消费者主要经历批发和零售两个市场，主要分为四个阶段：农户在生鲜农产品收获后运输至生产地农贸市场销售；商贩在农贸市场完成第一次大规模收购后运输至生产地农产品批发市场；跨省商贩在生产地批发市场购买生鲜农产品后运输至消费地批发市场；商贩批发生鲜农产品至农贸超市进行零售销售。

生鲜农产品每经过一层都会有一次加价，具体品类加价率会有差别，整体来看，从生产环节到批发环节加价率为 10%，批发环节到零售环节加价率为 20%；零售环节到消费者加价率为 20%。以河北梨果销售抽样调查（河北浙江梨果产业调研组课题研究，周洁红）为例，该课题通过对河北辛集市梨果种植农户抽样调查发现从梨果生产环节到批发环节加价占

供应链总增值的 20%，批发环节到零售环节相应比例为 25%；零售环节到消费者相应比例为 50%。

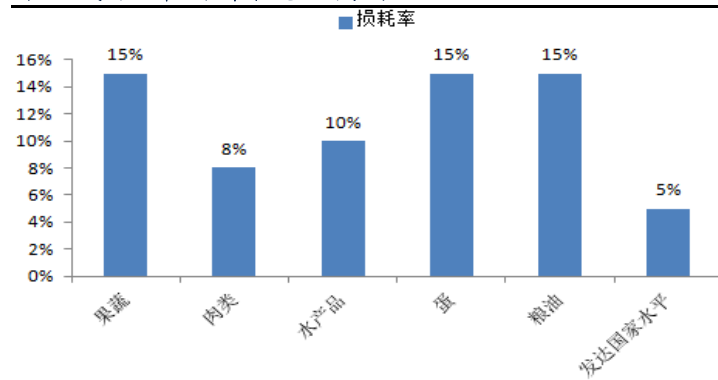
● 运输条件简陋，运输过程中高损耗

生鲜农产品的物流主要有常温链物流、冷藏链物流、保鲜链物流三种形式。常温链物流是自然条件下的储存、运输和销售，冷藏链物流是低温状态下完成农产品的储存、运输和销售，低温可以抑制农产品中的微生物繁殖，有效延长易腐农产品的储存期；保鲜链物流是综合运用各种保鲜方法和手段在生产、加工、储存和销售环节最大限度保持生鲜产品鲜活特征。

发达国家果蔬损耗率一般在 5% 以下。以美国为例，蔬菜水果从田地到餐桌一直处于全冷链状态：田间采摘预冷—冷库—冷藏车运输—批发站冷库—超市冷柜—消费者冰箱，水果蔬菜在物流环节的损耗率仅有 1-2%。

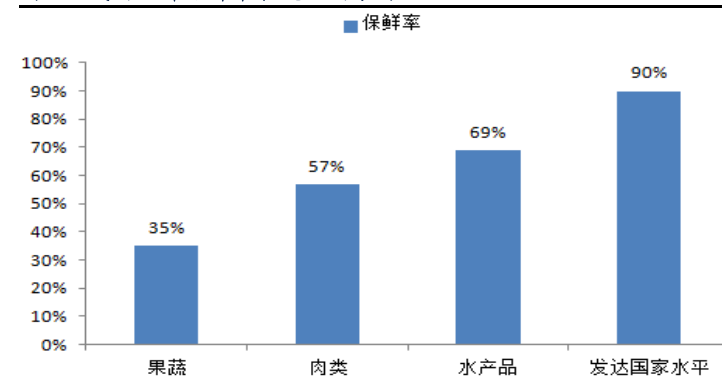
我国生鲜农产品主要还是以常温链物流为主，冷链物流起步晚，80% 的生鲜产品是常温保存、流通、初加工，就算是冷链运输也是仅采用传统的冰块保鲜方法。果蔬、肉禽、水产品冷链流通率分别为 5%、15%、23%；冷藏运输率分别为 15%、30%、40%。据前瞻产业研究院统计，我国常温链流通蔬果损耗率为 20-30%，果蔬在运输过程中的腐烂损耗量几乎可以满足两亿人的基本营养需求。

图 6：我国生鲜损耗率和发达国家对比



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 7：我国生鲜保鲜率和发达国家对比



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

● 流通环节缺少监控，产品安全有隐患

农产品涉及民生，事关消费者健康安全。种植期间的用药安全性、流通环节的全程温度监管、零售环节的干净卫生都需要加强监管。从种植到流通到零售的任何一个环节都存在风险敞口。

● 加工处理水平低

农产品在流通过程中大多需要整理、分级、烘干、散热、消毒、防腐包装等处理。由于缺乏农产品的深加工能力，农产品多以初级产品形式进入流通环节或者终端消费，单纯的种植收益太低，影响农民种植积极性。

家家悦生鲜供应链：源头直采基地直供，消除中间环节溢价

图 8：1998 年公司率先开展生鲜食品经营，探索出“超市+基地”模式



资料来源：家家悦官网，信达证券研发中心整理

图 9：家家悦农超对接蘑菇采购



资料来源：家家悦官网，信达证券研发中心整理

因为战略上对生鲜品类的重视，家家悦从 1998 年开始就尝试“农超对接”，即根据超市的生鲜经营需求与农民专业合作社或者种植大户签订种植合同，明确面积、品种、规格、供应时间、保护价格、种植规范等内容。农民按照订单合同组织生产，超市按照订单在到期日组织收购。

图 10：家家悦生鲜采购网络



资料来源：家家悦官网，信达证券研发中心整理

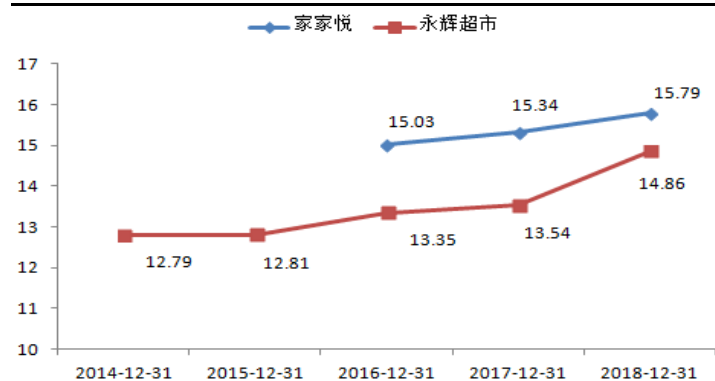
图 11：家家悦生鲜价格



资料来源：信达证券研发中心整理

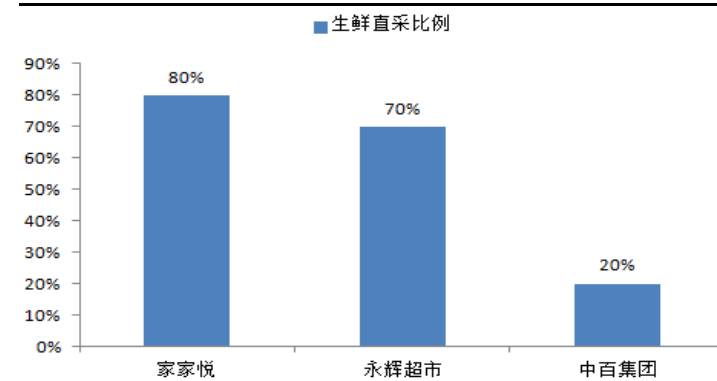
目前家家悦与全国 200 多个合作社建立了稳定的合作关系,发展农产品基地 2000 多个,80%以上农产品实现了基地源头直采。同时积极拓展国际采购渠道,采购范围延伸至欧洲、美洲、大洋洲、东南亚等地区。

图 12: 家家悦和永辉超市生鲜品类毛利率对比



资料来源: 家家悦、永辉超市、信达证券研发中心整理

图 13: 家家悦、永辉超市、中百集团生鲜直采比例



资料来源: 家家悦、永辉超市、中百集团, 信达证券研发中心整理 注: 中百集团 20%=自身直采 11%+永辉联合直采 9%

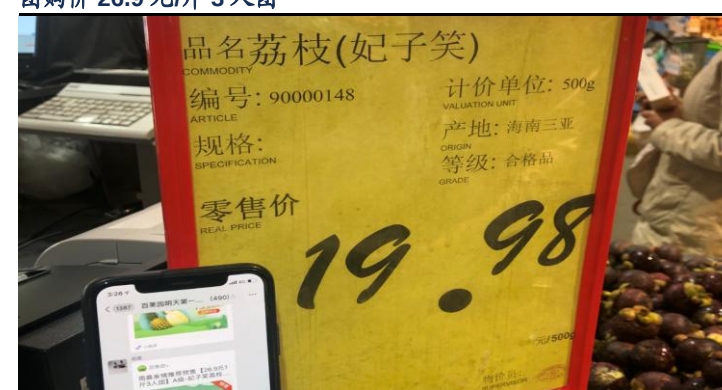
由于采用“农超对接”的生鲜采购模式,家家悦直接跳过了中间 2-3 道批发商,采购成本得到有效降低,生鲜品类毛利率在行业内位居前列。2016-2018 年家家悦生鲜品类毛利率分别为 15.03%、15.34%、15.79%,同期永辉超市毛利率分别为 13.35%、13.54%、14.86%,家家悦生鲜品类毛利率高出永辉近 1 个点。在我们调研期间(5 月上旬),荔枝刚刚上市,我们随机将家家悦价格和百果园拼团价格做了对比,家家悦妃子笑荔枝价格为 19.98 元/斤,百果园妃子笑 3 人拼团价格为 26.9 元/斤。侧面反应出家家悦的水果品类价格优势。

图 14: 家家悦威海门店内的电子监控屏实施公示农残检测



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 15: 荔枝刚上市时家家悦妃子笑售价 19.98 元/斤 VS 百果园妃子笑团购价 26.9 元/斤 3 人团



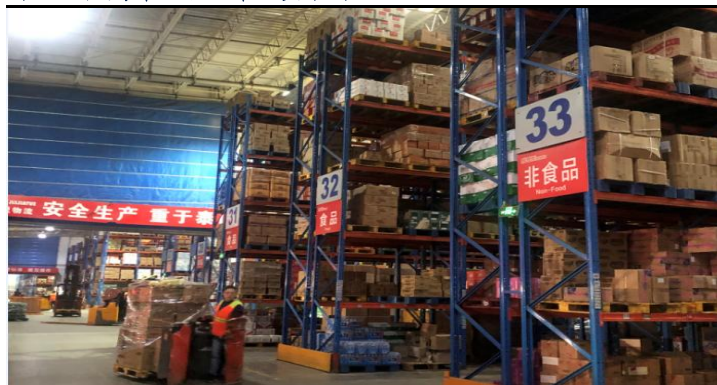
资料来源: 信达证券研发中心整理

前文提出的生鲜供应链中缺乏监管，农残问题普遍存在。家家悦建立了高标准的食物农产品检测中心来对采购进来的生鲜农产品进行检测。通过检测后的生鲜产品才能进入超市销售，同时将所有农产品检测结果通过门店公告对消费者进行公示。提高了生鲜食品安全程度，同时也让消费者买的放心。

家家悦食品供应链：厂家直供，无代理商环节溢价

家家悦前身是山东威海糖酒采购供应站，销售的产品都是直接从厂家拿货。转型做超市后，原有的供货关系继续保留，所以家家悦的食品类供应链都是厂家直供，只有服装品类涉及过季滞销等原因走代理商模式减轻库存压力。厂家直供的供应链有两个好处：1、无代理商环节的溢价，商品成本较低；2、由于单个商品的供货商单一，随着超市规模的不断增长，商品的需求量越大，家家悦在厂商处的议价能力更强，从而带来更低的成本。

图 16：威海常温物流中心实景图



资料来源：信达证券研发中心整理

图 17：威海常温物流中心配货区



资料来源：信达证券研发中心整理

厂家供货的前提条件是需要仓储物流的支撑，厂家供货不会配送到店，只会配送至物流中心。目前威海、烟台、济南、莱芜、张家口都有常温物流中心，可以对接厂家供货。

在威海家家悦超市，我们随机取样调研了食品类及洗护类产品的价格，和天猫超市价格对比后我们发现：整体看，家家悦在食品类产品方面价格优势明显。酱油、苹果汁、食用油、啤酒等抽样价格都小于或等于天猫超市。日用洗护类产品家家悦和天猫超市都有自己的价格优势品牌，家家悦护舒宝夜用卫生巾、竹盐牙膏价格高于天猫超市，沙宣洗发露、舒适达牙膏家家悦低于天猫超市，蓝月亮洗衣液两家的价格相同。

表 2：随机调研食品类及日华洗护类产品在家家悦和天猫超市的价格对比

	家家悦	天猫超市	家家悦相对天猫超市价差
李锦记薄盐生抽 500ml	8.80 元/瓶	9.8 元/瓶	-1.0 元/瓶
汇源苹果汁 1L	14.8 元/瓶	14.9 元/瓶	-0.1 元/瓶
西王玉米胚芽油	39.9 元/桶（3.8L）	69.9/桶（4L）	-30 元/桶
太太乐鸡精 100g	5.5 元/袋	5.1 元/袋	+0.4 元/袋
德芙什锦巧克力碗装 249g	36.5 元/碗	29.9 元/碗	+6.6 元/碗
青岛啤酒 330mlX6	22.8 元/提	24.8 元/提	-2.0/提
蓝月亮亮白增艳洗衣液 2kg	39.8 元/桶	39.8 元/桶	0
舒适达清新薄荷牙膏 120g	20.8 元/管	35 元/管	-14.2 元/管
护舒宝绵柔夜用卫生巾 284mm10 片	11.9 元/包	9.9 元/包	+2 元/包
竹盐原生白牙膏 145g	14.3 元/管	9.8 元/管	+4.5 元/管
沙宣水润去屑洗发露 750ml	59.9 元/瓶	64.8 元/瓶	-4.9 元/瓶

资料来源：天猫超市、信达证券研发中心整理

中央大厨房：助力生鲜深加工，极大提高熟食品类丰富度

前文在生鲜供应链存在问题中已提出，我国生鲜供应链加工处理水平较低，高附加值部分流失。对于能从源头生鲜直采的商超而言，将生鲜农初产品在中央大厨房中做深加工后再次售卖，可以提高附加值。家家悦的威海配餐中心就承担着这样的功能。

图 18: 中央大厨房馒头制作中心



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 19: 中央大厨房配料调配中心



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 20: 中央大厨房制作的卤制品



资料来源: 信达证券研发中心整理

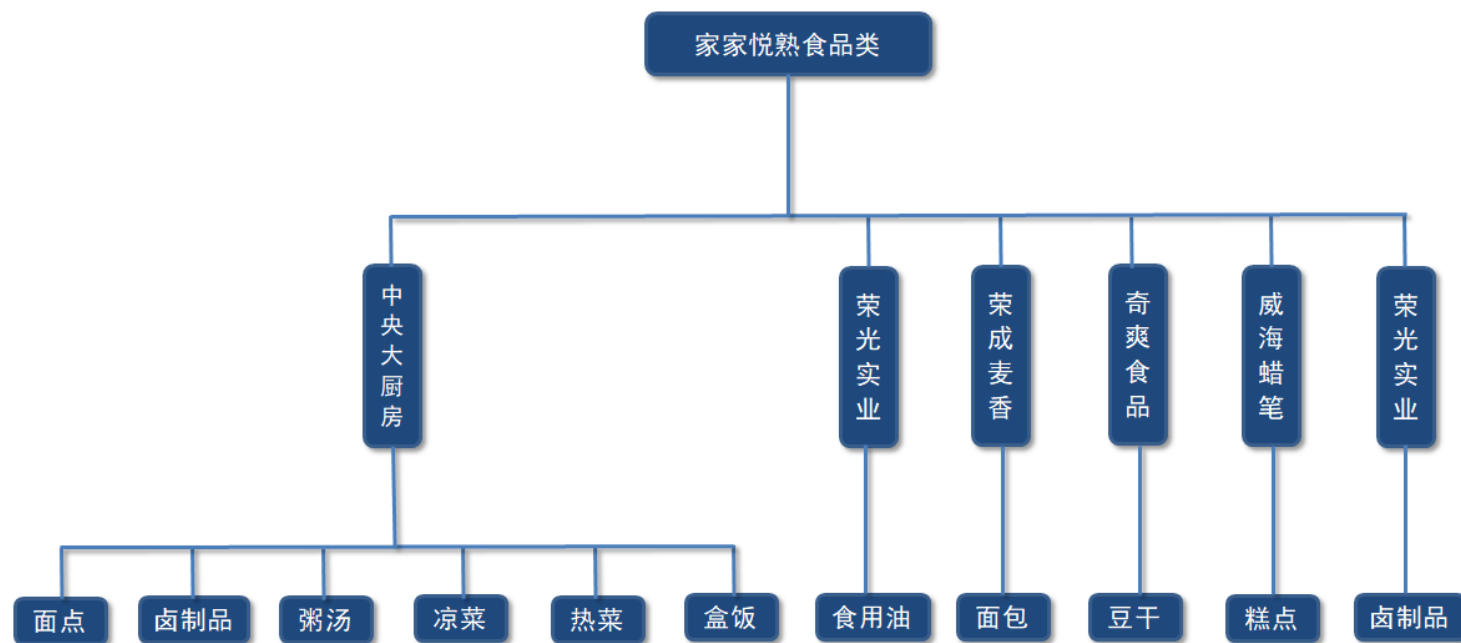
图 21: 中央大厨房制作的山东大馒头、大枣饅饅



资料来源: 信达证券研发中心整理

家家悦威海配餐中心于 2011 年投资建设, 占地 180 余亩, 建筑面积 3.5 万平方米。配餐中心是集农副产品生、熟加工与配送的高效率中央大厨房, 引进了日本、德国原装进口设备对配菜、主食、熟食等产品统一加工制作。主要产品有面点、卤水、粥汤、凉菜、热菜、盒饭等六大系列产品。实行“统一原料、统一配方、统一加工、统一品质、统一配送”, 打造了家庭厨房、主妇帮手和生活方案解决平台。

图 22: 家家悦丰富多元的熟食品类



资料来源: 信达证券研发中心

我们在威海家家悦门店看到熟食品类较一般超市都丰富多元。在面点、卤制品、小海鲜、水饺等细分品类里都有细分产品线。家家悦针对山东人喜食面食、海鲜制品的口味特点，切合现代人对卤制品熟食的便利需求，研制开发了一系列广受消费者喜爱的产品：大枣饅饅、手撕馒头、卤菜、酱菜等，极大提高消费者黏性。

中央大厨房目前是独立核算体系，并不是单纯的成本中心。门店也并没有强制从大厨房进货的义务，独立核算体系使得大厨房必须全力打磨产品，为家家悦超市提供有竞争力的产品。

跨区发展：强能力匹配大空间

潜在拓展空间测算

威海（人口 280 万）是家家悦的大本营，经我们大致测算，截止至 2019 年 Q1，家家悦在威海拥有 300+家门店，密度大致为 9000 人/店。目前家家悦在威海超市行业处于绝对领先地位，我们认为如果能将供应链优势拓展至其他区域，凭借家家悦对生鲜行业的深入理解和精细化经营，在非胶东地区能够获得快速发展。

图 23：家家悦在山东省内布局



资料来源：家家悦、信达证券研发中心整理

(1) 山东是经济、人口、生鲜大省，为零售发展提供广阔空间

表 3: 2017 年我国 GDP、人口、社零排名前五的省份

GDP 排名 (万亿元)			人口排名 (亿人)			社零排名 (万亿元)		
1	广东	8.99	1	广东	1.10	1	广东	3.82
2	江苏	8.59	2	山东	0.99	2	山东	3.36
3	山东	7.26	3	河南	0.95	3	江苏	3.17
4	浙江	5.18	4	四川	0.83	4	浙江	2.43
5	河南	4.50	5	江苏	0.80	5	河南	1.97

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

山东是我国的人口大省，GDP 和社会零售总额在我国均排在前列。2017 年，山东省国内生产总值为 7.26 万亿元，同比增速 7.4%，位列全国第二；社零总额为 3.36 万亿元，同比增速 9.8%，位列全国第二；省内人口 9946.64 万人，位列全国第三。山东省总体经济形势较好，良好的经济发展环境为山东省零售市场提供了广阔的发展空间。

除了经济优势，山东还有很强的生鲜禀赋优势，是中国的“菜篮子”、“中国温带水果之乡”，2017 年山东省农林牧渔业总产值为 5114.70 亿元，为全国第一。

表 4: 农林牧渔产值排名前十的省份 (单位: 亿元)

省份	GDP: 第一产业: 农林牧渔业
山东	5,114.70
四川	4,365.11
江苏	4,314.53
河南	4,310.55
广东	3,712.71
湖北	3,690.30
河北	3,297.76
湖南	3,165.28
黑龙江	3,036.88
广西:	2,964.65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

（2）推算市场空间：山东省商超市场规模在 2846 亿元

根据欧睿数据，2017 年中国综超市场规模在 3.1 万亿元，我们假设山东省社零数据在全国的比重（9.18%）和商超规模在全国比重一致，推算出山东省的商超规模在 2846 亿左右。公司主要布局的威海、烟台两个地区的商超规模合计为 412.83 亿元。向西拓展的主要进驻城市青岛和济南的商超规模分别是 384.07 亿元和 350.67 亿元，较公司传统优势区域（威海、烟台）有更大的市场空间。

图 24：欧睿测算的中国综超市场规模

SEARCH RESULTS / Market Sizes											
Historical											
CONVERT DATA + CHANGE DATA TYPES ▼ Σ GROUP SUM ▼ 2013 ▼ 2018 ▼ APPLY ➔ CHANGE STATS TYPE ▼ MODIFY SEARCH +											
Stats Type ▼	Geography ▼	Category ▼	Data Type ▼	Unit ▼	Current Constant ▼	2013 ▼	2014 ▼	2015 ▼	2016 ▼	2017 ▼	2018 ▼
	China	Store-based Retailing	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	9,963,592.3	10,546,115.1	10,987,050.3	11,347,486.4	11,820,333.0	12,310,962.6
	China	Store-based Retailing	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	11,657,402.5	12,338,954.2	12,854,848.4	13,276,558.6	13,829,789.1	14,403,825.7
	China	Modern Grocery Retailers	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	2,578,173.7	2,750,136.7	2,849,378.1	2,905,328.4	2,987,873.4	3,073,403.7
	China	Modern Grocery Retailers	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	3,016,463.1	3,217,659.9	3,333,772.2	3,399,234.1	3,495,811.8	3,595,882.2
	China	Traditional Grocery Retailers	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	1,444,035.4	1,478,247.2	1,477,948.4	1,474,628.3	1,485,904.2	1,489,187.1
	China	Traditional Grocery Retailers	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	1,689,521.3	1,729,549.1	1,729,199.6	1,725,315.0	1,738,507.9	1,742,348.8
	China	Non-Store Retailing	Retail Value RSP excl Sales Tax	CNY million	Current Prices	827,840.0	1,313,039.8	1,962,078.2	2,530,259.6	3,308,327.1	4,066,668.0
	China	Non-Store Retailing	Retail Value RSP incl Sales Tax	CNY million	Current Prices	958,325.4	1,511,469.6	2,225,917.6	2,858,009.1	3,705,517.0	4,531,088.9
Research Sources: 1. Retailing: Euromonitor from trade sources/national statistics											

资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

（3）拓展前景：非胶东地区蕴含广阔市场空间

公司深耕的胶东地区在山东以东，主要城市有青岛市、烟台市、威海市。地理环境上靠海，是中国沿海重要组成部分，我国重要的工业、农业、服务业基地，是经济较为发达地区、是现代化发展程度较高的区域之一。胶东地区的社零总额占山东省

全省的 28%，比重较小。作为一家从威海起家的公司，家家悦营收结构中胶东地区占比较重，在 87%左右。

2017 年公司提出“山东广度、胶东深度”的区域密集战略，开始向鲁西大力扩张，结合公司 2016 年 IPO 募投开店计划（拟开设 300 家店，其中胶东地区 169 家、其他地区 131 家。现调整为在新开大卖场和综合超市总面积 558,105 平方米不变的情况下，根据物业情况相应调整门店数量），我们认为公司在山东省内（胶东地区的青岛，以及非胶东地区）还存在巨大的扩张空间和发展潜力。

表 5：山东省各地级市社会消费品零售总额（单位：亿元）

城市	2017 年社会消费品零售总额	在山东省社零总额中占比	推算的商超规模
青岛	4,541.00	13.50%	384.07
济南	4,146.10	12.32%	350.67
烟台	3,273.08	9.73%	276.83
潍坊	2,737.92	8.14%	231.57
临沂	2,721.64	8.09%	230.19
淄博	2,373.98	7.06%	200.79
济宁	2,259.19	6.71%	191.08
菏泽	1,650.45	4.90%	139.59
泰安	1,608.31	4.78%	136.03
威海	1,607.94	4.78%	136.00
德州	1,537.12	4.57%	130.01
聊城	1,278.83	3.80%	108.16
枣庄	982.14	2.92%	83.07
滨州	968.71	2.88%	81.93
东营	862.29	2.56%	72.93
日照	720.29	2.14%	60.92
莱芜	380.00	1.13%	32.14
合计	33,648.99		2846

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：计算方法为：各城市的商超规模=山东省商超规模X 各城市在山东省的社零比重。

(4) 以家家悦在威海的开店密度内推至济南和青岛，成长空间广阔。

山东省内商超市场规模很大，但是具体的开店规划需要有次第的展开。目前济南和青岛是家家悦“西部战略”的重点拓展城市。家家悦在威海目前是绝对垄断地位，在威海的开店密度大约是 9000 人/店。假设家家悦能在济南和青岛都以这样的密度开店，我们测算出家家悦在济南、青岛、张家口分别可以开出 970 家、1050 家、490 家门店。家家悦在威海积累了近三十年，目前的市场占有率无法在短期内移植至新拓展区域。我们放宽开店密度，测算出在 18000 人/店的开店密度下，家家悦在济南、青岛、张家口分别能开出 480 家、525 家、245 家门店；在 30000 人/店的开店密度下，家家悦在济南、青岛、张家口分别能开出 290 家、320 家、145 家门店。无论是哪种开店密度，家家悦在济南和青岛的开店空间都远高于现在的存量（济南 31 家、青岛 45 家、张家口 11 家）。

表 6: 家家悦在济南、青岛两个城市的不同开店密度下开店空间测算

城市	人口规模	不同开店密度下的门店数量			截止至 2019 年 Q1 实际门店数
		9000 人/店	18000 人/店	30000 人/店	
威海	280 万	320			320
济南	870 万	970	480	290	31
青岛	940 万	1050	525	320	45
张家口	440 万	490	245	145	11

资料来源：信达证券研发中心测算

收购门店业绩持续提升，整合能力得到验证

家家悦的拓张主要有自己新开门店和收购两种方式。收购的门店由于供应链的对接、后台系统的调换、员工的培训等原因需要一定时间的磨合期。家家悦收购的青岛维客商业连锁有限公司（以下简称“维客商业”）在家家悦介入整合后，盈利能力得到迅速提升。

维客商业 2017 年 1-6 月份营业收入为 4.03 亿元，净利润-628.55 万元。维客商业（3.44 亿受让 51%股权）旗下 9 家青岛维客超市于 2018 年 3 月 1 日并表，上半年亏损 828 万元。2018 年全年实现净利润 163.万元，经计算下半年青岛维客实现净利润 991 万元，改造效果开始显现。我们认为维客商业的 9 家门店在家家悦介入改造后，在 2018 年下半年大幅扭亏实现盈利，是家家悦对收购门店的强有力整合能力的验证。

青岛维客在被家家悦接手后，最先进行的是供应链的对接。青岛维客供应链现有问题主要有二：第一，商品品类不够优化。主要原因是原有零售商不研究商品，被动的等供货商供货或者惯性依赖某些品牌，对消费者的理解和商品理解都不够深入，不能够根据消费者喜好及时更换商品。第二，进货渠道里代理商比较多，联营占比较大。在家家悦接手改造供应链后，青岛维客的产品品类丰富度更高，更符合消费者需求，最终促进销售的增长。其次渠道代理商在逐渐到期后会陆续改为家家悦的厂家直供，商品成本也会得到有效降低。

张家口门店是 2018 年底新收购进来的，还没有完整财务年度数据来验证家家悦介入整合改造后的成效。张家口的 11 家超市门店由于体量较小，之前面对供货商较弱势，还存在对供货商先付款后发货的情况，资金成本压力较大。在家家悦介入整合后，除了供应链的对接会带来提升，资金周转率方面也会得到较大优化。

规模和供应链相辅相成，拓张区域门店持续优化

根据家家悦的战略，规模和供应链一定是相辅相成，同时发展并行的。在前面依此论证了家家悦在济南和青岛的发展空间、整合能力是否足够后，还需要看看家家悦的新拓展地区的供应链能力是否能支撑未来广阔的增长前景。

收购标的都自身配套有物流配送中心。2018 年初收购的青岛维客有自己的常温物流中心和生鲜加工物流中心，2018 年底收购的张家口福悦祥超市目前的物流仓储是租赁的，有一块近 200 亩的工业属性的土地可供建设常温物流及生鲜加工中心，家家悦拟在这块土地上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。

正在建设中的生鲜加工物流中心赋能主力拓展区域

除了收购标的自身带的物流中心，家家悦自身有 3 处现代化的杂货配送中心（威海、烟台、莱芜物流中心）和 5 处生鲜物流配送中心（威海、烟台、高密、莱芜、宋村生鲜物流中心）。目前正在建设的物流项目有 2016 年 IPO 时募投项目“莱芜生鲜加工物流中心”和 2017 年 4 月以自有资金投入建设的“烟台临港综合物流园”。等生鲜深加工能力在新开店区域加强后，新开店区域门店内的生鲜新鲜程度和熟食丰富度都会得到极大改善。

表 7：公司现有物流配送中心

仓型	名称	建筑面积（万平方米）	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
杂货仓	威海物流中心	4.10	11 万件	20 万件
	烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
生鲜仓	威海生鲜物流中心	3.20	340 吨	700 吨
	烟台生鲜物流中心（中央厨房）	0.18	130 吨	500 吨
	高密生鲜物流中心	1.20	110 吨	500 吨
	莱芜生鲜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	宋村生鲜加工物流中心（PC 加工）	2.12	790 吨	2200 吨
合计		16.89		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不如威海。配送方面，威海的超市生鲜品类可以做到一天两配，但是非胶东地区门店只能一天一配，生鲜产品新鲜度就会受到影响。生鲜加工类产品方面，威海的生鲜及熟食很难长途配送至鲁西地区，鲁西地区无法共享威海生鲜加工配送中心的加工优势，造成鲁西地区的产品丰富度不够威海。正在开工建设的莱芜生鲜加工物流中心建成后将形成年 19.42 万吨的生鲜配送能力，将具备农产品仓储、初加工、配送等综合性的功能，仓储、加工和配送的能力大幅提高，生鲜加工类产品的配送区域将覆盖潍坊、淄博、济南、莱芜、临沂、枣庄等周边区域，更好满足市场消费需求。项目预计 2019 年 12 月底投入使用。

盈利预测与评级

基本假设和盈利预测

表 9：家家悦主营业务收入增长率预测

收入增长率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
食品化洗	6.88%	9.32%	11%	11%	11%
生鲜	6.62%	14.44%	20%	17%	16%
百货	-0.08%	16.19%	10%	10%	10%
其他业务	-6.44%	15.53%	10%	10%	10%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

表 10：家家悦三费假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用率	16.01%	15.94%	15.94%	15.94%	15.94%
管理费用率	2.17%	2.37%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年家家悦营业收入分别为 145.77、165.31、186.89 亿元，归母净利润分别为 4.81 亿元、5.51 亿元、6.35 亿元；根据公司目前 4.68 亿股总股本计算，摊薄每股收益分别为 1.03 元、1.18 元、1.36 元。维持“增持”评级。

投资评级

基于家家悦的内生优势以及扩区发展的增长潜力，维持“增持”评级。

风险因素

消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,485.71	4,096.20	4,773.32	5,817.91	6,938.19
货币资金	2,934.84	2,283.71	2,735.31	3,532.86	4,381.12
应收票据	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	15.78	38.33	43.89	49.77	56.27
预付账款	209.00	288.54	328.74	372.80	421.33
存货	1,252.86	1,290.42	1,470.18	1,667.27	1,884.28
其他	73.08	195.20	195.20	195.20	195.20
非流动资产	1,786.87	3,059.04	3,118.59	3,183.11	3,312.65
长期股权投资	120.09	119.29	119.29	119.29	119.29
固定资产(合计)	1,198.72	1,778.22	1,995.66	2,230.84	2,342.93
无形资产	103.99	148.97	166.11	185.63	212.16
其他	364.06	1,012.56	837.53	647.34	638.27
资产总计	6,272.58	7,155.25	7,891.92	9,001.02	10,250.84
流动负债	3,726.24	4,260.64	4,783.18	5,347.22	5,969.03
短期借款	0.00	140.00	140.00	140.00	140.00
应付票据	362.09	384.47	438.02	496.74	561.40
应付账款	1,500.68	1,691.65	1,927.31	2,185.67	2,470.16
其他	1,863.46	2,044.52	2,277.84	2,524.80	2,797.48
非流动负债	63.94	87.09	87.09	87.09	87.09
长期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
其他	63.94	67.09	67.09	67.09	67.09
负债合计	3,790.18	4,347.73	4,870.27	5,434.31	6,056.12
少数股东权益	3.65	85.70	80.36	74.25	67.21
归属母公司股东权益	2,478.75	2,721.81	2,941.28	3,492.46	4,127.51
负债和股东权益	6,272.58	7,155.25	7,891.92	9,001.02	10,250.84

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,330.38	12,730.71	14,576.92	16,531.05	18,688.63
同比(%)	5.14%	12.36%	14.50%	13.41%	13.05%
归属母公司净利润	310.74	429.92	481.56	551.17	635.05
同比(%)	23.68%	38.35%	12.01%	14.46%	15.22%
毛利率(%)	21.58%	21.77%	22.17%	22.17%	22.19%
ROE%	12.92%	16.53%	17.01%	17.13%	16.67%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.92	1.03	1.18	1.36
P/E	41	30	26	23	20
P/B	5.12	4.66	4.31	3.63	3.07
EV/EBITDA	18.98	16.04	12.72	12.60	11.49

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,330.38	12,730.71	14,576.92	16,531.05	18,688.63
营业成本	8,885.32	9,958.62	11,345.91	12,866.87	14,541.61
营业税金及附加	48.15	56.73	64.95	73.66	83.27
销售费用	1,813.81	2,029.23	2,323.51	2,634.99	2,978.90
管理费用	246.22	301.43	291.54	330.62	373.77
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-63.05	-59.41	-44.48	-56.87	-76.89
减值损失合计	2.92	-3.72	2.51	1.19	-0.30
投资净收益	4.68	7.52	3.71	5.30	5.51
其他	12.41	57.69	16.78	17.50	17.14
营业利润	414.10	513.04	613.47	703.40	810.92
营业外收支	-4.56	-1.10	4.99	4.47	4.68
利润总额	409.54	511.94	618.46	707.87	815.60
所得税	98.81	86.79	142.25	162.81	187.59
净利润	310.73	425.15	476.22	545.06	628.01
少数股东损益	-0.01	-4.77	-5.34	-6.11	-7.04
归属母公司净利润	310.74	429.92	481.56	551.17	635.05
EBITDA	668.35	800.82	1,009.67	1,019.66	1,117.78
EPS(当年)(元)	0.66	0.92	1.03	1.18	1.36

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	781.03	613.49	1,160.29	1,168.29	1,274.56
净利润	310.73	425.15	476.22	545.06	628.01
折旧摊销	258.81	285.24	390.40	310.57	301.17
财务费用	0.00	3.64	0.81	1.22	1.01
投资损失	-4.68	-7.52	-3.71	-5.30	-5.51
营运资金变动	212.90	-48.59	294.50	315.82	350.08
其它	3.28	-44.44	2.07	0.92	-0.20
投资活动现金流	-511.15	-1,078.90	-445.79	-369.52	-425.29
资本支出	-400.63	-762.72	-449.51	-374.83	-430.81
长期投资	916.34	828.19	3.71	5.30	5.51
其他	-1,026.85	-1,144.38	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-166.95	-230.07	-262.89	-1.22	-1.01
吸收投资	2.40	2.50	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	-176.46	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	162.00	190.87	262.89	1.22	1.01
现金流净增加额	102.53	-695.14	451.60	797.55	848.25

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014 年 12 月加盟信达证券研究开发中心，2017 年开始从事商贸零售行业分析。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。