

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

报告原因：中报点评

2019 年 8 月 26 日

家家悦 (603708.SH)

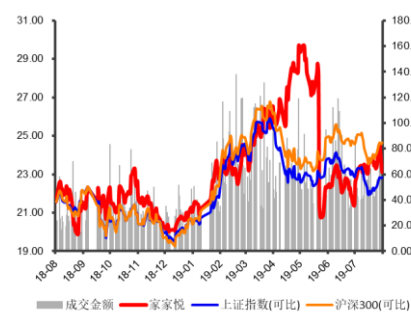
完善成熟区域网络布局，同店收入增速表现靓丽

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 8 月 23 日

收盘价(元):	24.15
年内最高/最低(元):	24.98/14.84
流通 A 股/总股本(亿):	2.04/6.08
流通 A 股市值(亿):	49.28
总市值(亿):	147

基础数据：2019 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.37
摊薄每股收益:	0.37
每股净资产(元):	4.42
净资产收益率:	8.37%

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
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 8 月 26 日发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业总收入 726,522.15 万元，同比增长 16.68%；归属于上市公司股东的合并净利润 22,633.74 万元，同比增长 16.85%。

事件点评

- 加速门店网络发展，推动业态精细分级。**公司拓展张家口及周边地区、山东西部等新兴市场，同时进一步完善成熟区域网络布局。上半年新增门店 40 家，其中包括投资张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权后，于 2019 年 1 月 1 日纳入公司合并报表，并于 5 月 30 日更名河北家家悦的已开业门店 11 家。新增门店中大卖场 18 家、综合超市 19 家、其他业态 3 家；同时调整优化区域内门店的网络布局，关闭或搬迁了解除合同、布局不合理的门店 14 家，6 月末公司门店总数 758 家。在外延扩张的同时，公司也更加注重门店自身的升级改造。公司根据商圈客群和消费需求，对各业态门店进行精细分级和精准定位，推动部分现有门店的改造升级。同时聚焦商品结构调整，优化门店商品构成，增强门店服务功能，提升门店盈利能力和客户体验。胶东地区仍是公司的大本营所在，该区域主营业务收入占总主营收入的 85.4%，增速较上年同期提升 12.29%，毛利率为 17.29%，与上年同期持平。虽然其他地区收入占比不高，但因合并河北家家悦门店，导致其他区域主营收入同比提升 49.23%，毛利率则提振 0.61pct 至 17.31%。
- 同店收入行业居前，合并报表费用增长。**上半年公司营收增长 16.68%，较去年同期提升 4.84pct，持续发展鲁西新店、巩固鲁东门店、合并河北家家悦均影响收入加速增长。上半年公司同店收入增长 4.42%，在行业居前。分业态看，在开业两年以上的门店业态中，52.37% 的主营收入为综合超市，该业态同店增长 4.27%；44.07% 的主营收入为大卖场，该业态同店增长 4.74%；其余占比较小的业态有专业店、百货和便利店，分别占比 2.13%/1.29%/0.15%，同店收入分别为 6.26%/-2.37%/-3.9%，对整体同店收入增长影响较小。分产品看，食品化洗/生鲜/百货占主营收入比重分别是 46.54%/44.88%/8.58%，营收同比增长分别为 14.25%/17.7%/21.03%，毛利率同比变动分别是 0.19pct/0pct/0.2pct。费用方面，公司期间费用率为 17.26%，较上年同期微涨 0.02pct，其中销售费用提升 15.72%，随着连锁化扩张程度的发展，职工薪酬和租金费用也一并提升，还有非同一控制下合并河北家家悦费用增加所致，河北



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

家家悦同时带来管理费用同比提升 8.44%，而财务费用增长 76.97%则是受到存款收益及手续费影响。

- **持续提升供应链效率，支撑连锁业务拓展。**公司主营收入的提升从外部看，是上半年食品 CPI 持续走高，与公司同店收入正向相关的影响结果；而从内部看，是公司门店提档升级、集中采购模式、自营商品收入占比高、供应链效率不断提升的体现。公司坚持“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的集中采购模式，销售模式以自营为主，自营商品销售收入占商业主营业务收入的比重约 90%。公司注重供应链能力的提升，在积极拓展全球直采、基地采购的同时，加快优化物流体系和生鲜加工基地的建设布局，提升农产品的后标准化处理能力。在威海、烟台、济南莱芜、青岛、张家口等地建设或升级改造物流中心，形成支撑连锁业务拓展的立体式物流网络，提升供应链的能力和效率。同时，上半年公司着手信息系统的引进升级，开始启动 SAP 系统项目，以提升企业的数字化能力；通过成立团队及与第三方合作，启动了线上线下一体化融合项目，提供到家服务和到店服务。

投资建议

- 2019 年公司持续完善在区域密集布局、多业态互补、一体化物流、供应链建设、生鲜经营等方面的优势，在巩固成熟区域的同时加快新区拓展速度。我们看好公司稳老区拓新区、业态分级升级、提升供应链效率的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.82/0.96/1.09 元，对应公司 8 月 23 日收盘价 24.15 元，2019-2021 年 PE 分别为 29.32X/25.18X/22.09X，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。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
营业总收入	72.65	38.05	127.31	95.56	62.27
同比 (%)	16.68%	16.68%	12.36%	13.95%	11.84%
营业成本	57.00	29.76	99.59	74.92	48.89
毛利率 (%)	21.55%	21.78%	21.77%	21.59%	21.47%
税金及附加	0.29	0.14	0.57	0.45	0.33
销售费用	11.08	5.68	20.29	14.87	9.57
管理费用	1.52	0.74	3.01	2.09	1.40
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	-0.05	0.03	-0.59	-0.44	-0.24
其中：利息费用	0.11	0.00	0.04	0.03	-
减：利息收入	0.31	0.11	0.86	-0.63	-
期间费用率	17.26%	16.99%	17.84%	17.29%	17.24%

资产减值损失	-0.04	0.01	-0.04	0.00	-0.02
加：其他收益	0.13	0.09	0.18	0.12	0.08
投资净收益	0.00	0.00	0.08	0.05	0.05
营业利润	2.92	1.76	5.13	3.83	2.45
加：营业外收入	0.04	0.02	0.10	0.07	0.03
减：营业外支出	0.03	0.01	0.11	0.07	0.05
利润总额	2.93	1.77	5.12	3.82	2.43
减：所得税	0.72	0.39	0.87	0.86	0.55
实际所得税率	24.6%	22.1%	17.0%	22.4%	22.7%
净利润	2.21	1.38	4.25	2.97	1.88
减：少数股东损益	-0.05	-0.03	-0.05	-0.04	-0.06
归属于母公司所有者的净利润	2.26	1.41	4.30	3.01	1.94
同比（%）	16.85%	16.06%	38.35%	34.03%	35.63%

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司期间费用率变化情况

	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
毛利率	21.55%	21.78%	21.77%	21.59%	21.47%
销售费用率	15.25%	14.94%	15.94%	15.56%	15.37%
管理费用率	2.09%	1.95%	2.37%	2.19%	2.25%
财务费用率	-0.08%	0.09%	-0.47%	-0.46%	-0.38%
期间费用率	17.26%	16.99%	17.84%	17.29%	17.24%

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 3 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
主营业务收入	67.56	16.50%	17.29%	0.07%
分地区				
胶东地区	57.70	12.29%	17.29%	0.00%
其他地区	9.86	49.23%	17.31%	0.61%
分产品				
生鲜	30.32	17.70%	15.47%	0.00%
食品化洗	31.44	14.25%	18.36%	0.19%
百货	5.80	23.07%	21.03%	-0.20%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 4 开业两年以上门店业态同比分析

业态	门店数量	2019 年 1-6 月主营业务 收入（万元）	收入占比%	收入同比增减%
大卖场	86	248,065.10	44.07%	4.74%
综合超市	494	294,775.61	52.37%	4.27%
便利店	6	833.98	0.15%	-3.90%
百货	12	7,271.20	1.29%	-2.37%

专业店	42	11,962.55	2.13%	6.26%
总计	640	562,908.44	100.01%	4.42%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,096	5,248	6,031	7,122	营业收入	12,731	14,717	17,083	20,039
现金	2,284	3,127	3,630	4,270	营业成本	9,959	11,432	13,262	15,574
应收账款	144	102	131	173	营业税金及附加	57	59	77	80
其他应收款	106	75	96	127	销售费用	2,029	2,330	2,689	3,164
预付账款	289	292	304	352	管理费用	301	318	382	455
存货	1,304	1,636	1,843	2,144	财务费用	(59)	(3)	(5)	(7)
其他流动资产	(31)	17	28	56	资产减值损失	(4)	5	2	3
非流动资产	3,059	2,953	3,099	3,196	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	119	80	107	102	投资净收益	8	6	6	7
固定资产	1,778	1,666	1,553	1,440	营业利润	513	582	683	776
无形资产	149	139	130	121	营业外收入	10	15	11	12
其他非流动资产	1,013	1,068	1,310	1,533	营业外支出	11	10	11	11
资产总计	7,155	8,202	9,130	10,319	利润总额	512	587	683	777
流动负债	4,261	4,836	5,424	6,209	所得税	87	88	102	117
短期借款	140	140	140	139	净利润	425	499	581	661
应付账款	1,692	1,943	2,249	2,645	少数股东损益	(5)	(2)	(3)	(4)
其他流动负债	2,429	2,753	3,035	3,425	归属母公司净利润	430	501	583	665
非流动负债	87	125	152	184	EBITDA	576	702	800	890
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.71	0.82	0.96	1.09
其他非流动负债	67	105	132	164					
负债合计	4,348	4,962	5,576	6,393	主要财务比率				
少数股东权益	86	84	81	76	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	468	608	608	608	成长能力				
资本公积	1,303	1,303	1,303	1,303	营业收入	12.36%	15.60%	16.08%	17.30%
留存收益	950	1,245	1,562	1,938	营业利润	23.89%	13.49%	17.34%	13.58%
归属母公司股东权益	2,722	3,156	3,474	3,850	归属于母公司净利润	38.35%	16.56%	16.43%	13.99%
负债和股东权益	7,155	8,202	9,130	10,319	获利能力				

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	15.14%	15.40%	16.33%	16.83%
经营活动现金流	613	862	785	911	ROIC(%)	-46.51%	315.43%	21.89%	24.46%
净利润	425	501	583	665	偿债能力				
折旧摊销	285	123	122	121	资产负债率(%)	60.76%	60.49%	61.07%	61.95%
财务费用	4	(3)	(5)	(7)	净负债比率(%)	53.66%	32.74%	32.96%	29.19%
投资损失	(8)	(6)	(6)	(7)	流动比率	0.96	1.09	1.11	1.15
营运资金变动	(119)	244	91	140	速动比率	0.66	0.75	0.77	0.80
其他经营现金流	26	3	(1)	(1)	营运能力				

投资活动现金流	(1,079)	45	(20)	11	总资产周转率	1.90	1.92	1.97	2.06
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	470.59	448.29	542.54	488.16
长期投资	1	39	(26)	5	应付账款周转率	7.98	8.10	8.15	8.19
其他投资现金流	(1,080)	6	6	7	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(230)	(64)	(261)	(282)	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.82	0.96	1.09
短期借款	140	(0)	(0)	(0)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.42	1.29	1.50
长期借款	20	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.47	5.19	5.71	6.33
普通股增加	0	140	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	34.2	29.3	25.2	22.1
其他筹资现金流	(390)	(204)	(261)	(282)	P/B	5.4	4.7	4.2	3.8
现金净增加额	(695)	844	503	640	EV/EBITDA	11.87	20.18	17.37	15.30

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，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。本人不曾因，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到任何形式的补偿。本人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。

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。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

