

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

家家悦(603708)

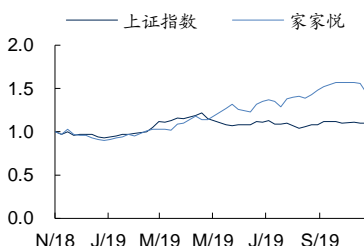
买入

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年11月01日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	608/204
总市值/流通(百万元)	15,569/5,222
上证综指/深圳成指	2,9299,682
12个月最高/最低(元)	27.78/14.93

相关研究报告:

《家家悦-603708-2019年中报点评: 同店增长靓丽, 全国扩张持续推进》——2019-08-27
 《家家悦-603708-2018年年报点评: 业绩符合预期, 区域龙头稳步扩张》——2019-04-19
 《家家悦-603708-重大事件快评: 收购张家口福悦祥, 全国扩张第一步》——2018-11-27
 《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

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060002

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 盈利能力稳定

● 收入维持高增速, 业绩增速符合预期

3Q19, 公司实现营业总收入 40.00 亿元, 同比增长 20.14%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 16.42%, 扣非后归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 17.57%, 业绩符合预期。前三季度收入 112.65 亿元, 同比增长 17.89%, 归母净利润 3.51 亿元, 同比增长 16.70%。

● 盈利能力维持稳定

3Q19, 公司综合毛利率为 21.47%, 同比下降 0.35pct。分区域看, 胶东地区/其他地区毛利率分别为 17.83/17.35%, 同比增加 0.36/0.03%。3Q19 销售费用率/管理费用率分别为 15.21/1.94%, 同比优化 0.71/0.13pct。净利率为 3.10%, 同比下降 0.17pct。

● 3Q 开店 13 家, 其他地区开店 6 家

3Q19 公司新开门店 13 家, 其中胶东地区 7 家, 其他地区 6 家; 其中大卖场 8 家, 综合超市 5 家; 3Q19 关闭门店 8 家。截止 3Q19 公司门店总数 763 家。19H1 新增门店 40 家, 跨区域发展将提速。

● 深化后台物流建设

后台建设方面, 烟台临港常温物流分拨中心即将完工, 生鲜加工中心主体工程正在施工中; 南莱羌生鲜加工中心预计 2019 年底建成, 分期投入使用; 张家口综合产业园一期主体建设工程即将完工, 预计 2019 年底前部分投入使用。

● 风险提示

山东西部扩张不及预期, 社零增速持续下行。

● 跨区域扩张提速, CPI 上行持续利好, 维持“买入”评级

公司 2019 年维持积极展店计划, 陆续通过收购青岛维克、张家口福悦祥、托管济南华润门店, 从山东中西部迈向全国布局; 供应链网络化布局为公司扩张提供有力支持, 并通过设立产业基金积极布局新零售。由于同店增速超预期, 全国扩张带动开店提速, 预计 2019/2020/2021 年净利润分别为 5.03/6.01/6.87 亿元, 参考相对估值比较给予 2020 年 30 倍估值, 两年期合理估值 29.7 元, 维持“买入”评级。

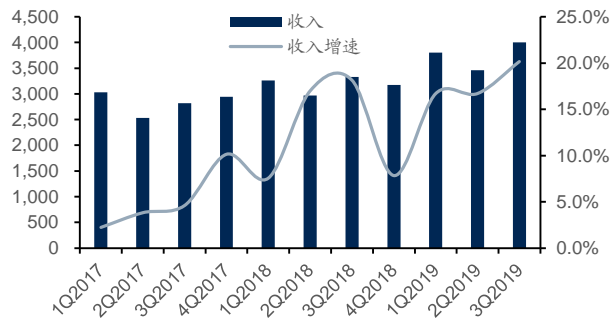
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,330	12,731	14,670	16,790	18,971
(+/-%)	5.1%	12.4%	15.2%	14.5%	13.0%
净利润(百万元)	311	430	503.51	601.82	687.16
(+/-%)	23.7%	38.4%	17.1%	19.5%	14.2%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.71	0.83	0.99	1.13
EBIT Margin	2.9%	3.1%	3.6%	3.6%	3.6%
净资产收益率(ROE)	12.5%	15.8%	16.9%	18.4%	19.4%
市盈率(PE)	50.1	36.2	30.9	25.9	22.6
EV/EBITDA	32.6	29.5	33.6	29.8	27.9
市净率(PB)	6.28	5.72	5.23	4.75	4.38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

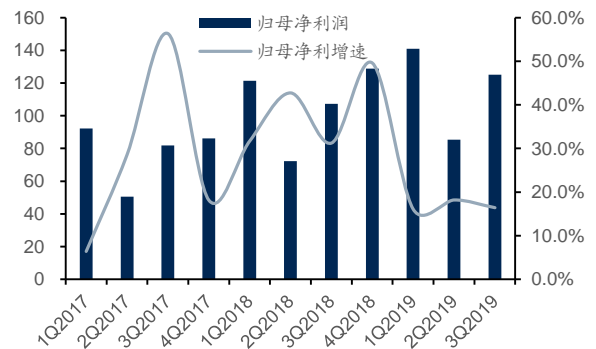
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司分季度收入及收入增速 (百万元, %)



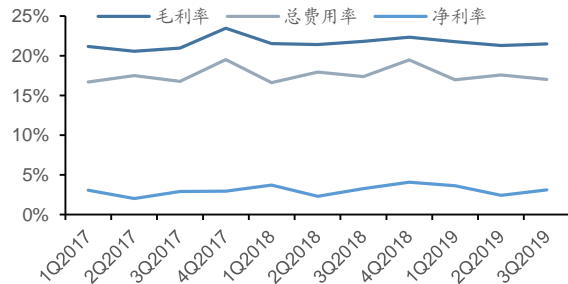
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度归母净利润及净利增速 (百万元, %)



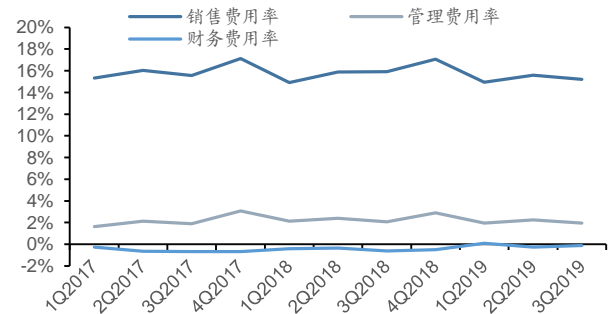
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司历年的毛利率、费用率和净利率 (%)



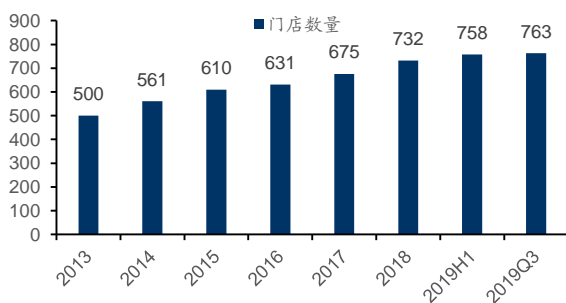
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司历年门店数量及同比变化情况 (家, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933	永辉超市	买入	8.34	0.15	0.24	0.32	55.60	34.75	26.06	3.89
603708	家家悦	买入	25.59	0.71	0.83	0.99	36.16	30.83	25.85	5.54
002867	周大生	买入	17.98	1.11	1.38	1.63	16.25	13.03	11.03	2.97
002024	苏宁易购	买入	10.55	1.43	1.86	0.33	7.38	5.67	31.97	1.08
002419	天虹股份	买入	10.13	0.75	0.83	1.00	13.44	12.20	10.13	1.80

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2020E		2018	2019E	2020E	2020E
现金及现金等价物	2284	5598	6920	8199	营业收入	12731	14670	16790	18971
应收款项	38	44	51	57	营业成本	9959	11442	13105	14807
存货净额	1290	1417	1549	1707	营业税金及附加	57	62	71	80
其他流动资产	484	323	369	417	销售费用	2029	2318	2653	2997
流动资产合计	4096	7382	8889	10381	管理费用	105	140	164	160
固定资产	0	79	60	54	财务费用	(59)	(71)	(118)	(144)
无形资产及其他	149	143	137	131	投资收益	8	10	15	15
投资性房地产	2791	2791	2791	2791	资产减值及公允价值变动	4	0	0	0
长期股权投资	119	119	119	119	其他收入	(138)	(183)	(197)	(248)
资产总计	7155	10515	11996	13476	营业利润	513	607	734	838
短期借款及交易性金融负债	140	140	140	140	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	0	2425	2773	3130	利润总额	512	607	734	838
其他流动负债	4121	4664	5332	6020	所得税费用	87	103	132	151
流动负债合计	4261	7229	8245	9291	少数股东损益	(5)	0	0	0
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	430	504	602	687
其他长期负债	67	67	67	67					
长期负债合计	87	87	87	87					
负债合计	4348	7316	8333	9378					
少数股东权益	86	86	86	86					
股东权益	2722	2974	3274	3549					
负债和股东权益总计	7155	10375	11693	13013					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2020E
净利润	430	504	602	687
资产减值准备	(7)	270	209	178
折旧摊销	285	156	200	214
公允价值变动损失	(4)	0	0	0
财务费用	(59)	(71)	(118)	(144)
营运资本变动	(2308)	3267	1041	1010
其它	4	(270)	(209)	(178)
经营活动现金流	(1600)	3927	1843	1911
资本开支	1041	(360)	(220)	(220)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	1042	(360)	(220)	(220)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	20	0	0	0
支付股利、利息	(191)	(252)	(301)	(412)
其它融资现金流	245	0	0	0
融资活动现金流	(94)	(252)	(301)	(412)
现金净变动	(651)	3315	1322	1279
货币资金的期初余额	2935	2284	5598	6920
货币资金的期末余额	2284	5598	6920	8199
企业自由现金流	(659)	3499	1514	1561
权益自由现金流	(394)	3558	1610	1679

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2020E
每股收益	0.71	0.83	0.99	1.13
每股红利	0.31	0.41	0.49	0.68
每股净资产	4.48	4.89	5.39	5.84
ROIC	12%	31%	-101%	-42%
ROE	16%	17%	18%	19%
毛利率	22%	22%	22%	22%
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%
收入增长	12%	15%	14%	13%
净利润增长率	38%	17%	20%	14%
资产负债率	62%	71%	72%	73%
息率	1.2%	1.6%	1.9%	2.6%
P/E	36.2	30.9	25.9	22.6
P/B	5.7	5.2	4.8	4.4
EV/EBITDA	29.5	33.6	29.8	27.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032