

证券研究报告—深度报告

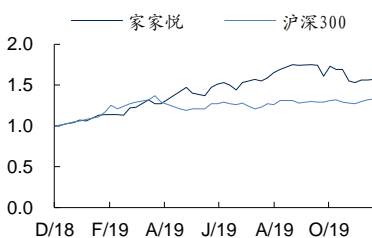
商业贸易

零售

家家悦(603708)
买入

合理估值: 29~33 元 昨收盘: 24 元 (维持评级)

2019年12月30日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	608/608
总市值/流通(百万元)	14,504/14,504
上证综指/深圳成指	3,007/10,230
12个月最高/最低(元)	27.78/14.94

相关研究报告:

《家家悦-603708-2019年三季报点评:业绩符合预期,盈利能力稳定》——2019-11-01
 《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

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

电话:
 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。

深度报告

立足胶东开拓疆土、着眼生鲜持续成长

● 胶东地区生鲜龙头,外展成效超出预期

公司是胶东地区生鲜龙头,聚焦大卖场+综合超市业态,主力店型综合超市店均面积1200-1500m²左右,达到服务居民便利10分钟商圈的立体布局。截止2019Q3,公司门店总数763家,胶东地区达到650家左右。2018年开始公司持续向山东西部扩展,并通过并购进入河北、安徽市场,开启全国扩展,连续的扩展及运营成效超出市场预期。我们持续看好公司未来在山东省内及省外的进一步扩展和运营改善成效。

● 生鲜关键点在于运营效率提升、满足国人的便利性消费需求

中国生鲜零售市场约5万亿元,近三年来生鲜电商、仓店结合等新的商业模式风起云涌,但盈利模式依然存疑。而由于我国人多地少,生鲜从农业种植到零售终端进入工业化、标准化还需较长的调整过程,兼之生鲜作为市场容量巨大、低毛利、高频消费特征的品类,国人在叶菜、蔬果的消费种类更是数倍于欧美人群,线下消费场景在合理的店型和选址情况下是能很好的满足未来便利性消费需求的。公司目前已经形成的局部区域规模和密度构筑稳定的盈利基础,立体化店型扩展在山东西部和外省成效超预期,谨慎推进线上线下结合的生鲜销售体现了公司的稳健经营策略,综合形成未来稳健的盈利和成长预期。

● 高效的供应链体系铸造竞争壁垒,稳健的扩张步伐打开成长空间

公司目前已经建立了全球统一直采、集中生产加工、物流统一配送的供应链模式,通过源头直采提升竞争力,用高效的生鲜供应链体系构筑竞争壁垒。且公司拥有多个自有品牌,毛利较高并易于增强用户粘性,2018年自有品牌的销售占比达到9.83%,处于同行业较高水平。

● 风险提示

外省展店成效及同店增速不达预期、生鲜行业竞争加剧影响行业估值等。

● 投资建议:立足胶东开拓疆土的生鲜名企,维持“买入”评级

公司是胶东地区生鲜龙头企业,内生展店的同时并购青岛维克、张家口福悦祥、受让华润万家山东门店、拟收购淮北市乐新商贸一系列举措,体现公司稳步扩张思路。我们预期公司同店增速保持较好,外展门店在省内外加速,维持盈利预测,预计公司2019-2021年归母净利润5.04/6.01/6.94亿元,同比增长17.2%/19.2%/15.2%。给予公司合理估值28.5-32.5元,对应2021年25-28.5x倍PE,较目前24元具有18.8%-35.4%的上涨空间,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,731	14,848	17,615	21,208
(+/-%)	12.4%	16.6%	18.6%	20.4%
净利润(百万元)	430	504	601	694
(+/-%)	38.4%	17.2%	19.2%	15.5%
摊薄每股收益(元)	0.92	0.83	0.99	1.14
EBIT Margin	3.0%	3.5%	3.6%	3.5%
净资产收益率(ROE)	15.8%	16.5%	17.5%	17.8%
市盈率(PE)	26.1	29.0	24.3	21.0
EV/EBITDA	27.6	26.5	22.8	18.8
市净率(PB)	4.13	4.79	4.24	3.75

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

投资摘要

估值与投资建议

公司是胶东地区生鲜龙头企业，内生展店的同时通过并购青岛维克、张家口福悦祥、受让华润万家山东门店、拟收购安徽淮北市乐新商贸等一系列举措体现公司稳步扩张思路。我们预期公司同店增速保持较好，外展门店在省内外加速，维持盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润 5.04/6.01/6.94 亿元，同比增长 17.2%/19.2%/15.2%。综合相对估值和绝对估值，给予公司合理估值 28.5-32.5 元，对应 2021 年 25-28.5x 倍 PE，较目前 24 元具有 18.8%-35.4% 的上涨空间，维持“买入”评级。

核心假设或逻辑

- **门店数量：**近年来，公司门店数量保持稳健扩张态势，结合公司披露的开店计划，并考虑到供应链建设完善后公司逐步加快扩张步伐，我们预计公司 2019-2021 年分别净增门店 68 家、84 家和 106 家，门店总数达到 800 家、884 家和 990 家。
- **门店收入：**我们按照公司招股说明书及年报披露数据的方式，将公司的门店分为新店、次新店和开业两年以上的老店，进而对不同类型门店的收入进行测算。预计公司两大主要业态：大卖场 2019-2021 年总收入为 63.83 亿元、81.60 亿元和 105.65 亿元；综合超市 2019-2021 年总收入分别为 68.23 亿元、76.64 亿元和 87.41 亿元。
- **毛利率及费用率：**公司 2016-2018 年综合毛利率分别为 21.68%、21.58% 和 21.77%，预计随着自有品牌销售占比提升及供应链体系进一步完善，公司毛利率有所增加，预测 2019-2021 年综合毛利率分别为 22.15%、22.12% 和 22.15%。费用率方面，尽管人工成本持续上升，我们认为公司精细管控能力优异，随着门店结构优化和规模效应，销售费用率和管理费用率将稳重略降。

与市场预期的差异之处

市场普遍认为，零售连锁企业在异地扩张的过程中，必然会面临经营效益下降的压力，造成业绩波动。但公司作为稳健扩张的代表，凭借着高效的供应链管理能力和良好的品牌影响力，在异地扩张过程中业绩相对稳定，扩张效益高于市场预期。

股价变化的催化因素

- 第一、 全国扩张稳步推进，成效逐步显示；
- 第二、 品类调整以及供应链优化获得毛利率的持续提升超出预期；
- 第三、 抗周期性的必选品种得到市场持续超配。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一、 胶东以外地区门店扩张不达预期；
- 第二、 同店增速不达预期。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议.....	2
与市场预期的差异之处.....	2
股价变化的催化因素.....	2
核心假设或逻辑的主要风险.....	2
公司概况：专注连锁零售 20 余年，已成胶东地区生鲜龙头	6
成长史：1995 年转型从事连锁零售，已形成多业态发展格局.....	6
产品结构：品类丰富，生鲜占据大头.....	7
股权结构：股权结构稳定，管理层职业经历丰富.....	8
生鲜关键点在于效率提升、满足国人便利性消费需求	10
市场规模近 5 万亿元，呈现市场容量巨大，低毛利率、高频率消费特征.....	10
市场竞争分析电商篇：生鲜电商成本高企，盈利模式仍然存疑.....	12
市场竞争分析超市篇：看好“生活圈”布局理念，符合便利性消费趋势.....	14
行业竞争点：成本管控能力.....	17
公司竞争优势：高效的生鲜供应链体系及品牌影响力	18
线下生鲜市场：消费者在意什么，企业需要什么.....	18
公司拥有什么：高效的生鲜供应链体系构建竞争优势.....	20
公司拥有什么：多业态密集布局满足便利性需求，会员体系提升消费体验.....	23
成长动能：稳健全国扩张，同店增长靓丽	25
稳步推进全国扩张，抢占市场机遇.....	25
同店增长靓丽，食品 CPI 上行提供利好.....	28
财务分析：业绩稳健，盈利及营运能力良好	29
业绩增长稳健.....	29
盈利能力：胶东地区毛利率有所提升，三项费用率管控良好.....	29
营运能力：存货周转加快，优于可比公司平均.....	32
盈利预测与投资建议：立足胶东开拓疆土的生鲜名企，维持“买入”评级	33
盈利预测：2019-2021 年归母净利润 5.04/6.01/6.94 亿元.....	33
估值与投资建议：2021 年 28.5-32.5 元，维持“买入”评级.....	36
风险提示.....	37
附表：财务预测与估值	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 家家悦历史沿革大事	6
图 2: 家家悦的五大经营业态	6
图 3: 家家悦 2013-2019H1 门店数量变化.....	7
图 4: 家家悦分业态门店变化情况 (家、%)	7
图 5: 大卖场及综合超市分区域门店变化情况 (家)	7
图 6: 家家悦主要经营品类	8
图 7: 家家悦分品类营收情况 (亿元、%)	8
图 8: 家家悦股权结构 (截至 2019 三季报)	9
图 9: 四大生鲜类产品.....	10
图 10: 中国生鲜零售市场总额 (万亿)	11
图 11: 中国生鲜零售市场分品类份额 (万亿)	11
图 12: 中国生鲜市场销售渠道占比变化 (%)	11
图 13: CPI 当月同比和食品 CPI 当月同比 (%)	12
图 14: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)	12
图 15: 中国生鲜电商市场交易规模 (亿元, %)	13
图 16: 生鲜电商的三种主要模式.....	13
图 17: 迷你生鲜进行亏损式补贴.....	14
图 18: 利群股份营收和归母净利润情况 (亿元, %)	16
图 19: 利群股份存货及经营性现金流情况 (亿元)	16
图 20: 中国生鲜产品运输过程中存在的问题.....	17
图 21: 生鲜毛利率低于食品毛利率 (%)	18
图 22: 影响消费者超市选择的 6 大主要因素.....	19
图 23: 消费者需求对超市经营者提出的要求.....	19
图 24: 不同年龄段消费者购买生鲜产品时考虑的因素.....	20
图 25: 家家悦全球直采模式.....	21
图 26: 全球直采的优势.....	21
图 27: 中央厨房运作主要连接的五点.....	22
图 28: 自有品牌占商业营业收入的比重 (%)	22
图 29: 家家悦自有品牌.....	23
图 30: 公司门店目前覆盖的地区.....	24
图 31: 家家悦会员人数及销售收入情况(亿元, %).....	25
图 32: 分地区营收占比情况 (亿元)	26
图 33: 山东省社会消费品零售总额分地区情况.....	27
图 34: 家家悦 2016-2019H1 同店增速情况 (%)	28
图 35: 超市行业重点流通企业销售额当月同比与食品 CPI 当月同比走势相关.....	29
图 36: 2014-2019Q3 家家悦营收情况 (亿元, %)	29
图 37: 2014-2019Q3 家家悦归母净利润情况 (亿元, %)	29
图 38: 2014-2019Q3 家家悦毛利率、净利率及 ROE (%)	30
图 39: 2014-2019Q3 家家悦分区域毛利率 (%)	30
图 40: 可比公司毛利率(%).....	30
图 41: 2019 上半年公司销售费用构成(%).....	31

图 42: 公司租金及物管费的变化情况(%).....	31
图 43: 2014-2019Q3 家家悦三项费用率情况(%).....	31
图 44: 可比公司净利率(%).....	31
图 45: 家家悦存货周转速度快于可比公司平均(次).....	32
表 1: 家家悦公司管理层情况.....	9
表 2: 生鲜行业主要经营业态.....	11
表 3: 海鲜品种的多种细分.....	13
表 4: 2019 年以来关闭或暂停营业的生鲜电商(节选).....	14
表 5: 线下超市/便利店大致竞争格局情况(按 2018 年营收规模).....	15
表 6: 2019 年中国超市行业重大并购事件.....	16
表 7: 家家悦门店的面积小于永辉超市和高鑫零售.....	17
表 8: 家家悦物流中心情况.....	23
表 9: 家家悦 2019 上半年新开门店情况(节选).....	25
表 10: 分地区门店净增情况(个).....	26
表 11: 收购张家口福悦祥连锁超市有限公司获得的 11 家门店.....	27
表 12: 2019 上半年公司在张家口新开的门店.....	28
表 13: 家家悦分业态同店情况.....	28
表 14: 国内可比公司盈利能力对比(%).....	32
表 15: 可比公司存货周转天数(天).....	32
表 16: 家家悦分业态门店数量预测(单位: 家).....	33
表 17: 家家悦分业态门店收入预测(单位: 百万元、%).....	34
表 18: 家家悦盈利预测表.....	35
表 19: 可比公司估值.....	36
表 20: 家家悦盈利预测假设条件(%).....	36
表 21: 资本成本假设.....	37
表 22: 绝对估值法敏感性分析.....	37

公司概况：专注连锁零售 20 余年，已成胶东地区生鲜龙头

成长史：1995 年转型从事连锁零售，已形成多业态发展格局

公司经历了从主营副食批发到主营连锁零售的转型过程。1981 年，公司前身“山东省威海市糖业烟酒公司”成立，后更名为威海市副食品公司，从事食品流通业务；到 1995 年，威海中心店的正式开业，揭开了公司向零售连锁企业转型的序幕，并在 2001 年正式推出“家家悦”这一服务品牌。经过多年发展，公司目前已经形成了以大卖场和综合超市为主体，专业店、百货店及便利店为有效补充的多业态发展格局。

图 1：家家悦历史沿革大事



资料来源:公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

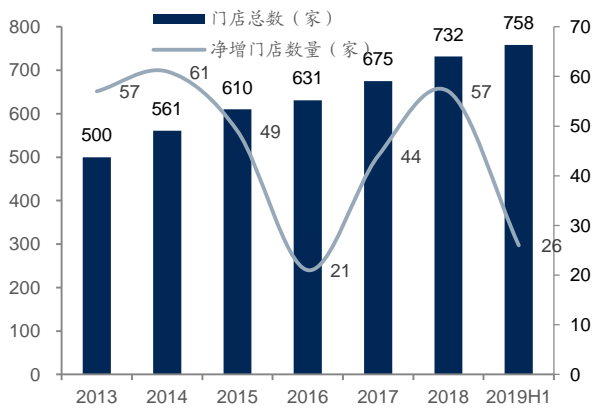
图 2：家家悦的五大经营业态



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

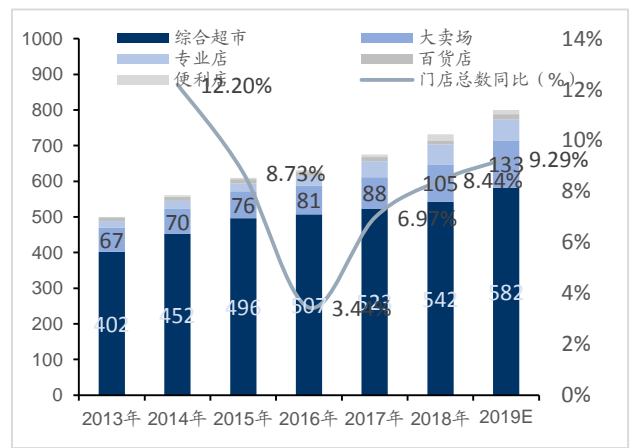
门店数量稳步增长，立足胶东加速异地扩张。从 2013-2019H1，公司门店总数从 500 家增加至了 758 家，各业态门店均呈现稳步增长态势。2013-2018 年分别净增门店 57 家、61 家、49 家、21 家、44 家和 57 家。截至 2019H1 公司各业态门店数达到 758 家，其中大卖场 123 家、综合超市 551 家、专业店 58 家、百货店 13 家、便利店 13 家，预计 2019 年底门店总数将达到 800 家，其中综合超市 582 家，大卖场 133 家。

图 3: 家家悦 2013-2019H1 门店数量变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

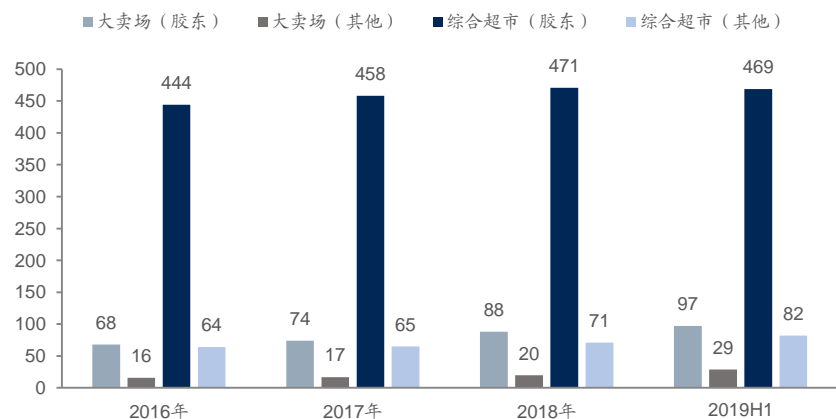
图 4: 家家悦分业态门店变化情况 (家、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

经营区域上，公司占据着胶东地区（青岛、烟台和威海）超市连锁零售的头把交椅，80%以上的门店位于胶东地区，80%左右的营收来自胶东地区。立足胶东，公司也在加快异地扩张步伐。一方面是省内扩张，往胶东以外的区域发展，目前公司在济南、淄博、枣庄、临沂等地均有门店布局，并在 2019 年 3 月宣布托管华润万家在山东的 7 家生活超市。另外，公司也在寻求省外发展，如 2018 年 11 月，投资持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权，获得 11 家超市门店；2019 年 11 月又拟以 2.1 亿元收购安徽淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权，后者目前拥有 31 处门连锁超市门店。

图 5: 大卖场及综合超市分区域门店变化情况 (家)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品结构：品类丰富，生鲜占据大头

在发展初期，公司便瞄准了生鲜市场。早在 1999 年 8 月，公司便在超市增加了生鲜食品经营，并逐步发展壮大，成为以经营生鲜为特色的全供应链、多业

态的综合性零售渠道商。公司生鲜经营坚持“直采”的采购模式，生鲜采购团队深入产地源头，减少流通环节，降低商品流转过程中损耗，在保证产品质量的同时也保持了价格低廉。

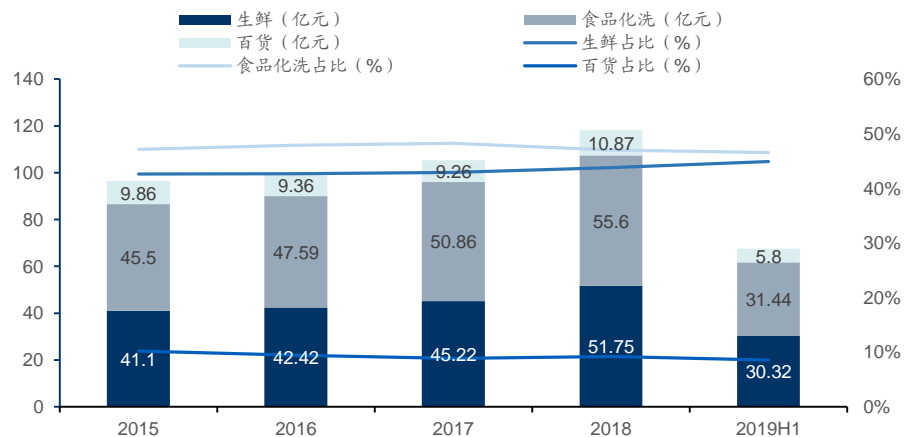
目前，公司主营产品包括生鲜、食品、化洗和百货四大部分，品类结构较为完善。从公司主营业务收入来看，生鲜占据大头，单品类在 2018 年便贡献了近 44%左右的收入；食品及化洗贡献 47%左右的主营收入，百货贡献占比为 9%左右。

图 6: 家家悦主要经营品类



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 家家悦分品类营收情况 (亿元、%)

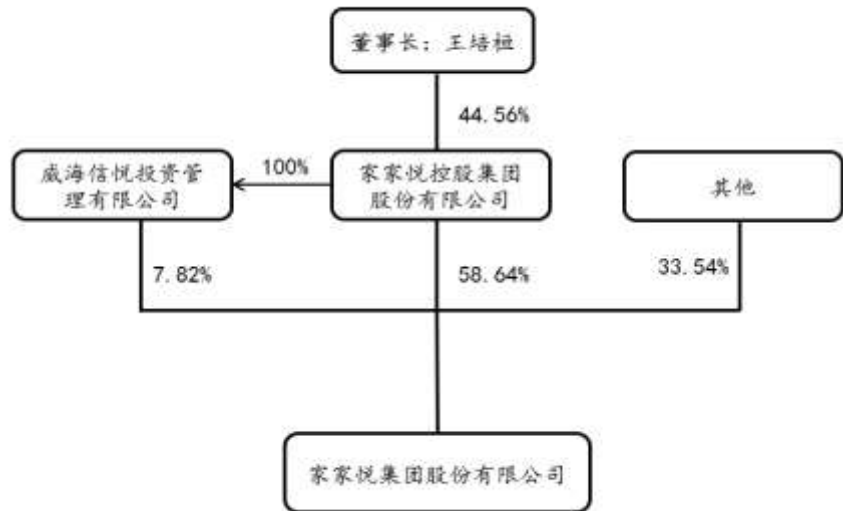


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构: 股权结构稳定, 管理层职业经验丰富

管理层持股比例高, 控制权稳固。截至 2019 年三季报, 公司控股股东公司家家悦控股集团股份有限公司 (下称“家家悦控股”) 直接持有 58.64%股份, 并通过全资子公司威海信悦投资管理有限公司持有 7.82%股份, 合计持有公司 66.46%股份。董事长王培桓则持有家家悦控股 44.56%股份, 为公司实际控制人。

图 8: 家家悦股权结构 (截至 2019 三季度)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层职业经历丰富，在连锁零售一线工作多年。公司董事长王培桓、监事会主席张爱国、副总经理丁明波等人均在零售一线具有多年工作经验。其中王培桓为高级经济师，历任文登县烟酒公司业务员、副经理，文登县副食品公司副经理、经理，山东省威海市糖茶酒类公司副经理等职务，目前还担任中国连锁经营协会副会长一职。张爱国曾担任山东省威海市糖茶酒类公司批发部主任、酒科科长，糖酒站副总经理等职。

表 1: 家家悦公司管理层情况

姓名	职务(注)	性别	年龄	主要工作经历
王培桓	董事长、总经理	男	64	本科学历，高级经济师，历任文登县烟酒公司业务员、副经理，文登县副食品公司副经理、经理，山东省威海市糖茶酒类公司副经理、经理、党支部书记，糖酒站董事长、总经理。目前还担任中国连锁经营协会副会长一职。
傅元惠	董事、党委书记、常务副总经理	女	64	本科学历，高级政工师。历任山东省威海市糖茶酒类公司工会干事、团支部书记、党支部副书记、财务科科长，糖酒站党支部书记、副总经理、党总支书记。
毕美云	董事	女	47	历任家家悦石岛 4 店店长，石岛区域区域总经理。
翁怡诺	董事	男	43	历任上海慧谷创业投资管理有限公司总裁助理、三菱罗斯福投资基金投资董事、中国国际金融有限公司直接投资部执行总经理
张爱国	监事会主席、副总经理	男	60	历任山东省威海市糖茶酒类公司批发部主任、酒科科长，糖酒站副总经理，家家悦董事、副总经理。
邢洪波	监事	男	39	历任糖酒站纪念路店实习店长，东方电子店实习店长，威海物流中心主管，威海物流中心经理。
陈君	监事	女	39	曾任职于糖酒站财务部，山东家家悦集团有限公司财务部、数据中心主任。
丁明波	副总经理	男	49	历任糖酒站食品科副科长、糖果补品科科长、采购部经理、采购部采购总监，山东家家悦集团有限公司营运部总监、市场部总监、副总经理，家家悦董事会秘书
郝芸	副总经理	女	46	历任烟台百货大楼部门经理，莱阳龙大超市处长、门店店长，糖酒站门店店长、区域总经理，山东家家悦集团有限公司门店店长、区域总经理、副总经理。
李美	副总经理	女	37	历任山东家家悦集团有限公司生鲜采购部科员、生鲜采购部分公司经理、生鲜采购部副总监，家家悦生鲜采购部高级经理、生鲜采购部总监
周承生	董事会秘书	男	46	历任山东家家悦集团有限公司财务部会计、财务部科长、风险管理部部门经理、人力资源部总监，家家悦财务部高级经理、财务部副总监、证券事务代表。
姜文霞	财务总监	女	45	历任糖酒站信息系统负责人，山东家家悦集团有限公司财务部总监。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示: 公司首发原始大股东家家悦控股与威海信悦投资合计持有的占公司

总股本 66.46%的 4.04 亿股限售股在 2019 年 12 月 13 日解禁，届时公司可能面临大股东减持的压力。

生鲜关键点在于效率提升、满足国人便利性消费需求

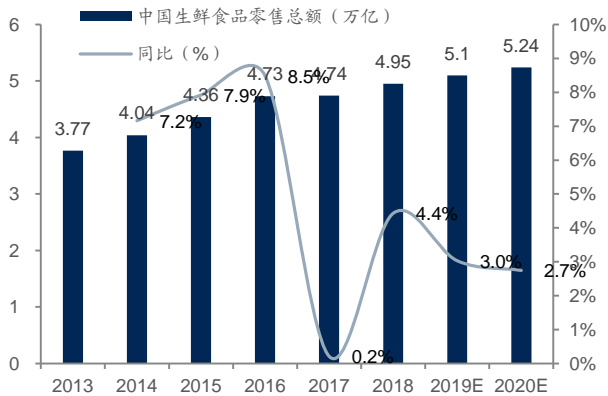
市场规模近 5 万亿元，呈现市场容量巨大，低毛利率、高频率消费特征。生鲜产品主要包括蔬菜、水果、水产品 and 肉禽四大类，由于保质期短，具备高频引流特征。根据波士顿咨询公司（BCG）与阿里研究院此前做的一份对超过 4200 名消费者的调研，36%的受访者表示他们每周购买新鲜蔬菜的次数超过 3 次，以保证产品的新鲜度，而每周 1 次及以下的受访者比例只有 22%，且平均有 60%的消费者表示在上一次购买生鲜产品时也交叉购买了其他零售产品。尼尔森针在《中国生鲜电商市场研究白皮书》中做的调查显示，大卖场和超市渠道消费者购买蔬菜/肉/水产品的平均频次为 2.72 次/每周。

图 9: 四大生鲜类产品



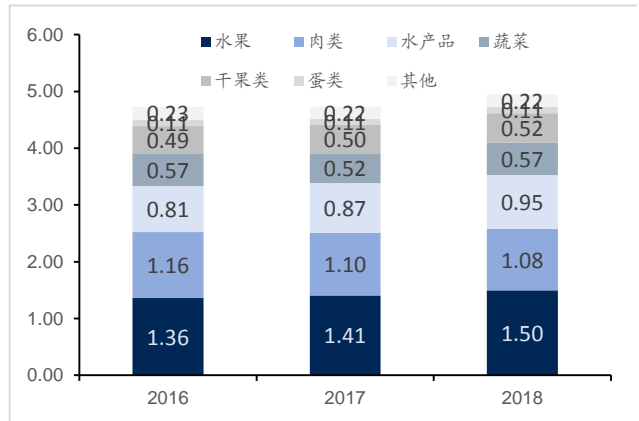
中国生鲜零售市场规模近 5 万亿元，水果、肉类占比较高。据 Euromonitor 统计数据，2018 年中国生鲜零售市场总额为 4.95 万亿元，同比增长 4.5%。其中水果和肉类贡献较大，2018 年零售额分别为 1.5 万亿元和 1.08 万亿元，占比分别为 30.27%和 22%。

图 10: 中国生鲜零售市场总额 (万亿)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 11: 中国生鲜零售市场分品类份额 (万亿)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

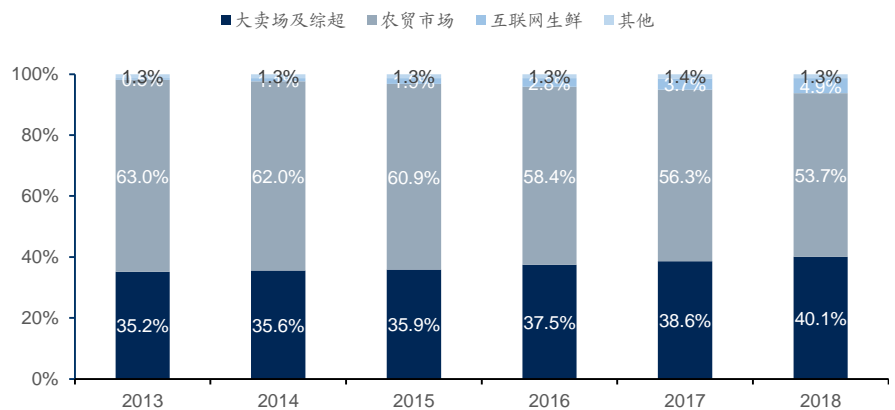
市场格局方面，农贸市场和超市渠道占据绝大部分市场份额。目前生鲜行业主要包括三大竞争者，分别是农贸市场、综合超市和生鲜电商，生鲜电商又包括综合电商、生鲜垂直类电商、生鲜 O2O 三种业态。其中农贸市场渠道占比最高，但呈现下降趋势，占比从 2013 年的 63% 下降至了 2018 年的 53.7%；超市渠道位居次席，占比逐步提升，从 2013 年的 35.2% 提高到了 2018 年的 40.1%；电商渠道占比较小，不过增速较快，占比从 2013 年的 0.5% 增加至了 2018 年的 4.9%。

表 2: 生鲜行业主要经营业态

经营业态	代表企业	优势	劣势
农贸市场	全国各地农贸市场	产品鲜活度高、传统议价氛围	价格不透明、部分卫生环境差、仓储设备陈旧
综合超市	永辉超市、大润发、家家悦等遍布全国各地的超市	购物环境舒适、价格透明、农超对接	仓储、冷链物流成本较高
电商平台			
——综合电商	天猫、京东	购物便捷、早期积累的品牌优势	商家众多，质量把控难；配送时间长
——垂直电商	每日优鲜、天天果园	深耕细分领域，全程把控产业链；社区前置仓配送快、取货便捷	消费者习惯培养成本高；前置仓铺设、维护成本高
——O2O	盒马鲜生、超级物种	线上线下结合，丰富购物场景；购物+餐饮吸引客流	消费者购物习惯培养；供应链体系建设成本高

资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

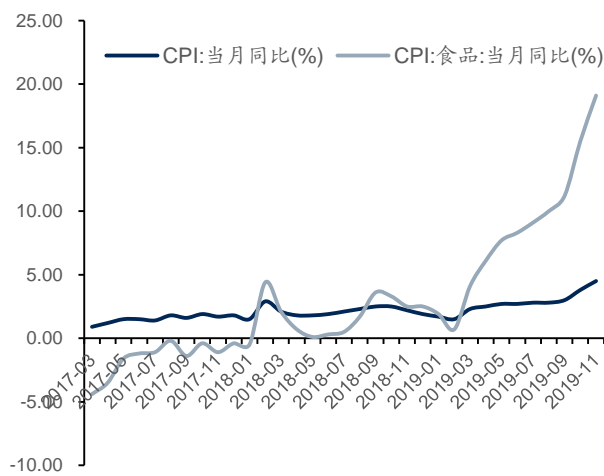
图 12: 中国生鲜市场销售渠道占比变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

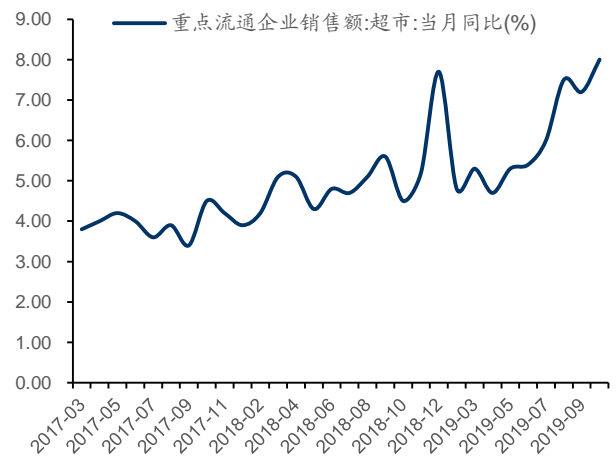
食品 CPI 高位还将维持一段时间。今年以来，受益于 CPI 同比涨幅扩大，特别是食品 CPI 处于高位，超市行业重点流通企业销售额增速有所提升。国家统计局数据显示，2019 年 11 月全国 CPI 同比涨幅达 4.5%，涨幅扩大 0.7pct，其中，食品价格上涨 19.1%，涨幅相比 10 月扩大 3.6pct，影响 CPI 上涨约 3.7pct，非食品上涨 1%。食品中，鲜菜价格由上月下降转为上涨 3.9%；猪肉价格同比上涨 110.2%，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 11.8%至 25.7%之间。受益于此，2019 年以来，超市行业重点流通企业销售额当月同比涨幅维持在 4.8%以上，10 月的同比涨幅达到 8%，涨幅较 9 月扩大 0.8pct。预计由于今年猪肉等物价上涨对明年 CPI 的滞后影响，加之春节效应，CPI 涨幅一段时间内可能仍会较高，继续推动超市销售额同比增加。

图 13: CPI 当月同比和食品 CPI 当月同比 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)

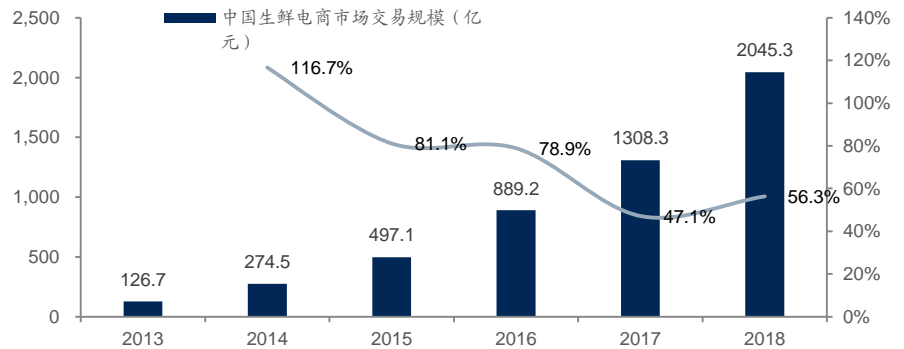


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

市场竞争分析电商篇：生鲜电商成本高企，盈利模式仍然存疑

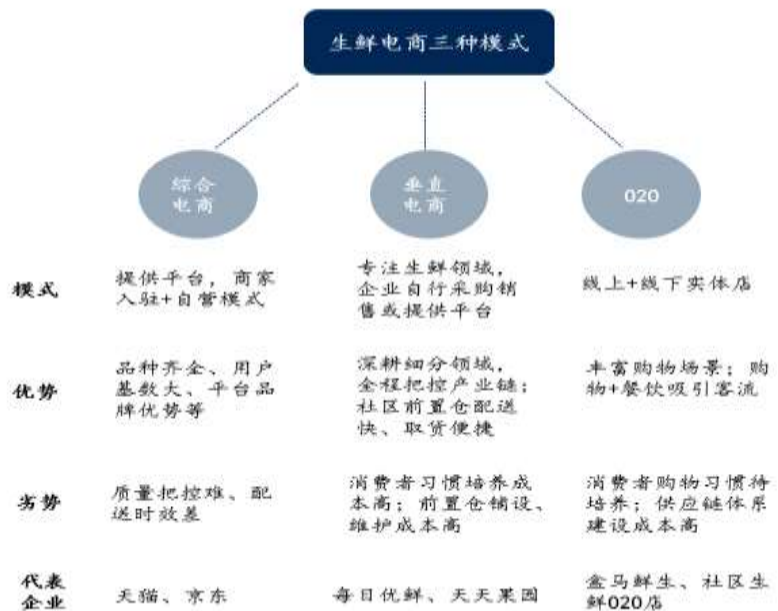
过去几年，国内生鲜电商市场经历了爆发式的增长，成为了线下生鲜超市领域最受关注的**话题之一**。艾瑞咨询数据显示，国内生鲜电商市场交易规模从 2013 年的 126.7 亿元快速增长至了 2018 年的 2045.3 亿元，2014-2018 年的复合增速高达 65.22%。但可以看到，在近 5 万亿的生鲜市场中，电商渠道占据极少，还未形成一定的规模。我们认为根本原因在于生鲜产品高度非标准化的特性对企业的冷链技术、物流管理及仓储设备提出了非常高的要求，成本高企成为生鲜电商发展的核心障碍，行业不断爆出企业破产出局的新闻。如 2019 年 10 月 29 日，迷你生鲜在其公众号表示因经营不善/长期亏损，导致暂停运营，且有共计 800 万的待退款订单及会员费。中国电子商务研究中心 2016 年的一份统计数据显示，彼时全国 4000 多家生鲜电商仅 1%盈利，88%亏损。

图 15: 中国生鲜电商市场交易规模 (亿元, %)



资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 16: 生鲜电商的三种主要模式



资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

一方面, 生鲜产品的保鲜、储藏与运输同样具有明显的非标准化。以海鲜为例, 不同品类对加工方法、水温、盐度以及含氧量的要求都不尽相同, 而不同品类的蔬菜保鲜更是对日照、温度、湿度等 外部环境要求差异很大。目前来看, 生鲜产品保鲜、储藏与运输的高度差异化与复杂性对绝大多数线下企业都是巨大难题, 对线上企业而言更是难以逾越的鸿沟。

表 3: 海鲜品种的多种细分

细分方法	涵盖种类
一般分类	贝类、鱼类、蟹类、虾类等
产地	国产、东北亚、非洲、美洲、阿拉斯加、印度洋等
养殖方法	野生、海水圈养、鱼塘养殖、放养等
加工方法	冻品、活鲜、冰鲜、干货等

资料来源:国信证券经济研究所整理

此外，烧钱补贴、低客单价等问题也制约着生鲜电商的发展。

- 为吸引流量并培养用户习惯，烧钱补贴是生鲜电商开拓市场的常用方式，甚至会进行亏损补贴，对资金链提出了极高的要求。如 2019 年 10 月 29 日因经营不善暂停运营的迷你生鲜曾表示，2019 年 4 月开始，因发展速度过慢，公司针对商品价格进行补贴，所销售商品平均每个订单亏损 5-10 元，其中部分进口产品（榴莲/山竹/椰青等），单个订单亏损 20-30 元。在风投收紧的情况下，迷你生鲜最终失去了造血能力。

图 17: 迷你生鲜进行亏损式补贴

退款系统启用及部分疑问解答

迷你生鲜 迷你生鲜 11月3日

在迷你生鲜公布重组公告后，各界人士及媒体均十分关注我司动向，在微信后台也收到多名记者的提问及相关权益人的质询，针对部分重点提问及质询，我们将在本真公告内进行回复。

一、迷你生鲜的具体会员数量？

根据后台统计数据，迷你生鲜总会员数为47000人，非外界传言80000人，其中近60%为早期会员，会员价格为199元，且已经享受9个月（总数为12个月）的会员单发货，虽未完全履行会员权益，但这部分会员收到的会员单，市场价值已远超会员费用。

二、迷你生鲜的资金具体去向？

迷你生鲜是典型的互联网补贴型电商平台，在早期（2018年10月-2019年3月），采取的是对会员单进行补贴，所享受的12个月会员单价值远超会员费，公司再通过后期的正常销售盈利利润，补贴这部分的费用与成本。

在2019年4月开始，因迷你生鲜的发展速度过慢，做出了最错误也是致命的决策——针对商品价格进行补贴，所销售商品平均每个订单亏损5-10元，其中部分进口产品（榴莲/山竹/椰青等），单个订单亏损20-30元。

资料来源:迷你生鲜公众号、国信证券经济研究所整理

- 面临客单价低的致命危机。生鲜电商从前端来讲和线下超市没有区别，同样面对着房租、人工成本，且还包含配送物流成本。从永辉超市、家家悦等上市公司财报可以得知，生鲜终端销售的毛利率一般低于 20%。我们设定毛利率为 20%，客单价为 50 元，企业有 10 元的盈利空间，而生鲜产品在仓储物流配送中损耗率通常也会达到 10%以上，仅这一项就可以抹平企业的盈利，更别说加上房租、人工和配送成本了。

总体而言，在这样一个充分竞争且消费者培养成本高的市场，生鲜电商目前没有比较好的盈利和现金流状态，仍处在探索调整过程当中。

表 4: 2019 年以来关闭或暂停营业的生鲜电商（节选）

企业	关闭原因
妙生活	高额的成本使得短期内难以盈利
吉乃鲜	融资失败，大规模裁员和关仓
鲜生友请	资金链紧张、非法集资、内部利益输送
迷你生鲜	经营不善/长期亏损

资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

市场竞争分析超市篇：看好“生活圈”布局理念，符合便利性消费趋势在生鲜市场中，线下超市渠道日益重要。上个世纪 90 年代，线下超市开始经营

生鲜产品，销售品类和规模逐步扩大。与传统的农贸市场相对，由于具备购物环境舒适、商品的一致性和稳定性更好等优势；由于生鲜产品非标特征，品种多样化叠加不同季节差异、不同等级差异带来的价格波动等，原有的生鲜超市龙头相比电商平台而言在生鲜直采、对多样化商品的理解上肯定具备供应链运营领先优势的。

表 5：线下超市/便利店大致竞争格局情况（按 2018 年营收规模）

2018 年营收规模	企业	主要经营区域	2018 年门店数	2018 年营收(含税亿元)	
500 亿元以上	华润万家	全国	3192	1012.54	
	大润发*	全国	407	959	
	沃尔玛	全国	441	804.9	营收为估计值
	永辉超市*	全国	1275	767.68	营收为估计值
	联华超市股份有限公司*	全国	3371	492.3	
200-500 亿元	家乐福	全国	302	474.64	统计口径为大中华区
	物美科技集团有限公司（快消部分）	全国	876	376.45	
	家家悦*	山东、河北	584	227.85	快消部分
	步步高*	湖南、广西、江西、川渝	576	225.08	快消部分
	中百仓储超市*	湖北、重庆	183	220.49	
	锦江麦德龙现购自运有限公司	全国	94	213	
	世纪华联超市	江苏、上海、浙江等多省市	4269	179.8	
	东莞市糖酒集团美宜佳便利店	广东、福建、湖南、江西、湖北等十五个省市	15559	168.09	
	供销大集集团股份有限公司*	全国	235	153.43	营收为估计值
	盒马鲜生	上海、北京、广东、浙江、江苏、四川、湖南、福建等多个省市	149	140	营收为估计值
100-200 亿元	卜蜂莲花	广东、上海、北京、江苏等省市	116	137.35	
	华联综超*	全国 20 多个省、市、自治区	160	135.67	营收为估计值
	红旗连锁*	四川省	2817	130.52	营收数据含关联销售
	新华都*	福建省	127	130.47	
	永旺中国投资有限公司	北京、山东、江苏、湖北、广东等地	78	125.8	
	武汉武商超市	湖北省	77	119	
	重庆百货大楼超市事业部	重庆、四川、贵州、湖北	173	104.73	
	小于 100 亿元	其他超市业态门店			

资料来源:中国连锁经营协会、国信证券经济研究所整理

备注: 仅统计有生鲜销售的线下超市/便利店, *为 A 股或港股上市公司

随着 2019 年几起并购大事的发生，上述表格的格局将发生变化：苏宁易购通过收购家乐福中国上榜；物美通过收购麦德龙中国后行业占有率将进一步提升；公司从青岛维克并购、受让山东华润万家门店，到省外进入河北、拟进入安徽等都是选择较小的并购标的，体现其稳健外展策略。

表 6: 2019 年中国超市行业重大并购事件

时间	交易买方	交易标的	交易对价	备注
2019/4/11	永辉超市	中百集团 10.14% 股份	不超过 5.59 亿元人民币	12 月 16 日宣布取消
2019/9/26	苏宁易购	家乐福中国 80% 股权	48 亿人民币	
2019/10/11	物美集团	麦德龙中国 80% 股权	未披露	
2019/11/21	家家悦	淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权	2.1 亿元人民币	

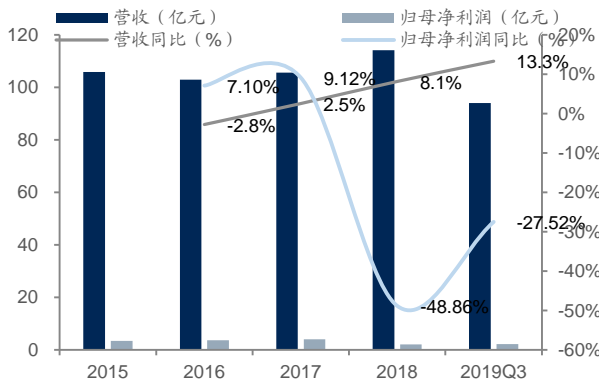
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

从以上竞争格局和并购事件可以看出,目前线下超市主要存在全国广度布局+大笔收购迅速扩大市场份额;区域密集布局+收购区域中小连锁超市两种模式。公司采用第二种模式,对于 A 股投资人来说可以获得较好的盈利稳健增长预期,从消费趋势而言公司的立体化门店布局也契合便利性消费趋势。

➤ **盈利水平稳健方面:** 如果企业缺少足够的渠道优势和精细化管理能力,采用大规模并购的模式将对经营状况造成较大的波动,而偏稳重的扩张模式更利好经营状况的稳定。以利群股份为例,该公司在 2018 年 5 月以 16.65 亿元收购乐天购物旗下香港 2 家子公司及华东区 10 家子公司 100% 股权。收购完成后,由于需要对门店进行装修改造、并承担房租、水电、人工成本等固定的费用开支,公司 2018 年的多项财务数据同比出现明显下滑。2018 年公司存货增加 7.85 亿元,经经营活动产生的现金净流量下降 97.73%,归属于上市公司股东的净利润同比下降 48.78%。

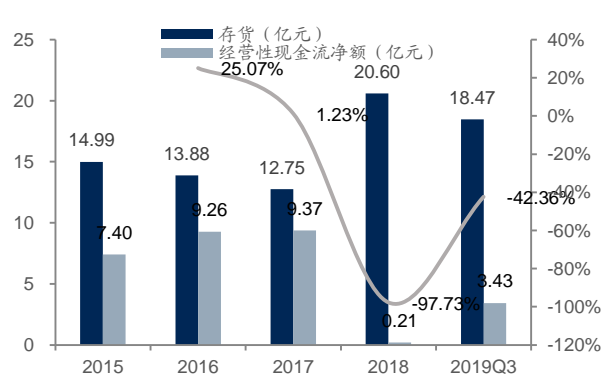
而公司在 2017 年底以 3.47 亿元收购青岛维客 51% 股权后,业绩并未出现波动,2017 年、2018 年分别实现营收 113.30 亿元 (+5.14%) 和 127.31 亿元 (+12.36%); 归母净利润分别为 3.10 亿元 (+23.68%) 和 4.30 亿元 (+38.35%)。

图 18: 利群股份营收和归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 利群股份存货及经营性现金流情况 (亿元)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ **便利性消费趋势方面:** 根据麦肯锡在 2018 年 3-4 月针对中国生鲜市场做的调查,在去哪买生鲜商品这个问题上,商品种类的丰富性和购物的便利性是消费者看中的因素。尽管不同年龄段的消费者在购买生鲜产品时对于要素的排序有所不同,但商品质量、品种和便利性这三项受到了普遍重视。这意味着,不同年龄层的消费者或多或少都希望在社区附近或者几公里范围内解决购买生鲜产品的需求。如同公司提出的“生活圈”

经营思路,为顾客打造十分钟生活圈,满足消费者对于便利性的需求。这一经营思路可以从公司的门店面积和选址看出:公司超市和大卖场业态的门店面积普遍小于永辉超市和高鑫零售的。公司综合超市的单个门店平均面积在 1300m²左右,远远小于永辉超市的 8000m²;公司的大卖场单个门店平均面积为 7000 m²左右,而高鑫零售的高达 2 万多 m²。

表 7: 家家悦门店的面积小于永辉超市和高鑫零售

公司	2017	2018	2019H1
家家悦			
大卖场门店数量(家)	74	88	97
平均门店面积(m ²)	6349	7038	7049
综合超市门店数量(家)	458	471	469
平均门店面积(m ²)	1308	1279	1285
永辉超市			
超市门店数量(家)	806	708	791
平均门店面积(m ²)	6551	8649	8367
高鑫零售			
综合性大卖场门店数量(家)	461	484	485
平均门店面积(m ²)	27028	26860	26804

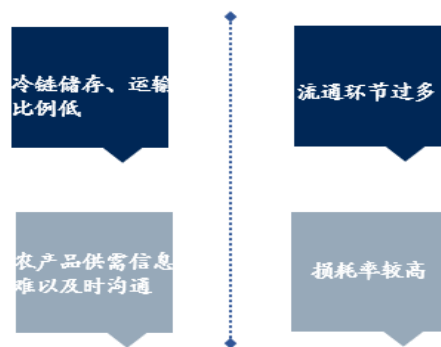
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

正如公司副总经理丁明波在“2019 中国社区商业大会”上所说,家家悦 750 家门店中 30%以上都开在社区,社区市场一直是家家悦重点发展和渗透的领域。家家悦在选址上贴近消费者,把店开进社区,并利用的会员系统,通过大数据,为顾客做精准画像,提供居民生活的商品。

行业竞争点: 成本管控能力

生鲜产品本身具备鲜活性,易腐性,品质差异大等特点,对于物流运输和储存要求高。根据中国连锁经营协会和招商路凯联合发布的《中国零售业生鲜周转筐应用调查报告》,我国生鲜运输过程中存在冷链储存、运输比例低;流通环节过多;农产品供需信息难以及时沟通;产品在运输过程中损耗率较高等问题;《中国零售业生鲜周转筐应用调查报告》提到,据有关部门统计,国内生鲜产品从产地发运便以纸箱、泡沫箱等一次性包装为主,果蔬等生鲜农产品流通损耗率高达 20%至 30%,而发达国家仅为 1.7%至 5%。

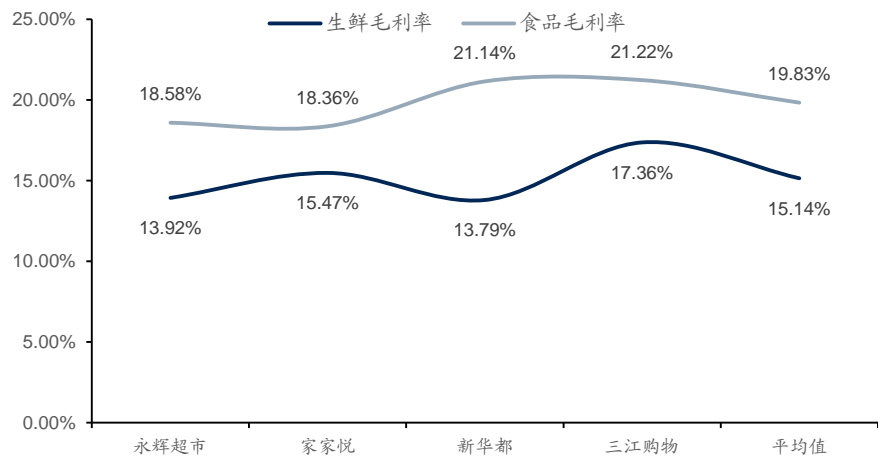
图 20: 中国生鲜产品运输过程中存在的问题



资料来源:《中国零售业生鲜周转筐应用情况调查报告》、国信证券经济研究所整理

由此导致企业经营管理成本较高，从超市企业细分品类的毛利率可以看出这点。以永辉超市、家家悦、新华都和三江购物为例，四家公司生鲜产品毛利率均低于食品毛利率，四家公司 2019H1 生鲜平均毛利率为 15.14%，低于食品的平均毛利率 19.83%。由此我们认为，在生鲜领域，成本管控将是企业竞争的核心优势所在，涉及到供应链体系建设、门店管理能力和损耗控制能力等，那些供应链体系完善，冷链物流成本控制优的企业将更具优势。

图 21: 生鲜毛利率低于食品毛利率 (%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 家家悦食品毛利率为食品+化洗

公司竞争优势: 高效的生鲜供应链体系及品牌影响力

分析公司在生鲜市场的竞争优势，我们将从消费者需求出发，看看消费者在选购生鲜产品时需要什么，再分析公司有什么，可以为消费者提供什么，从而使得其在万亿生鲜市场脱颖而出。

线下生鲜市场: 消费者在意什么，企业需要什么

市场上连锁超市门店较多，消费者可选空间大，而具体步入哪家超市完成购物行为，会受到价格、品牌、便利性等因素的影响。根据相关实证研究和问卷调查，我们认为购物体验（包括环境卫生、服务态度）、到达便捷性、产品齐全度、商品价格、商品质量和品牌知名度是影响消费者选择超市的 6 大主要因素，也是影响消费者粘性的重要因素。

图 22: 影响消费者超市选择的 6 大主要因素



资料来源:CNKI、国信证券经济研究所

超市端来看，这 6 大主要因素则对经营者提出了相应的要求。如到达的便捷性要求门店选址靠近人均密集区域，同时门店数量保证一定的覆盖度；产品齐全度需要企业拥有良好的采购能力；商品质量则对企业的物流运输体系，存货管理体系等提出了要求；品牌知名度则要求企业拥有优秀的会员管理体系和推广宣传力能等。

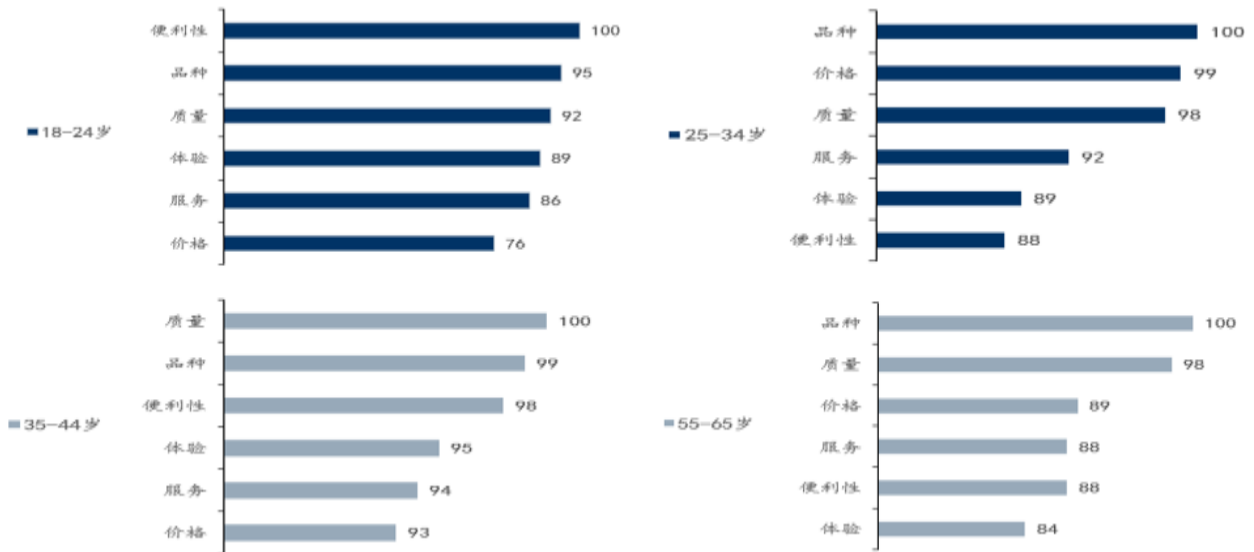
图 23: 消费者需求对超市经营者提出的要求



资料来源:CNKI、国信证券经济研究所

具体到生鲜市场，消费者对于质量、品种和便捷性最为看重。根据麦肯锡在 2018 年 3-4 月针对中国生鲜市场做的调查，在去哪买生鲜商品这个问题上，中国线下消费者最看重质量，质量也决定了他们是否会相互推荐。同时，商品种类的丰富性和购物的便利性也是消费者看中的因素。尽管不同年龄段的消费者在购买生鲜产品时对于要素的排序有所不同，但商品质量、品种和便利性这三项受到了普遍重视。

图 24：不同年龄段消费者购买生鲜产品时考虑的因素



资料来源:麦肯锡中国生鲜市场调查、国信证券经济研究所整理 (2018, N=4993)

注: 数字越大代表越重视

公司拥有有什么：高效的生鲜供应链体系构建竞争优势

公司自 1995 年转型从事连锁零售以来，便坚持多业态并举的发展战略，形成了以大卖场和综合超市为主体，专业店、百货店和便利店为有效补充的多业态发展格局。

销售品种也随着逐渐丰富，其中生鲜产品历史最为悠久也最为知名，在生鲜销售上，公司已经建立了全球统一直采、集中生产加工、物流统一配送的供应链模式，通过源头直采模式，用差异化提升竞争力，这正是公司构建竞争壁垒的优势所在。针对公司高效的生鲜供应链体系，我们将从源头直采模式、生产加工和物流配送三个方面进行分析。

➤ 源头直采：从源头上控制商品质量，用标准化保证品质

早在 1999 年 8 月，公司便在超市增加了生鲜食品经营，并始终贯彻了以“生鲜为特色”的经营理念，建立起了全球直采模式，并在 2008 年 12 月成为了首批农业部、商务部确定的农超对接企业。

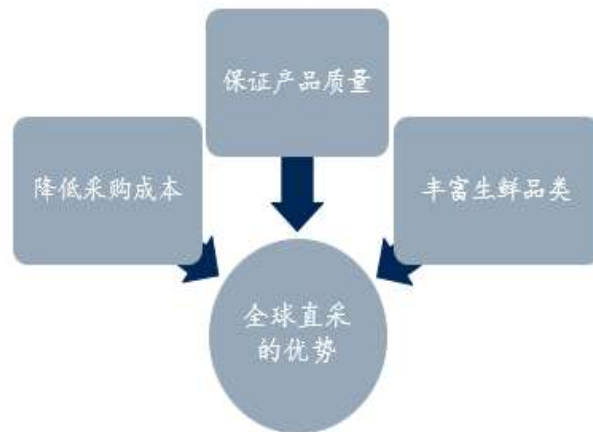
具体来看，公司的源头直采主要包括：**1）与国内农业生产基地合作**，公司已经与国内 200 多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同；**2）与生产企业合作**，目前公司与超过 2500 家厂商建立稳定的合作关系，其中与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等 500 余家厂商保持了十年以上的良好的合作关系；**3）与国际生鲜供应商合作**，目前公司已与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立合作关系，批量引进国外优势生鲜商品，丰富生鲜品类。目前，公司超过 80% 的生鲜都采取了“源头直采”的模式。

图 25: 家家悦全球直采模式



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 26: 全球直采的优势



资料来源:公司招股说明书、商务部、国信证券经济研究所整理

➤ **生产加工：“中央厨房”模式打造自主品牌，提升产品体验+盈利能力**

公司不断优化供应链体系，拉长做大产业链条，建设自有工厂、生鲜加工中心、“中央厨房”优化农产品供应链，增强农产品的后加工能力,大力发展自有品牌，提高农产品的标准化、品牌化，强化生鲜的竞争优势。

所谓中央厨房，由公司在 2013 年下半年建成，生产酱卤制品、中西式面点、快餐、粥汤、凉菜，将传统意义的单店厨师现场制作升级为由公司集中研发、

统一配方、批量生产，集农副产品、熟食加工与配送于一体的现代化高效体系。其主要目的在于打造自主品牌并实现生鲜自制标准化、食品安全可追溯、服务顾客特色化和成本控制规范化，从而提升盈利能力和区域品牌影响力。

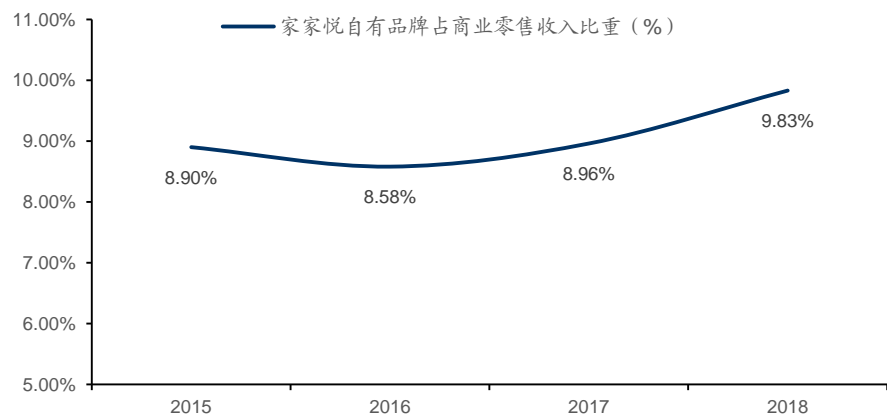
图 27: 中央厨房运作主要连接的五点



资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

我们可以看到，公司目前已经拥有了“悦记飘香”、“麦香苑”、“悦味颂”“悦天然”等多个自有品牌，销售收入占主营收入的比重也在不断提升。由于自有品牌毛利率较高且较容易增强用户粘性，随着自有品牌占比进一步提升，公司的盈利能力将得到进一步增强。从同行对比来看，2018年公司自有品牌的销售占比达到9.83%，远超同业大多数公司。

图 28: 自有品牌占商业营业收入的比重 (%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29: 家家悦自有品牌

自有品牌	主营产品	自有品牌	主营产品
	杂粮、干果蜜饯、糖、干菜、干料、干海产		服装
	食用油类		酱卤类、腌类产品及肉制品专柜产品
	大米		面包系列
	桃酥类和月饼类		日常所需的非食品商品
	配餐中心的主品牌		

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 物流配送: 为高效供应链体系的建设奠定基础

公司坚持“发展连锁、物流先行”的理念，在威海、烟台、济南莱芜、青岛、张家口等地建设物流中心，形成支撑连锁业务拓展的立体式物流网络。常温配送方面，公司目前在山东和河北共计拥有 5 处常温物流配送中心，形成了山东省内 2.5 小时配送圈，杂货日均吞吐量达 21 万件；生鲜物流方面，公司目前设立了威海、烟台、青岛、莱芜、宋村、张家口 6 个生鲜物流中心，分别对覆盖区域内连锁超市提供生鲜配送服务，生鲜日均吞吐量超过 1600 吨。

此外，公司还在 2016 年 12 月投资设立了云通科技公司，整合公司的冷链运输车 and 自有货源、库源，旨在打造一个面向社会、以冷链一体化物流服务为特色的公共物流信息服务平台。

表 8: 家家悦物流中心情况

类别	物流中心名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐量	日峰值吞吐能力
常温物流	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
	青岛物流中心	-	-	-
	莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件
	张家口物流中心	-	-	-
生鲜物流	威海物流中心	3.2	340 吨	700 吨
	烟台物流中心	0.18	130 吨	500 吨
	青岛物流中心	-	-	-
	莱芜物流中心	0.40	130 吨	500 吨
	张家口物流中心	-	-	-
	宋村物流中心	2.21	790	2200
物流信息平台	云通科技	-	-	-

资料来源:公司官网、招股说明书、国信证券经济研究所整理

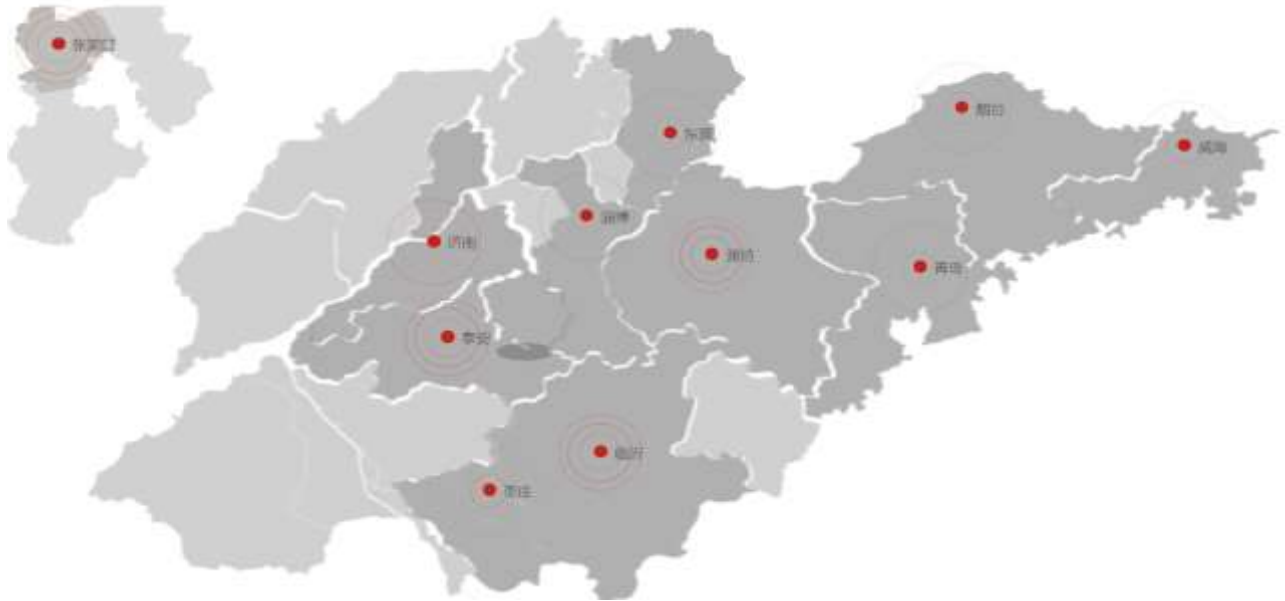
公司拥有有什么: 多业态密集布局满足便利性需求, 会员体系提升消费体验

公司坚持区域密集、多业态并举、城乡一体的发展战略。如前文对消费者需求分析时指出，到达的便捷性需求要求门店选址靠近人均密集区域，同时门店数

量保证一定的覆盖度，从而为消费者提供就近的生活购物服务。截至 2019H1，公司共有门店 758 家，其中大卖场 123 家、综合超市 551 家、专业店 58 家、百货店 13 家、便利店 13 家，预计 2019 年底门店总数将达到 798 家。

从分布区域来看，公司的门店覆盖了山东省内包括威海、烟台、青岛、潍坊、枣庄在内的 11 个城市，异地则覆盖了河北省张家口市，以及正在收购安徽淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权，准备进军安徽市场。

图 30：公司门店目前覆盖的地区



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

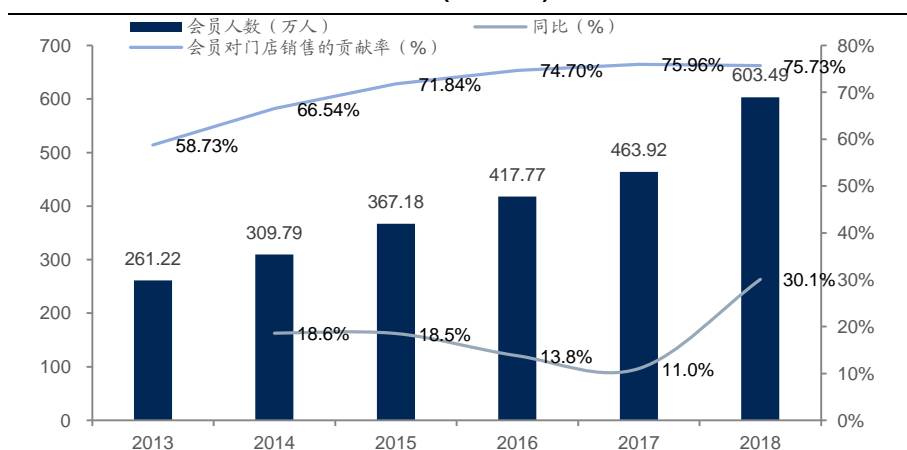
公司在门店选址上，根据商圈客群和消费需求，对各业态门店进行精细分级和精准定位，力求做到交通位置便利，贴近消费群体。以公司 2019 上半年新开的门店为例，我们研究发现大多数门店均开在人群密集区域或者践行城乡一体战略，进一步完善区域布局，以获取更多的客流。如 2019 年 1 月在济南新开一家门店，位于济南槐荫区保利中心，方圆三公里内分布着山东科技大学（济南校区）等高校和济南火车站等人员密集场所；2019 年 4 月在威海新开的文登康业现代城店附近有文登购物广场、润泰购物广场及多处住宅区。

表 9: 家家悦 2019 上半年新开门店情况 (节选)

地市	店部名称	地址	开业时间	租 赁 期 限 (年)	合同面积(m ²)	地理位置
济南	济南保利中心	山东省济南市槐荫区经一路	2019/1/25	16	1,350	山东科技大学(济南校区)、济南火车站
青岛	青岛即墨幸福广场店	山东省青岛市即墨区黄河三路	2019/1/18	15	5,562	附近有住宅区、即墨区新兴中学、兴华幼儿园
威海	文登康业现代城店	山东省威海市文登区天福办昆崮路东、峰山路南康业现代城居民小区	2019/4/26	15	7,123	附近有文登购物广场、润泰购物广场及多处住宅区
烟台	烟台招远金脉华府店	山东省烟台市招远市金城路	2019/1/18	15	4,435	附近有招远市人民医院、银座商城、金脉华府小区
烟台	烟台大悦城店	山东省烟台市芝罘区北马路	2019/1/17	12	3,589	地处海湾主题股购物中心;附近有烟台火车站、汽车站,靠近烟台山景区
烟台	莱阳阳光城店	山东省烟台市莱阳市金山大街	2019/6/3	15	5,772	附近住宅区较多、靠近银座购物中心
烟台	烟台莱山德尚世家店	山东省烟台市莱山区庆祥路	2019/5/23	12	1,960	附近有德尚世家、大华上海滩花园等住宅社区;莱山区实验小学(万光校区)
张家口	宣化区阳光店	张家口市宣化区宣府大街	2019/5/30	15	7,400	附近有宣化古城景区、阳光广场购物中心及宣化火车站
其他	淄博周村店	山东省淄博市周村区正阳路	2019/4/18	15	3,129	位于周村古镇,明朝嘉靖年间已有“周村店”称谓,乾隆皇帝御赐“天下第一村”
其他	东营广饶新天地店	山东省东营市广饶县孙武路	2019/4/29	15	4,157	地处繁华区,靠近佳乐步行街,挖掘县域消费机遇

资料来源:公司公告、百度地图、政府网站、国信证券经济研究所整理

此外,公司积极打造会员体系,利用大数据加强会员消费分析,为顾客详细画像,提供精准化、专业化的会员服务,增强了顾客的购物体验感和忠诚度。截至 2018 年末公司会员人数 603.49 万,以品牌优势凝聚了庞大、高粘度的会员群体,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%。

图 31: 家家悦会员人数及销售收入情况(亿元, %)


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

成长动能: 稳健全国扩张, 同店增长靓丽

稳步推进全国扩张, 抢占市场机遇

近年来,公司稳步推进门店扩张,2016-2018 年分别新开门店 49 家、68 家、85 家,预计 2019 年全年新开门店达到 91 家。而除了坚持在山东省内扩张之外,公司也逐步开启了异地扩张之路,通过收购张家口福悦祥进入河北市场,受让

华润万家山东门店，拟收购安徽快乐真棒商贸进入安徽市场，为公司持续增长提供动力。

➤ 山东省内：立足胶东瞄准鲁西，强化龙头地位

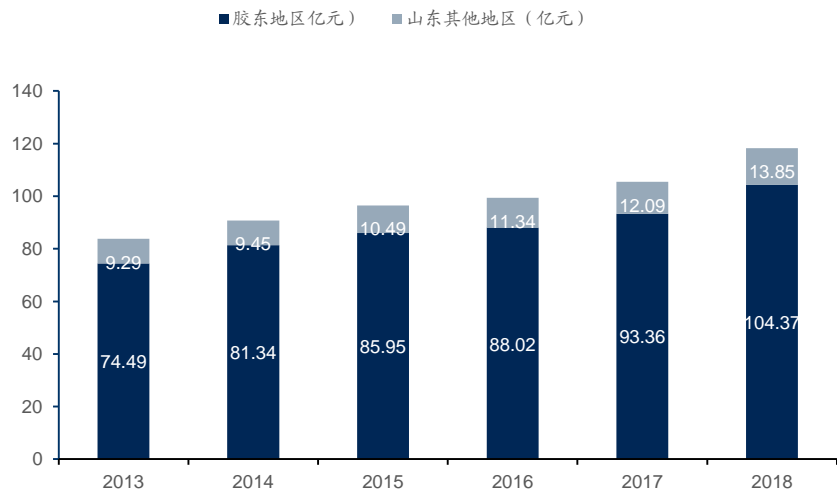
作为发家于胶东的连锁零售企业，公司正加快布局山东中西部的步伐。从门店数量上看，2013-2018年，公司在胶东地区共计净增门店 231 家，门店总数从 446 家增加至 629 家，复合增速为 7.12%；在山东其他地区共计净增门店 58 家，门店总数从 54 家增加至 105 家，复合增速为 13.79%，高于胶东地区门店的复合增数。自 2018 年山东西部等扩店加快，公司仍然保持了较好的毛利率和运营效率，包括对青岛维客的运营调整等，都超出了市场预期。

表 10: 分地区门店净增情况 (个)

地区	门店	2018	2017	2016	2015	2014	2013	净增总数 (家)	复合增速 (%)
胶东地区	净增门店 (家)	40	38	20	35	50	48	231	
	期末门店总数 (家)	629	589	551	531	496	446		7.12%
山东省内其他地区	净增门店 (家)	17	6	1	14	11	9	58	
	期末门店总数 (家)	103	86	80	79	65	54		13.79%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

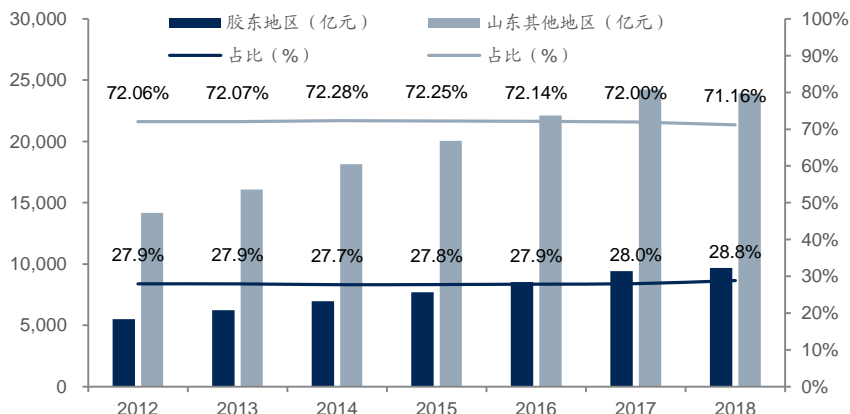
图 32: 分地区营收占比情况 (亿元)



山东省其他地区有庞大的消费市场

1) 从社会消费品零售总额来看，山东省 70% 以上的社会消费品零售总额实际上在胶东以外的地区，2018 年山东省全省社会消费品零售总额为 3.36 万亿，其中胶东地区为 9692 亿，胶东以外其他地区为 2.39 万亿，占比为 71.16%。

图 33: 山东省社会消费品零售总额分地区情况



资料来源:Wind、威海市统计局、国信证券经济研究所整理

注: 胶东地区包括青岛、威海和烟台

2) 从市场格局来看, 公司作为山东本土超市连锁龙头, 品牌认知度高、市场信任度较好, 在往山东中西部扩张的过程中拥有一定优势, 有望享受集中度提升带来的成长机遇。

➤ 山东省外: 迈出并购步伐, 推进全国扩张

2018年11月26日, 公司通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司67%股权, 获得了张家口市11家超市门店。同年12月30日, 公司在张家口开设莲花商城店, 标志着公司正式迈出了省外扩张步伐。随后, 公司在2019年上半年又在张家口新开了3家门店, 分别是张家口滨河中路百盛店、宣化区阳光店和宣化区大东门店。

表 11: 收购张家口福悦祥连锁超市有限公司获得的 11 家门店

序号	店部名称	地址	合并报表时间	租赁期限 (年)	合同面积 (㎡)
1	张家口纬二路莲花店	张家口经济开发区富强路	2019/1/1	15	5,483
2	张家口乐华店	张家口市万全区孔家庄镇工业街万全世纪商城	2019/1/1	10	421
3	张家口万全一店	张家口市万全区孔家庄镇民主街南福祥世纪城购物广场	2019/1/1	自有	5,157
4	张家口商业街店	张家口市万全区孔家庄镇商业街路北	2019/1/1	14	1,700
5	张家口乐享城店	张家口市桥东区胜利中路	2019/1/1	14	2,804
6	张家口滨河店	张家口经济开发区惠民街	2019/1/1	14	3,278
7	张家口西苑店	张家口市桥西区四方台沟街	2019/1/1	14	3,345
8	张家口远大店	张家口经济开发区西苑中路	2019/1/1	自有	2,879
9	张家口胜利路店	张家口市桥东区林园北街	2019/1/1	14	4,144
10	张家口沽源一店	张家口沽源县平定堡镇桥西人民中街天元福祥购物广场	2019/1/1	自有	6,429
11	张家口沽源金源店	张家口市沽源县平定堡镇桥西大街金源广场	2019/1/1	1	1,178

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 12: 2019 上半年公司在张家口新开的门店

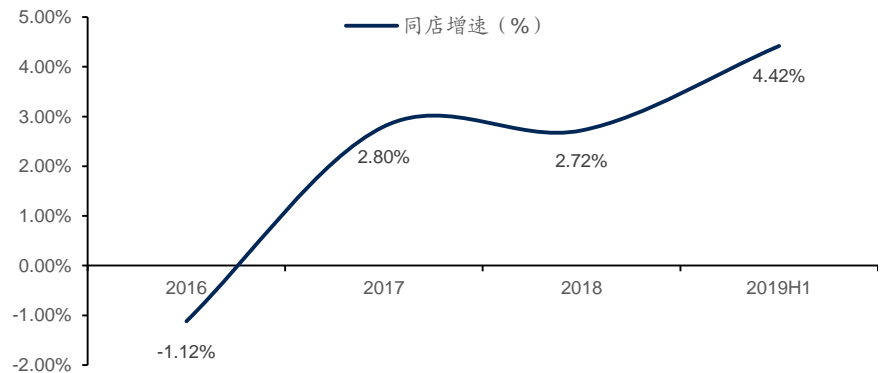
地市	店部名称	地址	开业时间	租赁期限(年)	合同面积(m ²)
张家口	张家口滨河中路百盛店	张家口市桥东区滨河中路	2019/1/15	10	3,943
张家口	宣化区阳光店	张家口市宣化区宣府大街	2019/5/30	15	7,400
张家口	宣化区大东门店	张家口市宣化区钟楼大街	2019/5/22	20	6,500

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

在拓展河北市场后,公司又宣布拟以 2.1 亿元收购安徽淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权,进军安徽市场,标的方目前拥有 31 处门连锁超市店。公司在收购省外门店的同时,还注重物流体系的建设,充分发挥供应链优势,如 2019 年 5 月 10 日,公司张家口物流中心开工建设,打造华北地区综合物流平台,为加快全国扩张战略奠定良好的基础。

同店增长靓丽,食品 CPI 上行提供利好

近年来,随着公司供应链体系的完善、自有品牌占比提升,公司的同店增长表现优异。2016 年受部分百货店经营方式由自营调整为出租,公司综合同店增速为 -1.12%; 2017 年同店增速则回复增长,达到 2.80%, 2018 年为 2.72%, 2019 年上半年同店增速更是达到 4.42%。

图 34: 家家悦 2016-2019H1 同店增速情况 (%)


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

分业态来看,公司同店增长靓丽主要靠大卖场和综合超市的增长推动,印证了公司聚焦于大卖场+综合超市业态的战略布局。

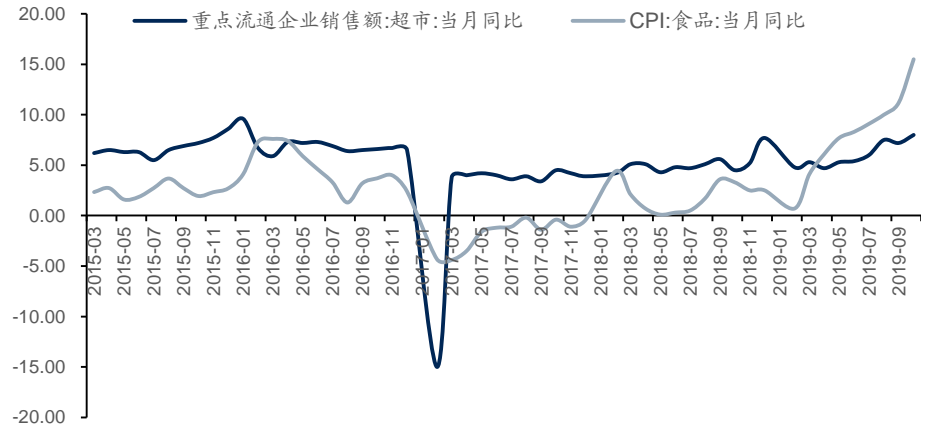
表 13: 家家悦分业态同店情况

业态	2016 年		2017 年		2018 年		2019H1	
	主营业务收入(亿元)	同比 (%)	主营业务收入(亿元)	同比 (%)	主营业务收入(亿元)	同比 (%)	主营业务收入(亿元)	同比 (%)
大卖场	38.27	-0.19%	41.1	3.75%	44.9	2.90%	24.81	4.74%
综合超市					54.29	2.84%	29.48	4.27%
——社区综合超市	30.29	-2.57%	32.53	1.57%				
——农村综合超市	17.8	0.28%	18.68	1.82%				
便利店	0.05	0.42%	0.1	-2.24%	1.23	1.10%	0.08	-3.90%
百货店	1.27	-16.29%	1.55	-0.40%	1.5	-3.16%	0.73	-2.37%
专业店	1.72	3.04%	2.11	16.95%	2.08	0.19%	1.2	6.26%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

我们预计随着食品 CPI 高位带来的提振作用，公司同店增长仍有可观表现。从过往数据可以看出，超市行业重点流通企业销售额当月同比与食品 CPI 当月同比走向基本保持一致，呈现出正相关关系。特别是 2017 年 9 月以来，随着食品 CPI 的上涨，超市行业重点流通企业销售额当月同比一直保持稳定中有升的态势。

图 35: 超市行业重点流通企业销售额当月同比与食品 CPI 当月同比走势相关



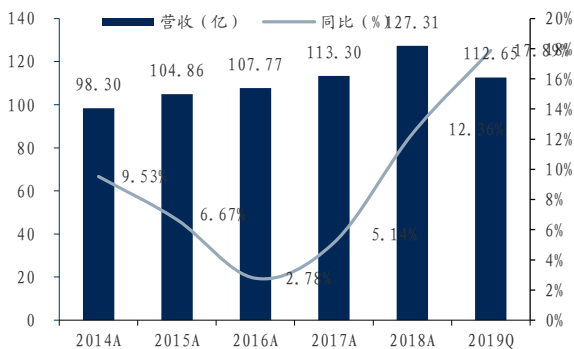
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

财务分析：业绩稳健，盈利及营运能力良好

业绩增长稳健

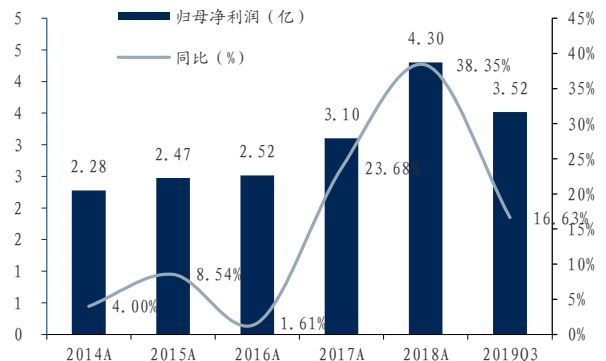
2019Q3，公司实现营收 112.65 亿元 (+17.89%)，继续维持 10% 以上的增速。这得益于公司持续拓展经营区域，且门店结构优化，老店数量增加推动营收增长。归母净利润方面，公司 2019Q3 实现 3.52 亿元 (+16.70%)，走出了 2014-2016 年的业绩低点，得益于公司管理费用和销售费用管控良好，同时毛利率基本稳定。

图 36: 2014-2019Q3 家家悦营收情况 (亿元, %)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 2014-2019Q3 家家悦归母净利润情况 (亿元, %)



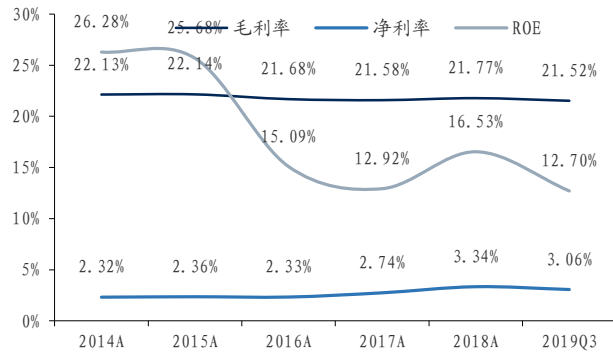
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力：胶东地区毛利率有所提升，三项费用率管控良好

公司所处的超市连锁零售行业，我们选取永辉超市、高鑫零售、步步高、新华都、红旗连锁、华联综合等 6 家公司作为可比对象。

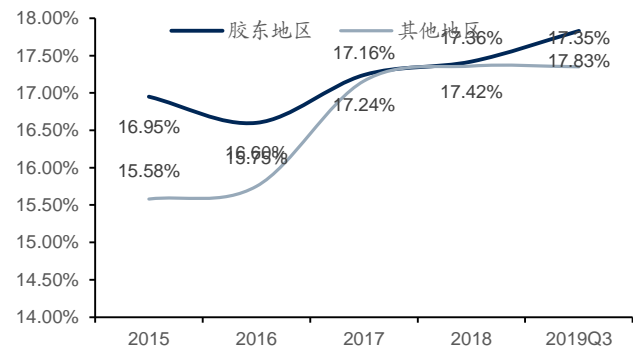
毛利率方面：2014 年至今，在毛利率较低生鲜产品销售占比不断提升的背景下，公司综合毛利率依然维持稳健水平，仅从 2014 年的 22.13% 略降到了 2019Q3 的 21.52%，体现了公司在营业成本上较好的管理能力以及自有品牌增加带来的利好。且分区域来看，公司大本营胶东地区毛利率还略有上升，从 2015 年的 16.95% 上升到了 2019Q3 的 17.83%，盈利能力持续提升。从可比公司来看，公司毛利率低于行业平均水平，原因或在于生鲜产品占比较高，从永辉超市毛利率也可以看出，该公司毛利率同样低于可以公司平均水平。

图 38: 2014-2019Q3 家家悦毛利率、净利率及 ROE (%)



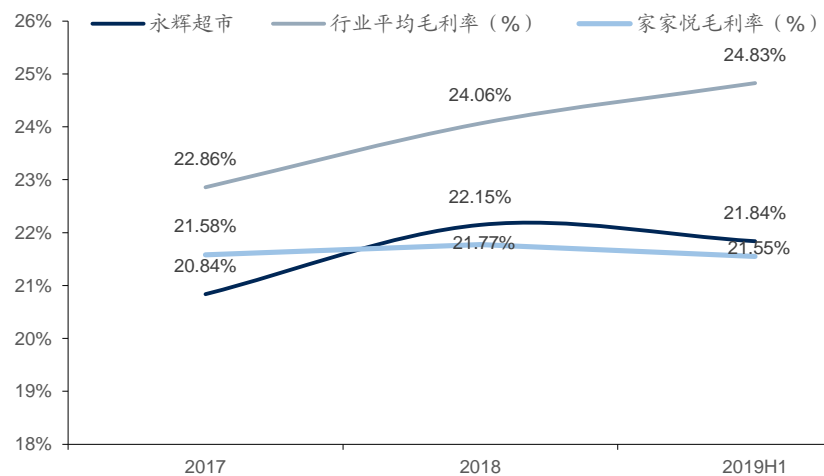
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 2014-2019Q3 家家悦分区域毛利率 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 可比公司毛利率 (%)

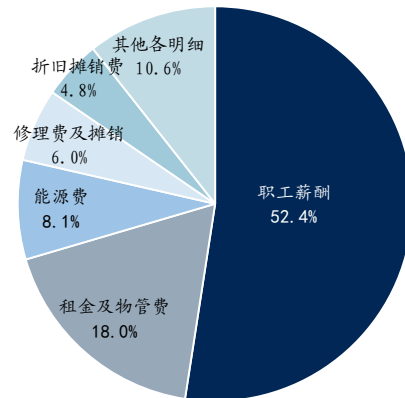


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

费用率方面，公司费用率管控能力较好，净利率水平高于可比公司平均。2014-2019Q3，公司的销售费用率控制较好，从 2014 年的 16.36% 下降到了 2019Q3 的 15.23%；管理费用率同样管控良好，2019Q3 公司管理费用率为 2.04% (-0.33pp)。良好的费用管控能力，使得公司净利率水平明显高于可以公司平均，盈利能力较好。

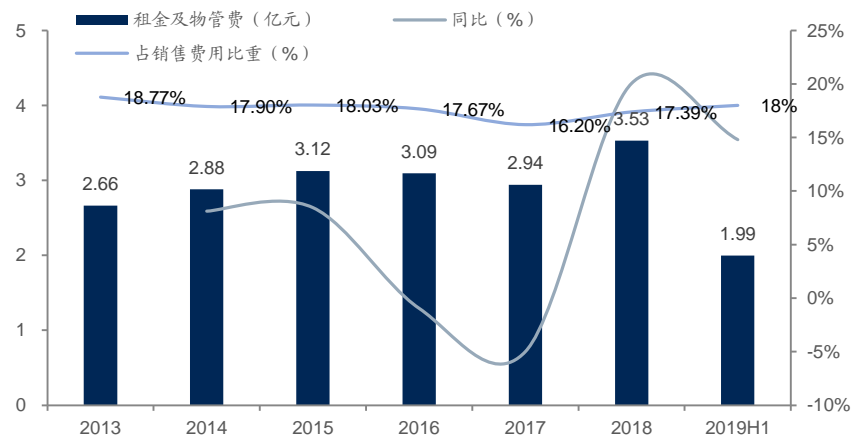
具体来看销售费用率这一关键参数，公司的销售费用主要由职工薪酬和租金物管费构成。2019 上半年，公司销售费用共计 11.08 亿元，其中职工薪酬 5.81 亿元，占比 52.4%，租金物管费 1.99 亿元，占比 18%。租金物管费方面，从 2013 年到 2019H1，总体费用控制较好，租金物管费占销售费用的比重在 16.2%-18.8% 之间波动。

图 41: 2019 上半年公司销售费用构成(%)



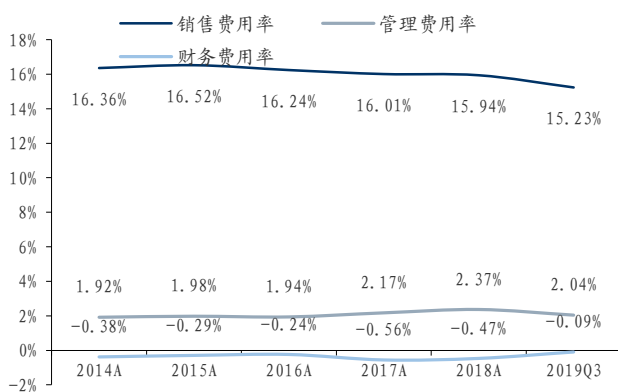
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 42: 公司租金及物管费的变化情况(%)



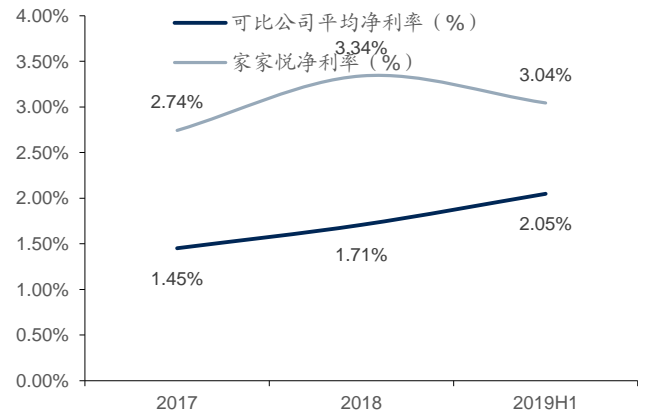
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 43: 2014-2019Q3 家家悦三项费用率情况(%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 44: 可比公司净利率(%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 14: 国内可比公司盈利能力对比(%)

股票代码	证券简称	ROE (%)		ROA (%)		ROIC (%)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
600361	华联综超	2.94	3.08	0.73	0.82	3.10	3.31	21.63	22.19	0.64	0.70
601933	永辉超市	9.27	7.52	5.41	2.75	7.65	4.70	20.84	22.15	2.88	1.41
002264	新华都	-3.14	1.03	-1.89	0.00	-3.71	0.00	21.32	22.38	-0.98	0.00
002251	步步高	2.36	2.27	0.99	0.87	2.43	2.62	21.52	23.03	0.88	0.87
002697	红旗连锁	7.33	13.09	3.98	7.07	6.94	11.77	27.72	29.36	2.38	4.46
6808.HK	高鑫零售	12.67	11.26	7.47	6.89	12.66	11.26	24.11	25.28	2.92	2.81
可比公司平均		5.24	6.37	2.78	3.07	4.84	5.61	22.86	24.06	1.45	1.71
603708	家家悦	12.92	16.53	5.06	6.33	10.41	13.10	21.58	21.77	2.74	3.34

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

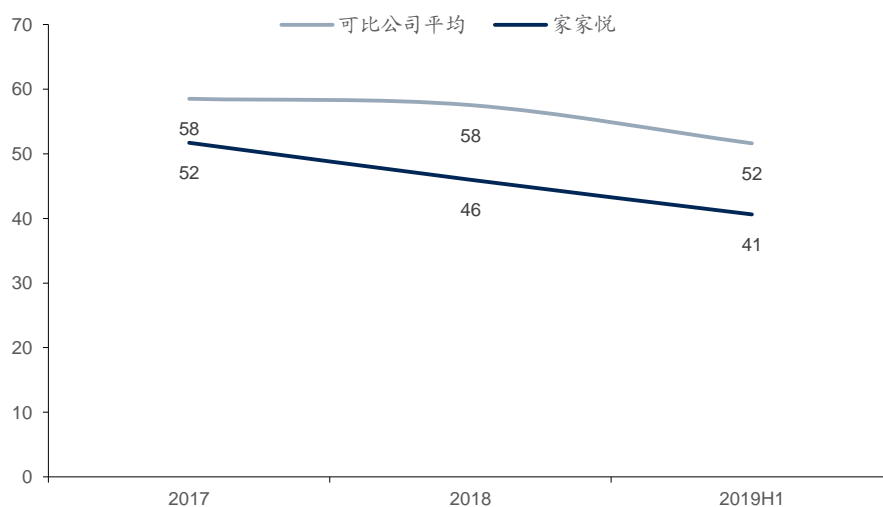
营运能力: 存货周转加快, 优于可比公司平均

营运能力方面, 超市板块重点关注存货周转指标。公司存货周转天数呈现下降趋势, 存货周转速度不断提升, 从 2014 年的 50.30 天减少至了 2019H1 的 41 天。可比公司来看, 公司的存货周转速度快于可比公司平均。

表 15: 可比公司存货周转天数(天)

证券代码	公司简称	2017	2018	2019H1
600361	华联综超	54	48	42
601933	永辉超市	43	45	41
002264	新华都	55	56	55
002251	步步高	56	55	47
002697	红旗连锁	75	72	68
6808.HK	高鑫零售	69	70	57
可比公司平均		58	58	52
603708	家家悦	52	46	41

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 45: 家家悦存货周转速度快于可比公司平均(次)


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：立足胶东开拓疆土的生鲜名企， 维持“买入”评级

盈利预测：2019-2021 年归母净利润 5.04/6.01/6.94 亿元

我们按照公司五大主要经营业态的新店、次新店和两年以上老店的销售额来对未来业绩进行预测。我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 148.48/176.15/212.08 亿元，同比增长 16.6%/18.6%/20.4%；归母净利润 5.04/6.01/6.94 亿元，同比增长 17.2%/19.2%/15.5%。

➤ **门店数量：**近年来，公司门店数量保持稳健扩张态势，2017-2018 年分别净增门店 44 家和 57 家，其中大卖场分别净增 7 家和 17 家，综合超市净增 16 家和 19 家，其他业态 2017、2018 年均净增 21。结合公司披露的开店计划，并考虑到供应链建设完善后公司逐步加快扩张步伐，我们预计公司 2019-2021 年分别净增门店 68 家、84 家和 106 家，门店总数达到 800 家、884 家和 990 家。主要是大卖场和综合超市业态的扩张，便利店、百货店和专业店的门店数量变化会趋于稳定。

表 16：家家悦分业态门店数量预测（单位：家）

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
合计	门店数量	500	561	610	631	675	732	800	884	990	
	新开数量	69	81	66	49	68	85	91	108	130	
	关店数量	12	20	17	28	24	28	23	24	24	
	净增数	57	61	49	21	44	57	68	84	106	
	合计同比 (%)		12.2%	8.7%	3.4%	7.0%	8.4%	9.29%	10.50%	11.99%	
大卖场	门店数量	67	70	76	81	88	105	133	166	203	
	新开数量	7	6	7	8	11	19	32	38	45	
	关店数量	2	3	1	3	4	2	4	5	5	大卖场保持一定的扩张速度
	净增数	5	3	6	5	7	17	28	33	40	
综合超市	门店数量	402	452	496	507	523	542	582	632	696	
	新开数量	51	66	56	34	35	40	55	65	80	走进社区、深入乡村目标促超市数量持续增加
	关店数量	10	16	12	23	19	21	15	15	16	
	净增数	41	50	44	11	16	19	40	50	64	
专业店	门店数量	19	23	22	27	45	56	58	59	60	
	新开数量	9	5	2	6	18	14	2	2	2	预计专业店进入稳健发展期，总体数量趋于稳定
	关店数量	0	1	3	1	0	3	0	1	1	
	净增数	9	4	-1	5	18	11	2	1	1	
便利店	门店数量	1	4	4	5	7	17	15	16	17	
	新开数量	0	3	1	1	3	12	2	3	3	2018 年新开便利店已较多，预计未来更加聚焦超市和大卖场业务
	关店数量	0	0	1	0	1	2	4	2	2	
	净增数	0	3	0	1	2	10	-2	1	1	
百货店	门店数量	11	12	12	11	12	12	12	11	11	
	新开数量	2	1	0	0	1	0	0	0	0	假定百货店数量基本无变化
	关店数量	0	0	0	1	0	0	0	1	0	
	净增数	2	1	0	-1	1	0	0	-1	0	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

➤ **门店收入：**我们按照公司招股说明书及年报披露数据的方式，将公司的门店分为新店、次新店和开业两年以上的老店，进而对不同类型门店的收入进行测算。由于新开门店逐步转为次新店或者老店，带动公司营收规模增长。

我们预计大卖场业态 2019-2021 年老店的单店收入分别为 6256 万元、6444 万元和 6637 万元，总收入为 63.83 亿元、81.60 亿元和 105.66 亿元；

综合超市业态 2019-2021 年老店单店收入为 1210 万元、1252 万元和 1296 万元，总收入分别为 68.23 亿元、76.64 亿元和 87.41 亿元。

表 17: 家家悦分业态门店收入预测 (单位: 百万元、%)

业态	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
大卖场	4145	4552	5199	6383	8160	10566
YOY		10%	14%	23%	28%	29%
· 新店	160.0	222.2	387.6	665.9	806.6	974.3
· 新店单店收入	20.0	20.2	20.4	20.81	21.23	21.65
单店同比 (%)		1%	1%	2.00%	2.00%	2.00%
· 次新店	158.6	220.0	320.6	587.03	1038.12	1294.40
· 次新店单店收入	26.4	27.5	29.1	30.90	32.44	34.06
单店同比 (%)		4%	6%	6%	5%	5%
· 老店	3826.5	4110.0	4490.3	5130.26	6315.23	8296.79
· 老店单店收入	57.1	59.6	59.9	62.56	64.44	66.37
单店同比 (%)		4.3%	0.5%	4.50%	3.00%	3.00%
新店数量	8	11	19	32	38	45
次新店数量	6	8	11	19	32	38
老店数量	67	69	75	82	98	125
大卖场门店总数	81	88	105	133	168	208
综合超市	5495	577	5817	6823	7664	8741
YOY		5.02%	0.79%	17.31%	12.32%	14.05%
· 新店	204.0	212.1	244.8	462.31	519.47	579.64
· 新店单店收入	8.00	8.08	8.16	8.41	8.66	8.92
单店同比 (%)		1%	1%	3%	3%	3%
· 次新店	482.9	307.5	308.9	467.89	669.08	759.10
· 次新店单店收入	10.50	10.82	11.19	11.70	12.17	12.65
单店同比 (%)		3%	4%	5%	4%	4%
· 老店	4808.6	5120.7	5120.7	5893.24	6475.24	7401.87
· 老店单店收入	11.50	11.28	11.58	12.10	12.52	12.96
单店同比 (%)		-1.9%	2.7%	4.50%	3.50%	3.50%
新店数量	34	35	40	55	60	65
次新店数量	55	34	33	40	55	60
老店数量	418	454	469	487	517	571
综合超市门店数量	507	523	542	582	632	696
专业店	199	294	342	476	564	608
YOY		47.9%	16.3%	39.3%	18.6%	7.8%
· 新店	18.0	54.5	42.8	6.18	6.24	6.31
· 新店单店收入	3.0	3.0	3.1	3.09	3.12	3.15
单店同比 (%)		1%	1%	1%	1%	1%
· 次新店	8.5	27.9	90.5	75.98	11.51	12.20
· 次新店单店收入	4.2	4.7	5.0	5.43	5.75	6.10
单店同比 (%)		10%	8%	8%	6%	6%
· 老店	172.2	211.4	208.3	393.67	546.45	589.77
· 老店单店收入	9.1	10.1	8.7	9.37	9.94	10.53
单店同比 (%)		11.1%	-13.8%	8%	6%	6%
新店数量	6	18	14	2	2	2
次新店数量	2	6	18	14	2	2
老店数量	19	21	24	42	55	56
门店数量	27	45	56	58	59	60
百货店	127	155	156	180	178	187
YOY		22.1%	0.9%	15.0%	-1.0%	5.0%
· 新店						
· 新店单店收入						
单店同比 (%)						
· 次新店			6.5			
· 次新店单店收入			6.5			
单店同比 (%)						
· 老店	126.9	154.9	149.8	179.80	178.00	186.90

·老店单店收入	11.5	14.1	13.6	14.98	16.18	16.99
单店同比(%)		22.02%	-3.27%	10.00%	8.00%	5.00%
新店数量	0	1	0	0	0	0
次新店数量	0	0	1	0	0	0
老店数量	11	11	11	12	11	11
门店数量	11	12	12	12	11	11
便利店	12	17	33	41	57	65
YOY		51.7%	91.1%	22.9%	39.1%	14.0%
·新店	1.5	4.5	18.4	3.1	4.7	4.7
·新店单店收入	1.5	1.5	1.5	1.55	1.56	1.58
单店同比(%)		1%	1%	1%	1%	1%
·次新店	5.0	2.6	2.7	34.09	5.91	9.22
·次新店单店收入	2.6	2.6	2.7	2.84	2.95	3.07
单店同比(%)		3%	4%	4%	4%	4%
·老店	5.0	10.3	12.3	3.84	46.47	51.12
·老店单店收入	2.5	3.4	3.1	3.84	4.22	4.65
单店同比(%)		36.79%	-10.51%	25%	10%	10%
新店数量	1	3	12	2	3	3
次新店数量	2	1	1	12	2	3
老店数量	2	3	4	1	11	11
门店数量	5	7	17	15	16	17

资料来源:招股说明书、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

- **毛利率及费用率:** 公司 2016-2018 年综合毛利率分别为 21.68%、21.58% 和 21.77%，预计随着自有品牌销售占比提升及供应链体系进一步完善，公司毛利率有所增加，预计公司 2019-2021 年综合毛利率分别为 22.15%、22.12% 和 22.15%。费用率方面，公司管控能力优异，随着门店结构优化，老店占比提升，销售费用保持稳健；管理费用随规模扩大有所增加。

表 18: 家家悦盈利预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
营业总收入	10777	11330	12731	14848	17615	21208	
YOY		5.14%	12.36%	16.63%	18.64%	20.40%	
毛利率	21.68%	21.58%	21.77%	22.15%	22.12%	22.15%	预计随着自有品牌销售占比提升及供应链体系进一步完善，公司毛利率有所增加
大卖场	4145	4552	5199	6383	8160	10565	
YOY		9.82%	14.20%	22.79%	27.83%	29.48%	
综合超市	5495	5771	5817	6823	7664	8741	
YOY		5.02%	0.79%	17.31%	12.32%	14.05%	
专业店	199	294	342	476	564	608	
YOY		47.90%	16.25%	39.30%	18.57%	7.81%	
百货店	127	155	156	180	178	187	
YOY		22.07%	0.93%	15.01%	-1.00%	5.00%	
便利店	12	17	33	41	57	65	
YOY		51.66%	91.07%	22.88%	39.11%	14.02%	
其他	840	865	891	945	992	1041	
YOY		3%	3%	6%	5%	5%	
销售费用率	16.24%	16.01%	15.94%	15.80%	15.78%	15.78%	门店结构优化，老店占比提升，销售费用稳健
管理费用率	1.94%	2.17%	2.37%	2.32%	2.30%	2.30%	
财务费用率	-0.24%	-0.56%	-0.47%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	
归母净利润	251.25	310.74	429.92	504	601	694	
YOY		23.68%	38.35%	17.2%	19.2%	15.5%	

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

根据以上分业态的预测及假设，我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 148.48/176.15/212.08 亿元，分别同比增长 16.6%/18.6%/20.4%；归母净利润 5.04/6.01/6.94 亿元，同比增长 17.2%/19.2%/15.5%。

估值与投资建议：2021 年 28.5-32.5 元，维持“买入”评级

相对估值：2021 年 28.5-31.9 元。我们选取了与公司业务相近的 A 股上市公司永辉超市、红旗连锁、步步高、中百集团作为可比对象。可比公司一致预期下 2021 年 PE 平均值为 24.9x，最低估值 16.2x。考虑到公司在生鲜方面的优势和高效的供应链管理体系，同时受电商的冲击影响预期，给与公司 2021 年 25-28xPE，对应股价 28.5-31.9 元，相比于目前 24 元具有 18.8%-32.9%的上涨空间。

表 19：可比公司估值

代码	公司简称	股价 2019/12/25	总市值 亿元	EPS				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
601933	永辉超市	7.80	746.50	0.15	0.24	0.30	0.39	50.43	33.10	26.05	20.21
002697	红旗连锁	7.65	104.04	0.24	0.35	0.41	0.47	32.24	22.09	18.65	16.21
002251	步步高	8.84	76.37	0.18	0.22	0.25	0.30	49.09	39.98	35.79	29.44
000759	中百集团	7.35	50.06	0.63	0.11	0.17	0.22	11.62	67.29	44.44	34.01
	平均值								40.62	31.23	24.97
	最低值								22.09	18.65	16.21
603708	家家悦	24.00	146.02	0.71	0.83	0.97	1.13	33.96	29.09	24.62	21.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 除家家悦外均为 wind 一致预期

绝对估值：FCFF 估值 26.83~34.43 元

公司近年来营收和净利润保持稳健增长态势，胶东大本营的影响力不断提升，异地扩张逐步加快，但总体依旧保持稳重的扩张节奏，且扩张效益较优。从行业层面看，超市板块确定性较强，在消费上行的背景下具备长期增长预期。当然，由于电商购物的冲击，行业整体估值水平发生了一定变化，但长期增长趋势不改。

在上述综合考量下，我们预计未来公司营收保持 15% 以上的同比增速，毛利率受成长上涨影响有所下降，但受益于自有品牌占比提升和供应链完善，不会出现明显下降，费用率稳重略有提升，股利分配比率依照以往数据假设为 35%。

表 20：家家悦盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	2.78%	5.14%	12.36%	16.6%	18.6%	20.4%	18.50%	18.00%
毛利率	21.68%	21.58%	21.77%	22.15%	22.12%	22.15%	21.80%	21.70%
管理费用率	1.89%	2.12%	2.32%	2.32%	2.30%	2.30%	2.35%	2.38%
销售费用率	16.24%	16.01%	15.82%	15.80%	15.78%	15.78%	15.82%	15.85%
营业税金及附加/营业收入	0.51%	0.42%	0.46%	0.46%	0.44%	0.50%	0.55%	0.55%
所得税税率	30.75%	24.13%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
股利分配比率	27.94%	52.13%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所预测

在综合考虑公司历史营业收入、成本、费用等财务数据及对行业的分析基础上，结合公司的核心竞争优势及未来市场的发展趋势，综合估计了公司未来每年的息税前收益 (EBIT)，综合计算后假设 WACC 为 10.16%，永续增长率为 2.00%。以下为绝对估值法使用的部分假设：

表 21: 资本成本假设

主要指标	合理假设值
无杠杆 Beta	0.95
无风险利率	3.40%
股票风险溢价	6.50%
公司股价(元)	24
发行在外股数(百万)	608
股票市值(E 百万元)	14592
债务总额(D 百万元)	180
Kd	5.40%
T	16.00%
Ka	9.58%
有杠杆 Beta	1.05
Ke	10.23%
E/(D+E)	98.78%
D/(D+E)	1.22%
WACC	10.16%
永续增长率(10年后)	2%

资料来源:国信证券经济研究所假设

通过 FCFF 法计算得到的公司合理价值区间为 26.83~34.43 元, 对应 2020 年 PE 倍数 23.5~30.2X, 与相对估值法较为接近。

表 22: 绝对估值法敏感性分析

每股价值		WACC 变化				
		9.2%	9.7%	10.16%	10.7%	11.2%
永续增长率变化	3.5%	42.78	38.56	34.99	31.95	29.32
	3.0%	40.05	36.33	33.15	30.41	28.03
	2.5%	37.72	34.43	31.57	29.08	26.88
	2.0%	35.72	32.76	30.16	27.89	25.86
	1.5%	33.98	31.30	28.92	26.83	24.95
	1.0%	32.46	29.98	27.80	25.86	24.12
	0.5%	31.11	28.83	26.80	25.00	23.37

资料来源: 国信证券经济研究所分析

投资建议:

公司是胶东地区生鲜龙头企业, 内生展店的同时通过并购青岛维克、张家口福悦祥、受让华润万家山东门店、拟收购安徽淮北市乐新商贸等一系列举措体现公司稳步扩张思路。我们预期公司同店增速保持较好, 外展门店在省内外加速, 维持盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 5.04/6.01/6.94 亿元, 同比增长 17.2%/19.2%/15.2%。综合相对估值和绝对估值, 我们给予公司合理估值 28.5-32.5 元, 对应 2021 年 25-28.5x 倍 PE, 较目前 24 元具有 18.8%-35.4% 的上涨空间, 维持“买入”评级。

风险提示

- **盈利预测的风险:** 盈利预测是根据各业态门店过往的收入表现和市场变化来进行, 可能存在对市场竞争考虑不充分, 对销售情况过于乐观的风险。
- **估值的风险:** 1) 可能存在对公司业绩过于乐观的风险; 2) 可能未考虑市场整体估值偏高的风险。
- **市场风险:** 生鲜市场竞争加剧、同店增速数据波动超出预期。
- **经营风险:** 门店扩张不达预期、门店管理效率下降。
- **其他风险:** 公司首发原始大股东家家悦控股与威海信悦投资合计持有的占

公司总股本 66.46%的 4.04 亿股限售股，已在 2019 年 12 月 13 日解禁，公司可能面临大股东减持的压力。

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	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2284	2764	3049	2280	营业收入	12731	14848	17615	21208
应收款项	144	61	72	87	营业成本	9959	11559	13718	16510
存货净额	1290	1252	1561	1882	营业税金及附加	57	68	78	106
其他流动资产	378	371	440	530	销售费用	2029	2346	2780	3347
流动资产合计	4096	4449	5122	4780	管理费用	301	350	411	494
固定资产	2001	2326	2545	2589	财务费用	(59)	(55)	(64)	(47)
无形资产及其他	149	143	137	131	投资收益	8	10	12	15
投资性房地产	790	790	790	790	资产减值及公允价值变动	4	3	3	3
长期股权投资	119	139	159	179	其他收入	58	0	0	0
资产总计	7155	7847	8754	8468	营业利润	513	592	707	816
短期借款及交易性金融负债	140	160	180	646	营业外净收支	(1)	1	1	1
应付款项	2076	2348	2787	3361	利润总额	512	593	708	817
其他流动负债	2045	2118	2177	404	所得税费用	87	95	113	131
流动负债合计	4261	4626	5144	4410	少数股东损益	(5)	(6)	(7)	(8)
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	430	504	601	694
其他长期负债	67	70	73	76					
长期负债合计	87	90	93	96	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4348	4716	5237	4506	净利润	430	504	601	694
少数股东权益	86	82	77	71	资产减值准备	(7)	(1)	(0)	(0)
股东权益	2722	3049	3440	3891	折旧摊销	180	205	240	265
负债和股东权益总计	7155	7847	8754	8468	公允价值变动损失	(4)	(3)	(3)	(3)
					财务费用	(59)	(55)	(64)	(47)
					营运资本变动	(307)	475	112	(1622)
					其它	4	(3)	(5)	(6)
					经营活动现金流	296	1177	945	(672)
					资本开支	(959)	(520)	(450)	(300)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(959)	(540)	(470)	(320)
					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)	(176)	(210)	(243)
					其它融资现金流	351	20	20	466
					融资活动现金流	12	(156)	(190)	223
					现金净变动	(651)	481	285	(769)
					货币资金的期初余额	2935	2284	2764	3049
					货币资金的期末余额	2284	2764	3049	2280
					企业自由现金流	(767)	601	429	(1026)
					权益自由现金流	(397)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.92	0.83	0.99	1.14
每股红利	0.41	0.29	0.35	0.40
每股净资产	5.82	5.02	5.66	6.40
ROIC	13%	16%	19%	18%
ROE	16%	17%	17%	18%
毛利率	22%	22%	22%	22%
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	4%	5%	5%	5%
收入增长	12%	17%	19%	20%
净利润增长率	38%	17%	19%	15%
资产负债率	62%	61%	61%	54%
息率	1.7%	1.6%	1.9%	2.2%
P/E	26.1	29.0	24.3	21.0
P/B	4.1	4.8	4.2	3.8
EV/EBITDA	27.6	26.5	22.8	18.8

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