

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

家家悦 (603708.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

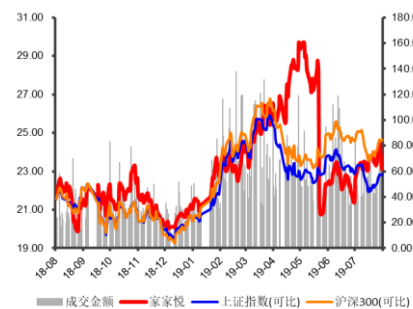
深耕胶东迈向全国，同店收入显著提升

买入

2020 年 4 月 21 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 20 日

收盘价(元):	31.63
年内最高/最低(元):	32.88/18.69
流通 A 股/总股本(亿):	2.04/6.08
流通 A 股市值(亿):	192
总市值(亿):	192

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	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 4 月 21 日发布 2019 年年度报告，2019 年公司实现营业收入 152.64 亿元，同比增长 19.90%；归属于上市公司股东的净利润 45,754.73 万元，同比增长 6.43%。

事件点评

- 加速门店网络发展，从区域迈向全国。**2019 年公司连锁门店数量达 783 家，通过发展模式在新区域的复制，形成立足山东、面向全国的发展平台。按照“深耕胶东、覆盖山东、省外突破”的发展思路，通过开店和并购的方式，年内新增门店 80 家，其中大卖场 45 家、综合超市 32 家、百货店 1 家、宝宝悦等其他业态 2 家；其中威海、烟台地区新增门店 29 家，青岛、济南等山东其他地区新增门店 32 家，山东省以外地区新增门店 19 家，实现了从区域零售向全国零售的转变。分地区看，公司胶东地区收入增长保持稳健，其他地区营收增幅较快，主要因为其他地区新增店面数量较多，且其他地区同店销售增长较快。
- 推动门店升级改造，同店收入提升明显。**2019 年公司调整优化区域内门店的网络布局、业态组合，持续推进对门店的升级改造，全年改造门店 150 多处，关闭或搬迁了经营业绩不达标、布局不合理的门店，并将河北家家悦、山东华润纳入合并报表范围。年内公司聚焦商品结构调整，优化门店品类组合，加强精细化管理，增强店部服务功能，优化顾客购物体验。全年实现可比门店收入同比增长 5.78%，与去年同期相比大幅提升 3.06pct，坪效同比增长 23%；会员数量同比增长 23.73%，会员客流量同比提升 11.46%，会员对门店销售的贡献率约 75%。年内公司还推出创新业态以适应消费升级需求，推出新零售业态家家悦生活港，初步打通线上与线下、到店与到家的全渠道模式，探索全渠道营销模式，进一步增强顾客体验，积累线上平台运营经验。
- 优化供应链体系，实现提质增效。**为了保障门店的服务效率，公司建立了中央与区域互补、常温与生鲜结合，智能联动的立体化物流体系，通过高效的物流服务增强门店的竞争能力。公司已投入使用的常温物流中心有威海、烟台、济南莱芜、青岛、张家口五处，日均吞吐量约 26 万件；生鲜物流中心有威海、烟台、青岛、济南莱芜、张家口六处，日均吞吐量约 2290 吨。目前烟台临港综合物流园项目、张家口综合产业园项目一期、济南莱芜生鲜加工物流中心项目均已部分投入使用，青岛维客物流中心完成了整合升级，进一步完善了区域物流网络体系，提高了



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

青岛地区的供应链效率。

投资建议

- 2019 年公司持续强化区域密集布局、多业态发展和供应链能力建设，年内通过发展新店、合并河北家家悦和山东华润，带动同店收入提升明显。我们看好公司深耕胶东发展全国、店部升级改造、加强生鲜食品供应链效率的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.79/0.98/1.23 元，对应公司 4 月 20 日收盘价 36.13 元，2020-2022 年 PE 分别为 40.11X/32.39X/25.72X，维持“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

	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4
营业总收入（亿元）	152.64	112.65	72.65	38.05	127.31
同比（%）	19.90%	17.89%	16.68%	16.68%	12.36%
营业成本	119.29	88.41	57.00	29.76	99.59
毛利率（%）	21.85%	21.52%	21.55%	21.78%	21.77%
销售费用	24.06	17.16	11.08	5.68	20.29
管理费用	3.19	2.30	1.52	0.74	3.01
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	0.05	-0.11	-0.05	0.03	-0.59
期间费用率	17.88%	17.18%	17.26%	16.99%	17.84%
净利润	4.48	3.45	2.21	1.38	4.25
归母净利润	4.58	3.51	2.26	1.41	4.30
同比（%）	6.43%	16.70%	16.85%	16.06%	38.35%
扣非后归母净利润	4.37	3.34	2.14	1.32	3.82
同比（%）	14.57	16.40	15.75	14.14	26.94
每股收益：					
基本每股收益	0.7500	0.5800	0.3700	0.3000	0.9200
稀释每股收益	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	主营业务占比	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
主营业务收入	141.80	92.90%	19.94%	17.57%	0.15%
分产品					
生鲜	65.67	46.31%	26.89%	15.87%	0.08%
食品化洗	64.75	45.66%	16.44%	18.63%	0.34%
百货	11.39	8.03%	4.73%	21.27%	0.61%
分地区					

胶东地区	119.73	84.44%	14.72%	17.62%	0.20%
其他地区	22.07	15.56%	59.30%	17.27%	-0.10%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 2019 年公司网点拓展及闭店情况

	年初数	新增数	关店数	期末数
胶东地区	629	40	26	643
其他地区	103	40	3	140
总计	732	80	29	783

数据来源：公司年报, 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 年主营业务收入 (万元)	收入占比%	收入同比增减%	坪效 (元/平米/月)
大卖场	85	499,708.98	44.24%	5.93%	1,450.66
综合超市	484	591,599.67	52.38%	6.24%	1,300.31
百货店	12	14,289.14	1.27%	-4.66%	314.76
其他业态	46	23,827.65	2.11%	-1.29%	788.78
总计	627	1,129,425.44	100.00%	5.78%	1,290.71

数据来源：公司年报, 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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,514	6,427	7,784	9,524	营业收入	15,264	17,828	20,779	24,373
现金	1,703	3,566	4,319	5,303	营业成本	11,929	13,915	16,180	18,941
应收账款	148	153	205	229	营业税金及附加	53	62	73	85
其他应收款	110	112	151	169	销售费用	2,406	2,785	3,241	3,778
预付账款	358	396	485	574	管理费用	319	358	422	492
存货	2,118	2,093	2,475	3,037	财务费用	5	13	24	21
其他流动资产	78	107	148	213	资产减值损失	4	16	(1)	(1)
非流动资产	3,991	3,796	3,836	3,900	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	210	150	160	173	投资净收益	29	10	10	10
固定资产	2,387	2,236	2,085	1,933	营业利润	607	689	849	1,068
无形资产	188	176	164	153	营业外收入	10	9	10	10
其他非流动资产	1,206	1,234	1,428	1,640	营业外支出	11	11	11	11
资产总计	8,505	10,223	11,620	13,423	利润总额	606	687	848	1,067
流动负债	5,360	6,527	7,377	8,434	所得税	158	103	127	160
短期借款	160	946	946	946	净利润	448	584	721	907
应付账款	2,368	2,492	2,953	3,536	少数股东损益	(10)	(6)	(10)	(14)
其他流动负债	2,832	3,089	3,478	3,953	归属母公司净利润	458	591	731	921
非流动负债	75	89	100	115	EBITDA	798	866	1,036	1,251
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.75	0.79	0.98	1.23
其他非流动负债	75	89	100	115					

负债合计	5,435	6,616	7,477	8,549
少数股东权益	153	147	136	122
股本	608	749	749	749
资本公积	1,163	1,163	1,163	1,163
留存收益	1,146	1,548	2,095	2,841
归属母公司股东权益	2,917	3,459	4,007	4,753
负债和股东权益	8,505	10,223	11,620	13,423

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	673	1,068	961	1,183
净利润	448	591	731	921
折旧摊销	312	164	163	162
财务费用	(0)	13	24	21
投资损失	(29)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(176)	302	65	105
其他经营现金流	117	9	(11)	(15)
投资活动现金流	(1,040)	70	0	(3)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(90)	60	(10)	(13)
其他投资现金流	(950)	10	10	10
筹资活动现金流	(166)	726	(208)	(196)
短期借款	20	786	(0)	(1)
长期借款	(20)	0	0	0
普通股增加	140	140	0	0
资本公积增加	(140)	0	0	0
其他筹资现金流	(166)	(201)	(208)	(196)
现金净增加额	(533)	1,863	754	983

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	19.90%	16.80%	16.55%	17.30%
营业利润	18.30%	13.59%	23.20%	25.75%
归属于母公司净利润	6.43%	29.07%	23.83%	25.92%
获利能力				
毛利率(%)	21.85%	21.95%	22.13%	22.29%
净利率(%)	3.00%	3.31%	3.52%	3.78%
ROE(%)	14.59%	16.20%	17.40%	18.60%
ROIC(%)	287.21%	85.93%	20.09%	23.89%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.90%	64.72%	64.34%	63.68%
净负债比率(%)	80.93%	47.39%	32.60%	25.20%
流动比率	0.84	0.98	1.06	1.13
速动比率	0.45	0.66	0.72	0.77
营运能力				
总资产周转率	1.95	1.90	1.90	1.95
应收账款周转率	401.42	453.81	438.87	429.17
应付账款周转率	7.52	7.34	7.63	7.51
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.79	0.98	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.76	1.58	1.94
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.69	6.59	7.81
估值比率				
P/E	42.1	40.1	32.4	25.7
P/B	6.6	5.6	4.8	4.0
EV/EBITDA	15.77	27.62	22.73	18.43

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

