

内生重供应建物流，优化老店盈利，外延持续跨区域展店

——2019 年年报点评

公司点评

● 报告期内公司营收保持高质量增速，业绩与我们预估一致

公司发布 2019 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 152.64 (+19.90%) 亿元，净利润 4.58 (+6.43%) 亿元，扣非净利润 4.37 (+14.57%) 亿元，EPS 为 0.75 元，与我们预估一致，毛利率 17.57% 同比略增。

● 新区域营收增速表现优于胶东地区，胶东地区毛利持续优化

分地区看，山东其他地区营收增速 59.30%，毛利率 17.27%；胶东地区营收增速 14.72%，毛利率 17.62% (+0.20%)；新区域收入增速优于传统区域，胶东地区的毛利率在报告期内得到优化；新区域营收占比 15.56%，优于 2018 年的占比 11.72%，分地区收入结构持续优化。

● 2020 年计划新开店 100 家，升级老店积极扩展新店

2020 年计划新开门店 100 家，在山东市场加快西部区域发展速度的同时积极向省外周边地区拓展，进一步完善成熟区域网络布局。报告期内公司门店总数 783 家（将河北家家悦、山东华润纳入合并报表范围），新增门店 80 家，山东省以外地区新增门店 19 家，实现跨区域展店。

公司在新店发展的同时加速了老店的升级，全年改造门店 150 多处。以消费者需求为中心，聚焦商品结构调整，优化门店品类组合，加强精细化管理，重视商品质量和环境服务，旨在在进一步提升顾客的粘性和忠诚度。报告期内公司会员数量达 746.68 万人，2019 年新增会员 143.19 万人，增长 23.73%，会员客流量 1.87 亿人次，同比增长 11.46%。

● 持续优化公司效率，打造更强供应链平台，助力新区域发展

公司在增强总部集采能力的同时，强化区域联动；分区域构建全覆盖一体化物流配送网络，达成各物流间的智能联动，进一步提高物流综合运营效率；提高自有品牌的市场占有率。稳中有进的推动 SAP 系统上线，提升业务流程的标准化和经营效率。公司数字化建设还表现在新零售业态家家悦生活港的推广上，打通线上与线下、到家与到店的全渠道模式。

公司持续调整巩固传统区域优势保证收入稳健，扩展新区域贡献收入增速；持续优化的供应链体系和升级的数字化水平为加速发展夯实基础；预计持续加速新区域网络布局和线上线下齐头并进公司收入有望继续保持优质增长，预计公司 2020/2021 年 EPS 分别为 0.86/0.96 元，维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示：宏观经济风险；消费下行风险；公司新开店不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12731	15,264	17,534	19,319	21,288
增长率(%)	12.4	19.9	14.9	10.2	10.2
净利润(百万元)	251	458	503	566	632
增长率(%)	38.4	6.4	9.9	12.5	11.6
毛利率(%)	21.8	21.8	21.7	21.8	21.9
净利率(%)	3.4	3.0	2.9	2.9	3.0
ROE(%)	15.1	14.6	15.4	16.0	16.4
EPS(摊薄/元)	0.71	0.75	0.83	0.93	1.04
P/E(倍)	44.76	42.1	38.3	34.0	30.5
P/B(倍)	7.07	6.6	6.2	5.7	5.2

强烈推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

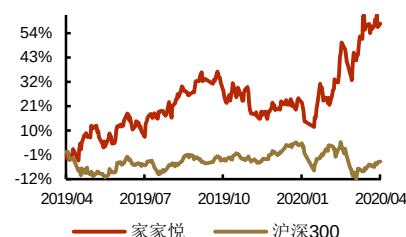
010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2020.04.21
收盘价(元):	32.25
一年最低/最高(元):	20.52/32.88
总股本(亿股):	6.08
总市值(亿元):	196.21
流通股本(亿股):	6.08
流通市值(亿元):	196.21
近 3 月换手率:	31.31%

股价一年走势



相关报告

《打造更强供应链平台 助力新区域网络布局》2019-08-26

《巩固传统优势区域密度，不断加速区域网络布局》2019-04-21

《山东生鲜超市龙头，深耕胶东剑指鲁西》2018-11-12

《东部更显稳健利润 西部贡献更优增速》2018-08-14

《门店优化增收 巩固东部扩张西部区域优势持续加强》2018-04-18

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4096	4514	4960	5755	6378
现金	2284	1703	2261	2323	3163
应收账款	38	38	21	44	27
其他应收款	106	0	234	24	260
预付账款	289	358	344	555	391
存货	1290	2118	1803	2512	2238
其他流动资产	89	297	298	298	298
非流动资产	3059	3991	4158	4205	4421
长期投资	119	210	299	388	478
固定资产	1778	2387	2580	2668	2757
无形资产	149	188	215	239	261
其他非流动资产	1013	1206	1064	910	925
资产总计	7155	8505	9118	9960	10799
流动负债	4261	5360	5768	6329	6840
短期借款	140	160	160	160	160
应付账款	1692	2368	2302	2836	2820
其他流动负债	2429	2832	3306	3332	3860
非流动负债	87	75	80	100	100
长期借款	20	0	0	0	0
其他非流动负债	67	75	80	100	100
负债合计	4348	5435	5849	6429	6941
少数股东权益	86	153	153	153	153
股本	468	608	608	608	608
资本公积	1303	1163	1163	1163	1163
留存收益	950	1146	1314	1504	1715
归属母公司股东权益	2722	2917	3116	3378	3705
负债和股东权益	7155	8505	9118	9960	10799

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	613	673	1424	852	1697
净利润	425	448	503	566	632
折旧摊销	285	312	420	484	370
财务费用	-59	5	-11	-17	-26
投资损失	-8	-29	-8	-8	-8
营运资金变动	-49	-58	520	-173	729
其他经营现金流	19	-6	0	-0	0
投资活动现金流	-1079	-1040	-578	-522	-578
资本支出	764	790	71	-63	127
长期投资	-106	-232	-89	-89	-89
其他投资现金流	-421	-482	-596	-674	-540
筹资活动现金流	-230	-166	-287	-268	-278
短期借款	140	20	0	0	0
长期借款	20	-20	0	0	0
普通股增加	0	140	0	0	0
资本公积增加	0	-140	0	0	0
其他筹资现金流	-390	-166	-287	-268	-278
现金净增加额	-695	-533	558	62	840

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12731	15264	17534	19319	21288
营业成本	9959	11929	13722	15100	16624
营业税金及附加	57	53	53	68	75
营业费用	2029	2406	2779	3052	3363
管理费用	301	319	377	415	458
财务费用	-59	5	-11	-17	-26
资产减值损失	-4	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	29	8	8	8
营业利润	513	607	622	708	802
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	11	11	11	11	12
利润总额	512	606	621	707	800
所得税	87	158	118	141	168
净利润	425	448	503	566	632
少数股东损益	-5	-10	0	0	0
归属母公司净利润	430	458	503	566	632
EBITDA	738	877	991	1132	1097
EPS(元)	0.71	0.75	0.83	0.93	1.04

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	19.9	14.9	10.2	10.2
营业利润(%)	23.9	18.3	2.5	13.9	13.2
归属于母公司净利润(%)	38.4	6.4	9.9	12.5	11.6
获利能力					
毛利率(%)	21.8	21.8	21.7	21.8	21.9
净利率(%)	3.4	3.0	2.9	2.9	3.0
ROE(%)	15.1	14.6	15.4	16.0	16.4
ROIC(%)	12.8	13.2	13.8	14.3	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	60.8	63.9	64.1	64.5	64.3
净负债比率(%)	-75.6	(50.2)	(64.3)	(61.3)	-77.8
流动比率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1
应收账款周转率	470.6	401.4	600.0	600.0	600.0
应付账款周转率	6.2	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.75	0.83	0.93	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.41	2.34	1.40	2.79
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.80	5.12	5.55	6.09
估值比率					
P/E	44.76	42.06	38.26	34.01	30.46
P/B	7.07	6.60	6.18	5.70	5.19
EV/EBITDA	23.39	20.4	17.5	15.3	15.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>