

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

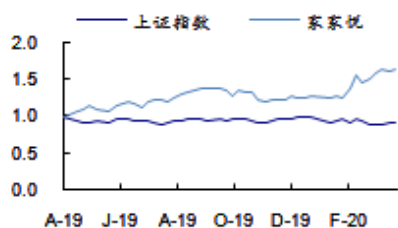
家家悦 (603708)
买入

2019 年报暨 2020 一季报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 22 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)	1,200/1,200
总市值/流通(百万元)	11,151/11,147
上证综指/深圳成指	2,746/10,150
12 个月最高/最低(元)	16.05/8.48

相关研究报告:

《国信证券-家家悦-603708-立足胶东开拓疆土、着眼生鲜持续成长》——2019-12-30
 《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

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com

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

内生外延共促高增长, 异地扩张成效初现
● 19 业绩稳健高增长, 20Q1 表现强劲

公司 19 年全年实现营收 152.64 亿元 (+19.90%), 归母净利润 4.58 亿元 (+6.43), 扣非增长 14.57%, 营收表现高于预期, 其中 Q4 净利润下滑 17.59%, 主因去年同期非流动资产处置收益 3927 万元形成高基数。2020Q1 公司营收 52.87 亿元 (+38.96%), 归母净利润 1.76 亿元 (+24.86%), 扣非增长 30.97%, 增长表现强劲。

● 内生外延助力增长, Q1 显著受益于疫情必选消费坚韧表现

19 年公司营收增长主要来自同店高增长和外延展店推动。同店方面, 19 年增长 5.78% (+3.06pct), 其中大卖场和综超业态的同店分别增长 5.93%/6.24%。展店方面, 公司 19 年净增门店 51 家, 总数达到 783 家。值得注意的是, 青岛维客 19 年实现净利润 1657 万元 (+917%), 公司的并购扩张成效得到初步显现。而公司 2020Q1 之所以实现强劲增长, 预计一方面受益于疫情期间超市生鲜等民生产品需求加大, 而公司前期优质供应链布局也提供了保障下, 另一方面公司新增门店 45 家, 包括纳入合并的淮北乐新商贸门店 31 家。

● 供应链优化助力毛利率提升, 费用管控能力持续增强

2019 年公司毛利率 21.85%, 同比略增 0.08pct。期间费用率提升 0.04pct, 其中销售费用率和管理费用率分别下降 0.18 和 0.28pct, 显示公司控费能力优异。2020Q1 公司毛利率下滑 0.35pct, 预计与生产加工配送等其他业务在疫情期间成本上升有关, 公司连锁门店主营业务毛利率提升 1.48pct。同时由于合并淮北乐新商贸, 管理费用率提升 0.38pct, 但销售费用率下降 0.39pct 体现公司较强的区域品牌效应。

● 风险提示: 门店扩张不及预期; 同店增长状况不及预期。
● 投资建议: 内生外延双驱动, 维持“买入”

公司作为胶东地区生鲜龙头, 通过内生外延保持优异的成长性, 一方面, 在疫情期间通过前期的供应链布局保障了业务的有效开展, 并积极推动开展商超到家业务, 同店有望持续受益; 另一方面, 公司已经实现了从区域零售向全国零售的转变, 预计未来将继续保持稳健快速的扩张步伐。考虑公司优异供应链赋能下的异地项目有望贡献一定业绩弹性, 我们略上调盈利预测, 预计公司 20-22 年 EPS0.99/1.17/1.40 元/股, 当前股价对应 PE32.6/27.6/23.0X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

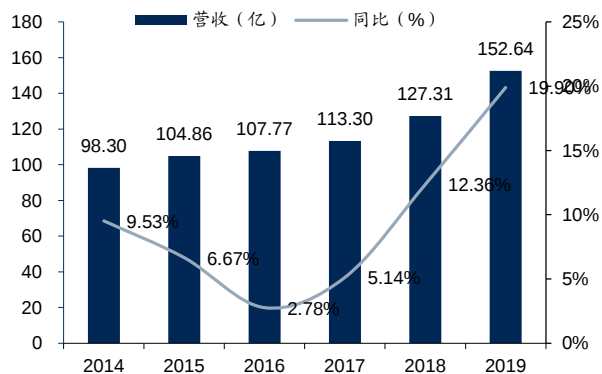
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,264	18,122	21,745	25,937
(+/-%)	19.9%	18.7%	20.0%	19.3%
净利润(百万元)	458	602	710	852
(+/-%)	6.4%	31.6%	17.9%	20.0%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.99	1.17	1.40
EBITMargin	3.6%	3.6%	3.6%	3.8%
净资产收益率(ROE)	15.7%	18.2%	18.8%	19.7%
市盈率(PE)	42.9	32.6	27.6	23.0
EV/EBITDA	32.4	27.7	23.8	19.6
市净率(PB)	6.7	5.9	5.2	4.5

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

业绩情况：19 年业绩略低预期，20 年 Q1 增长强劲

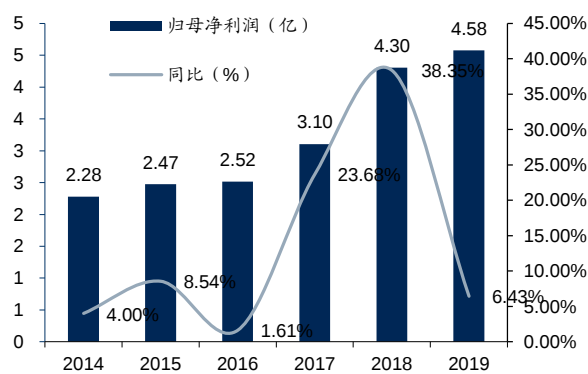
公司 19 年全年实现营收 152.64 亿元(+19.90%)，归母净利润 4.58 亿元(+6.43%)，营收高于我们的预期，但利润增速低于预期，主因 2018 年非流动资产处置收益 3927 万元形成较高的基数，19 年扣非归母净利润则为 4.37 亿元(+14.57%)。

图 1：家家悦历年营收及增速（亿、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

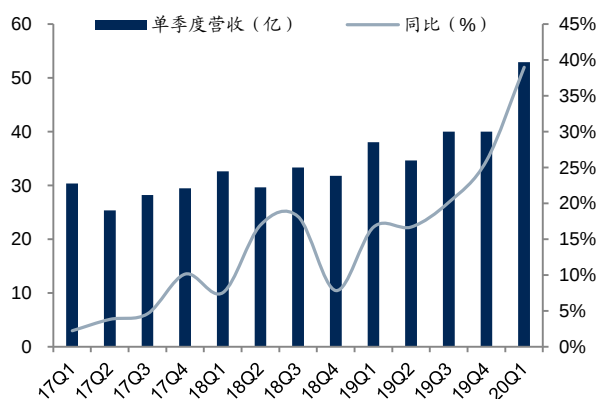
图 2：家家悦历年归母净利润及增速（亿、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

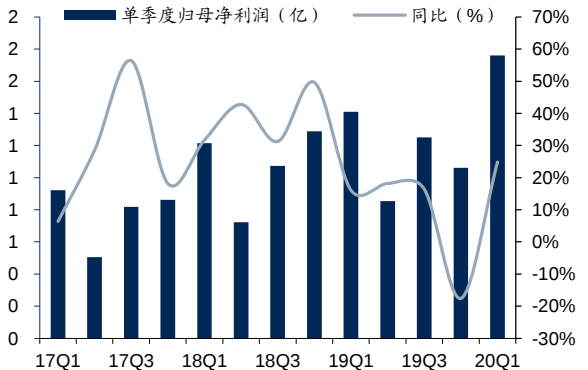
分季度看，公司 19 年 Q4 营收 39.99 亿元(+25.95%)，归母净利润 1.06 亿元(-17.59%)，扣非归母净利润 1.03 亿元(+9.02%)。2020Q1 实现营收 52.87 亿元(+38.96%)，归母净利润 1.76 亿元(+24.86%)，扣非归母净利润 1.73 亿元(+30.97%)，增长强劲。预计一方面与食品生鲜作为必选消费，在新冠疫情期期间显著收益有关；另一方面则是受益于 CPI 高位：2020 一季度 CPI 比去年同期上涨 4.9%，涨幅比去年同期扩大 3.1 个百分点，其中食品价格上涨 20.3%，影响 CPI 上涨约 4.09 个百分点，占 CPI 总涨幅的八成多，利好公司同店增长。

图 3：家家悦单季度营收及增速（亿、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：家家悦单季度归母净利润及增速情况（亿元、%）

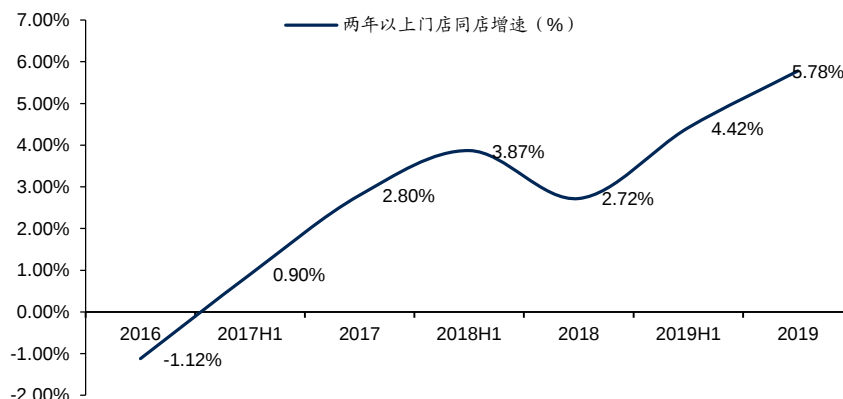


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：同店增长靓丽，外延扩张成效初显

公司 19 年及 20 年 Q1 营收录得双位数增长，主要受益于同店收入增长和外延扩张推进。同店方面，19 年增长 5.78% (+3.06pct)，其中大卖场和综超业态的同店分别增长 5.93% (+3.03pct) / 6.24% (+3.4pct)，较 2018 年明显提升。

图 5: 家家悦同店增速情况 (%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

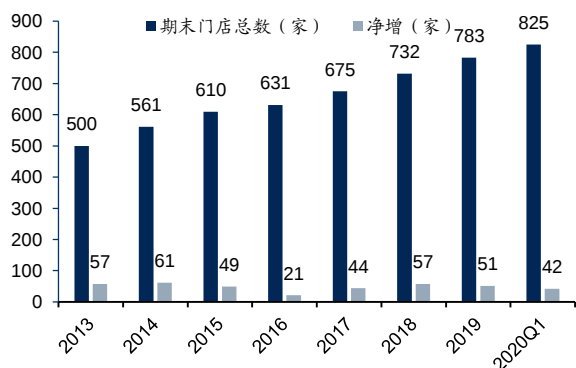
门店扩张方面, 公司 19 年新开门店 80 家, 包含 2019 年纳入合并报表范围的河北家家悦原张家口福悦祥和山东华润门店, 其中大卖场 45 家、综合超市 32 家、百货店 1 家、宝宝悦等其他业态 2 家。公司 19 年闭店 29 家, 净增门店 51 家, 门店总数达到 783 家, 其中大卖场 149 家、综合超市 554 家、百货店 13 家、宝宝悦等其他业态门店 67 家。

同时, 20 年 Q1 公司新增门店 45 家, 其中新开店 14 家 (大卖场 4 家, 综合超市 10 家), 2020 年 1 月淮北市乐新商贸有限公司 (现已更名为安徽家家悦真棒超市有限公司) 纳入合并报表的门店 31 家。

此外, 从新增门店的区域来看, 19 年威海、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, 表明公司实现了从区域零售向全国零售的转变。值得注意的是, 青岛维客 19 年实现净利润 1657 万元 (+917%), 表明公司的并购扩张成效得到初步显现。

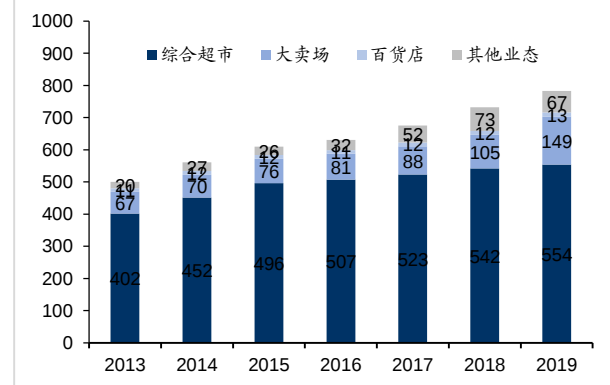
截止 2020 年 Q1, 公司门店总数 825 家, 其中山东省 773 家, 安徽省 32 家, 河北省 18 家, 其他省份 2 家。

图 6: 家家悦历年门店变化情况 (家)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 家家悦分业态门店变化情况 (家)

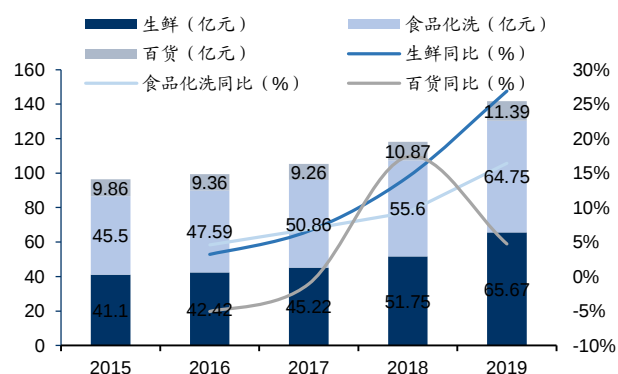


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

分品类来看, 生鲜 19 年实现销售收入 65.67 亿元 (+26.89%), 营收占比提升至 46.31%, 超过食品化洗成为第一大品类。食品化洗实现销售收入 64.75 亿元 (+16.44%), 营收占比 45.66%, 百货类实现销售收入 11.39 亿元 (+4.73%), 营收占比 8.03%。

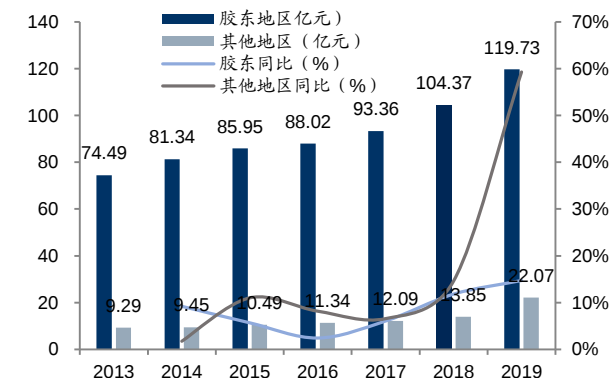
分地区来看，19 年公司胶东大本营增长稳健，实现销售收入 119.73 亿元（+14.71%），营收占比 84.44%（-3.85pct），其他地区销售收入增长强劲，实现销售收入 22.07 亿元（+59.30%），营收占比 15.56%（+3.85pct）。

图 8：家家悦营业收入分产品及增速（亿、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：家家悦营业收入分地区（亿、%）

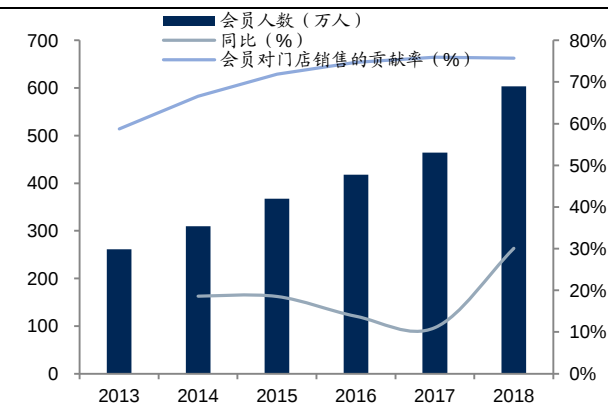


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

物流建设方面，2019 年公司新增张家口常温物流中心，总数达到 5 处，总仓储面积约 16 万平米，较 2018 年增加 4 万平米，日均吞吐量约 26 万件，较 2018 年提升 4 万件；新增生鲜物流中心 1 处，总仓储面积约 7 万平米，较 2018 年提升 3 万平米，日均吞吐量约 2290 吨，较 2018 年新增 556 吨。此外，目前公司仍有 1 处在建常温物流中心，3 处在建生鲜物流中心。预计随着公司物流体系的进一步完善，供应链效率有望得到进一步提高。

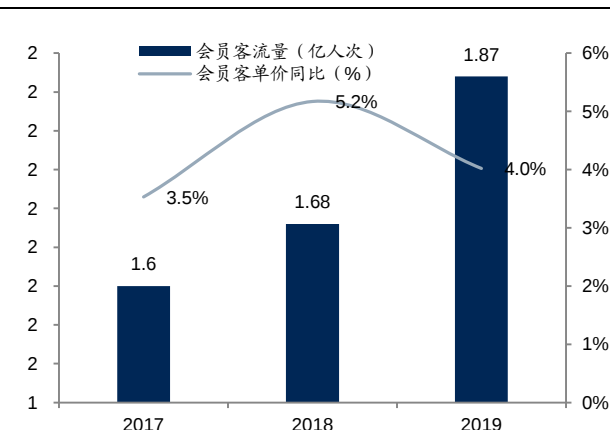
会员体系方面，2019 年报告期末公司会员数量 746.68 万人，当年新增会员 143.19 万，会员数量比年初增长 23.73%，会员对门店销售的贡献率约 75%，会员客流量 1.87 亿人次，同比增长 11.46%，会员客单价增长 4.02%。

图 10：家家悦会员人数及销售贡献情况（万人、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：家家悦会员客流量及客单价情况（亿人次、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力：供应链优化助力毛利率提升，费用管控能力持续增强

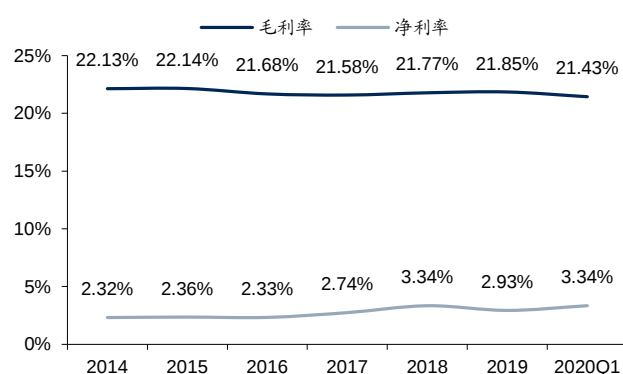
2019 年公司毛利率为 21.85%，同比略增 0.08pct，得益于公司进一步优化供应链，主要体现在前文提到的物流体系建设和公司积极发展自有品牌，提升市占率，2019 年公司自有品牌商品的营收占商业营业收入的比重为 10.37%，较 2018 年提升 0.54pct。

2020Q1 公司毛利率下滑 0.35pct，预计与生产加工配送等其他业务在疫情期间成本上升有关，公司连锁门店主营业务毛利率提升 1.48pct

费用率方面，2019 年期间费用率提升 0.04pct，其中销售费用率和管理费用率分别下降 0.18 和 0.28pct，显示公司控费能力优异，财务费用率提升 0.50pct，主要受存款收益减少、按新金融工具准则规定部分现金管理收益计入投资收益所致。

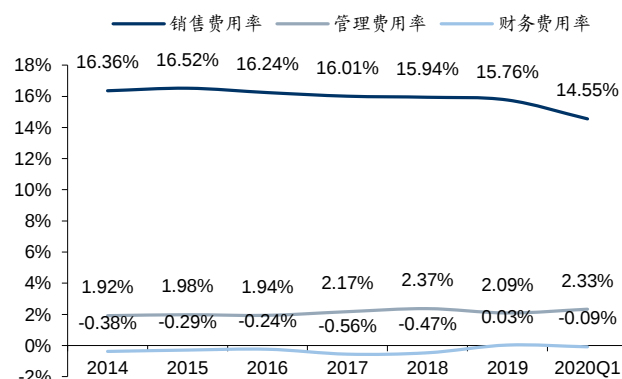
2020Q1 由于并表淮北乐新商贸，在营收大幅增长的背景下，公司销售费用 7.69 亿元（+35.55%），主要受职工薪酬及租金物业费增加影响，销售费用率略降 0.39pct 至 14.55%；管理费用 1.23 亿元（+65.80%），主要受职工薪酬增长影响，管理费用率同比提升 0.38pct 至 2.33%。

图 12：家家悦毛利率及净利率情况（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：家家悦费用率情况（%）

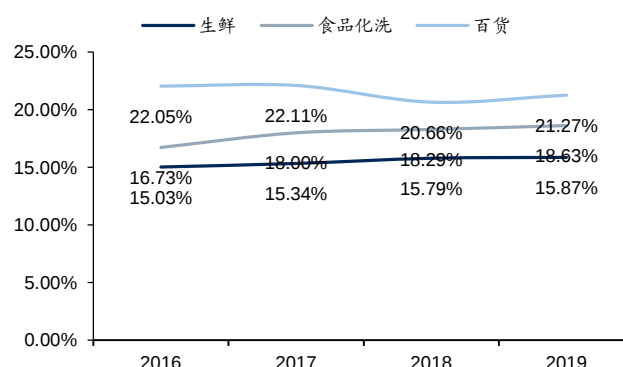


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

分产品来看，公司 2019 年生鲜/食品化洗/百货毛利率分别为 15.87%/18.63%/21.27%，分别同比变化+0.08/+0.34/0.61pct，体现了公司较为优异的供应链管控能力。

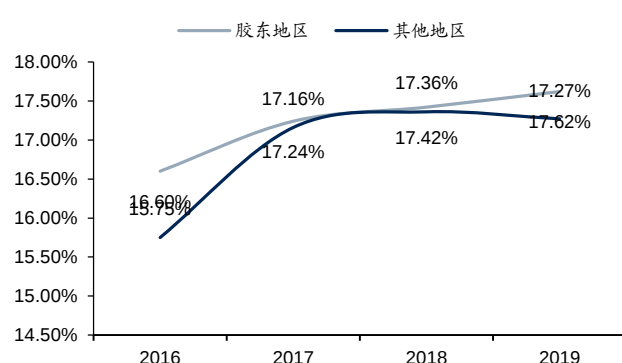
分地区来看，胶东地区 2019 年毛利率为 17.62%（+0.20pct），其他地区毛利率 17.27%（-0.09pct），表现较为稳健。

图 14：家家悦分品类毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15：家家悦分地区毛利率（%）

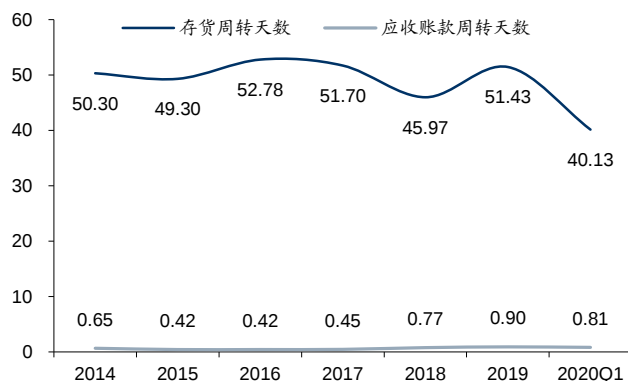


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营运能力：存货周转受备货和门店增加影响有所放缓

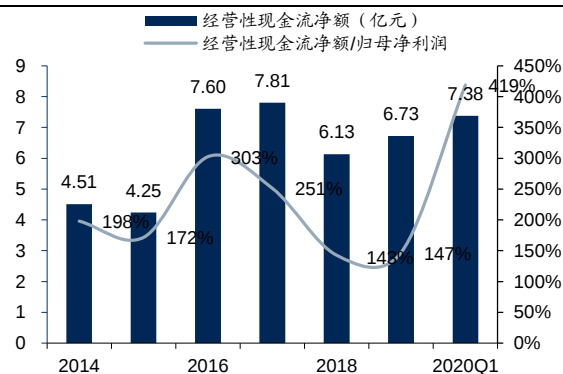
从经营情况来看，19 年存货周转天数提升 5.46 天至 51.43 天，预计与门店增加和春节备货有关。2020Q1 存货周转天数为 40.13 天，较 2019Q1 提升 2.35 天，预计与新冠疫情期间保证货物储备充足有关。现金流方面，公司 19 年经营性现金流净额为 6.73 亿元，同比增长 9.67%，净现比达到 147%，反映公司收入质量高。2020 Q1 经营性现金流净额 7.38 亿元，同比大增 81.28%，净现比现金流状况良好。

图 16：家家悦存货和应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 17：家家悦经营性现金流及净现比情况（亿、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：内生外延双驱动稳健高增长，维持“买入”评级

公司作为胶东地区生鲜龙头，通过内生外延保持优异的成长性。内生方面，公司持续加强物流体系建设，提升供应链管理效率，强化自有品牌建设，提升盈利能力。同时在疫情推动商超必选增长，以及公司积极布局商超到家业务下，有望推动同店增速继续维持较高水平。外延并购方面，公司已经实现了从区域零售向全国零售的转变，异地扩张成效得到了初步验证，预计公司继续保持扩张步伐。我们考虑在公司强势供应链赋能及经营管理提效下，新的异地项目河北家家悦（19 年亏损 0.3 亿元），以及山东华润万家等均有望复制青岛维客业绩扭亏经验，在 2020 年将为公司带来一定业绩弹性，因此略上调盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润 6.02/7.10/8.52 亿元（原预测 6.01/6.94 亿元），对应 20-22 年 EPS 为 0.99/1.17/1.40 元/股，对应 PE32.6/27.6/23.0X，维持“买入”评级。

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 2020/04/21	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601933	永辉超市	买入	10.45	0.15	0.23	0.30	67.56	44.80	34.78	5.15
603708	家家悦	买入	32.25	0.92	0.75	0.99	35.11	42.88	32.59	5.38
002419	天虹股份	买入	8.65	0.75	0.72	0.59	11.48	12.09	14.73	1.58
002697	红旗连锁	增持	10.14	0.24	0.38	0.44	42.73	26.73	23.06	5.27

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测注：除永辉超市外，其余 2019 年 EPS 均为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E	
现金及现金等价物	1703	2280	2280	2280	营业收入	15264	18122	21745	25937
应收款项	148	149	179	213	营业成本	11929	14150	16961	20179
存货净额	2118	2103	2521	2733	营业税金及附加	53	73	87	130
其他流动资产	505	453	544	648	销售费用	2406	2854	3431	4085
流动资产合计	4514	5026	5564	5915	管理费用	319	388	486	565
固定资产	2534	3072	3509	3852	财务费用	5	(33)	(34)	1
无形资产及其他	188	181	173	166	投资收益	29	10	12	15
投资性房地产	1059	1059	1059	1059	资产减值及公允价值变动	(3)	3	3	3
长期股权投资	210	230	250	270	其他收入	29	0	0	0
资产总计	8505	9567	10555	11261	营业利润	607	703	829	995
短期借款及交易性金融负债	160	589	448	2140	营业外净收支	(1)	1	1	1
应付款项	2905	2868	3438	4099	利润总额	606	704	830	996
其他流动负债	2295	2579	2683	492	所得税费用	158	113	133	159
流动负债合计	5360	6035	6570	6730	少数股东损益	(10)	(11)	(13)	(16)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	458	602	710	852
其他长期负债	75	78	81	84					
长期负债合计	75	78	81	84	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5435	6113	6650	6814	2019	2020E	2021E	2022E	
少数股东权益	153	145	135	123	净利润	458	602	710	852
股东权益	2917	3309	3770	4324	资产减值准备	3	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	8505	9567	10555	11261	折旧摊销	215	274	323	368
					公允价值变动损失	3	(3)	(3)	(3)
					财务费用	5	(33)	(34)	1
					营运资本变动	(138)	315	139	(1879)
					其它	(7)	(8)	(10)	(12)
					经营活动现金流	535	1179	1159	(673)
					资本开支	(737)	(800)	(750)	(700)
					其它投资现金流	(40)	0	0	0
					投资活动现金流	(868)	(820)	(770)	(720)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(20)	0	0	0
					支付股利、利息	(262)	(211)	(249)	(298)
					其它融资现金流	317	429	(141)	1692
					融资活动现金流	(248)	218	(389)	1393
					现金净变动	(581)	577	0	0
					货币资金的期初余额	2284	1703	2280	2280
					货币资金的期末余额	1703	2280	2280	2280
					企业自由现金流	(248)	340	367	(1389)
					权益自由现金流	49	797	255	301

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±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±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