

2020年08月28日

家家悦 (603708.SH)

公司快报

渠道扩张叠加内生增长，疫情下超市业务快速增长

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 92.46 亿元/+27.27%，归母净利 2.87 亿元/+26.99%，基本每股收益 0.47 元。其中 Q2 营收 39.58 亿元/+14.40%，归母净利 1.11 亿元/+30.51%。

投资要点

◆ **渠道扩张叠加内生增长，疫情下超市业务快速增长：**营收端，上半年公司营收增长 27%，一方面公司大卖场综超渠道扩张，公司建筑面积同比增加约 20%，另一方面疫情下生鲜及食品需求旺盛，上半年公司同店增长约 11.4%，生鲜品类毛利润增长 64%，推动公司内生增长。

净利率端，公司各品类毛利率均有提升，低毛利率的生鲜占比影响整体毛利率，公司上半年收入增长降低费用率，最终净利率同比平稳，规模扩张带动利润增长。

分季度看，Q1、Q2 公司营收分别增加 39%、14%，毛利润分别增加 37%、15%，Q2 以来其他生鲜食品渠道逐步复工复产，超市同店增速预计逐步回落，毛利润增速降低，但 Q2 在公司费用控制推动下，实现约 30%的净利润增速，推动业绩持续向好。

◆ **业态扩张助力业绩增长，疫情下生鲜及食品品类需求旺盛：**渠道方面，上半年公司无惧疫情，继续开拓网络发展，较去年同期净增门店 81 家/11%至 844 家，其中公司上半年并入安徽家家悦 31 家门店，省外拓展进一步加速，上半年末省外地区门店数量已达 56 家。同比来看，公司大卖场门店快速增加，上半年末大卖场、综超同比面积分别增加 35%、11%，推动整体面积增加 20%。业态扩张助力公司业绩增长。

分品类看，上半年疫情影响菜市场、杂货店及餐饮渠道经营，作为保供类型的商超持续受益，特别是生活必需品之一的生鲜品类。上半年公司生鲜、食品化洗、百货、工业及其他品类分别占营收约 50%、44%、5.4%、0.4%，生鲜及食品化洗分别增长约 46%、21%。另外较高水平的食品类 CPI 推动生鲜及食品毛利率提升，上半年公司生鲜、食品化洗品类分别实现 64%、23%的毛利润增长，持续推动业绩进步。

分业态看，公司持续以大卖场及商超渠道为核心，疫情推动上半年公司大卖场、综超老店收入快速增长，月营收坪效均超过 1500 元，分别较 19 年全年提升 3.9%、15.5%，推动公司整体坪效较 19 年全年提升约 8.6%。

分区域看，公司张家口、淮北等山东省外区域持续培育，上半年山东省外地区营收已达 7.43 亿元，占公司营收约 8.5%，另有山东省内营收增长约 21%。公司立足胶东，山东省内外渠道拓展机遇奠定公司未来增长。

◆ **品类结构影响上半年毛利率，整体净利率同比平稳：**盈利能力方面，上半年受疫情影响，食品类 CPI 及对商超的需求推升各品类毛利率，但由于毛利率较低的生鲜品类占比提升，公司整体毛利率水平微降 0.1pct 至 21.4%。收入规模大幅增长使期间

商贸零售 | 超市 III

投资评级

增持-A(维持)

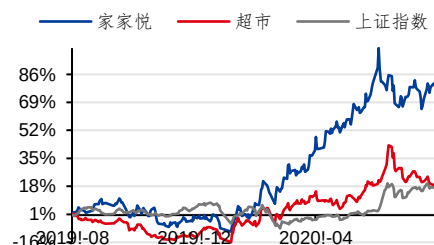
股价(2020-08-27)

44.25 元

交易数据

总市值(百万元)	26,921.70
流通市值(百万元)	26,921.70
总股本(百万股)	608.40
流通股本(百万股)	608.40
12个月价格区间	20.52/49.37 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.86	-0.09	68.16
绝对收益	5.38	18.0	83.59

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

家家悦：全年内生外延推动营收向好，关注公司渠道及区域拓展计划 2020-04-21

家家悦：渠道扩张推动规模增长，三季度利润稳健增长 2019-10-30

家家悦：外延扩张及内生增长延续，上半年业绩平稳增长 2019-08-26

家家悦：内生外延推动营收稳步增长，所得税额降低推升净利润 2019-08-15

费用率微降，最终上半年净利率保持同比平稳。

存货方面，上半年公司库存商品同比增长 33%至 16.6 亿元，但已较年初的 20.5 亿元环比减少约 19%。渠道扩张影响存货周转，但上半年末存货已较年初有所改善。

现金流方面，受 Q1 超市较高需求刺激，叠加公司应付账款周转有所放缓，公司上半年经营活动现金流量净额同比大幅增长 172%至 7.1 亿元，其中 Q1 增长约 82%，Q2 净流出幅度收窄约 81%。

◆ **投资建议：**家家悦是深耕胶东的区域性超市龙头，直采、仓储物流及自有品牌建立优势，近年来公司跨区域拓展持续进行。20 年公司计划新开门店 100 家，若关店类似 2019 年的 29 家，则门店数量有望增加 9%。渠道外延及内生增长、物流建设保障跨区域盈利能力等因素有望继续推动未来公司业绩稳健增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.93、1.10 和 1.30 元。净资产收益率分别为 18.0%、19.7%和 21.3%。目前公司 PE（2020E）约 48 倍，PE（2021E）约 40 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**渠道扩张或不及预期；新门店客流或不及预期；新区域开拓或需要较大投入。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,731	15,264	18,608	21,948	26,124
YoY(%)	12.4	19.9	21.9	17.9	19.0
净利润(百万元)	430	458	565	671	793
YoY(%)	38.4	6.4	23.5	18.8	18.1
毛利率(%)	21.8	21.8	21.8	21.3	21.3
EPS(摊薄/元)	0.71	0.75	0.93	1.10	1.30
ROE(%)	15.8	15.7	18.0	19.7	21.3
P/E(倍)	62.6	58.8	47.7	40.1	34.0
P/B(倍)	9.9	9.2	8.6	7.9	7.2
净利率(%)	3.4	3.0	3.0	3.1	3.0

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4096	4514	6325	7731	9618	营业收入	12731	15264	18608	21948	26124
现金	2,284	1,703	2,791	3,292	3,919	营业成本	9959	11929	14558	17268	20572
应收票据及应收账款	144	148	204	224	358	营业税金及附加	57	53	37	88	110
预付账款	289	358	400	511	632	营业费用	2029	2406	2921	3325	3932
存货	1,290	2,118	2,734	3,501	4,499	管理费用	301	319	413	424	496
其他流动资产	89	147	154	162	170	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	3,059	3,991	4,377	4,684	4,818	财务费用	-59	5	-32	-5	8
长期投资	119	210	210	210	210	资产减值损失	-4	4	2	2	2
固定资产	1778	2387	2635	2850	2979	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	149	188	202	215	228	投资净收益	8	29	30	31	32
其他非流动资产	166	251	263	277	290	营业利润	513	607	738	877	1036
资产总计	7155	8505	10702	12415	14435	营业外收入	10	10	11	11	12
流动负债	4261	5360	6781	8006	9663	营业外支出	11	11	12	12	13
短期借款	140	160	1025	1422	1906	利润总额	512	606	738	876	1035
应付票据及应付账款	2076	2905	3013	3654	4060	所得税	87	158	184	219	259
其他流动负债	352	418	439	461	484	税后利润	425	448	553	657	776
非流动负债	87	75	636	870	933	少数股东损益	-5	-10	-12	-14	-16
长期借款	20	0	558	787	847	归属母公司净利润	430	458	565	671	793
其他非流动负债	67	75	78	82	86	EBITDA	576	798	941	1156	1373
负债合计	4348	5435	7417	8876	10596	主要财务比率					
少数股东权益	86	153	142	128	111	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	468	608	608	608	608	成长能力					
资本公积	1303	1163	1163	1163	1163	营业收入(%)	12.4	19.9	21.9	17.9	19.0
留存收益	950	1146	1371	1640	1957	营业利润(%)	23.9	18.3	21.7	18.8	18.1
归属母公司股东权益	2722	2917	3143	3411	3728	归属于母公司净利润(%)	38.4	6.4	23.5	18.8	18.1
负债和股东权益	7155	8505	10702	12415	14435	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	21.8	21.8	21.8	21.3	21.3
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	3.4	3.0	3.0	3.1	3.0
经营活动现金流	613	673	430	749	966	ROE(%)	15.8	15.7	18.0	19.7	21.3
净利润	425	448	565	671	793	ROIC(%)	-47.5	300.3	77.3	59.4	56.0
折旧摊销	285	312	235	284	329	偿债能力					
财务费用	-59	5	-32	-5	8	资产负债率(%)	60.8	63.9	69.3	71.5	73.4
投资损失	-8	-29	-30	-31	-32	流动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
营运资金变动	-94	-127	-295	-155	-116	速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
其他经营现金流	64	64	-12	-14	-16	营运能力					
投资活动现金流	-1079	-1040	-457	-478	-399	总资产周转率	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8
筹资活动现金流	-230	-166	1115	230	59	应收账款周转率	128.2	104.6	105.9	102.9	90.0
每股指标(元)						应付账款周转率	8.0	7.5	7.7	8.2	8.5
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.75	0.93	1.10	1.30	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.11	0.71	1.23	1.59	P/E	62.6	58.8	47.7	40.1	34.0
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.80	5.17	5.61	6.13	P/B	9.9	9.2	8.6	7.9	7.2
						EV/EBITDA	11.9	15.8	26.4	21.6	18.0

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn