

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

家家悦 (603708.SH)

维持评级

报告原因：三季报点评

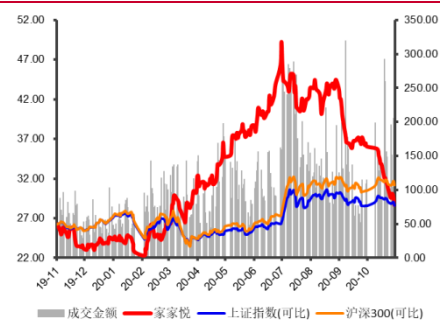
主营业务稳健增长，门店网络拓展提速

买入

2020 年 11 月 2 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 30 日

收盘价(元):	28.68
年内最高/最低(元):	49.37/20.24
流通 A 股/总股本(亿):	2.04/6.08
流通 A 股市值(亿):	174
总市值(亿):	174

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.64
每股净资产(元):	4.93
净资产收益率:	12.93%

分析师：谷茜

执业登记编码：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 10 月 31 日发布 2020 年三季度报告，前三季度公司实现营业总收入 137.63 亿元，同比增长 22.17%；归属于上市公司股东的合并净利润 3.89 亿元，同比增长 10.63%。

事件点评

- 主业营收稳健增长，百货业态收入承压。公司继续拓展经营区域，不断完善区域布局和新店发展，前三季度同店收入保持增长态势，同时合并了安徽家家悦，实现营收同比增长 22.17%，其中山东省外地区同比增长 321.85%。分季度看，Q1-Q3 营收端同比分别提升 38.96%/14.40%/12.95%，归母净利润方面同比分别增长 24.86%/30.51%/-18.99%，由于 Q3 成本和费用同时上涨，百货（-27.24%）和其他业态（-24.86%）营业收入同比负增长，带动 Q3 利润端增速环比转负。前三季度公司主营毛利率为 18.03%，同比提升 0.27pct，主要受到综合超市业态毛利率同比提升 0.44pct 的影响，不过拓展新区安徽带来固定费用上涨，导致省外区域毛利率同比下降 3.25pct。
- 合并安徽家家悦致费用上升，管理费率同比下降。前三季度公司期间费用同比上升 0.45pct 至 17.63%，其中销售/管理/财务费用率分别为 15.67%/1.87%/0.09%。销售费用率同比提升 0.44pct，主要为职工薪酬增长及合并山东华润、安徽家家悦，导致租金、折旧摊销和长期待摊费用同比提升影响；管理费用同比提升 11.78%，主要为合并安徽家家悦后职工薪酬、折旧摊销和商品损耗增加所致，但管理费率同比下降 0.17pct；财务费用率同比提升 0.19pct，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。前三季度公司经营活动现金流同比增长 12.71%，主要是公司存货较期初减少及利润增长所致。
- 加快超市门店网络拓展，大卖场业态盈利能力较强。前三季度公司继续加快网络发展，积极拓展山东、安徽、江苏、河北、内蒙古等地市场，进一步完善成熟区域的网络布局。公司 Q3 新开门店 33 家，展店数量环比提升，其中大卖场 13 家、综合超市 19 家、其他业态 1 家，新签约门店 40 家；同时调整优化区域内门店的网络布局，关闭或搬迁了解除合同、布局不合理的门店 3 家，截止 9 月 30 日门店总数 874 家。业态优化方面，围绕“顾客消费、家庭生活、品质健康”的需求，对老店进行升级，优化商品结构，加强门店的精细化管理，增强精准服务和顾客体验。前三季度公司各业态主营收入同比增长 24.87%，其中大卖场和综



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

合超市同比增长 33.49%和 19.81%，毛利率分别为 18.22%和 18.03%，同比提升 0.01pct 和 0.44pct；而百货和其他业态同比分别下降 27.24%和 24.86%，毛利率分别是 11.56%和 13.97%，同比下降 0.53pct 和 0.33pct。

- **非公开发行股票募资资金，扩大经营规模提升物流实力。**9 月公司非公开发行 A 股股票拟募集资金总额不超过 22.8 亿元，主要用于连锁超市发展项目、张家口综合产业园项目、淮北综合产业园项目（一期）、羊亭购物广场项目与补充流动资金。公司将在山东、河北、内蒙古、安徽、江苏及周边地区继续完善市场布局，稳步提高市场占有率，扩大经营规模，增强行业竞争力。公司坚持围绕自建物流配送体系、区域密集开店的方针，在山东省已基本建成了覆盖全省的一体化物流配送网络，在河北、安徽的物流配送能力相对较弱。募资资金将分别在河北张家口、安徽淮北建设张家口综合产业园项目、淮北综合产业园项目（一期）两个物流项目，用于支持河北、内蒙古、安徽、江苏等周边地区门店商品的仓储、配送及生鲜加工等业务。依托较广的辐射范围和较强的物流能力，通过规模优势降低商品物流成本，为各门店后续快速发展和稳定经营带来强力支持。

投资建议

- 公司继续拓展经营区域，在完善区域布局、多业态互补的同时，持续拓展经营区域，加快新区拓展推进全国发展。今年以来公司进一步完善成熟区域的网络布局，通过发展新店、合并山东华润、安徽家家悦，带动同店收入持续提升。我们看好公司深耕胶东发展全国、加强门店精细化管理，以及提升生鲜食品供应链效率的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.13/1.33 元，对应公司 10 月 30 日收盘价 28.68 元，2020-2022 年 PE 分别为 30.59X/25.45X/21.53，维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；疫情影响超过市场预期；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

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
营业总收入（亿元）	137.63	92.46	52.87	152.64	112.65
同比（%）	22.17%	27.27%	38.96%	19.90%	17.89%
营业成本	107.82	72.64	41.54	119.29	88.41
毛利率（%）	21.66%	21.44%	21.43%	21.85%	21.52%
销售费用	21.57	13.86	7.69	24.06	17.16
管理费用	2.57	1.86	1.23	3.19	2.30
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	0.13	0.02	-0.05	0.05	-0.11
期间费用率	17.63%	17.02%	16.80%	17.88%	17.18%
净利润	3.75	2.81	1.77	4.48	3.45
归母净利润	3.89	2.87	1.76	4.58	3.51
同比（%）	10.63%	26.99%	24.86%	6.43%	16.70%
扣非后归母净利润	3.75	2.82	1.73	4.37	3.34
同比（%）	12.18	31.68	30.97	14.57	16.40
每股收益：					
基本每股收益	0.6400	0.4700	0.2900	0.7500	0.5800
稀释每股收益	0.6400	0.4700	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（中报披露）

	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	87.18	94.29%	29.04%	18.33%	1.04%
分产品					
生鲜	44.34	50.85%	46.21%	17.39%	1.92%
食品化洗	38.10	43.70%	21.16%	18.70%	0.34%
百货	4.75	5.45%	-18.09%	24.10%	3.07%
分地区					
山东省	79.74	91.47%	21.04%	18.68%	1.36%
省外地区	7.44	8.53%	342.62%	14.60%	-1.78%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 3 分业态门店主营业务收入情况

业态	2020 前三季度主营业务收入（元）	收入占比%	收入同比增减%	毛利率%	同比变动%
大卖场	6,490,754,702.48	51.32%	33.49%	18.22%	0.01%
综合超市	5,907,370,313.48	46.71%	19.81%	18.03%	0.44%
百货店	79,780,949.96	0.63%	-27.24%	11.56%	-0.53%
其他业态	170,267,252.12	1.35%	-24.86%	13.97%	-0.33%
总计	12,648,173,218.04	100.00%	24.87%	18.03%	0.27%

数据来源：公司三季报, 山西证券研究所



资产负债表					利润表				
单位:百万元					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	6,740	7,994	9,626	营业收入	15,264	18,738	21,839	25,835
现金	1,703	3,748	4,368	5,167	营业成本	11,929	14,612	16,986	20,077
应收账款	148	161	216	242	营业税金及附加	53	66	76	90
其他应收款	110	118	159	179	销售费用	2,406	2,916	3,402	4,035
预付账款	358	398	491	585	管理费用	319	369	437	530
存货	2,129	2,202	2,605	3,229	财务费用	5	22	43	45
其他流动资产	67	114	155	223	资产减值损失	4	10	1	2
非流动资产	3,991	3,867	3,914	4,000	公允价值变动收				
长期投资	210	150	160	173	益	0	0	0	0
固定资产	2,387	2,236	2,085	1,933	投资净收益	29	10	10	10
无形资产	188	176	164	153	营业利润	607	754	903	1,065
其他非流动资					营业外收入	10	9	10	10
产	1,206	1,306	1,506	1,740	营业外支出	11	11	11	11
		10,60	11,90	13,62	利润总额	606	752	901	1,064
资产总计	8,505	7	8	6	所得税	158	188	225	266
流动负债	5,360	7,170	8,130	9,462	净利润	448	564	676	798
短期借款	160	1,407	1,476	1,647	少数股东损益	(10)	(6)	(10)	(12)
应付账款	2,368	2,617	3,100	3,748	归属母公司净利润	458	570	686	810
其他流动负债	2,832	3,146	3,555	4,068	EBITDA	798	940	1,108	1,273
非流动负债	75	95	106	122	EPS (元)	0.75	0.94	1.13	1.33
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负									
债	75	95	106	122					
负债合计	5,435	7,264	8,236	9,584	主要财务比率				
少数股东权益	153	147	137	125	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	608	608	608	608	成长能力				
							22.76	16.55	18.30
资本公积	1,163	1,163	1,163	1,163	营业收入	19.90%	%	%	%
							24.30	19.63	18.05
留存收益	1,146	1,425	1,764	2,145	营业利润	18.30%	%	%	%
归属母公司股东权					归属于母公司净利		24.66	20.22	18.20
益	2,917	3,196	3,535	3,916	润	6.43%	%	%	%
		10,60	11,90	13,62					
负债和股东权益	8,505	7	8	6	获利能力				
							22.02	22.22	22.29
现金流量表					毛利率(%)	21.85%	%	%	%
					净利率(%)	3.00%	3.04%	3.14%	3.14%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E			16.88	18.40	19.75
经营活动现金流	673	1,041	941	1,106	ROE(%)	14.59%	%	%	%
						287.21	83.82	18.56	20.73
					ROIC(%)	%	%	%	%

净利润	448	570	686	810	偿债能力				
						68.48	69.16	70.34	
折旧摊销	312	164	163	162	资产负债率(%)	63.90%	%	%	%
						45.67	40.57	39.41	
财务费用	(0)	22	43	45	净负债比率(%)	80.93%	%	%	%
投资损失	(29)	(10)	(10)	(10)	流动比率	0.84	0.94	0.98	1.02
营运资金变动	(176)	292	68	108	速动比率	0.44	0.63	0.66	0.68
其他经营现金					营运能力				
流	117	4	(8)	(10)					
	(1,040)								
投资活动现金流	)	70	0	(3)	总资产周转率	1.95	1.96	1.94	2.02
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	401.42	464.64	438.87	430.89
长期投资	(90)	60	(10)	(13)	应付账款周转率	7.52	7.52	7.64	7.55
其他投资现金									
流	(950)	10	10	10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(166)	934	(321)	(304)	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.94	1.13	1.33
短期借款	20	1,247	69	171	每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.71	1.55	1.82
长期借款	(20)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.25	5.81	6.44
普通股增加	140	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(140)	0	0	0	P/E	38.1	30.6	25.4	21.5
其他筹资现金									
流	(166)	(312)	(390)	(474)	P/B	6.0	5.5	4.9	4.5
现金净增加额	(533)	2,045	620	799	EV/EBITDA	15.77	19.23	16.17	14.02

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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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
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
电话：010-83496336

