

2020年11月25日

家家悦 (603708.SH)

拟收购维乐惠 70% 股权加快异地扩张, 回购彰显长期发展信心

■事件: 11月24日晚间公告称, 拟以自有资金投资3.75亿元, 通过受让股权方式持有内蒙古维乐惠超市有限公司70%股权; 拟回购450万股-900万股公司股份, 回购总金额不高于人民币2.2亿元, 回购价格不超过人民币30元/股。

■维乐惠经营内蒙古领先的本土连锁零售公司“维多利超市”品牌, 并购后公司在管理中占据主导地位, 供应链有协同效应。维乐惠是内蒙古自治区超市销售规模、品牌影响力位居前列的连锁零售企业, 在内蒙古自治区的呼和浩特市、包头市、乌兰察布经营连锁超市, 已开业门店25处, 主要业态为大卖场, 另有已签订租赁合同尚未开业的超市8处, 门店的合同租赁面积总计约26万平方米, 2020年1至9月营业收入76,768.52万元, 净利润-730.06万元; 2019年营业收入57,543.92万元, 净利润-1,103.91万元。股权转让后, 标的公司设立董事会, 董事会成员为3名, 维多利实业有权提名1名候选人; 公司共提名2名候选人, 其中包括1名董事长候选人, 公司将在新公司管理中占据主导地位。从供应链上, 维多利多针对本土百姓供货面点、零食, 具有差异化的供应链能力, 与公司张家口建立的物流中心形成良好的协同效应, 有望摊薄销售费用率; 从门店销售上, “维多利”品牌在当地深耕多年, 有较强的影响力。公司收购价格3.75亿元, 整体较为合理, 长期随经营效益提升有望获得收益。

■股价相对低位实施回购, 彰显长期发展信心。公司下半年经营状况有所调整, 此次回购彰显了对业务发展的长期信心。

■2020年下半年以来, 社区团购创业公司及互联网公司, 包括兴盛优选、美团优选、多多买菜等, 密集进驻山东社区团购市场, 分别凭借先发优势、精细化的团长和社群运营、低价爆款等特色拓展市场。巨头及资本持续投入, 市场竞争格局仍不明朗。相对而言, 公司在供应链和门店上有先发优势, 以生鲜差异化定位深耕胶东, 大卖场、综超并行; 我们认为公司凭借供应链、物流、人员积累及优势, 未来有一定看点; 省外扩张加速背景下, 短期财务承压, 长期发展仍值得期待。

■投资建议: 预计2020-2022年EPS 0.91、1.05、1.26元/股, 当前股价对应2020/2021/2022年PE分别为25.9X、22.4X、18.7X, 维持“买入-A”评级。

■风险提示: 收购事项不及预期, 门店拓展不及预期; 跨区域扩张大幅拖累业绩; 同店大幅下降。

公司快报

证券研究报告

超市

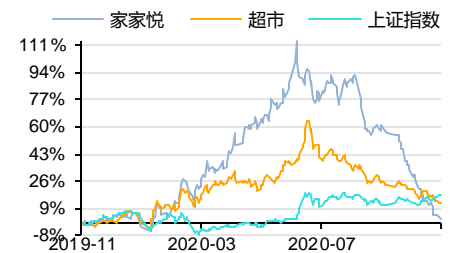
投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2020-11-24) **23.52 元**

交易数据

总市值 (百万元)	14,309.57
流通市值 (百万元)	14,309.57
总股本 (百万股)	608.40
流通股本 (百万股)	608.40
12个月价格区间	22.29/49.26 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-27.44	-47.21	-16.49
绝对收益	-23.64	-46.56	1.45

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002

duyf1@essence.com.cn

021-35082088

相关报告

家家悦: 短期业绩承压, 定增受理有望加速长期扩张/刘文正	2020-10-31
家家悦: 业绩略超预期, 省内外展店稳步推进/刘文正	2020-08-28
家家悦: 根植基石, /刘文正	2020-04-27
家家悦: 业绩符合预期, 营收增长环比提速, 省内外展店稳步推进/刘文正	2019-10-30
家家悦: 排除并表影响营收增长环比提速, 业绩增长稳健, 跨区域扩张逻辑	2019-08-25

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	12,730.7	15,263.8	19,198.8	22,058.1	25,366.8
净利润	429.9	457.5	553.2	637.5	765.8
每股收益(元)	0.71	0.75	0.91	1.05	1.26
每股净资产(元)	4.47	4.80	5.27	6.29	6.96
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	33.3	31.3	25.9	22.4	18.7
市净率(倍)	5.3	4.9	4.5	3.7	3.4
净利润率	3.4%	3.0%	2.9%	2.9%	3.0%
净资产收益率	15.1%	14.6%	16.5%	16.0%	17.4%
股息收益率	1.8%	1.3%	1.9%	2.2%	2.5%
ROIC	-47.5%	300.3%	79.0%	468.5%	72.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,730.7	15,263.8	19,198.8	22,058.1	25,366.8	成长性					
减:营业成本	9,958.6	11,929.2	14,966.2	17,129.0	19,646.6	营业收入增长率	12.4%	19.9%	25.8%	14.9%	15.0%
营业税费	56.7	52.5	96.0	88.2	101.5	营业利润增长率	23.9%	18.3%	21.7%	15.2%	20.1%
销售费用	2,029.2	2,406.2	3,071.8	3,595.5	4,109.4	净利润增长率	38.4%	6.4%	20.9%	15.2%	20.1%
管理费用	301.4	318.7	341.1	400.5	507.3	EBITDA 增长率	20.2%	38.6%	20.3%	18.0%	18.4%
财务费用	-59.4	4.6	-17.0	-7.3	-20.9	EBIT 增长率	16.9%	47.1%	23.9%	16.9%	18.7%
资产减值损失	-3.7	3.8	2.0	1.2	0.8	NOPLAT 增长率	41.4%	19.9%	19.8%	16.9%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	0.4	-	-	-	投资资本增长率	-119.0%	355.3%	-80.3%	663.4%	-87.7%
投资和汇兑收益	7.5	29.0	-	-	-	净资产增长率	13.1%	9.4%	9.4%	18.5%	10.3%
营业利润	513.0	606.9	738.7	851.0	1,022.1	利润率					
加:营业外净收支	-1.1	-0.8	-1.1	-1.0	-1.1	毛利率	21.8%	21.8%	22.0%	22.3%	22.5%
利润总额	511.9	606.2	737.6	850.0	1,021.0	营业利润率	4.0%	4.0%	3.8%	3.9%	4.0%
减:所得税	86.8	158.2	184.4	212.5	255.3	净利润率	3.4%	3.0%	2.9%	2.9%	3.0%
净利润	429.9	457.5	553.2	637.5	765.8	EBITDA/营业收入	4.5%	5.2%	5.0%	5.1%	5.3%
						EBIT/营业收入	3.1%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	42	49	48	46	43
货币资金	2,283.7	1,702.7	2,879.8	3,308.7	3,826.7	流动营业资本周转天数	-63	-56	-56	-54	-53
交易性金融资产	-	40.4	13.5	17.9	23.9	流动资产周转天数	121	102	93	100	100
应收账款	144.4	147.6	172.4	195.3	248.3	应收账款周转天数	3	3	3	3	3
应收票据	-	-	0.4	0.1	0.1	存货周转天数	36	40	37	37	36
预付账款	288.5	357.6	453.0	450.7	604.2	总资产周转天数	190	185	169	167	159
存货	1,290.4	2,118.2	1,789.6	2,778.1	2,351.9	投资资本周转天数	-9	10	8	10	8
其他流动资产	89.2	147.1	90.3	108.9	115.4	投资回报率					
可供出售金融资产	0.3	-	-	-	-	ROE	15.1%	14.6%	16.5%	16.0%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	5.3%	5.8%	5.8%	6.7%
长期股权投资	119.3	209.7	209.7	209.7	209.7	ROIC	-47.5%	300.3%	79.0%	468.5%	72.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,778.2	2,386.9	2,683.0	2,924.8	3,113.1	销售费用率	15.9%	15.8%	16.0%	16.3%	16.2%
在建工程	222.6	147.3	125.2	106.5	90.5	管理费用率	2.4%	2.1%	1.8%	1.8%	2.0%
无形资产	149.0	188.5	181.1	173.4	165.4	财务费用率	-0.5%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.8%	17.9%	17.7%	18.1%	18.1%
资产总额	7,155.2	8,505.0	9,469.9	11,048.3	11,418.2	偿债能力					
短期债务	140.0	160.0	285.2	746.5	-	资产负债率	60.8%	63.9%	65.5%	65.6%	64.0%
应付账款	1,819.6	2,527.8	2,461.0	3,248.7	3,300.2	负债权益比	154.9%	177.0%	189.7%	190.8%	177.9%
应付票据	384.5	537.2	543.7	693.4	725.5	流动比率	0.96	0.84	0.86	0.93	0.93
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.66	0.45	0.57	0.55	0.62
长期借款	20.0	-	-	150.4	-	利息保障倍数	-6.66	127.79	-42.45	-115.58	-47.90
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	4,347.7	5,434.5	6,372.5	7,591.9	7,811.0	DPS(元)	0.43	0.31	0.44	0.52	0.58
少数股东权益	85.7	153.1	153.1	153.1	153.1	分红比率	61.0%	40.9%	47.9%	49.9%	46.2%
股本	468.0	608.4	608.4	608.4	608.4	股息收益率	1.8%	1.3%	1.9%	2.2%	2.5%
留存收益	2,253.4	2,308.5	2,596.9	3,217.0	3,628.8						
股东权益	2,807.5	3,070.5	3,358.4	3,978.5	4,390.3						
						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.71	0.75	0.91	1.05	1.26
现金流量表						BVPS(元)	4.47	4.80	5.27	6.29	6.96
						PE(X)	33.3	31.3	25.9	22.4	18.7
净利润	425.2	448.0	553.2	637.5	765.8	PB(X)	5.3	4.9	4.5	3.7	3.4
加:折旧和摊销	285.2	312.4	238.4	289.7	340.7	P/FCF	-40.5	-185.7	9.6	23.3	13.8
资产减值准备	-3.7	-1.2	-	-	-	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
公允价值变动损失	-	-0.4	-	-	-	EV/EBITDA	11.9	15.8	11.7	10.2	7.6
财务费用	3.6	-0.0	-17.0	-7.3	-20.9	CAGR(%)	14.5%	19.6%	21.2%	14.5%	19.6%
投资损失	-7.5	-29.0	-	-	-	PEG	2.3	1.6	1.2	1.6	1.0
少数股东损益	-4.8	-9.6	-	-	-	ROIC/WACC	-7.7	48.6	12.8	75.8	11.8
营运资金的变动	-93.7	-126.8	1,003.7	-583.1	1,173.4	REP	-5.9	0.4	6.5	0.1	6.8
经营活动产生现金流量	613.5	672.8	1,778.3	336.7	2,259.0						
投资活动产生现金流量	-1,078.9	-1,040.0	-478.1	-509.5	-511.0						
融资活动产生现金流量	-230.1	-165.9	-123.1	601.6	-1,230.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuwx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034