

业绩符合预期，跨区布局有序推进

——家家悦(603708.SH)2020年半年报点评

公司简报

◆公司1H2020营收同比增长27.27%，归母净利润同比增长26.99%

1H2020实现营业收入92.46亿元，同比增长27.27%；实现归母净利润2.87亿元，折合成全面摊薄EPS为0.47元，同比增长26.99%；实现扣非归母净利润2.82亿元，同比增长31.68%，业绩符合预期。

单季度拆分来看，2Q2020实现营业收入39.59亿元，同比增长14.40%；实现归母净利润1.11亿元，同比增长30.51%；实现扣非归母净利润1.09亿元，同比增长32.82%。

◆综合毛利率下降0.11个百分点，期间费用率下降0.24个百分点

1H2020公司综合毛利率为21.44%，同比下降0.11个百分点。

1H2020公司期间费用率为17.02%，同比下降0.24个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为14.99%/2.01%/0.02%，同比分别变化-0.26/-0.08/0.10个百分点。

◆外延扩张有序推进，多种举措推动前后台运营效率提升

报告期内公司新增门店67家，其中含安徽家家悦真棒超市并表的已开业门店31家，关闭门店6家，净增25家门店，门店总数达到844家。公司“家家悦优鲜”线上平台推动全渠道营销，SAP系统也于4月上线提升业务推进效率。供应链方面烟台、莱芜、张家口均有物流分拨中心及生鲜加工中心投入使用或处于装修中，公司供应链维度的优势持续得以加强，对公司在山东的加密布局和省外的有序扩张均将起到重要的基础性作用。

◆维持盈利预测，维持“增持”评级

我们维持对公司2020-2022年EPS分别为0.93/1.08/1.23元的预测，公司跨区经营稳步推进，受益于必选品景气度上行，有序扩张门店，维持“增持”评级。

◆风险提示：

经营区域较为集中，租金上涨导致费用增加，收购门店整合效果低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,731	15,264	18,708	21,429	24,196
营业收入增长率	12.36%	19.90%	22.56%	14.55%	12.91%
净利润(百万元)	430	458	566	660	751
净利润增长率	38.35%	6.43%	23.71%	16.61%	13.75%
EPS(元)	0.92	0.75	0.93	1.08	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.80%	15.68%	17.80%	18.84%	19.45%
P/E	48	59	48	41	36
P/B	7.6	9.2	8.5	7.7	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年08月27日

增持(维持)

当前价：44.25元

分析师

唐佳睿 CFA,CPA(Aust.),CAIA,FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsecn.com

市场数据

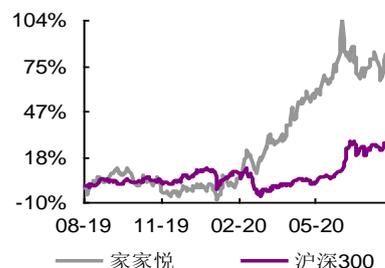
总股本(亿股)：6.08

总市值(亿元)：269.22

一年最低/最高(元)：20.24/49.37

近3月换手率：37.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.03	-6.09	57.93
绝对	9.04	16.08	83.57

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，收入端表现持续靓丽——家家悦(603708.SH)2020年一季度点评
2020-04-21
 业绩略低于预期，持续推进门店扩张——家家悦(603708.SH)2019年年报点评
2020-04-20

图表 1: 1H2020 公司门店信息一览

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平方米)	门店数量	建筑面积 (万平方米)
山东省	大卖场	19	14.61	130	92.64
山东省	综合超市	27	5.31	534	68.98
山东省	百货	4	3.68	10	23.28
山东省	其他业态	11	1.36	56	6.39
其他地区	大卖场	2	1.48	16	11.41
其他地区	综合超市	2	1.31	36	6.55
合计		63	65	27.74	782

资料来源: 公司公告

注: 有 3 家门店的物业同时由自有物业和租赁物业组成, 在自有\租赁物业中重复统计。

图表 2: 1H2020 公司同店 (开业两年以上) 经营情况

业态	门店数	主营业务收入 (万元)	收入同比增减 (%)	坪效 (元/平米/月)
大卖场	104	316,404.07	8.67	1,507.30
综合超市	517	355,233.18	16.72	1,501.82
百货店	12	4,846.92	-33.34	212.69
其他业态	64	10,372.07	-24.5	497.18
总计	697	686,856.24	11.41	1,401.46

资料来源: 公司公告

图表 3: 1H2020 公司各业态经营表现

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营收同比变化 (%)	毛利率同比变化 (个百分点)
生鲜	44.34	17.39	46.21	1.92
食品化洗	38.10	18.7	21.16	0.34
百货	4.75	24.1	-18.09	3.07
合计	87.18	18.33	29.04	1.04

资料来源: 公司公告

图表 4: 1H2020 公司各区域经营表现

	营业收入 (亿元)	毛利率	营收同比变化 (%)	毛利率同比变化 (个百分点)
山东省	79.74	18.68	21.04	1.36
省外地区	7.44	14.6	342.62	-1.78
合计	87.18	18.33	29.04	1.04

资料来源: 公司公告

图表 5: 公司 2020Q2 归母净利润同增 30.51%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2018	12147.94	31.71	0.20	11597.03	27.39	0.19	550.91
2Q2018	7221.21	42.77	0.12	6927.39	32.34	0.11	293.82
3Q2018	10740.86	31.25	0.18	10209.85	28.33	0.17	531.00
4Q2018	12882.37	49.63	0.21	9445.76	21.36	0.16	3436.61
1Q2019	14099.41	16.06	0.23	13236.99	14.14	0.22	862.42
2Q2019	8534.34	18.18	0.14	8205.20	18.45	0.13	329.14
3Q2019	12504.22	16.42	0.21	12003.71	17.57	0.20	500.51
4Q2019	10616.77	-17.59	0.17	10297.56	9.02	0.17	319.21
1Q2020	17604.28	24.86	0.29	17336.84	30.97	0.28	267.44
2Q2020	11137.76	30.51	0.18	10898.29	32.82	0.18	239.47
TTM	51863.03	12.12	0.85	50536.40	22.97	0.83	1326.63

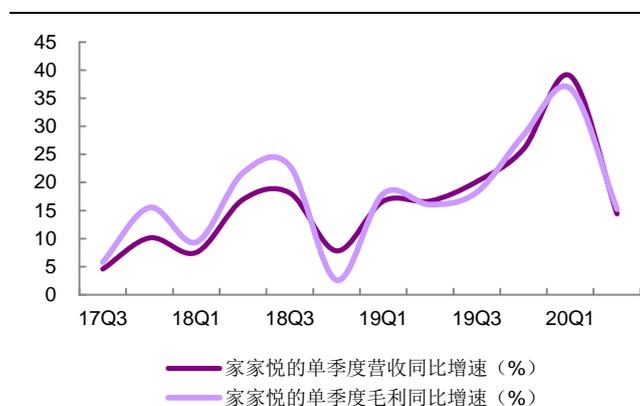
资料来源: 公司公告

图表 6: 公司 2020Q2 毛利率同比下降 1.96 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期同比变动 (百分点)
1Q2018	326091.34	7.54	21.54	0.36	16.60	3.73	0.68
2Q2018	296561.20	16.97	21.40	0.84	17.95	2.43	0.44
3Q2018	332931.06	18.13	21.82	0.85	17.39	3.23	0.32
4Q2018	317487.58	7.82	22.32	-1.13	19.49	4.06	1.13
1Q2019	380471.79	16.68	21.78	0.24	16.99	3.71	-0.02
2Q2019	346050.36	16.69	21.29	-0.12	17.57	2.47	0.03
3Q2019	399989.49	20.14	21.47	-0.35	17.02	3.13	-0.10
4Q2019	399864.15	25.95	22.76	0.44	19.86	2.66	-1.40
1Q2020	528718.80	38.96	21.43	-0.35	16.80	3.33	-0.38
2Q2020	395891.50	14.40	21.45	0.16	17.32	2.81	0.35
TTM	1724463.94	25.24	21.75	-0.04	17.68	3.01	-0.35

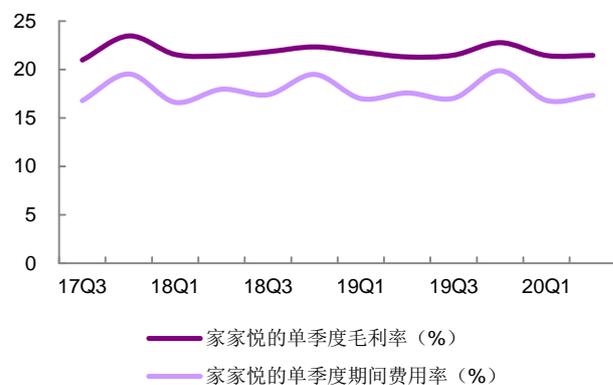
资料来源: 公司公告

图表 7: 公司单季度营收和毛利增速 (2017Q3-2020Q2)



资料来源: 公司公告

图表 8: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2017Q3-2020Q2)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,731	15,264	18,708	21,429	24,196
营业成本	9,959	11,929	14,621	16,735	18,887
折旧和摊销	180	215	263	296	330
税金及附加	57	53	84	96	109
销售费用	2,029	2,406	2,787	3,182	3,574
管理费用	301	319	393	450	508
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-59	5	33	68	87
投资收益	8	29	5	5	5
营业利润	513	607	810	924	1,060
利润总额	512	606	801	936	1,065
所得税	87	158	240	281	320
净利润	425	448	561	655	746
少数股东损益	-5	-10	-5	-5	-5
归属母公司净利润	430	458	566	660	751
EPS(按最新股本计)	0.92	0.75	0.93	1.08	1.23

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	613	673	711	954	1,025
净利润	430	458	566	660	751
折旧摊销	180	215	263	296	330
净营运资金增加	77	259	659	468	548
其他	-74	-259	-777	-470	-605
投资活动产生现金流	-1,079	-1,040	-657	-620	-595
净资本支出	-763	-763	-600	-600	-600
长期投资变化	119	210	0	0	0
其他资产变化	-435	-486	-57	-20	5
融资活动现金流	-230	-166	1,050	74	-15
股本变化	0	140	0	0	0
债务净变化	160	0	1,353	451	437
无息负债变化	398	1,087	588	516	453
净现金流	-695	-533	1,104	408	415

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.8%	21.8%	21.8%	21.9%	21.9%
EBITDA 率	5.4%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%
EBIT 率	3.2%	3.8%	4.5%	4.6%	4.7%
税前净利润率	4.0%	4.0%	4.3%	4.4%	4.4%
归母净利润率	3.4%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
ROA	5.9%	5.3%	5.2%	5.5%	5.6%
ROE (摊薄)	15.8%	15.7%	17.8%	18.8%	19.4%
经营性 ROIC	13.7%	12.0%	12.8%	12.9%	13.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	61%	64%	69%	70%	70%
流动比率	0.96	0.84	0.86	0.88	0.90
速动比率	0.66	0.45	0.51	0.52	0.53
归母权益/有息债务	17.01	18.23	2.10	1.78	1.61
有形资产/有息债务	39.85	46.88	6.41	5.60	5.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,155	8,505	10,702	11,988	13,231
货币资金	2,284	1,703	2,806	3,214	3,629
交易性金融资产	0	40	0	0	0
应收账款	38	38	46	53	60
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	106	110	135	154	174
存货	1,290	2,118	2,595	2,972	3,356
其他流动资产	89	147	250	332	415
流动资产合计	4,096	4,514	6,271	7,227	8,201
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	119	210	210	210	210
固定资产	1,778	2,387	2,660	2,901	3,110
在建工程	223	147	156	162	166
无形资产	149	188	185	181	177
商誉	257	257	257	257	257
其他非流动资产	159	243	347	347	347
非流动资产合计	3,059	3,991	4,432	4,760	5,030
总负债	4,348	5,435	7,375	8,342	9,232
短期借款	140	160	1,513	1,964	2,401
应付账款	1,692	2,368	2,632	2,845	2,833
应付票据	384	537	658	803	907
预收账款	1,565	1,717	1,777	1,821	2,057
其他流动负债	195	213	282	336	392
流动负债合计	4,261	5,360	7,264	8,204	9,066
长期借款	20	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	74	109	136	164
非流动负债合计	87	75	111	138	166
股东权益	2,808	3,071	3,327	3,646	3,999
股本	468	608	608	608	608
公积金	1,435	1,318	1,374	1,440	1,467
未分配利润	818	991	1,196	1,453	1,784
归属母公司权益	2,722	2,917	3,179	3,503	3,860
少数股东权益	86	153	148	143	138

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	15.94%	15.76%	14.90%	14.85%	14.77%
管理费用率	2.37%	2.09%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	-0.47%	0.03%	0.18%	0.32%	0.36%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	17%	26%	30%	30%	30%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.56	0.50	0.55	0.65	0.74
每股经营现金流	1.31	1.11	1.17	1.57	1.68
每股净资产	5.82	4.80	5.23	5.76	6.35
每股销售收入	27.20	25.09	30.75	35.22	39.77

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	48	59	48	41	36
PB	7.6	9.2	8.5	7.7	7.0
EV/EBITDA	35.0	34.9	25.7	22.6	19.9
股息率	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼