

证券研究报告—动态报告

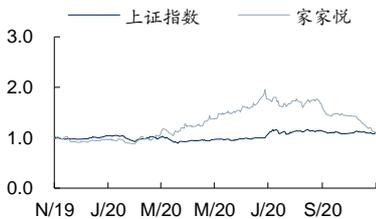
商业贸易

零售

家家悦(603708)
买入
2020年三季报点评

(维持评级)

2020年11月03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) | 608/608 |
| 总市值/流通(百万元) | 16,956/16,956 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,271/13,580 |
| 12个月最高/最低(元) | 49.37/20.52 |

相关研究报告:

《家家悦-603708-2020年中报点评: 同店保持稳定增长, 异地扩张持续推进》——2020-08-28

《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

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: 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号: S0980511040003

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
同店承压及新开店费用拖累 Q3, 外延扩张稳步推进
● 营收增长稳健, Q3 费用支出增长影响利润表现

公司前三季度营收 137.63 亿元, 同比+22.17%, 单 Q3 营收 45.17 亿元, 同比+12.92%, 整体表现稳健。公司前三季度取得归母净利润 3.89 亿元, 同比+10.63%, 其中单 Q3 归母净利润同比-18.99%, 预计受 Q3 同店下滑及 Q3 新开店较同期增加带来费用支出增长影响。

● Q3 同店预计小幅下滑, 外延扩张仍在稳步推进

受疫情缓和以及 CPI 高位回落等因素影响, 预计公司 Q3 同店销售下降 3%-4%, 其中 9 月份同店数据环比 7-8 月有所恢复。在门店扩张方面, 公司 Q1-Q3 共新增门店 100 家(含并表安徽家家悦的 31 家), 其中 Q3 单季度新增 33 家, 预计 Q4 仍将新开 30 家左右门店, 全年新增店 130 家, 剔除并表后公司自主新开门店近 100 家, 较 19 年稳健提速, 持续的门店扩张也有望支撑公司长期成长。

● 优化经营促毛利率稳步提升, 开店加速带来短期销售费用率增加

公司前三季度实现综合毛利率 21.66%, 同比+0.14pct, 零售主业前三季度毛利率 18.03%, 同比+0.27pct, 其中超市/大卖场/百货前三季度毛利率分别同比+0.44pct/+0.01pct/-0.53pct, 整体反映公司规模优势显现和整体供应链效能持续优化。费用率看, 前三季度销售费用率同比+0.44pct, 其中单 Q3 销售费用率同比+1.8pct, 预计受新开店加速带来费用投入增加影响。前三季度存货周转天数 51.57 天, 同比增加 8.46 天, 系门店扩张带来存货相应有所增加。现金流方面, 公司前三季度实现经营性现金流净额 8.41 亿元, 同比+12.71%, 维持稳健水平。

● 风险提示: 门店扩张不达预期; 同店不及预期
● 投资建议: 运营管理持续优化, 内生外延共促增长, 维持“买入”

整体来看, 公司稳步推动外延扩张, 已实现了从区域零售向全国零售布局的转变, 为打开长期成长空间提供了有力驱动。同时公司注重供应链的配套强化, 已具备供应链建设、一体化物流、生鲜经营等方面的优势, 为后续持续经营扩张打下深厚基础。此外, 公司近日公告定增预案, 继续推进连锁步伐和推进物流产业园建设, 彰显公司长期发展信心。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.86/1.04/1.30 元股, 对应 PE 分别 32.5/26.8/21.5 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

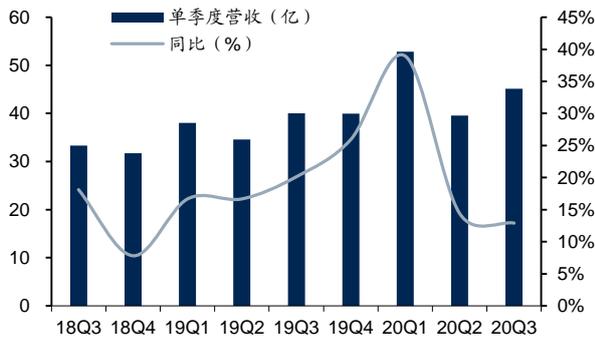
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 15,263.76 | 18,122.43 | 21,744.68 | 25,937.22 |
| (+/-%) | 19.90% | 18.73% | 19.99% | 19.28% |
| 净利润(百万元) | 457.55 | 521.04 | 632.07 | 788.34 |
| (+/-%) | 6.43% | 13.88% | 21.31% | 24.72% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.75 | 0.86 | 1.04 | 1.30 |
| EBITMargin | 3.65% | 3.27% | 3.36% | 3.69% |
| 净资产收益率(ROE) | 15.68% | 16.13% | 17.51% | 19.31% |
| 市盈率(PE) | 37.06 | 32.52 | 26.81 | 21.49 |
| EV/EBITDA | 28.99 | 26.69 | 22.57 | 18.11 |
| 市净率(PB) | 5.81 | 5.25 | 4.69 | 4.15 |

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：营收增长稳健，Q3 费用支出增长影响利润表现

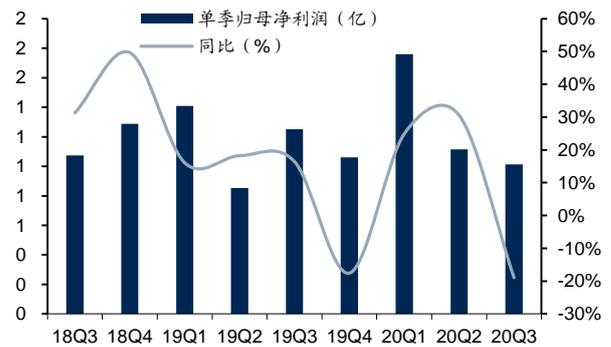
公司前三季度营收 137.63 亿元，同比+22.17%，单 Q3 营收 45.17 亿元，同比+12.92%，整体表现稳健。公司前三季度取得归母净利润 3.89 亿元，同比+10.63%，其中单 Q3 归母净利润同比-18.99%，预计受 Q3 同店下滑及 Q3 新开店较同期增加带来费用支出增长影响。

图 1：家家悦分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 2：家家悦分季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

Q3 同店增速承压，外延扩张稳步推进

受疫情缓和以及 CPI 高位回落等因素影响,预计公司 Q3 同店销售下降 3%-4%,其中 9 月份同店数据环比 7-8 月有所恢复。在门店扩张方面,公司 Q1-Q3 共新增门店 100 家(含并表安徽家家悦的 31 家),其中 Q3 单季度新增 33 家,预计 Q4 仍将新开 30 家左右门店,全年新增店 130 家,剔除并表后公司自主新开门店近 100 家,较 19 年稳健提速,持续的门店扩张也有望支撑公司长期成长。从异地经营成效看,由于门店改造、系统对接尚未完成以及新店加速开业,预计张家口、淮北等地全年仍处于亏损状态,后续整合培育有望提速。

图 3：家家悦门店变化情况



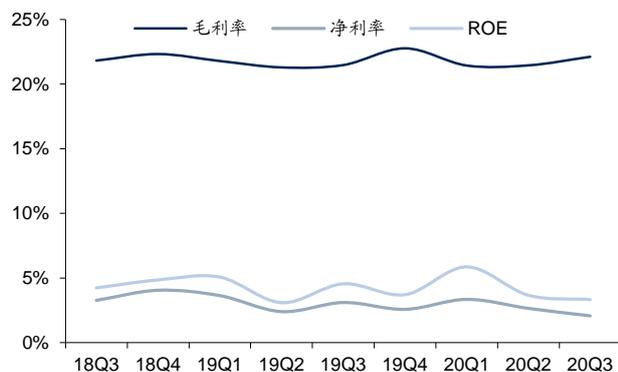
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 20Q1-Q3 净增数据为较 20 年上半年净增

盈利营运：优化经营促毛利率稳步提升，开店加速带来短期销售费用率增加

公司前三季度实现综合毛利率 21.66%，同比+0.14pct，零售主业前三季度毛利率 18.03%，同比+0.27pct，其中超市/大卖场/百货前三季度毛利率分别同比

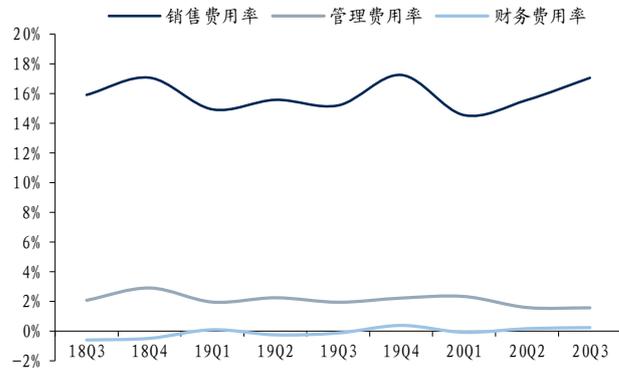
+0.44pct/+0.01pct/-0.53pct，整体反映公司规模优势显现和整体供应链效能持续优化。费用率看，前三季度销售费用率同比+0.44pct，其中单 Q3 销售费用率同比+1.8pct，预计受新开店加速带来费用投入增加影响。前三季度存货周转天数 51.57 天，同比增加 8.46 天，系门店扩张带来存货相应有所增加。公司前三季度实现经营性现金流净额 8.41 亿元，同比+12.71%，维持稳健水平。

图 4：家家悦毛利率/净利率/ROE 情况 (%)



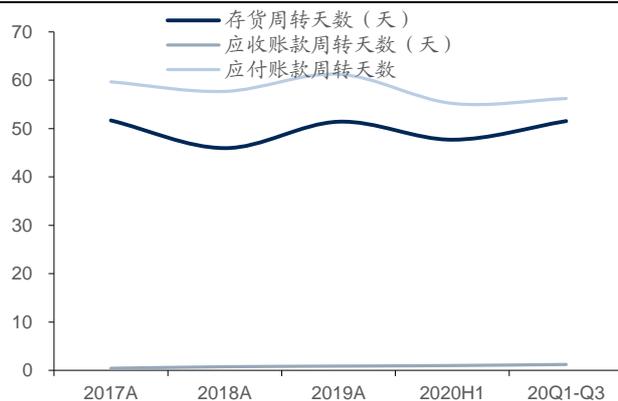
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5：家家悦三项费用率情况 (%)



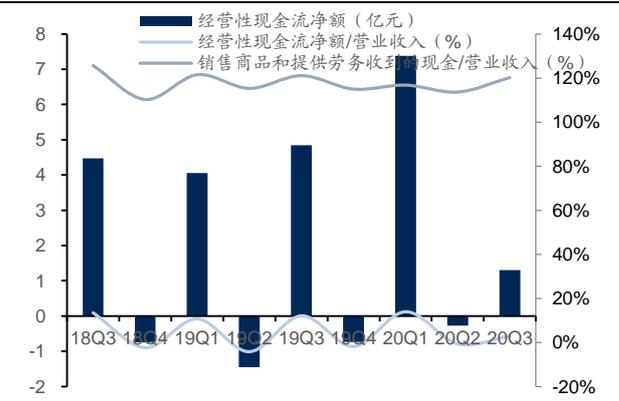
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6：家家悦存货周转及应收应付账款情况 (天)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7：家家悦现金路状况 (亿元、%)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：运营管理持续优化，内生外延共促增长，维持“买入”

整体来看，公司稳步推动外延扩张，已实现了从区域零售向全国零售布局的转变，为打开长期成长空间提供了有力驱动。同时公司注重供应链的配套强化，已具备供应链建设、一体化物流、生鲜经营等方面的优势，为后续的持续经营扩张打下深厚基础。此外，公司近日公告定增预案，继续推进连锁步伐和推进物流产业园建设，彰显公司长期发展信心。考虑到公司异地门店的经营成熟仍需时日，以及社区团购、生鲜电商等新业态对公司业务的分流，我们下调公司 20-22 年 EPS 至 0.86/1.04/1.30 元股（前值分别为 0.99/1.17/1.40 元/股），PE 分别 32.5/26.8/21.5 倍，维持“买入”评级。

附表：可比公司盈利预测及估值

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 20/11/03 | EPS | | | PE | | | 总市值(亿 元) 20/11/03 |
|----------|----------|----------|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | |
| 601933 | 永辉超市 | 买入 | 7.77 | 0.16 | 0.29 | 0.37 | 47.29 | 26.44 | 21.08 | 739.42 |
| 603708 | 家家悦 | 买入 | 27.87 | 0.75 | 0.86 | 1.04 | 37.06 | 32.54 | 26.83 | 169.56 |
| 002419 | 天虹股份 | 买入 | 8.42 | 0.72 | 0.37 | 0.57 | 11.76 | 22.92 | 14.88 | 101.07 |
| 002697 | 红旗连锁 | 增持 | 7.40 | 0.38 | 0.42 | 0.50 | 19.50 | 17.66 | 14.82 | 100.64 |

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

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 | 14168 | 16993 | 20179 |
| 存货净额 | 2118 | 2106 | 2526 | 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 | 2885 | 3453 | 4103 |
| 流动资产合计 | 4514 | 5028 | 5569 | 5915 | 管理费用 | 319 | 403 | 482 | 568 |
| 固定资产 | 2534 | 3072 | 3509 | 3852 | 财务费用 | 5 | (31) | (29) | 10 |
| 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 | 9569 | 10560 | 11261 | 营业利润 | 607 | 638 | 774 | 965 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 160 | 656 | 599 | 2379 | 营业外净收支 | (1) | 1 | 1 | 1 |
| 应付款项 | 2905 | 2872 | 3445 | 4099 | 利润总额 | 606 | 639 | 775 | 966 |
| 其他流动负债 | 2295 | 2588 | 2690 | 492 | 所得税费用 | 158 | 128 | 155 | 193 |
| 流动负债合计 | 5360 | 6116 | 6734 | 6971 | 少数股东损益 | (10) | (10) | (12) | (15) |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 458 | 521 | 632 | 788 |
| 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 | 6194 | 6815 | 7054 | 净利润 | 458 | 521 | 632 | 788 |
| 少数股东权益 | 153 | 146 | 136 | 125 | 资产减值准备 | 3 | (0) | (0) | (0) |
| 股东权益 | 2917 | 3230 | 3609 | 4082 | 折旧摊销 | 215 | 274 | 323 | 368 |
| 负债和股东权益总计 | 8505 | 9569 | 10560 | 11261 | 公允价值变动损失 | 3 | (3) | (3) | (3) |
| | | | | | 财务费用 | 5 | (31) | (29) | 10 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (138) | 326 | 137 | (1886) |
| 每股收益 | 0.75 | 0.86 | 1.04 | 1.30 | 其它 | (7) | (7) | (9) | (11) |
| 每股红利 | 0.43 | 0.34 | 0.42 | 0.52 | 经营活动现金流 | 535 | 1110 | 1080 | (745) |
| 每股净资产 | 4.80 | 5.31 | 5.94 | 6.71 | 资本开支 | (737) | (800) | (750) | (700) |
| ROIC | 14% | 14% | 15% | 15% | 其它投资现金流 | (40) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 16% | 16% | 18% | 19% | 投资活动现金流 | (868) | (820) | (770) | (720) |
| 毛利率 | 22% | 22% | 22% | 22% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 4% | 3% | 3% | 4% | 负债净变化 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 5% | 5% | 5% | 5% | 支付股利、利息 | (262) | (208) | (253) | (315) |
| 收入增长 | 20% | 19% | 20% | 19% | 其它融资现金流 | 317 | 496 | (57) | 1780 |
| 净利润增长率 | 6% | 14% | 21% | 25% | 融资活动现金流 | (248) | 288 | (310) | 1465 |
| 资产负债率 | 66% | 66% | 66% | 64% | 现金净变动 | (581) | 577 | 0 | 0 |
| 息率 | 1.5% | 1.2% | 1.5% | 1.9% | 货币资金的期初余额 | 2284 | 1703 | 2280 | 2280 |
| P/E | 37.1 | 32.5 | 26.8 | 21.5 | 货币资金的期末余额 | 1703 | 2280 | 2280 | 2280 |
| P/B | 5.8 | 5.2 | 4.7 | 4.2 | 企业自由现金流 | (248) | 274 | 294 | (1453) |
| EV/EBITDA | 29.0 | 26.7 | 22.6 | 18.1 | 权益自由现金流 | 49 | 795 | 260 | 319 |

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