

外延收购加速异地扩张，推出股权回购方案加码激励

家家悦(603708)

事件

公司公告:

①公司拟以自有资金投资 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。

②公司拟以自有资金不超过 2.2 亿元，通过集中竞价方式回购公司股份 450-900 万股，占公司总股本 0.74%-1.48%，回购价格不超过 30 元/股，回购股份将用于股权激励。

简评

拟收购内蒙古维乐惠超市加速内蒙布局

公司拟以自有资金 3.75 亿元收购内蒙古维乐惠超市 70%股权。收购标的系内蒙地区销售规模、品牌影响力位居前列的连锁超市：

标的公司以“维多利超市”品牌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，经营的已开业门店 25 处，其中呼和浩特市、包头市、乌兰察布分别 22 处、1 处、2 处，主要业态为大卖场。在以上 25 家门店中，其中 12 家为标的公司子公司摩尔超市经营承包的维多利亚集团门店，承包期限至 2029 年 6 月 30 日。此外标的公司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。

标的公司 2019 年营收 5.75 亿元，净利润-1104 万元，2020Q1-3 营业收入 7.68 亿元，净利润-730 万元。在评估基准日后，内蒙古新元房地产开发有限公司将乌兰察布一处商业物业转让给标的公司用于超市经营，此处物业评估价值 1.81 亿。

我们认为，此次收购对于公司的意义在于：

①快速加码内蒙地区布局，完善全国连锁网络。公司此前已依托张家口物流在内蒙地区顺利开店，此次收购标的的门店相对区域集中、门店业态与公司较为相似，且地理和区位上符合公司业务拓展方向，有望加速公司在内蒙地区的布局以及拓展公司的全国连锁网络，持续提升公司的品牌优势。

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

SAC 执证编号：S1440517090002

SFC 中央编号：BPD410

周博文

zhou Bowen@csc.com.cn

010-86451380

SAC 执证编号：S1440520100001

邱季

qiuji@csc.com.cn

010-86451494

SAC 执证编号：S1440520070016

发布日期：2020 年 11 月 25 日

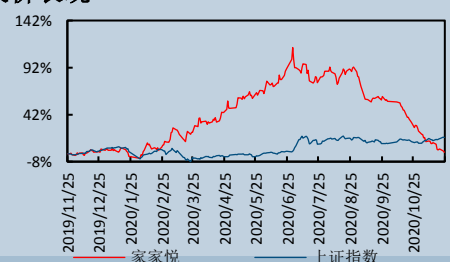
当前股价：23.52 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-23.64/-27.44	-45.86/-46.51	1.45/-16.49
12 月最高/最低价 (元)		49.37/20.52
总股本 (万股)		60,840.0
流通 A 股 (万股)		60,840.0
总市值 (亿元)		143.1
流通市值 (亿元)		143.1
近 3 月日均成交量 (万股)		534.11
主要股东		
家家悦控股集团股份有限公司		58.64%

股价表现



②**加速释放张家口供应链基地的规模效应。**公司此前收购张家口福悦祥超市，并在张家口地区投资建立常温与生鲜供应链基地。此次收购标的的门店均位于张家口物流基地辐射范围内，伴随着张家口物流基地的吞吐量快速提升，预计其规模效应有望加速释放，带来效率提升与费用率的进一步下降。

③**供应链、门店管理协同，进一步提升经营业绩。**公司此前已有收购整合青岛维客、华润山东门店、张家口福悦祥、淮北真棒的丰富经验，此次收购中公司有望将自身领先的供应链能力与门店经营能力赋能标的公司，提升其销售规模与盈利能力，最终提升公司的经营业绩。

回购计划彰显信心，加码激励形成长效机制

公司拟以自有资金不超过 2.2 亿元，通过集中竞价方式回购公司股份 450-900 万股，回购股份将用于股权激励。此次回购彰显公司对未来长期发展的信心；同时此次回购股份公司拟用于后续股权激励计划，预计将充分调动公司员工干部的积极性，地将股东利益、公司利益和员工利益紧密结合，完善公司长效激励机制和利益共享机制。

投资建议：公司此次外延收购将进一步加码内蒙地区布局、完善全国连锁网络，并加速释放张家口物流基地的规模效应。此次回购计划彰显公司对于长期发展的信心，同时有望进一步调动员工干部的积极性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.3、6.6、7.8 亿元，对应 PE 分别为 27、22、18 倍，维持“买入”评级。

风险因素：收购内蒙标的、回购事项尚存在不确定性；行业竞争加剧；居民消费倾向下降

图表1： 盈利预测（百万）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,263.8	19,204.4	22,879.1	26,688.2	成长性				
减:营业成本	11,929.2	14,960.1	17,834.8	20,790.7	营业收入增长率	19.9%	25.8%	19.1%	16.6%
营业税费	52.5	76.8	91.5	106.8	营业利润增长率	18.3%	18.9%	25.1%	20.8%
销售费用	2,406.2	3,053.5	3,614.9	4,190.0	净利润增长率	6.4%	15.8%	23.9%	18.3%
管理费用	318.7	412.9	457.6	533.8	EBITDA 增长率	38.6%	37.0%	24.7%	19.7%
财务费用	4.6	8.4	8.8	9.6	EBIT 增长率	47.1%	25.3%	24.9%	20.7%
资产减值损失	3.8	3.9	4.0	4.2	NOPLAT 增长率	19.9%	21.1%	24.9%	20.7%
加:公允价值变动收益	0.4	1.6	1.0	1.0	投资资本增长率	355.3%	-145.2%	-270.1%	-197.3%
投资和汇兑收益	29.0	31.0	34.0	36.0	净资产增长率	9.4%	14.1%	15.6%	16.4%
营业利润	606.9	721.4	902.5	1,090.0	利润率				
加:营业外净收支	-0.8	-0.4	-0.1	0.2	毛利率	21.8%	22.1%	22.0%	22.1%
利润总额	606.2	721.0	902.4	1,090.2	营业利润率	4.0%	3.8%	3.9%	4.1%
减:所得税	158.2	180.2	225.6	272.6	净利润率	3.0%	2.8%	2.9%	2.9%
净利润	457.5	529.9	656.5	776.8	EBITDA/营业收入	5.2%	5.7%	6.0%	6.1%
资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%
货币资金	1,702.7	3,021.3	3,431.9	4,539.9	运营效率				
交易性金融资产	40.4	42.0	43.0	44.0	固定资产周转天数	49	45	39	34

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
应收帐款	147.6	161.8	295.8	282.4	流动营业资本周转天数	-56	-55	-48	-43
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	102	99	108	114
预付帐款	357.6	415.3	565.6	705.0	应收帐款周转天数	3	3	4	4
存货	2,118.2	2,203.6	3,146.8	3,321.4	存货周转天数	40	41	42	44
其他流动资产	147.1	185.1	166.0	290.0	总资产周转天数	185	174	171	167
可供出售金融资产	-	0.3	0.3	0.3	投资资本周转天数	10	4	2	0
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	209.7	209.7	209.7	209.7	ROE	15.7%	15.9%	17.0%	17.3%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	5.3%	5.4%	5.8%	6.2%
固定资产	2,386.9	2,434.7	2,544.3	2,523.6	ROIC	300.3%	79.9%	-220.7%	156.6%
在建工程	147.3	148.4	149.0	149.4	费用率				
无形资产	188.5	176.4	164.3	152.3	销售费用率	15.8%	15.9%	15.8%	15.7%
其他非流动资产					管理费用率	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%
资产总额	8,505.0	10,006.1	11,668.1	13,115.6	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	160.0	-	342.6	-	三费/营业收入	17.9%	18.1%	17.8%	17.7%
应付帐款	2,527.8	2,533.7	3,173.4	3,387.2	偿债能力				
应付票据	537.2	476.8	623.0	624.4	资产负债率	63.9%	65.0%	65.3%	64.1%
其他流动负债					负债权益比	177.0%	185.5%	188.1%	178.3%
长期借款	-	-	303.7	-	流动比率	0.84	0.94	1.06	1.11
其他非流动负债					速动比率	0.45	0.60	0.63	0.71
负债总额	5,434.5	6,501.3	7,617.9	8,403.1	利息保障倍数	127.79	86.88	103.56	114.31
少数股东权益	153.1	163.9	184.2	225.1	分红指标				
股本	608.4	608.4	608.4	608.4	DPS(元)	0.50	0.17	0.22	0.26
留存收益	2,308.5	2,732.4	3,257.6	3,879.0	分红比率	66.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,070.5	3,504.7	4,050.2	4,712.6	股息收益率	2.1%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	448.0	529.9	656.5	776.8	EPS(元)	0.75	0.87	1.08	1.28
加:折旧和摊销	312.4	363.2	451.8	532.4	BVPS(元)	4.80	5.49	6.35	7.38
资产减值准备	-1.2	-	-	-	PE(X)	31.3	27.0	21.8	18.4
公允价值变动损失	-0.4	1.6	1.0	1.0	PB(X)	4.9	4.3	3.7	3.2
财务费用	-0.0	8.4	8.8	9.6	P/FCF	-185.7	10.5	30.7	12.2
投资收益	-29.0	-31.0	-34.0	-36.0	P/S	0.94	0.75	0.63	0.54
少数股东损益	-9.6	10.8	20.3	40.9	EV/EBITDA	15.8	9.8	8.0	5.7
营运资金的变动	-126.8	1,083.1	-682.1	1,060.7	CAGR(%)	22.2%	20.3%	16.8%	22.2%
经营活动产生现金流量	672.8	1,966.1	422.3	2,385.4	PEG	1.4	1.3	1.3	0.8
投资活动产生现金流量	-1,040.0	-372.6	-518.0	-466.0	ROIC/WACC	48.2	12.8	-35.4	25.1
融资活动产生现金流量	-165.9	-274.9	506.2	-811.3	REP	0.4	-2.7	-0.6	-0.7

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

史琨：2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017年7月加入中信建投证券，拥有4年商贸零售和2年纺织服装行业研究经验。

周博文：人民大学学士、伦敦政经金融学硕士，2018年加入中信建投证券。

邱季：上海财经大学学士、中国人民大学金融学硕士，2018年加入中信建投证券。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk