

强烈推荐-A (维持)

家家悦 603708.SH

当前股价: 28.68 元

2020 年 10 月 31 日

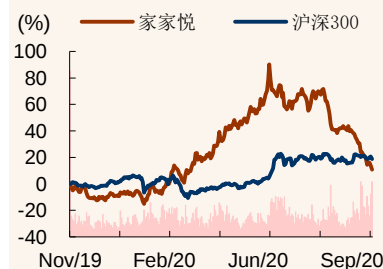
省外扩张有序开店, 销售费用拖累业绩

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	60840
已上市流通股(万股)	60840
总市值(亿元)	174
流通市值(亿元)	174
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	66.5%
主要股东	家家悦控股集团股份
主要股东持股比例	58.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-21	-17	18
相对表现	-24	-37	-3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《家家悦(603708)一营收保持高速增长, 业绩稳步提升》2020-08-29
- 2、《家家悦(603708)一同店高增长, 收入增速超预期》2020-04-21
- 3、《家家悦(603708)一营收高速增长, 内生外延持续扩张》2020-04-20

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn
S1090520070003

事件: 公司发布 2020 年三季报, 2020 年前三季度公司实现收入 137.63 亿元, 同比增长 22.17%, 归母净利润 3.89 亿元, 同比增长 10.63%; 单三季度公司实现营业收入 45.17 亿元, 同比增长 12.92%, 归母净利润 1.01 亿元, 同比下滑 18.99%。

- **省外扩张有序开店, 大卖场/超市增长较快。**2020 前三季度公司主营业务收入 126.48 亿元, 同比增长 24.87%, 其中山东省内同比增长 16.95%, 省外同比增长 321.85%。2020 年前三季度大卖场/综合超市/百货/其他业态收入分别同比变动 33.49%/19.81%/-27.24%/-24.86%。单三季度公司新开门店 33 家, 开店有序进行, 同店有所承压。其中山东省 19 家, 河北省 6 家, 其他省份 8 家, 新签约门店 40 家。分业态来看: 新开门店中大卖场 13 家, 综合超市 19 家, 其他业态 1 家; Q3 关闭门店 3 家。截至 2020Q3, 公司门店总数 874 家。
- **毛利率略有提升, 费用率增加净利率承压。**公司前三季度毛利率为 21.66%, 同比增加 0.14pct, 单三季度毛利率为 22.11%, 同比增加 0.64pct。前三季度省内/外门店毛利率分别为 18.39%/14.27%, 同比变动 0.63/-3.25pct。分业态来看, 前三季度大卖场/综合超市/百货/其他业态毛利率分别为 18.22%/18.03%/11.56%/13.97%, 同比变动 0.01/0.44/-0.53/-0.33pct。单三季度销售/管理/财务费用率分别为 17.06%/1.57%/0.24%, 同比变动 +1.86/-0.38/0.36pct。销售费用率增加主要原因系同店增速承压, 导致净利率水平有所下降。单 Q3 公司净利率为 2.07%, 同比降低 1.03pct。
- **公司供应链能力强大, 线上 O2O、社区团购、直播带货与线下加强融合, 开拓省外市场发展空间广阔。**公司作为胶东地区超市龙头, 供应链能力突出, 上市后加快门店扩张速度, 同时收购青岛维客、张家口福悦祥等公司后整合效果良好, 逐步拓展至河北、内蒙古、江苏和安徽地区, 发展空间广阔。
- **投资建议:** 预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 5.76/6.83/7.94 亿元, 当前股价对应 2020 年估值 30 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 门店扩张增速不达预期, 同店销售增长不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	12731	15264	19322	22394	25930
同比增长	12%	20%	26.59%	15.90%	15.79%
营业利润(百万元)	513	605	775	917	1069
同比增长	24%	18%	28%	18%	17%
净利润(百万元)	430	455	576	683	794
同比增长	38%	6%	27%	19%	16%
每股收益(元)	0.92	0.75	0.95	1.12	1.30
PE	31.2	38.3	30.3	25.6	22.0
PB	4.9	6.0	5.5	5.0	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 家家悦各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业收入	3,804.72	3,460.50	3,999.89	3,998.64	5,287.19	3,958.92	4,516.74
营业成本	2,975.91	2,723.84	3,141.12	3,088.37	4,153.95	3,109.88	3,518.12
毛利润	828.81	736.66	858.78	910.27	1,133.23	849.04	998.62
销售税金	14.44	14.81	11.57	11.70	16.12	12.34	15.22
销售费用	568.47	539.27	608.31	690.18	769.43	616.50	770.70
管理费用	74.35	77.71	77.77	88.91	123.27	62.83	70.82
财务费用	3.44	-8.92	-5.16	15.20	-4.53	6.43	10.62
投资收益	0.08	-0.46	-0.28	29.68	3.89	4.00	3.31
资产减值损失	1.26	2.65	-0.82	0.73	-2.22	1.12	-1.81
营业利润	176.45	116.01	167.10	147.38	238.64	151.09	138.03
营业外收入	1.93	2.17	3.01	3.22	5.50	1.43	3.31
营业外支出	0.95	2.16	2.70	5.29	11.00	0.80	0.81
利润总额	177.43	116.03	167.41	145.31	233.13	151.73	140.52
所得税	39.23	33.09	43.38	42.52	56.42	47.06	47.05
净利润	138.20	82.94	124.03	102.79	176.71	104.67	93.47
少数股东权益	-2.80	-2.41	-1.02	-3.38	0.66	-6.70	-7.83
归母净利润	140.99	85.34	125.04	106.17	176.04	111.38	101.30

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 家家悦各季度利润率情况 (%)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
毛利率	21.78	21.29	21.47	22.76	21.43	21.45	22.11
销售费用率	14.94	15.58	15.21	17.26	14.55	15.57	17.06
管理费用率	1.95	2.25	1.94	2.22	2.33	1.59	1.57
财务费用率	0.09	-0.26	-0.13	0.38	-0.09	0.16	0.24
营业利润率	4.64	3.35	4.18	3.69	4.51	3.82	3.06
净利率	3.63	2.40	3.10	2.57	3.34	2.64	2.07
归母净利率	22.11	28.52	25.91	29.26	24.20	31.01	33.49
所得税率	21.78	21.29	21.47	22.76	21.43	21.45	22.11

资料来源: wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4096	4514	5942	6538	7188
现金	2284	1703	3000	3000	3097
交易性投资	0	40	13	18	18
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	38	38	26	37	43
其它应收款	106	110	122	163	189
存货	1290	2118	2240	2644	3059
其他	378	505	541	676	783
非流动资产	3059	3991	4226	4722	5105
长期股权投资	119	210	150	160	160
固定资产	1778	2387	2962	3481	3949
无形资产	149	188	170	153	137
其他	1013	1206	944	929	858
资产总计	7155	8505	10168	11260	12293
流动负债	4261	5360	6769	7577	8289
短期借款	140	160	542	370	0
应付账款	2076	2905	3325	3915	4530
预收账款	1565	1717	2302	2641	3057
其他	480	578	601	650	702
长期负债	87	75	69	70	70
长期借款	20	0	0	0	0
其他	67	75	69	70	70
负债合计	4348	5435	6838	7647	8359
股本	468	608	608	608	608
资本公积金	1303	1163	1163	1163	1163
留存收益	950	1146	1418	1715	2053
少数股东权益	86	153	141	127	110
归属于母公司所有者权益	2722	2917	3189	3487	3824
负债及权益合计	7155	8505	10168	11260	12293

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	613	673	1761	1406	1687
净利润	430	455	576	683	794
折旧摊销	285	312	363	396	428
财务费用	4	(0)	5	5	5
投资收益	(8)	(29)	(45)	(55)	(55)
营运资金变动	(92)	(56)	867	383	523
其它	(6)	(10)	(5)	(7)	(8)
投资活动现金流	(1079)	(1040)	(530)	(846)	(759)
资本支出	(764)	(790)	(813)	(813)	(813)
其他投资	(315)	(250)	283	(32)	55
筹资活动现金流	(230)	(166)	67	(560)	(832)
借款变动	(58)	65	382	(171)	(370)
普通股增加	0	140	0	0	0
资本公积增加	0	(140)	0	0	0
股利分配	(234)	(234)	(304)	(385)	(456)
其他	62	3	(11)	(4)	(5)
现金净增加额	(695)	(533)	1297	0	97

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12731	15264	19322	22394	25930
营业成本	9959	11929	15076	17463	20210
营业税金及附加	57	53	78	89	103
营业费用	2029	2406	2989	3460	4001
管理费用	301	319	444	515	596
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	(59)	5	5	5	5
资产减值损失	(4)	1	0	(1)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	18.00	25.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	65	53	45	54	54
营业利润	513	605	775	917	1069
营业外收入	10	10	9	10	10
营业外支出	11	11	11	11	11
利润总额	512	604	773	915	1068
所得税	87	158	209	247	291
少数股东损益	(5)	(10)	(12)	(14)	(17)
归属于母公司净利润	430	455	576	683	794

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	12%	20%	26.59%	15.90%	15.79%
营业利润	24%	18%	28%	18%	17%
净利润	38%	6%	27%	19%	16%
获利能力					
毛利率	21.8%	21.8%	22.0%	22.0%	22.1%
净利率	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%
ROE	15.8%	15.6%	18.1%	19.6%	20.8%
ROIC	12.3%	13.4%	14.4%	16.5%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	60.8%	63.9%	67.2%	67.9%	68.0%
净负债比率	2.2%	1.9%	5.3%	3.3%	0.0%
流动比率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1
存货周转率	7.8	7.0	6.9	7.2	7.1
应收帐款周转率	469.2	401.4	606.4	713.6	653.8
应付帐款周转率	5.1	4.8	4.8	4.8	4.8
每股资料 (元)					
EPS	0.92	0.75	0.95	1.12	1.30
每股经营现金	1.31	1.11	2.89	2.31	2.77
每股净资产	5.82	4.80	5.24	5.73	6.29
每股股利	0.50	0.50	0.63	0.75	0.39
估值比率					
PE	31.2	38.3	30.3	25.6	22.0
PB	4.9	6.0	5.5	5.0	4.6
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，重点覆盖电商与新零售领域。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。