



中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师

S1010515010003

核心观点

公司拟以收购方式进军内蒙古市场，并购、自主展店双管齐下，泛区域扩张持续。长期看，公司省内优势区域提升盈利能力，省外门店加密形成规模效应，内生+外延双轮驱动，成长性明晰。

- **3.75 亿元投资持有内蒙古维乐惠超市 70% 股权。**2020/11/24，公司公告与维多利实业及维乐惠超市签订股权转让协议，公司拟以自有资金 3.75 亿元受让维多利实业持有的维乐惠超市 70% 股权。本次交易不构成关联交易及重大资产重组。
- **以收购方式进军内蒙古市场，估值对应投前 0.93x PS。**维乐惠超市在内蒙古已开业 25 家超市门店，其中呼和浩特/包头/乌兰察布分别拥有 22/1/2 家；已签订租赁合同尚未开业的超市门店 8 家，累计合同租赁面积 26 万平方米。2019 年/2020Q1-Q3，维乐惠超市营业收入分别为 5.8 亿/7.7 亿元，净利润分别为-1104/-730 万元。按照股权转让价格，标的公司对应估值约 5.4 亿元。按 2019 年营业收入推算，估值对应投前 0.93x PS；按收益法评估净资产推算，估值对应投前 1.16x PB。
- **与现有河北家家悦供应链协同，整合提效可期。**公司作为山东区域超市龙头，在生鲜供应链方面优势突出，此前并购青岛维客、山东华润万家、河北家家悦、安徽快乐真棒已有一定成效。青岛维客并购后经营提效，净利率已与上市公司整体类似；2020Q1-Q3：河北家家悦累计亏损 2000 万元+，山东华润万家累计亏损约 1500 万元，安徽快乐真棒累计亏损约 2500 万元。预计 2020 全年：河北家家悦亏损约 3000 万元，山东华润万家亏损 1000 万~2000 万元，安徽快乐真棒亏损 3000 万元+。上市公司相关并购整合经验有望复制到内蒙古市场；此外，河北家家悦现有 3 家超市门店位于内蒙古乌兰察布，并购后可望与现有门店形成供应链协同。
- **自主展店、并购双管齐下，保持泛区域高速扩张。**2020Q1-Q3 公司累计新开门店 69 家（不含安徽快乐真棒并表 31 家），其中山东省内/省外分别 48/21 家；我们预计 2020 年全年公司自主展店约 100 家（不含并购）。公司深耕胶东半岛并向鲁中、鲁西腹地加密；并购青岛维客、张家口福悦祥、山东华润万家、安徽快乐真棒和内蒙古维乐惠（拟），泛区域高速扩张。
- **风险因素：**新店培育、并购整合不达预期；新业态、初创类公司分流。
- **投资建议：**假设交易于 2020 年末完成，2021 年初并表，估算当年可贡献营业收入约 11 亿元（假设同店增长 4%、8 家储备门店开业且平均当年营业 3 个月）、权益利润影响约-700 万元。我们将于并购完成后进行相关业绩调整；暂维持 2020-22 年营业收入预测为 186.8 亿/215.5 亿/248.7 亿元，维持 2020-22 年归属净利润预测为 5.1 亿/6.0 亿/7.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/0.98/1.19 元。预计 2021 年该项目整合后有望逐步减亏，对公司业绩影响有限，维持“买入”评级。

家家悦	603708
评级	买入（维持）
当前价	23.52 元
总股本	608 百万股
流通股本	608 百万股
近 12 月绝对涨幅	50.75%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,731	15,264	18,684	21,553	24,867
营业收入增长率	12.4%	19.9%	22.4%	15.4%	15.4%
净利润(百万元)	430	458	505	598	724
净利润增长率	38.4%	6.4%	10.4%	18.4%	21.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.92	0.75	0.83	0.98	1.19
毛利率%	21.77%	21.85%	21.99%	22.32%	22.70%
净资产收益率 ROE%	15.80%	15.68%	16.20%	17.66%	19.44%
PE	47.9	58.8	53.1	44.8	37.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,731	15,264	18,684	21,553	24,867
营业成本	9,959	11,929	14,575	16,743	19,222
毛利率	21.77%	21.85%	21.99%	22.32%	22.70%
营业税金及附加	57	53	76	86	95
销售费用	2,029	2,406	3,057	3,579	4,180
营业费用率	15.94%	15.76%	16.36%	16.61%	16.81%
管理费用	301	319	400	455	525
管理费用率	2.37%	2.09%	2.14%	2.11%	2.11%
财务费用	(59)	5	(38)	(51)	(67)
财务费用率	-0.47%	0.03%	-0.20%	-0.24%	-0.27%
投资收益	8	29	30	30	30
营业利润	513	607	676	801	969
营业利润率	4.03%	3.98%	3.62%	3.72%	3.90%
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	11	11	11	11	11
利润总额	512	606	675	800	968
所得税	87	158	169	200	242
所得税率	16.95%	26.10%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(5)	(10)	1	2	2
归属于母公司股东的净利润	430	458	505	598	724
净利率	3.38%	3.00%	2.70%	2.78%	2.91%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	512	606	675	800	968
所得税支出	-87	-158	-169	-200	-242
折旧和摊销	285	312	508	547	588
营运资金的变化	-49	-58	777	384	510
其他经营现金流	-48	-30	-70	-86	-99
经营现金流合计	613	673	1,721	1,445	1,725
资本支出	-764	-790	-764	-758	-630
投资收益	8	29	30	30	30
其他投资现金流	-322	-279	0	0	0
投资现金流合计	-1,079	-1,040	-733	-728	-600
发行股票	3	0	0	0	0
负债变化	496	428	5	-68	-98
股息支出	-187	-262	-304	-328	-389
其他融资现金流	-542	-332	38	51	67
融资现金流合计	-230	-166	-261	-345	-419
现金及现金等价物净增加额	-695	-533	726	373	706

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,284	1,703	2,429	2,802	3,508
存货	1,290	2,118	2,175	2,499	2,869
应收账款	38	38	43	56	61
其他流动资产	484	655	707	827	913
流动资产	4,096	4,514	5,354	6,183	7,351
固定资产	1,778	2,387	2,574	2,583	2,565
长期股权投资	119	210	204	203	200
无形资产	149	188	231	274	317
其他长期资产	1,013	1,206	1,242	1,413	1,438
非流动资产	3,059	3,991	4,252	4,474	4,521
资产总计	7,155	8,505	9,606	10,657	11,871
短期借款	140	160	165	98	0
应付账款	1,692	2,368	2,769	3,181	3,652
其他流动负债	2,429	2,832	3,324	3,759	4,263
流动负债	4,261	5,360	6,259	7,038	7,916
长期借款	20	0	0	0	0
其他长期负债	67	75	75	75	75
非流动性负债	87	75	75	75	75
负债合计	4,348	5,435	6,333	7,113	7,990
股本	468	608	608	608	608
资本公积	1,303	1,163	1,163	1,163	1,163
归属于母公司所有者权益合计	2,722	2,917	3,119	3,388	3,723
少数股东权益	86	153	154	156	158
股东权益合计	2,808	3,071	3,273	3,544	3,881
负债股东权益总计	7,155	8,505	9,606	10,657	11,871

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	12.36%	19.90%	22.41%	15.36%	15.38%
营业利润增长率	23.89%	18.30%	11.40%	18.48%	20.93%
净利润增长率	38.35%	6.43%	10.44%	18.39%	20.96%
毛利率	21.77%	21.85%	21.99%	22.32%	22.70%
EBITDA Margin	5.62%	5.85%	6.12%	6.00%	5.98%
净利率	3.38%	3.00%	2.70%	2.78%	2.91%
净资产收益率	15.80%	15.68%	16.20%	17.66%	19.44%
总资产收益率	6.01%	5.38%	5.26%	5.61%	6.10%
资产负债率	60.76%	63.90%	65.93%	66.74%	67.31%
所得税率	16.95%	26.10%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	60.96%	66.48%	65.00%	65.00%	65.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。