

# 家家悦 603708

本文整理自海通证券与东吴证券近期两份关于家家悦 603708 的深度研究报告。

——整理人 分水墩小散 初级老开

(海通证券)

为什么是 2018 年开始扩张提速? 兼备“天时、地利、人和”之势:

①外部天时: 产业变革加速之际, 家家悦作为优质龙头其相对优势再次凸显, 虽面临更多压力和风险, 也正面临转折性发展机遇, 有扩张的机会和紧迫性, 其扩张不仅是短期区域性的, 也可能是中期跨区域的;

②区域地利: 公司深耕胶东, 有核心竞争力, 有望赢得更多资源支持, 同时受益省内相对缓和的竞争环境, 助力其在山东腹地下沉布局加速跑, 夯实基础图长远之机;

③内部条件: (a) 资金充裕, 3Q17 末现金 30 亿, 可支撑未来 2-4 年约 245-460 家新店扩张; (b) 物流供应链支撑, 生鲜(毛利率 15%、损耗 2%-3%、80%直采等)、供应链(生鲜集中配送超 70%、自有品牌收入占比 8.6%等)、消费者粘性(会员销售占比 75%) 均领先同业, 物流配送能力强(莱芜生鲜物流中心 6 月投产); (c) 基础与多业态: 西部区域门店已完成前期磨合, 有经验资源基础, 多业态密集布局有选址&成本优势, 开店速度更快、效率更优; (d) 组织机制: 设立三大战区保障扩张&运营效率, 全面推广合伙人制至 100-200 家门店, 股权激励充分且有持续激励空间。

表 6 家家悦“300 家连锁超市建设项目”测算

业态	门店数 (家)	假设单店面积 (万平米)	总面积 (万平米)	单店投资额 (万元/家)	总投资额 (亿元)
大卖场	19	0.75	14.25	1026	1.95
综超	281	0.15	41.56	202	5.69
合计	300		55.81	255	7.64
单位面积投资额(元/平米)	1368				

资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

## 扩张的空间与机会

①空间: 按人口数测算山东超市市场空间近 1700 亿、门店容量超 1 万家; 按社零总额占比测算山东超市市场规模 2600 亿。中期(3-7 年)假设山东市场 1800-2500 亿、公司市占率 10%-15%, 对应公司市场空间 200-400 亿; 长期(7 年以上)假设山东市场 2000-3200 亿、公司市占率 20%-25%, 对应 400-800 亿。

②节奏: 2014-16 年各净开店 61/49/21 家, 预计 2017 年改造 116 家、完成 73 家开店计划, 2018 年净增超 100 家, 2019 年再提速, 新店以鲁西为主, 2-3 年覆盖全省;

③机会: 山东中小超市较多, 公司收购青岛维客商业为跨区域扩张提供新模式, 基于基础能力建设、多业态模式优势和供应链赋能潜力, 公司也有机会以合适模式(如股权+轻资产)适时适度迈出跨省整合扩张步伐。

## 扩张提速会否拖累盈利?

①新店对标可比店提效：测算成长期+次新店占比 39%，新店转向可比店后经营提效且贡献利润。

②鲁西对标胶东提效：鲁西毛利率低于胶东约 1pct、坪效约胶东 65%，静态测算鲁西毛利率的改善（0.5pct 或以上），基本可对冲其收入占比提升对公司整体毛利率的不利影响。

③营运能力优，仍有提升空间：人效从 2011 年 43 万/人增至 2016 年 65 万/人；2016 年人均创利 1.42 万/人仅略低于永辉，2016 年坪效 0.73 万/平米（剔除百货），相比可比店超 1.3 万/平米提升空间大；人工/租金/折旧摊销费用率低且管控力强，合伙人制红利释放更可提升盈利能力。判断效率改善可完全消化扩张带来的短期费用压力。

表 3 主要超市收入规模对比（亿元，2011-2016）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-16 年 CAGR (%)
永辉超市	177	247	305	367	421	492	22.66
步步高	84	100	114	123	155	155	12.96
中百集团	139	157	165	169	164	154	2.08
家家悦	68	78	90	98	105	108	9.70
人人乐	121	129	127	121	112	102	-3.43
红旗连锁	34	39	44	48	55	63	12.89
三江购物	51	51	47	44	44	41	-4.35

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 主要超市净利润规模对比（亿元，2011-2016）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016 年净利率 (%)
永辉超市	4.68	5.03	7.22	8.53	6.00	12.14	2.47
家家悦	1.56	2.45	2.19	2.28	2.47	2.51	2.33
红旗连锁	1.71	1.73	1.57	1.70	1.79	1.44	2.28
步步高	2.60	3.43	4.15	3.45	2.14	1.33	0.86
三江购物	1.53	1.76	1.50	1.10	0.67	1.01	2.47
人人乐	1.69	-1.87	0.07	-4.61	-4.75	0.60	0.60
中百集团	2.67	2.05	1.71	1.86	0.06	0.06	0.04

资料来源：Wind，海通证券研究所

2017 年总面积 154 万平米，其中租赁门店 599 家 132.6 万平米，占比 86%，自有门店 55 家 21.6 万平米。

按各公司 2017 年收入预期，测算家家悦在山东省份额约 4.3%、在威海+烟台市场份额约 21%，永辉超市在福建市场份额约 11.8%，步步高（超市）在湖南市场份额约 6.5%。但是此市占率测算隐含一定假设，可能（低于）与实业经营直观感受口径存在出入。

从可比门店（两年期）来看（表 15），大卖场和综合超市的可比门店 2013-2015 年单店收入和坪效均高于 2016 年该业态整体门店，主要由于新店需一定培育期，也体现新店经营业绩有较大提升空间。我们预计，随着较多门店从培育期逐渐走向成长期，经营业绩将逐渐接近可比门店，从而在优化公司店龄结构的同时，保障整体经营业绩。

表 14 家家悦各业态单店收入及坪效（2016）

	数量 (个)	数量占比 (%)	总面积 (万平米)	收入 (亿元)	单店收入 (万元)	单店面积 (平米)	坪效 (万元/平米)
大卖场	84	13.2	60.8	41.7	4960	7238	0.69
社区综合超市	277	43.5	42.4	33.1	1196	1531	0.78
农村综合超市	231	36.3	25.7	20.9	907	1114	0.81
百货	12	1.9	18.3	1.6	1308	15233	0.09
便利店	5	0.8	0.1	0.1	258	120	2.15
专业店	28	4.4	5.4	1.9	685	1914	0.36
合计	637	100.0	152.6	99.4	1560	2396	0.65

注：公司未披露 2016 年各业态收入，因此按 2016 前三季度的各业态收入占比（招股书披露）推算而来  
资料来源：公司招股说明书及 2016 年年报，海通证券研究所

表 15 家家悦可比门店单店收入和坪效 (2013-2015)

业态	2015 年		2014 年		2013 年	
	单店收入 (万元)	坪效 (万元/平米)	单店收入 (万元)	坪效 (万元/平米)	单店收入 (万元)	坪效 (万元/平米)
大卖场	5763	1.47	5779	1.32	5950	1.31
社区商超	1331	1.39	1371	1.41	1462	1.44
农村商超	1011	1.50	1103	1.58	1116	1.61
百货店	1335	0.12	831	0.11	740	0.10
专业店	971	0.73	1515	0.78	1988	0.86

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

公司人效 (人均创收) 从 2011 年 42.8 万元/人逐渐提升至 2016 年的 69.9 万元/人, 5 年提升了 63%, 其中 2015、2016 年各提升 8.8%、11.5%, 一方面来自收入稳定成长, 另一方面是由于公司员工数在 2014 年达 1.84 万人的高峰后, 通过优化员工结构、增加小时工数量等, 2015、2016 年分别降至 1.8 万人、1.66 万人。

与同业相比, 公司人效低于永辉 (2016 年显著提升主要得益于合伙人制)、三江购物 (主要是由于员工人数逐年减少, 其收入 2013-16 也在逐年下降) 和步步高 (其百货收入占比超 20%)。从历年来看, 公司和永辉人效基本相当, 且公司 2018 年将加大合伙人制推广 (而永辉从 2016 年已开始释放合伙人红利), 预计未来人效具备持续提升空间。公司 2016 年人均创利 (扣非) 1.42 万元, 仅略低于永辉的 1.54 万元/人。

公司 2016 年加权平均 ROE 为 23.16%, 大幅高于同业, 其中权益乘数 (财务杠杆)、ROA、净利率各贡献约 12.2、5.2、5.9 个百分点: 公司 2016 年净利率 2.33% 处于行业中游 (低于高鑫零售、永辉和三江购物), 资产周转率 2.05 次最高 (永辉 1.98 次居第 2); 而公司加权权益乘数约 4.8 倍, 远高于永辉和步步高 (均 2.7 次), 这是导致公司 ROE 远超同业的主要原因。

我们进一步对公司财务杠杆拆分 (表 19), 公司 2016 年资产负债率 61.17%, 仅略低于高鑫零售 (62.2%), 而永辉超市仅 34.64% 为同业最低; 从扣除预收账款 (主要为预付卡) 后的资产负债率来看, 公司负债率 50.42% 仍处较高水平, 仅略低于步步高 (52.8%); 从预收账款绝对金额来看, 公司 2016 年底预收账款 13 亿, 占比当年收入 12.09% 为同业最高, 而永辉预收账款仅 15 亿, 占比收入 3.11% 为同业最低。

存货周转率由 2011 年的 2.9 次逐年提升至 2015 年的 7.3 次, 2016 年为 6.8 次, 仅低于永辉 (8.2 次) 和三江购物 (7.8 次), 预计未来随着物流中心的新建和扩建完成周转率将进一步加快, 且随净利率稳定增长, ROE 有望维持高位水平。

（东吴证券）

2017 年，公司在山东省开门店数量 649 家。

公司 2013 年-2015 年平均净增店为 56 家。

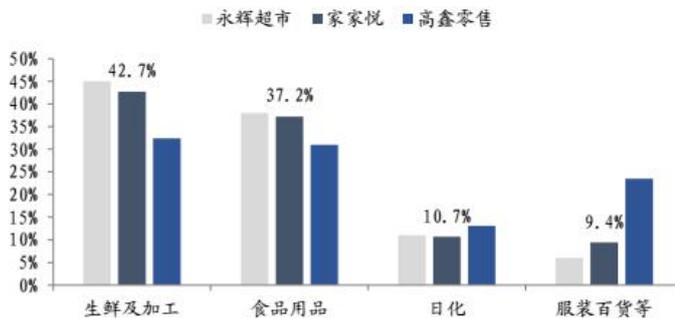
85%以上门店在胶东地区，收入的 80%以上为生鲜，品类结构与永辉超市类似，受到电商冲击较小。

会员贡献收入超 7 成。

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10,776.96	11,454.94	12,597.77	14,073.95
同比（%）	2.78%	6.29%	9.98%	11.72%
净利润（百万元）	251.25	311.32	397.18	493.46
同比（%）	1.61%	23.91%	27.58%	24.24%
毛利率（%）	21.68%	21.87%	22.54%	23.08%
ROE（%）	15.07%	12.85%	15.12%	17.10%
每股收益（元）	0.93	0.67	0.85	1.05
P/E	37.09	29.93	23.46	18.88
P/B	4.00	3.71	3.40	3.08

目前公司继续贯彻执行“山东广度，胶东深度，覆盖社区，城乡一体”的发展策略，计划进入山东省西部大部分地市，并加大农村综合超市开店力度，推进农村网络布局建设，强化城乡一体化格局。

图表 5：家家悦、永辉及高鑫零售品类结构对比



资料来源：高鑫零售、家家悦数据来源于公告，永辉超市数据口径与家家悦略有差异，为估算值，均为 16 年数据，东吴证券研究所整理。

图表 9：各业态可比门店历年单店收入

单店收入（万元）	2013	2014	2015	2016
大卖场	5,950	5,779	5,763	5,711
综合超市：	1,323	1,259	1,193	1,150
社区综合超市	1,462	1,371	1,331	1,267
农村综合超市	1,116	1,103	1,011	994
便利店				251
百货店	740	831	1,335	1,154
专业店	1,988	1,515	971	906
总计	2,077	1,913	1,835	1,729

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：便利店、百货店及专业店总数较少，可比门店收入受个别门店经营状况影响较大

图表 10：2016 至 2017 半年度各业态可比门店营业收入占比

	2016		2017H1	
	收入(万元)	占比(%)	收入(万元)	占比(%)
大卖场	382,651	42.81	204,532	42.58
综合超市	480,859	53.79	257,096	53.52
其中：社区综合超市	302,850	33.88		
农村综合超市	178,009	19.91		
便利店	502	0.06	371	0.08
百货店	12,689	1.42	7,819	1.63
专业店	17,220	1.93	10,556	2.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司贯彻渠道下沉策略，门店网点主要布局于山东省内 2 至 4 线城市社区及农村，人流量相对较小，客户购买力居中。与同行业如永辉对比，公司坪效略低。

图表 11：各业态可比门店 2013 至 2015 年单店收入(万元)，面积(平方米)以及坪效(万元/平方米)

业态		2013 年	2014 年	2015 年
大卖场	单店收入	5950	5779	5763
	单店面积	4542	4378	3920
	坪效	1.31	1.32	1.47
综合超市	单店收入	1323	1259	1193
	单店面积	888	856	834
	坪效	1.49	1.47	1.43
其中：社区综合超市	单店收入	1462	1371	1331
	单店面积	1015	972	958
	坪效	1.44	1.41	1.39
农村综合超市	单店收入	1116	1103	1011
	单店面积	693	698	674
	坪效	1.61	1.58	1.50
百货店	单店收入	740	831	1335
	单店面积	7404	7551	11126
	坪效	0.10	0.11	0.12
专业店	单店收入	1988	1515	971
	单店面积	2311	1942	1330
	坪效	0.86	0.78	0.73

数据来源：家家悦招股说明书，东吴证券研究所

图表 1: 永辉与家家悦成熟门店同店增速比较 (2016)

业态	门店家数	单店收入 (万元)	同店增速
<b>家家悦</b>			
大卖场	67	5711	-0.19%
综合超市:	418	1150	
社区综合超市	239	1267	-2.57%
农村综合超市	179	994	0.28%
便利店	2	251	0.42%
百货店	11	1154	-16.29%
专业店	19	906	3.04%
综合	517	1729	-1.12%
<b>永辉</b>			
大卖场	95	15195	2.50%
卖场	155	11331	0.00%
社区店	43	5153	1.20%
BRAVO 精致超市	26	11863	11.30%
综合	319	11693	1.90%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店流通, 该类渠道销售的农产品占比常在 70% 以上, 反观 2016 年中国农产品交易活动, 生鲜产品销售仍以农贸市场为主, 占比 73%, 超市渠道只占 22%, 其渗透率提升空间大。2011 年至 2016 年, 我国生鲜超市市场规模稳定增长, 符合超市渠道逐渐成为生鲜品消费主流的趋势。

生鲜高频微利, 受电商渠道冲击较小的主要原因: 1) 生鲜品类不易保存、周转率高、物流配送要求高, 对供应链要较高, 仓储物流建设投入较大; 2) 生鲜产品标准化程度低, 供货渠道分散, 中间损耗环节多, 损耗率高, 物流成本高, 而农产品固有毛利率较低, 无法覆盖这种高昂的损耗费用。

公司宋村, 威海两处生鲜物流中心建设了约 1.5 万平米的 PC 中心进行初加工, 建立约 2 万平米集农副产品, 熟食加工与配送于一体的现代化高效中央厨房。

图表 19: 优化提升区域一体化物流体系

仓型	状态	名称	建筑面积 (万平方米)	日平均吞吐	日峰值吞吐能	基础功能	新增功能
杂货仓	使用中	威海物流中心	4.1	11 万件	20 万件	杂货 仓储配送	
		烟台物流中心	3.35	6 万件	10 万件		
		莱芜物流中心	2.34	4 万件	8 万件		
生鲜仓	使用中	烟台生鲜物流中心	0.18	130 吨	500 吨	生鲜 仓储配送	
		高密生鲜物流中心	1.2	110 吨	500 吨		
		莱芜生鲜物流中心	0.4	130 吨	500 吨		
		威海生鲜物流中心	3.2	340 吨	700 吨		
		宋村生鲜物流园 (扩建中)	4.71				中央厨房 PC 加工中心 中央厨房 食品工业园
综合仓	17 年开工 在建中	莱芜生鲜加工物流中心	3.42			生鲜加工	
综合仓	17 年开工 在建中	烟台综合物流工业园	10			常温商品 仓储配送 生鲜加工	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司**会员**体系成熟而完善，消费者粘性较强，会员收入不断增加。公司设立了完善的会员管理制度以及会员积分管理制度，借助区域性品牌优势，公司形成了庞大高粘性的会员群体。2016 年末公司会员人数约 **418** 万，比年初增长 **13.78%**，会员客流量 **1.54** 亿人次，单个会员日均购买频次 **1.61** 次。会员收入贡献率高，2016 年会员销售收入 **74.23** 亿元，占销售收入的比例为 **74.70%**，同比增长 **5.46%**，部分区域会员销售占比超过了 **80%**。会员群体粘性大，2015 年、2016 年连续两年参与换购的会员，在后续 18 个周的活动期间，每周的人均消费金额从 **170** 元提升到 **197** 元，增长了 16%，平均客单、每周访店次数也分别提升了 7.4%、8%。

图表 21: 家家悦与永辉会员情况对比

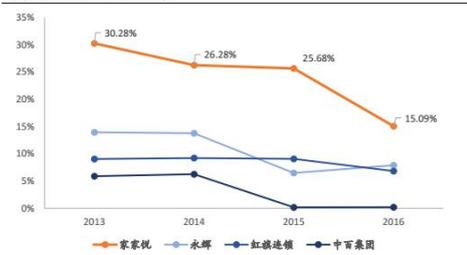
年份	永辉		家家悦			
	2015	2016	2013	2014	2015	2016
会员人数规模(万人)	1116	1768	261	310	367	418
YOY		58.4%		18.6%	18.5%	13.8%
营业总收入规模(亿元)	421	492	90	98	105	108
销售收入(亿元)	402	467	84	91	96	99
会员销售占比	33.3%	39.2%	58.7%	66.5%	71.8%	74.7%
会员收入规模(亿元)	134	183	49	60	69	74
单会员收入(元)	1199	1035	1884	1950	1887	1777
单会员单周收入(元)	23.05	19.90	36.23	37.50	36.29	34.17

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

2016 年家家悦所在核心城市威海、烟台人口约为 282 万、706 万，参考招股说明书数据，截至 2016Q3，公司在威海、烟台两地门店数量分别为 306 家、206 家，占合计门店数量约为 82%，预计 16 年两地贡献收入为 92 亿。相当于威海、烟台两地 988 万常住人口，约一半为家家悦持卡会员，每位会员每年约为家家悦贡献约 1800 元，对应家家悦 16 年威海、烟台两地超过 90 亿收入。山东省总人口近 1 亿，威海+烟台占比约为 9.94%，若家家悦在山东其它城市可以达到威海、烟台 30% 的渗透率，则家家悦的潜在市场空间超过 **300** 亿。

参考家家悦在胶东地区（威海、烟台、青岛）的发展，胶东地区常住人口及社会消费品零售总额占比山东省约为 20%，对应公司 17 年胶东地区收入约为 100 亿。若公司在山东其它地区达到胶东地区的发展水平的一半，则公司整体潜在空间超过 **300** 亿。综上，考虑到家家悦未来 3-5 年的发展，公司目前省内扩张离天花板尚远。

图表 29: ROE 领跑行业水平



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司的财务杠杆较高，主要源于公司会员体系强大，单用途预付卡销售规模较高，对应预收账款值较高。16 年家家悦收入为 108 亿，对应预收账款为 **13** 亿；

相比之下永辉超市 16 年收入为 492 亿，对应预收账款为 15 亿。

现金流充裕稳定，规划良好，助力公司扩张。公司销售商品方式基本为即时结算，经营性现金流充裕稳定，与销售规模，开店数量和速度相匹配。2017 年第三季度，公司所持有的货币资金余额为 30.08 亿，同比增长约 59.51%，流动性较有保障。公司负债以应付账款，预收账款等经营性负债为主，平均占比达 86%以上，公司通过充分利用供应商与消费者提供的商业信用，可合理规划现金流，提高偿债能力。



研报